

# 凯迪电力：生物质发电盈利出现拐点

## 投资要点：

- 生物质发电拖累之前业绩。**2013年上半年，公司实现收入10.2亿，其中煤炭销售3.82亿，煤矸石电厂蓝光电厂2.38亿，2家第一代生物质发电厂收入780万，8家第二代生物质发电厂收入8927万，越南冒溪2\*22万千瓦火电厂建设EPC工程实现收入2.9亿。其中越南冒溪电厂的EPC工程和煤炭销售是公司主要利润来源。生物质发电板块之前受困于原料供应问题，无法稳定运行，导致盈利贡献较弱。
- 生物质发电经营情况出现持续改善。**公司自2012年起下大力气整顿生物质发电厂的燃料采购体制，到2013年下半年开始初见成效，生物质发电量出现持续上升，月发电量已达到2亿度，月发电小时超过400小时以上，2013年全年上网电量达12.2亿度，是2012年的2倍多。与此同时，生物质发电业务的盈利状况也出现改善，新收购的北流电厂单月盈利已超过100万。
- 生物质发电总装机容量有望持续增长。**截止到2014年2月，公司共有16家生物质发电厂投产，其中正式投运的有祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、北流（新收购）等11个电厂，处在设备调试及试运行阶段的有庐江、金寨、安仁、谷城、霍山等5个电厂。这16个电厂中，二代3万千瓦电厂有14个，一代2\*1.2万千瓦电厂有2个，总装机46.8万千瓦。在建电厂3个，预计未来每年新建电厂在3-4个，均为二代电厂。
- 预计2014年生物质发电板块盈利有望大幅增加。**预计公司2014年-2016年公司生物质发电量分别为29.48亿度、37.8亿度和47.25亿度，收入分别为22.11亿、28.35亿和35.44亿元，净利分别为2.32亿、2.98亿和3.72亿，可贡献EPS分别为0.25元、0.32元和0.39元。
- 投资评级与风险提示。**生物质发电板块按25倍PE估值，未来一年合理估值为7.5元左右，再加上其他业务2.5元左右的保守估值，公司合计合理估值为10元左右。建议买入，风险主要在于生物质发电板块盈利改善不及预期。

## 公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2639	2507	3761	4513
增长率(%)	-1.77	-5.00	50.00	20.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	34	78	285	347
增长率(%)	-95.43	127.48	263.73	21.75
毛利率%	25.13	26.00	31.5	31.50
净资产收益率(%)	1.43	3.27	10.64	11.47
EPS(元)	0.04	0.08	0.30	0.37
P/E(倍)	192	85	23	19
P/B(倍)	2.7	2.8	2.5	2.2

数据来源：民族证券

## 凯迪电力 (000939.SZ)

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel：010-59355924

Email：fucx@chinans.com.cn

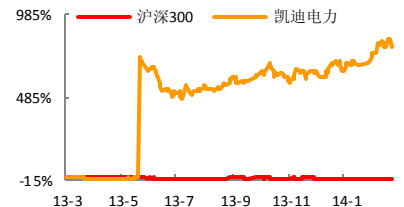
## 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	首次
目标价格：	10

## 市场数据

市价(元)	7.06
上市的流通A股(亿股)	9.41
总股本(亿股)	9.43
52周股价最高最低(元)	7.68-4.53
上证指数/深证成指	2057.91/ 7328.48
2013年股息率	0%

## 52周相对市场改变



## 相关研究

## 正文目录

一、公司业务构成 .....	3
二、公司生物质电厂运营情况持续好转 .....	3
1、公司生物质电厂集中投运 .....	3
2、公司生物质发电量快速上升 .....	4
3、公司生物质发电量收入上升、毛利改善 .....	5
4、公司生物质发电业务盈利测算 .....	5
三、公司其他业务分析 .....	6
四、公司盈利预测 .....	6
1、分部收入预测 .....	6
2、公司盈利预测 .....	7
五、公司估值与投资建议 .....	7
财务预测 .....	8

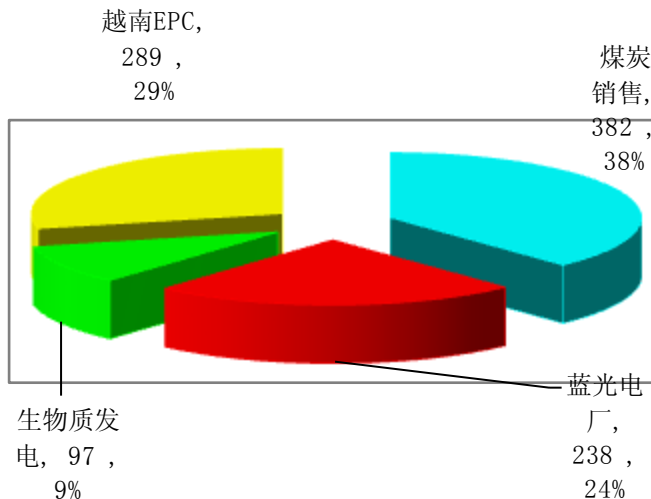
## 图表目录

图 1：公司 2013 年中期收入构成（百万元） .....	3
图 2：公司 2013 年中期毛利构成（百万元） .....	3
图 3：公司历年生物质发电量（亿度） .....	4
图 4：公司历年月度生物质发电上网电量（百万度） .....	4
图 5：公司历年生物质发电收入（亿元） .....	5
图 6：公司历年生物质毛利（百万元） .....	5

## 一、公司业务构成

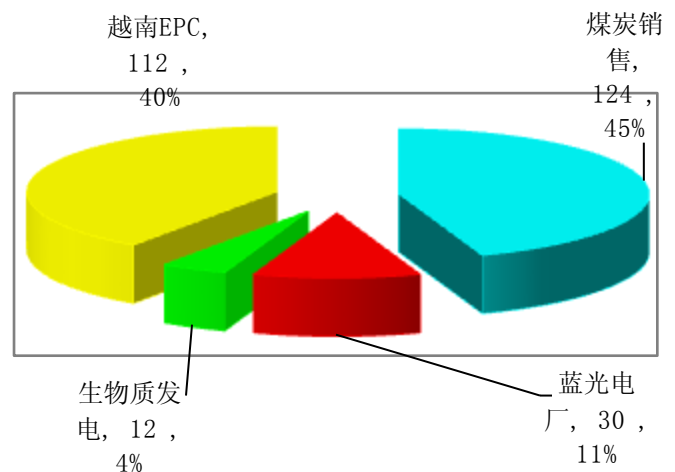
2013 年上半年，公司实现收入 10.2 亿，其中煤炭销售 3.82 亿，煤矸石电厂蓝光电厂 2.38 亿，2 家第一代生物质发电厂收入 780 万，8 家第二代生物质发电厂收入 8927 万，越南冒溪 2\*22 万千瓦火电厂建设 EPC 工程实现收入 2.9 亿。公司 2013 年上半年收入和毛利构成如图 1 和图 2 所示，其中越南冒溪电厂的 EPC 工程和煤炭销售是公司主要利润来源。

图 1：公司 2013 年中期收入构成（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 2：公司 2013 年中期毛利构成（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

## 二、公司生物质电厂运营情况持续好转

### 1、公司生物质电厂集中投运

2011 年末，公司共有宿迁、望江、祁东、万载、来凤 5 家电厂投运，其中来凤于 2011 年 12 月试运行，其余 4 家电厂全年上网电量为 4.9 亿度。

2012 年末，公司共有宿迁、望江、祁东、万载、五河、桐城 6 个生物质发电厂投运，装机均为 2\*1.2 万千瓦的一代电厂，总装机 14.4 万千瓦，2012 年累计完成上网电量 4.64 亿度。另有来凤、崇阳、松滋、南陵 4 个电厂处于设备调试及试运行阶段。

2013 年末，公司共有 15 家生物质电厂，宿迁、望江、万载、五河、桐城等 5 家一代电厂置出，新投运的有淮南、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁等 8 个电厂，处在设备调试及试运行阶段的有庐江、金寨、安仁、谷城、霍山等 5 个电厂。全年发电量为 12.2 亿度。

截止到 2014 年 2 月，公司共有 16 家生物质发电厂投产，其中正式投产的有祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、北流（新收购）等 11 个电厂，处在设备调试及试运行阶段的有庐江、金寨、安仁、谷城、霍山等 5 个电厂。这 16 个电厂中，二代 3 万千瓦电厂有 14 个，一代 2\*1.2 万千瓦电厂有 2 个，总装机 46.8 万千瓦。在建电厂 3 个，预计未来每年新建电厂在 3-4 个，均为二代电厂。公司历年生物质电厂投

运情况详见表 1。

**表 1：公司生物质电厂投运情况**

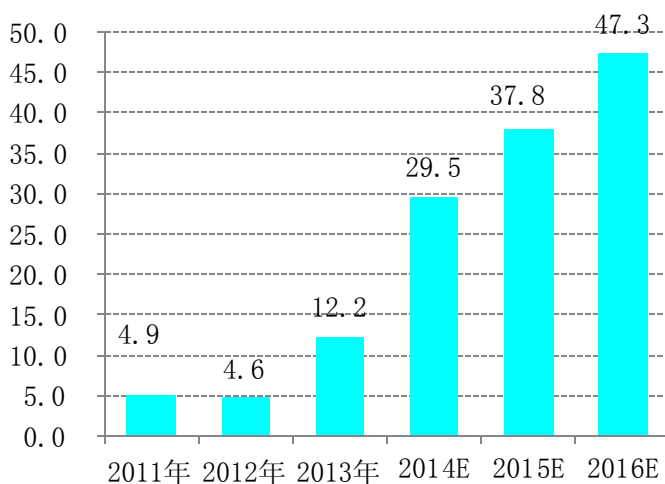
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
正式运行电厂	宿迁、望江、祁东、万载	宿迁、望江、祁东、万载	宿迁、望江、祁东、万载、来凤、五河、桐城	祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁
新投运电厂		五河、桐城	淮南、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁	
试运行电厂	来凤	来凤、崇阳、松滋、南陵	庐江、金寨、安仁、谷城、霍山	庐江、金寨、安仁、谷城、霍山
新购入电厂				北流
置出电厂			宿迁、望江、万载、五河、桐城	
在运行电厂	宿迁、望江、祁东、万载、来凤	宿迁、望江、祁东、万载、来凤、五河、桐城、崇阳、松滋、南陵	淮南、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、庐江、金寨、安仁、谷城、霍山、祁东、来凤	淮南、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、庐江、金寨、安仁、谷城、霍山、祁东、来凤、北流

资料来源：民族证券整理。

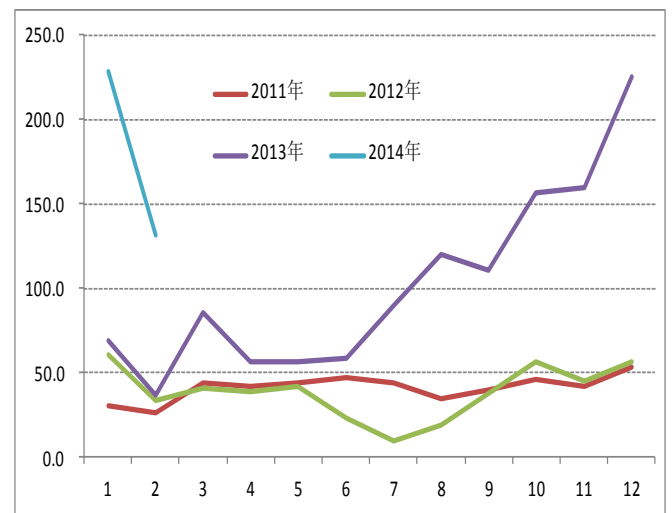
## 2、公司生物质发电量快速上升

随着公司生物质电厂投运数量和装机容量的增加，以及公司解决生物质发电厂燃料供应问题之后，自 2013 年下半年起，公司生物质发电量持续上升，月发电量已达到 2 亿度，月发电小时超过 500 小时，2013 年全年上网电量达 12.2 亿度，是 2012 年的 2 倍多，详见图 3 和图 4。2014 年末和 2015 年末公司生物质发电装机容量预计分别为 60 万千瓦和 75 万千瓦左右，按年发电小时 7000 小时估算，上网电量按 90%估算，预计公司 2014 年-2016 年公司生物质发电上网电量分别为 29.48 亿度、37.8 亿度和 47.25 亿度。

**图 3：公司历年生物质发电量（亿度）**



**图 4：公司历年月度生物质发电上网电量（百万度）**



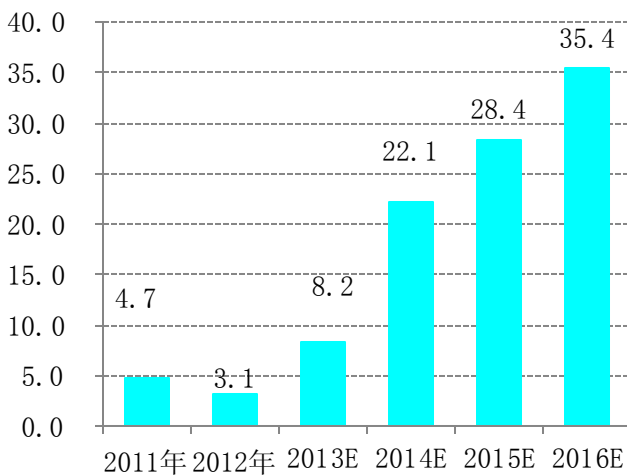
资料来源：民族证券、WIND 资讯

资料来源：民族证券、WIND 资讯

### 3、公司生物质发电量收入上升、毛利改善

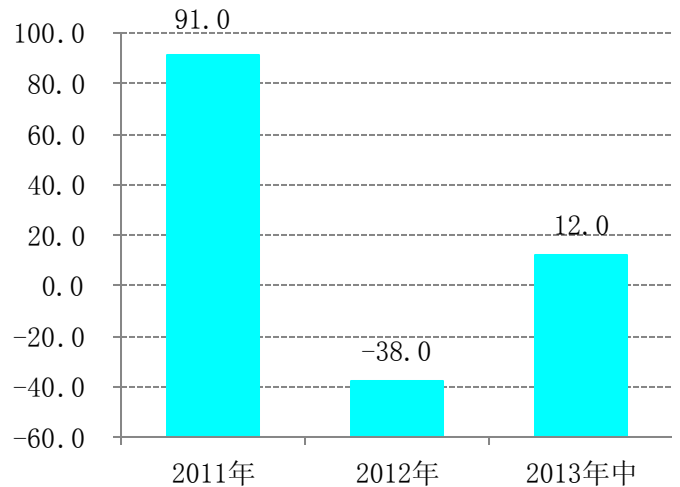
公司生物质发电上网电量的电价为 0.75 元/度，随着发电量的上升，生物质发电收入也明显上升，预计 2013 年生物质发电收入在 8.24 亿元左右，2014 年-2016 年公司生物质发电收入分别为 22.11 亿、28.35 亿和 35.44 亿元，详见图 5。

图 5：公司历年生物质发电收入（亿元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 6：公司历年生物质毛利（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

公司生物质发电的原料主要为秸秆等农作物，每个电厂年消耗量在 20 多万吨的水平，每吨成本在 300-400 元，自从公司解决原料供应问题之后，生物质发电厂的盈利水平已有明显改善，详见图 6。

### 4、公司生物质发电业务盈利测算

经测算，公司一个二代生物质电厂的年收入在 1.42 亿元左右，年可实现净利在 1500 万左右。公司生物质电厂的收入、盈利测算如下：

按二代电厂装机 3 万千瓦估算。

- 假设年发电小时数为 7000 小时；
- 则年发电量=3 万千瓦\*7000 小时=2.1 亿度电；
- 年上网电量=2.1 亿度\*90%=1.89 亿度
- 假设电价为 0.75 元/度电；
- 则售电收入=1.89 亿度\*0.75 元/度=1.42 亿元；
- 假设初始投资为 2.4 亿元；
- 假设分 20 年折旧，年折旧为 0.12 亿元；
- 假设 70%贷款，则贷款额=2.4 亿\*70%=1.68 亿元；

- 假设贷款利率 6.5%;
- 则利息支出=1.68 亿\*6.5%=1100 万元;
- 假设年燃料需求为 25 万吨;
- 假设燃料成本为 350 元/吨;
- 则年燃料成本=25 万吨\*350 元/吨=0.875 亿元;
- 假设其他人工费、运营费用为 800 万元/年;
- 则单一电厂利润总额=收入 1.42 亿—折旧 0.12 亿—燃料成本 0.875 亿—利息 0.11 亿—运营成本 0.08 亿=2350 万元;
- 所得税率为净利率超过 10%的部分按 25%征税;
- 则所得税=(0.235 亿-1.42 亿\*10%)\*25%=232.5 万元;
- 则年净利=2350 万-232.5 万=2117.5 万元。

综合考虑燃料价格波动、发电小时数波动等因素，我们保守估计每个生物质发电厂年可实现净利在 1500 万左右，净利率在 10.5%左右，则我们预计公司生物质发电板块 2014 年-2016 年有望实现净利分别为 2.32 亿、2.98 亿和 3.72 亿，可贡献 EPS 分别为 0.25 元、0.32 元和 0.39 元。

### 三、公司其他业务分析

公司工程项目主要是越南冒溪 2×22 万千瓦火电厂建设，未来工程板块发展取决于新的项目订单；蓝光电厂属于煤矸石发电厂，目前运行基本稳定；北海生物质合成油项目得到广西壮族自治区发改委的原则同意，正在建设 20 万吨生物质合成油项目；页岩气项目与湖北煤炭地质局签订了战略合作协议，向省国土厅申请开发页岩气先导试验区有关事宜。其中北海生物质合成油项目和页岩气开发项目将成为公司未来增长点。煤炭销售板块，预计以维持为主。

### 四、公司盈利预测

#### 1、分部收入预测

根据上述分析，公司主要业务收入预测详见表 2。

**表 2：凯迪电力主要业务收入预测（百万元）**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
煤炭销售	1,076.62	1,093.69	750.00	750.00	750.00	750.00
蓝光电厂	355.19	412.11	520.00	520.00	520.00	520.00
生物质发电	469.03	309.72	824.00	2,211.00	2,835.00	3,544.00
EPC 工程	689.67	709.05	300.00	100.00	150.00	250.00
合计	2,590.51	2,524.57	2,394.00	3,581.00	4,255.00	5,064.00
同比增长	-5.60%	-2.55%	-5.17%	49.58%	18.82%	19.01%

资料来源：民族证券

## 2、公司盈利预测

根据公司现有业务情况,我们初步预计公司原有业务 2013 年-2016 年收入分别为 25 亿、37 亿、45 亿和 54 亿左右,净利分别为 0.78 亿、2.85 亿、3.47 亿和 4.22 亿,每股收益分别为 0.08 元、0.30 元、0.37 元和 0.45 元左右,详见表 3。

**表 3: 公司盈利预测表**

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,687</b>	<b>2,639</b>	<b>2,507</b>	<b>3,761</b>	<b>4,513</b>	<b>5,416</b>
主营业务成本	1,781	1,976	1,855	2,576	3,092	3,710
主营业务税金及附加	28	31	28	41	50	60
营业费用	9	11	10	15	18	22
管理费用	244	255	238	357	429	514
财务费用	170	268	238	357	429	514
资产减值损失	27	14	20	20	20	20
公允价值变动损益	579	2	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	2,787	2,061	1,973	2,970	3,568	4,285
营业外收支	4	33	0	0	0	0
税前利润	1,009	118	118	394	476	576
所得税费用	184	42	29	98	119	144
净利润	825	76	88	295	357	432
少数股东损益	71	41	10	10	10	10
母公司所有者净利润	<b>755</b>	<b>34</b>	<b>78</b>	<b>285</b>	<b>347</b>	<b>422</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.80</b>	<b>0.04</b>	<b>0.08</b>	<b>0.30</b>	<b>0.37</b>	<b>0.45</b>

资料来源: 民族证券。

## 五、公司估值与投资建议

考虑到公司属于业绩拐点型,我们认为应该将公司业务进行分拆估值,其中生物质发电板块给予 25 倍 PE,则未来一年的合理估值为 7.5 元左右,其他业务按 2 倍 PB 估值,保守估计 2.5 元左右,则公司的合理估值为 10 元左右。建议买入,风险主要在于生物质发电业务盈利情况不及预期。



## 财务预测

### 资产负债表

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>3,275</b>	<b>2,776</b>	<b>3,258</b>	<b>3,501</b>
现金	911	790	493	428
应收账款	1,659	1,374	1,855	1,978
其它应收款	383	343	515	618
预付账款	168	137	206	247
存货	150	128	185	225
其他	4	3	4	5
<b>非流动资产</b>	<b>8,360</b>	<b>9,153</b>	<b>9,956</b>	<b>10,757</b>
长期投资	132	132	132	132
非营业投资	138	138	138	138
固定资产	8,079	8,879	9,679	10,479
其他	11	5	8	9
<b>资产总计</b>	<b>11,635</b>	<b>11,929</b>	<b>13,214</b>	<b>14,258</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,360</b>	<b>4,487</b>	<b>5,289</b>	<b>5,863</b>
短期借款	1,475	1,500	1,500	1,500
应付账款	1,483	1,279	1,848	2,247
其他	147	138	207	248
<b>非流动负债</b>	<b>4,203</b>	<b>4,376</b>	<b>4,564</b>	<b>4,677</b>
长期借款	3,815	4,000	4,000	4,000
其他	374	364	545	654
<b>负债合计</b>	<b>8,563</b>	<b>8,863</b>	<b>9,853</b>	<b>10,540</b>
少数股东权益	661	671	681	691
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	2,411	2,395	2,680	3,027
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,635</b>	<b>11,929</b>	<b>13,214</b>	<b>14,258</b>

### 现金流量表

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-375</b>	<b>774</b>	<b>951</b>	<b>1,354</b>
净利润	76	88	295	357
折旧摊销	220	299	329	358
财务费用	268	238	357	429
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-959	122	-54	188
其它	22	26	24	22
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1039</b>	<b>-1,099</b>	<b>-1,129</b>	<b>-1,158</b>
资本支出	-1440	-1,099	-1,129	-1,158
长期投资				
其他	401	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1494</b>	<b>204</b>	<b>-119</b>	<b>-262</b>
借款	1880	537	238	167
发新股	0	0	0	0
分红	-94	-94	0	0
少数股东融资	0	0	0	0
其他	-292	-238	-357	-429
<b>现金净增加额</b>	<b>80</b>	<b>-121</b>	<b>-297</b>	<b>-66</b>

### 利润表

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>2,639</b>	<b>2,507</b>	<b>3,761</b>	<b>4,513</b>
营业成本	1,976	1,855	2,576	3,092
营业税金及附加	31	28	41	50
营业费用	11	10	15	18
管理费用	255	238	357	429
财务费用	268	238	357	429
资产减值损失	14	20	20	20
投资净收益	2	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,061</b>	<b>1,973</b>	<b>2,970</b>	<b>3,568</b>
营业外收支	33	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>118</b>	<b>394</b>	<b>476</b>
所得税	42	29	98	119
<b>净利润</b>	<b>76</b>	<b>88</b>	<b>295</b>	<b>357</b>
少数股东损益	41	10	10	10
<b>归属母公司净利润</b>	<b>34</b>	<b>78</b>	<b>285</b>	<b>347</b>
EBITDA	586	675	1,099	1,283
EPS (元)	<b>0.04</b>	<b>0.08</b>	<b>0.30</b>	<b>0.37</b>

### 主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-1.77%	-5.00%	50.00%	20.00%
营业利润	-26.05%	-4.24%	50.51%	20.13%
归属母公司净利	-95.43%	127.48%	263.73%	21.75%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.13%	26.00%	31.50%	31.50%
净利率	2.87%	3.13%	7.58%	7.69%
ROE	1.43%	3.27%	10.64%	11.47%
ROIC	2.42%	2.75%	5.35%	6.12%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	73.60%	74.30%	74.56%	73.92%
流动比率	0.75	0.62	0.62	0.60
速动比率	0.72	0.59	0.58	0.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.25	0.21	0.28	0.32
应收类周转率	1.59	1.83	2.03	2.28
存货周转率	12.4	14.50	13.94	13.76
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.04	0.08	0.30	0.37
每股经营现金	-0.4	0.82	1.01	1.44
每股净资产	2.56	2.54	2.84	3.21
<b>估值比率</b>				
P/E	192	85	23	19
P/B	2.7	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	11	10	6	5

数据来源: 贝格数据, 民族证券



## 分析师简介

符彩霞，1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事行业与公司研究。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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或征价。本公司及其雇员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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)