

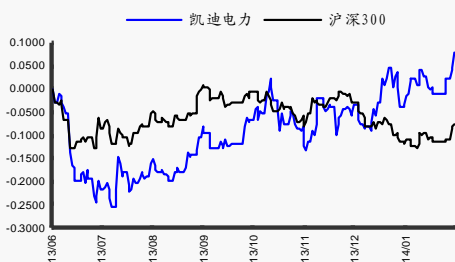
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn

## 发电数据力证原材料整顿成效，生物质发电 业务崛起再添信心

### ——凯迪电力（000939）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
凯迪电力	12.1	22.7	-2.1
沪深300	3.9	-4.8	-17.3

市场数据

2014-2-12

当前价格（元）	6.59
52周价格区间（元）	4.53-7.95
总市值（百万）	6216.40
流通市值（百万）	6199.90
总股本（万股）	94330.88
流通股（万股）	94080.48
日均成交额（百万）	68.83
近一月换手（%）	18.23

#### 事件：

公司公告2014年1月，旗下已投产生物质电厂当月累计完成发电22863.04万千瓦时，其中正式投产的祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁电厂共发电14994.14万千瓦时；正处在设备调试及试运行阶段的庐江、金寨、安仁、谷城、霍山电厂共发电7868.9万千瓦时。

#### 点评：

#### ■ 1月发电量环比继续提升，同比大幅增长，力证原材料收购体系整顿成效

- 2014年1月生物质电厂当月累计完成发电22863.04万千瓦时，环比2013年12月22531万千瓦时，继续提升1.5%；同比2013年1月6873.91万千瓦，大幅增长232.6%；相当于2012年全年46436万千瓦时的一半。1-2月份是生物质电厂的淡季，秸秆等原材料相对较难收集，同时叠加春节放假影响，理论上来说2014年1月份发电量没有相对于2013年12月、11月下滑已经不错。2014年1月份公司生物电厂发电数据非常好，数据充分证实了公司原材料收购体系整顿的成效。
- 燃料问题是制约整个生物质发电行业发展的关键因素，公司生物质发电业务过去两年的发展低于预期也正是受制于此。前期燃料供应问题主要表现为两个方面：一是燃料质量差，中间商掺入水分甚至石块等，降低了燃料热值，影响机组安全运行；二是燃料收购过程

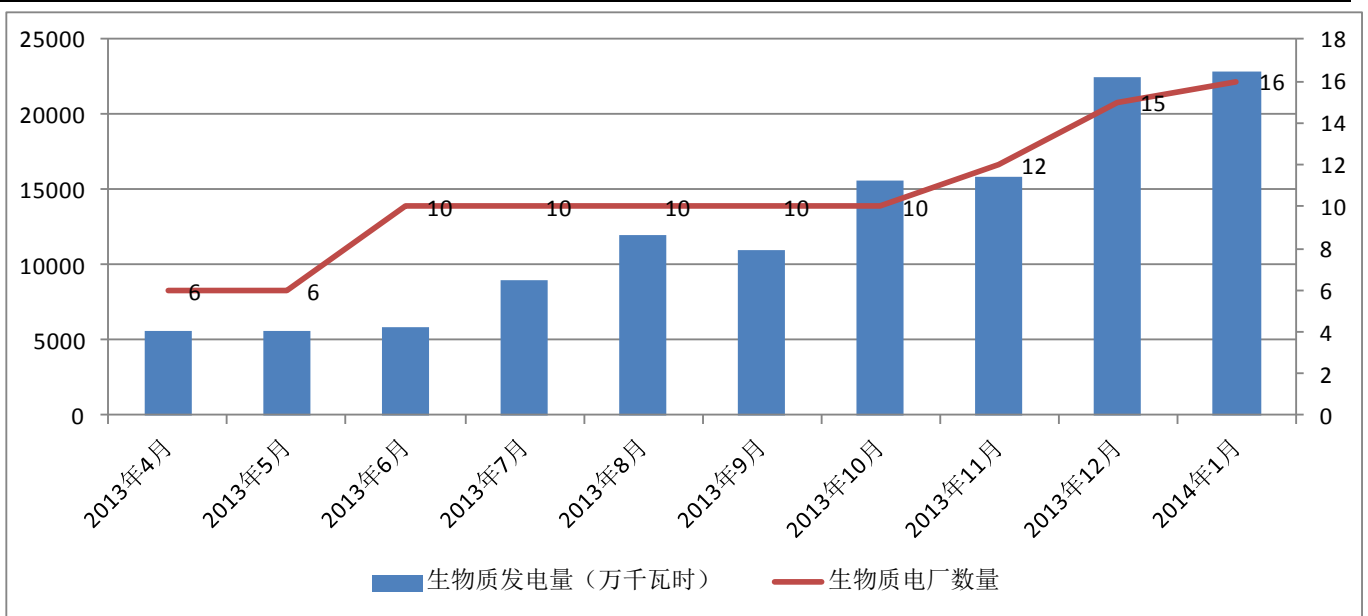
中出现的腐败和哄抬价格等行为提高了燃料价格和收购难度。

- 公司经过2012年和2013年上半年对燃料市场的整顿和摸索，成功由“产业工人+大客户+林业基地”模式转为“村级燃料收购点+大客户”的收购模式。目前该燃料保障模式已逐渐成熟，所收购燃料质量明显改善；同时在保障原材料价格基本稳定条件下，燃料收购量逐步提升，能够满足逐渐增长的发电需求，部份电厂出现供过于求。

■ 在建生物质电厂加速投产，集团后续资产注入预期强烈

- 2013年6月，隆回、淮南、丰都、赤壁四家电厂并网发电，11月庐江、金寨电厂通过72+24h试验进入试运行阶段；12月27日，谷城、安仁、霍山通过72+24h试验进入试运行。截止2013年底，不含拟收购集团三家电厂，公司并网生物质电厂达到15家。如果2014年公司并网生物质发电厂能够实现稳定运营，则可能贡献超过1亿元的业绩弹性。

图 1、2013 年 4 月~2014 年 1 月公司生物质发电量和并网生物质电厂家数



资料来源：公司公告、国海证券研究所

- 公司共有21家生物质电厂获批，目前已投运15家，在建3家，还有3家处于待开工状态。但是公司控股股东阳光凯迪在建或已完工生物质电厂项目超过50家。一直以来，公司均是以向大股东收购方式取得生物质电厂经营权。公司作为阳光凯迪集团唯一的上市平台，集团一直寄希望于生特质发电业务早日发展成熟，能够稳定发电和盈利后全部注入上市公司。此前，集团拟将广西区域内资源禀赋较好，盈利能力较强的三家电厂注入上市公司，突显集团有意助力上市公司做实生物质发电业务，有利于提升市场信心和后续资产注入预期。

#### ■ 技术升级，第二代生物质电厂盈利能力明显增强

- 公司目前并网的15家生物质电厂中有13家是第二代生物质电厂，使用的是高温超高压循环流化床发电机组，其安全性、经济性、环保性能都大大优于第一代生物质电厂。在第一代技术下，在目前320-340元/吨的原材料价格下，生物质发电厂仅能实现微利。但是在第二代技术下，在公司重组的燃料收购模式下，如果能够以稳定价格收储到下属电厂正常发电（年发电小时约7000-7500小时）所需燃料，一家第二代生物质电厂年发电利润至少为1000万。公司通过技术升级，大幅提升了生物质发电的盈利能力。

#### ■ 增增税退税和 CDM，倍增生物质电厂远期收益空间

- 在公司的生物质电厂持续稳健经营后，生物质电厂在通过资源综合利用机组认证后，可以获得增值税退税超1000万。同时，申请CDM出让也会带来一定利润。因此，如果原材料供应能够得到保障，生物质发电厂稳定运营后，中长期来看，每个生物质电厂实际可能带来约3000万的盈利。

■ 公司电建承包业务稳定发展，未来两三年有望超预期增长

- 公司电建承包业务收入近几年主要来自于越南电厂 EPC 项目。越南冒溪项目总包金额 4.29 亿美元，公司承包合同占比 73%，2012 年提前取得 PAC（初步验收证书）；越南升龙项目总包金额 6.45 亿美元，公司承接由凯迪工程（集团公司所属子公司）转包合同 3.03 亿美元（占总包合同 47%），2013 年上半年已开始确认收入，预计 2015 年完工。近期集团公司已承接越南海阳项目，总包金额约 17.9 亿美元，预计到 2017 年第一台机组投产。如果按照惯例，集团公司将海阳项目的部分合同转包给上市公司，则凯迪电力未来两三年电建承包业务有望超预期增长。

■ 看好全新高管团队创业精神，集体增持突显信心

- 从 2012 年到 2013 年上半年，公司组建了全新的专业化管理团队，团队成员在能源行业都有着丰富的从业经历和辉煌业绩。我们看好新高管团队破釜沉舟的创业精神，其改造整顿的原材料收购体系已经开始展现成效。2013 年 9 月，新的管理团队在二级市场对公司股票进行了集体增持，突显了团队对公司未来发展前景充满信心。

■ 给予“买入”评级

- 公司生物质发电业务燃料市场整顿效果显著；在建生物质电厂加速投产，生物质发电量稳步攀升；收购集团优质生物质电厂提升后续资产注入预期；电建承包业务稳定向好，并有超预期空间，煤炭和环保发电业务形成互补。坚定看好全新管理团队带领下公司生物质发电业务的发展前景，暂不考虑后续集团资产注入和未来可能的股权再融资摊薄，预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.08 元、0.30 元和 0.42 元，对应 2014 年 2

月 12 日收盘价 6.26 元 PE 分别为 78.9 倍、22.2 倍和 15.5 倍，给予“买入”评级。

- **风险提示** 生物质燃料市场发生变化导致价格暴涨或者收购量不足的风险；公司煤炭业务亏损的风险等

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	2639	2641	3923	4565
增长率(%)	-2%	0%	49%	16%
归母净利润（百万元）	34	79	280	400
增长率(%)	-95%	129%	256%	43%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.08	0.30	0.42
ROE(%)	1.12%	2.69%	9.38%	12.47%

**凯迪电力 (000939) 盈利预测**

证券代码: 000939.sz      股票价格: 6.59      投资评级: 买入      日期: 2014/2/12

财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	1%	3%	9%	12%	EPS	0.04	0.08	0.30	0.42
毛利率	25%	28%	28%	27%	BVPS	2.56	2.30	2.25	2.38
期间费率	21%	23%	17%	15%	<b>估值</b>				
销售净利率	1%	3%	7%	9%	P/E	180.49	78.87	22.17	15.54
<b>成长能力</b>					P/B	2.58	2.86	2.94	2.77
收入增长率	-2%	0%	49%	16%	P/S	2.36	2.35	1.58	1.36
利润增长率	-95%	129%	256%	43%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
总资产周转率	0.23	0.23	0.32	0.35	营业收入	2639	2641	3923	4565
应收账款周转率	1.45	1.64	1.80	1.90	营业成本	1976	1911	2832	3316
存货周转率	13.17	9.68	11.15	12.28	营业税金及附加	31	31	43	47
<b>偿债能力</b>					销售费用	11	10	15	17
资产负债率	74%	74%	76%	75%	管理费用	255	206	280	316
流动比	0.75	0.59	0.64	0.71	财务费用	268	304	312	300
速动比	0.72	0.55	0.59	0.66	其他费用/(-收入)	(13)	(5)	18	20
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	85	174	459	589
现金及现金等价物	911	439	343	670	营业外净收支	33	17	12	18
应收款项	1826	1611	2178	2409	利润总额	118	191	471	607
存货净额	150	201	258	274	所得税费用	42	18	74	116
其他流动资产	387	388	574	667	净利润	76	173	397	491
<b>流动资产合计</b>	<b>3275</b>	<b>2634</b>	<b>3348</b>	<b>4016</b>	少数股东损益	41	95	116	91
固定资产	3701	3678	4046	4091	归属于母公司净利润	34	79	280	400
在建工程	3013	3513	3413	3213	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
无形资产及其他	803	803	769	731	经营活动现金流	(375)	727	655	843
长期股权投资	132	132	132	132	净利润	76	173	397	491
<b>资产总计</b>	<b>11635</b>	<b>11471</b>	<b>12419</b>	<b>12893</b>	少数股东权益	41	95	116	91
短期借款	1475	1425	1475	1425	折旧摊销	204	164	172	194
应付款项	1483	1617	2395	2801	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	10	6	9	10	营运资金变动	(696)	295	(30)	67
其他流动负债	1393	1393	1393	1393	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1039)</b>	<b>(477)</b>	<b>(269)</b>	<b>156</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4360</b>	<b>4441</b>	<b>5271</b>	<b>5629</b>	资本支出	(2099)	(477)	(269)	156
长期借款及应付债券	3815	3715	3770	3670	长期投资	(59)	0	0	0
其他长期负债	388	388	388	388	其他	1120	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>4203</b>	<b>4103</b>	<b>4158</b>	<b>4058</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>942</b>	<b>(468)</b>	<b>(228)</b>	<b>(425)</b>
<b>负债合计</b>	<b>8563</b>	<b>8544</b>	<b>9429</b>	<b>9687</b>	债务融资	1379	(150)	105	(150)
股本	943	943	943	943	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3072	2927	2990	3206	其它	(437)	(318)	(333)	(275)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11635</b>	<b>11470</b>	<b>12419</b>	<b>12893</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>(472)</b>	<b>(218)</b>	<b>158</b>	<b>574</b>

资料来源: 国海证券研究所

## 【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

### 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
李 慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
李 芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn