



# 燃料市场整顿效果显著, 生物质发电量持续回升

## ——凯迪电力(000939) 调研报告

### 报告摘要:

- **生物质电厂持续投产, 未来集团电厂有望注入。**公司目前正式运营的生物质电厂 11 个、试运营 5 个、在建 5 个、拟建 3 个, 合计 24 个电厂, 核定装机 71.4 万千瓦。试运营电厂将在 14 年正式投产, 在建和拟建电厂有望在 15 年投产。
- **燃料市场整顿效果持续显现, 生物质电厂盈利好转。**从 2012 年开始, 公司开始整顿燃料采购市场, 采取大客户和村级站点直接收购模式, 保证了入炉燃料质量稳定; 同时采购成本大幅下降, 电厂盈利好转, 发电意愿提升, 从 13 年中期开始公司月度发电量持续提升, 年化机组利用小时数从 1000 小时回升至近 6000 小时。随着村级收购站点的铺开和物流管控能力的加强, 未来电厂盈利能力将进一步提升, 成为公司利润主要增长点。
- **其他业务基本保持稳定。**传统电站建设 EPC 业务有望在越南等海外市场继续扩大市场份额; 煤价下行对公司蓝光电厂和杨河煤矿合计贡献归属母公司净利影响略偏负面; 公司联合湖北煤炭地勘局进军国内页岩气开采, 公司正努力从传统脱硫脱硝、煤炭生产商转型成为国内新能源开发利用的先行者。
- **盈利预测:** 公司 13-15 年四大主营业务将出现三升一降的格局, 即: 生物质发电、电站建设 EPC 和蓝光电厂盈利能力持续提升, 受制于煤价下行, 杨河煤矿盈利下滑。预计公司 2013 年-2015 年营业收入分别为 27 亿元、39.5 亿元和 48.7 亿元, 增速分别为 3%、45%和 23%; 归属母公司净利 0.8 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元, 同比增长 132.4%、194.2%和 38.4%; EPS0.08 元、0.25 元、0.35 元, PE 86、28、17 倍。公司从传统能源公司逐步转型成为生物质能源综合利用公司, 契合国家鼓励民营企业参与能源领域投资的政策, 我们看好公司未来的发展空间, 首次给予“推荐”的评级。

### 财务指标预测

指标	11A	12E	13E	14E	15E
营业收入(百万元)	2,687	2,639	2,725	3,956	4,879
增长率(%)		-2%	3%	45%	23%
净利润(百万元)	825	76	88	211	315
增长率(%)		-91%	16%	140%	50%
净资产收益率(%)	26.20%	2.47%	2.65%	8.04%	13.58%
每股收益(元)	0.80	0.04	0.08	0.25	0.41
PE	9	192	86	28	17
PB	51	48	45	59	69

2014 年 03 月 11 日

推荐推荐/首次

凯迪电力

调研报告

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	6.93-7.28
总市值(亿元)	65.37
流通市值(亿元)	65.2
总股本/流通 A 股(万股)	94331/94080
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.07

### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 原料采购体系变更效果明显，生物质发电量稳步回升 .....	3
1.1 13 年公司四大主要业务出现三升、一降的格局 .....	4
2. 生物质发电业务量价齐升 .....	5
2.1 正式运营电厂 11 个、试运营 5 个、在建 5 个 .....	5
2.2 燃料市场整顿完毕， .....	6
2.3 整顿效果明显，发电量稳步回升 .....	7
2.4 成本下降，盈利回升 .....	8
3. 电站 EPC .....	9
4. 蓝光电厂和杨河煤矿：煤价下行的双刃剑 .....	9
4.1 蓝光电厂：受益煤价下行，盈利好转 .....	10
4.2 杨河煤矿：煤价下跌，量价齐跌 .....	10
5. 进军页岩气开发 .....	10
6. 生物质油：与联合国开发计划书签订合作协议 .....	11
7. 盈利预测及估值 .....	11

## 表格目录

表 1:公司 11 个电厂正式投产、5 个试运营、5 个在建 .....	5
表 2:从 13 年 6 月开始，生物质发电量持续提升 .....	7
表 3:利用小时数和燃料价格变动对电厂盈利的敏感性测算 .....	8
表 4:生物质发电业务盈利预测 .....	9
表 5:生物质发电业务盈利预测 .....	10
表 6:公司分业务盈利预测 .....	11
表 7: 公司盈利预测表 .....	13

## 插图目录

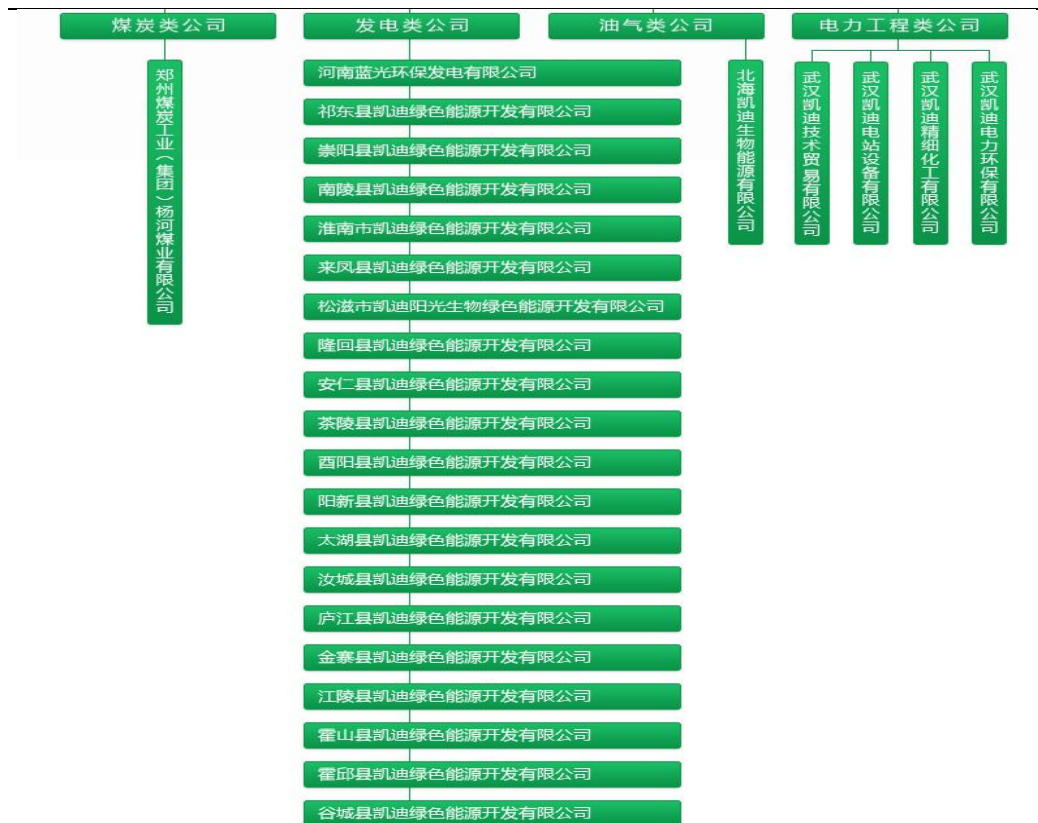
图 1: 公司主要项目分布 .....	3
图 2: 公司主营业务收入结构 .....	4
图 3: 公司各业务收入占比 .....	4
图 4: 公司主营业务毛利结构 .....	4
图 5: 公司各业务毛利占比 .....	4
图 6: 公司生物质电厂平均年化机组利用小时数 .....	7

## 1. 原料采购体系变更效果明显, 生物质发电量稳步回升

凯迪电力主要从事四类业务: 脱硫及电建承包项目、原煤销售、发电、以及油气类业务:

- 公司主业为脱硫及电站建设承包项目, 其中脱硫脱硝业务为集团早期起家业务, 目前仅占公司业务额的一小部分; 电站建设承包项目逐渐成为公司的主流业务, 12、13 年实现营业收入 6.9 亿元、7.1 亿元, 毛利 3.3 亿元和 2.6 亿元。
- 公司与郑州煤业合资成立的杨河煤业 (持股 60%), 年产原煤 200 万吨, 12 年实现收入 10.9 亿元, 毛利 4 亿元; 13 年上半年实现收入 3.8 亿元, 毛利 1.2 亿元。
- 发电类业务分为蓝光电厂的煤矸石发电和 21 个生物质发电厂。蓝光电厂利用煤矸石和劣质煤发电, 核定装机 2\*13.5 万千瓦, 每年实现收入 4 亿元左右, 随着煤价的持续下跌, 该业务盈利能力持续提升, 13 年上半年毛利率回升至 13%, 较 12 年全年的 6% 大幅提升。21 个在产、在建的生物质电厂采用秸秆、谷壳等生物质废料进行发电, 每个电厂装机 1\*3 万千瓦, 核定装机容量达 62.4 万千瓦。
- 油气类业务: 公司成立北海凯迪生物能源有限公司, 主要负责对集团生物质合成油业务进行产业化运营, 目前该项目处于研发阶段, 没有利润贡献; 另外, 公司设立凯迪页岩气清洁能源公司, 准备进军页岩气的开发。

图 1: 公司主要项目分布

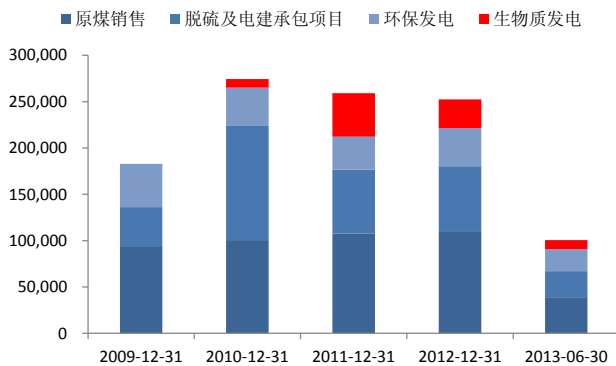


资料来源: 东兴证券研究所, 公司网站

### 1.1 13 年公司四大主要业务出现三升、一降的格局

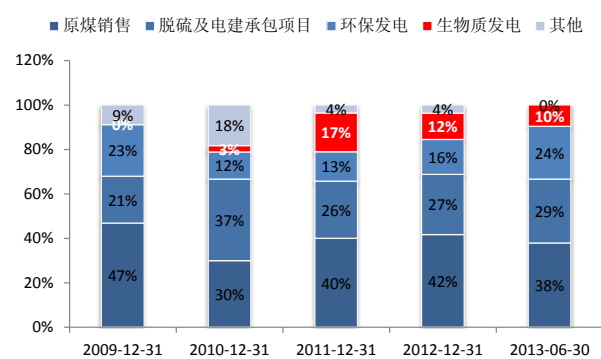
- **脱硫及电建承包项目稳步上升:** 13 年之前该业务收入规模稳定保持在 7 亿元左右, 毛利稳定在 2-3 亿元左右; 13 年越南升龙项目开始贡献业绩; 另外集团参与越南海阳电厂建设招投标, 项目金 22.5 亿元, 如果集团能够拿下该项目建设总包, 根据惯例未来公司可取得部分分包业务, 推动 14、15 年电建 EPC 业务收入增长。
- **蓝光电厂盈利能力提升:** 受益于煤价的大幅下跌, 蓝光电厂盈利能力大幅提升, 13 上半年实现毛利 2995 万元, 已经超过 12 年全年 2381 万元的水平。
- **生物质发电业务量价齐升:** 公司在对生物质原料采购体系进行调整之后, 原料采购成本大幅下降, 原料入炉热值得到提升, 电厂盈利有负转正, 电厂发电积极性上升, 公司月度发电量已经升至 2.28 亿度, 折算全年发电利用小时数达 5788 小时。该业务毛利从 12 年的亏损 3813 万元, 到 13 上半年盈利 1193 万元, 已经体现出明显的盈利好转。
- **受煤价走低拖累, 杨河煤业盈利能力下滑:** 13 年以前, 杨河煤业是公司收入、利润的主要来源, 每年可实现收入 10 亿元, 毛利 4.5 亿元, 毛利率在 40% 以上, 但随着煤炭市场的下行, 13 年上半年煤炭销售毛利率下降至 33%。

图 2: 公司主营业务收入结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

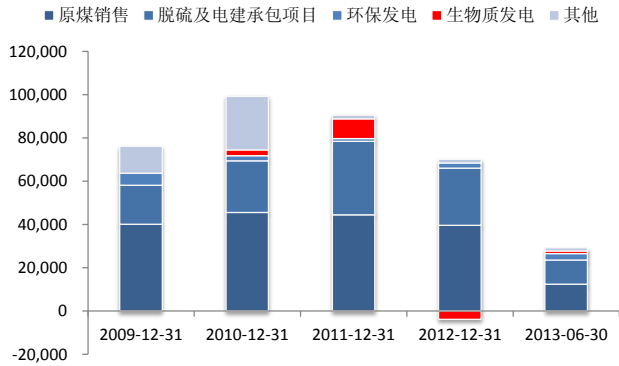
图 3: 公司各业务收入占比



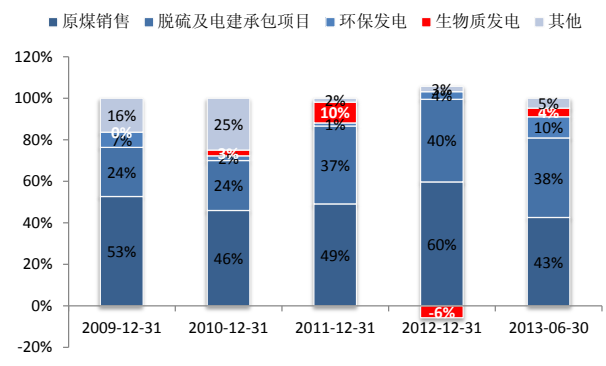
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司主营业务毛利结构

图 5: 公司各业务毛利占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 生物质发电业务量价齐升

### 2.1 正式运营电厂 11 个、试运营 5 个、在建 5 个

公司生物质发电业务目前正式运营电厂共有 11 个, 核定装机 29.4 万千瓦, 分别为为祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、北流电厂, 其中祁东、淮南电厂为第一代电厂, 机组装机结构为 2\*1.2 和 2\*1.5 万千瓦, 其余电厂均为二代电厂, 机组结构为 1\*3 万千瓦; 北流电厂为 2014 年从集团新收购的电厂。

庐江、金寨、安仁、谷城、霍山等 5 个电厂在 2013 年 8 月开始试运营, 核定装机 15 万千瓦, 预计将于 14 年上半年可正式运营。

2014 年公司从集团收购浦北、平乐、北流电厂, 其中浦北和平乐电厂均处于项目的开发前期; 公司在湖北的阳新、江陵, 重庆的酉阳筹建 3 个电厂, 预计将于 2015 年可建成投产, 目前可确认装机 62.4 万千瓦。公司拟建汝城、太湖、茶陵三个电厂, 未来公司生物质发电核定装机容量可达 71.4 万千瓦。

**表 1: 公司 11 个电厂正式投产、5 个试运营、5 个在建**

	所在省	项目金额 (亿元)	机组结构万千瓦	装机容量 (万千瓦)	股权比例	过“72+24小时”时间	正式运营时间
<b>正式投产</b>							
1	祁东	湖南	1.9	2*1.2	2.4	100%	
2	淮南	安徽	1.9	2*1.5	3.0	100%	
3	来凤	湖北	2.7	1*3	3.0	100%	2012.2
4	崇阳	湖北	2.5	1*3	3.0	100%	2012.4
5	南陵	安徽	2.7	1*3	3.0	100%	2012.12
6	松滋	湖北	2.8	1*3	3.0	100%	2012.6
7	霍邱	安徽	2.2	1*3	3.0	100%	2012.12
8	隆回	湖南	2.7	1*3	3.0	100%	2013.1
9	丰都	江西	2.7	1*3	3.0	100%	2013.1
10	赤壁	湖北		1*3	3.0	100%	

试运营								
11	庐江	安徽	2.4	1×3	3.0	100%		2013.8
12	金寨	安徽	2.7	1×3	3.0	100%	2012.12	2013.8
13	安仁	湖南	2.4	1×3	3.0	100%		2013.8
14	谷城	湖北	2.4	1×3	3.0	100%		2013.8
15	霍山	安徽	2.7	1×3	3.0	100%	2012.12	2013.8
2014 年收购								
16	浦北	广西		1×3	3.0	100%		项目前期
17	平乐	广西		1×3	3.0	100%		开发前期
18	北流	广西		1×3	3.0	100%	2012.12	正式投产
在建电厂								
19	阳新	湖北		1×3	3.0	100%		2015 年
20	江陵	湖北		1×3	3.0	100%		2015 年
21	酉阳	重庆		1×3	3.0	100%		2015 年
<b>合计</b>					<b>62.4</b>			

资料来源: 东兴证券研究所, 公司公告

## 2.2 燃料市场整顿效果显著

在公司进军生物质发电之初, 专注于电厂的运营, 将生物质燃料的采购外包, 除部分与大客户签订长期采购协议外, 大部分燃料采购通过中间商渠道进行, 结果此后出现了被中间商竞相提价, 燃料中掺杂石头、水分, 燃料质量不可控, 采购成本持续提升, 电厂开始亏损。

针对此情况, 公司从 2012 年开始对燃料市场开始整顿, 取消从中间商采购, 从源头上掌控燃料的采购, 一方面继续推动大客户收购; 一方面直接投资, 在电厂附近的村庄建立收购点和配送中心, 农民可以直接在村头将生物质燃料销售给公司, 公司使用自己的团队进行粉碎、打包、运输, 对来料进行统一调配。通过公司的努力, 目前大客户收购和村级收购点的采购比例达到 6:4 的比例。

### 直接结果:

- 1、原料来源更加可控。电厂发电需要来燃料的稳定, 公司通过与周边大客户的签订长期协议, 保障了入炉燃料的稳定可控, 规避了入炉燃料多变造成的发电效率下降。
- 2、公司通过大客户采购和村级收购点, 掌控了燃料采购的源头, 避免了燃料参水、参杂导致发热量下降; 另一方面避免了因为中间商垄断采购来源, 导致采购成本持续增加。
- 3、公司通过机械化打包、装点, 以及对各收购点之间的统一协调管理, 可大幅降低打包、转运等物流成本, 另外通过物流管控, 可以保证各电厂来料的稳定, 提高运营效率。

通过公司的努力, 目前公司入炉燃料成本降至 300 元/吨左右, 并且随着公司物流管控体系的完善, 未来在采购、打包、运输、库存等方面均有下降的空间。

### 2.3 发电量稳步回升

2012 年 1 月至 2013 年 3 月, 公司生物质电厂发电量波动幅度较大, 从 960 万千瓦时到 6873 万千瓦; 且机组年化利用小时数不超过 2000 小时, 在 1000 小时左右震荡。

2013 年 3 月, 根据回购协议, 公司将盈利能力较差的 5 个电厂出售给集团, 且整顿燃料市场效果开始显现, 正式运营的 10 个电厂 (除 14 年收购的北流电厂) 月度发电量从 5011 万 kwh (13 年 4 月) 提升至 9105 万 kwh (13 年 11 月), 半年时间发电增加近一倍。

表 2: 从 13 年 6 月开始, 生物质发电量持续提升

	发电量 (万千瓦)			年化机组利用小时数			备注
	合计	正常	试运营	合计	正常	试运营	
2013-03	8,542.7				2,309		5 家公司被回购, 只计算 6 家公司
2013-04	5,595.0				2,284		
2013-06	5,866.0	5,011.2	854.8	1,485	2,045	684	处于设备调试阶段的隆回、淮南、丰都、赤壁 4 家电厂完成发电
2013-07	9,012.6	6,742.9	2,269.6	2,282	2,752	1,816	
2013-08	12,013.4	8,825.3	3,188.1	3,041	3,602	2,550	
2013-09	11,011.2	7,924.0	3,087.2	2,788	3,234	2,470	
2013-10	15,637.7	9,380.9	6,256.8	3,959	3,829	5,005	
2013-11	15,919.0	9,105.0	6,814.0	4,030	3,716	5,451	
2013-12	22,531.0			5,704			
2014-01	22,863.0	14,994.1	7,868.9	5,788	5,553	6,295	北流电厂并表
2014-02	13,118.2	8,279.2	4,839.0	3,321	3,066	3,871	春节放假影响

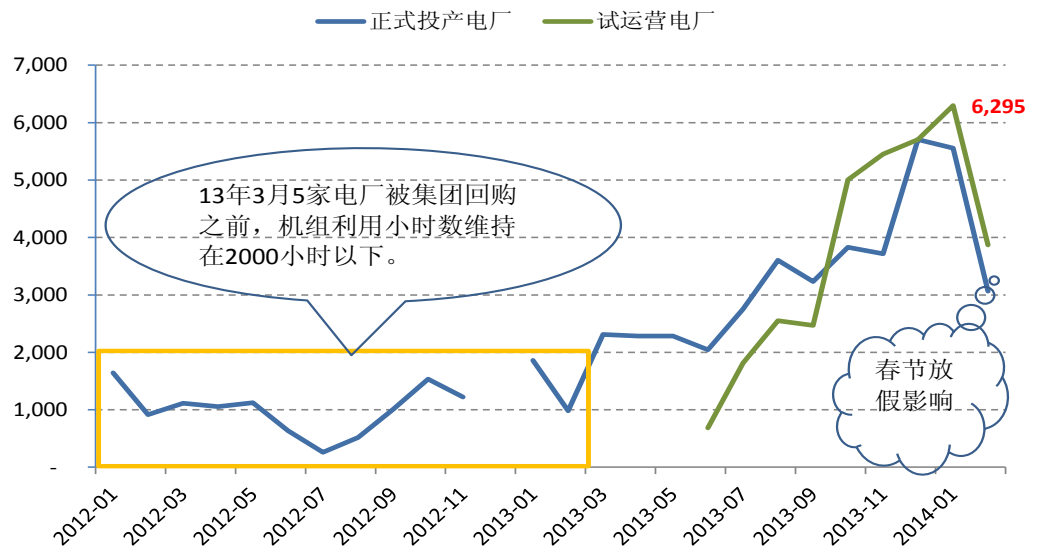
资料来源: 东兴证券研究所、公司公告

同时, 试运营的庐江、金寨、安仁、谷城、霍山等 5 个电厂发电量稳步提升, 从 2013 年 6 月投产的 854 万 kwh 增加至 2014 年 1 月的 7869 万 kwh, 机组年化利用小时数从 684 小时增加至 6295 小时。

2 月春节放假, 公司燃料采购、运转体系均受到明显影响, 单月发电量降至 3321 万 kwh, 较上月下降 43%。

如果以电厂满发 7200 小时计算, 2014 年全年发电量可达 34 亿度, 月度发电量达 2.8 亿度, 较目前仍有 27% 的提升空间。因此我们预计, 随着公司燃料采购体系的进一步完善, 公司生物质发电量将有进一步的提升空间。

图 6: 公司生物质电厂平均年化机组利用小时数



资料来源: 东兴证券研究所

## 2.4 成本下降, 盈利回升

燃料采购成本是电厂盈利的关键因素: 成本下降, 电厂盈利能力回升, 发电积极性提升, 利用小时数增加, 上网电价提升, 电厂盈利能力增加。

我们以 5500 小时、350 元/吨的燃料价格为中性假设条件和 6500 小时、300 元/吨的燃料价格为乐观假设条件对单个二代电厂进行盈利测算, 度电净利分别为 0.03 元/kwh 和 0.08 元/kwh, 实现净利为 553 万元和 1545 万元。

表 3: 利用小时数和燃料价格变动对电厂盈利的敏感性测算

	单位	中性假设	乐观假设
利用小时数	小时	5500	6500
发电量	亿 kwh	1.65	1.95
电价	元/kwh	0.75	0.75
燃料价格	元/吨	350	300
度电燃料成本	元/kwh	0.49	0.42
度电其他成本	元/kwh	0.17	0.17
总成本	元/kwh	0.66	0.59
13%增值税返还	元/kwh	0.06	0.05
度电净利	元/kwh	0.03	0.08
单个电厂盈利	万元	553	1,545

资料来源: 东兴证券研究所

收购的生物质燃料可以按收购价的 13% 给予即征即反, 每度电可增厚税前利润



0.05-0.06 元。而电厂需要申请下“资源综合利用证书”才能获得增值税返还, 新电厂需要半年至一年的时间才能获批, 因此新电厂在投产当年可能不能得到实时的农产品增值税返还, 将影响当年利润。

另外, 祁东、淮南两个一代电厂负荷不高, 盈利能力较差。

因此我们综合预测, 2014 年公司上网电量 27.7 亿度, 度电净利 0.07 元, 实现净利 1.8 亿元。

表 4: 生物质发电业务盈利预测

	2013E	2014E	2015E	2016E
装机容量	32.4	47.4	71.4	71.4
上网电量 (万度)	122,472.0	277,290.0	436,968.0	449,820.0
收入 (万元)	78,507.7	177,750.0	280,107.7	288,346.2
增值税返还				
增值税即征即返	3,588.7	11,635.6	22,848.4	23,454.1
影响单位发电成本	0.03	0.04	0.05	0.05
营业利润	2,963.1	25,118.2	44,645.5	46,402.4
净利润	2,963.1	18,838.6	33,484.1	34,801.8
度电净利	<b>0.02</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>
每个电厂净利	185.2	1,177.4	1,395.2	1,450.1
归属母公司净利	2,963.1	18,838.6	33,484.1	34,801.8
EPS	<b>0.03</b>	<b>0.20</b>	<b>0.35</b>	<b>0.37</b>

资料来源: 东兴证券研究所预测

### 3. 电站建设 EPC

公司这几年电站建设承包主要来自越南, 在冒溪电厂建设取得成功后, 集团和公司已经成功打开越南电厂建设市场, 相继取得了越南升龙电厂建设, 另外集团与马来西亚捷硕集团合作建设海阳电厂, 该项目处于洽谈期, 根据媒体披露, 投资规模达 22.5 亿美元。

- **冒溪电厂:** 在 2012 年成功实现越南冒溪 2×220MW 火电厂项目提前取得 PAC, 合同金额 4.3 亿美元, 到 2012 年累计确认毛利 7.4 亿元, 目前该项目已完结。
- **升龙电厂:** 2013 年上半年, 公司稳步推进了越南升龙 2×300MWCFB 燃煤发电机组新建项目 EPC 工程总承包建设, 合同总金额 19.05 亿元, 累计确认毛利 1.56 亿元。2013 年上半年公司确认收入 2.9 亿元。

### 4. 蓝光电厂和杨河煤矿: 煤价下行的双刃剑

#### 4.1 蓝光电厂：受益煤价下行，盈利好转

蓝光电厂利用当地煤泥资源丰富的优势，大幅掺烧煤泥，2012 年掺烧量达 30 万吨，占比 40%，降低成本 2500 万元。2013 年煤价持续下跌，电厂发电成本持续下降，2013 上半年盈利达 1467 万元，大幅超越 2012 全年净利 234 万元。

#### 4.2 杨河煤矿：煤价下跌，量价齐跌

煤价持续下行导致杨河煤矿销售遇到困难，量价齐跌，2013 上半年毛利率下降至 33%，较 11 年的 41% 和 12 年的 36% 持续下降，净利降至 1925 万元，仅为 2012 年全年 12465 万元的 15%。

煤价下行对公司煤炭、电力业务是双刃剑，杨河煤矿盈利下滑幅度大于电厂盈利增幅，但公司持股杨河煤矿 60%，持股蓝光电厂 100% 股权，所以煤价下行对归属母公司净利影响较小。

表 5: 生物质发电业务盈利预测

	2011A	2012A	1H13
<b>杨河煤矿</b> 60%			
收入	107,661.7	110,075.8	38,163.6
成本	63,157.7	69,791.9	25,734.9
毛利	44,504.0	39,576.6	12,428.7
毛利率(%)	41.3	36.2	32.6
营业利润	22,113.5	16,768.7	2,746.6
净利润	16,396.6	12,465.5	1,925.5
<b>EPS</b>	<b>0.11</b>	<b>0.08</b>	<b>0.01</b>
<b>蓝光电厂</b> 100%			
收入	35,519.1	50,604.3	23,818.4
成本	34,206.9	38,830.0	20,823.3
毛利	1,312.2	2,381.0	2,995.1
毛利率(%)	3.7	5.8	12.6
营业利润	(5,991.9)	(342.1)	1,463.6
净利润	(4,774.6)	234.4	1,467.9
<b>EPS</b>	<b>-0.05</b>	<b>0.00</b>	<b>0.02</b>

资料来源：东兴证券研究所预测

## 5. 进军页岩气开发

2013 年 4 月公司与湖北煤炭地质局签订关于进行页岩气勘探与开发的《合作协议》。双方决定在页岩气区块内，由湖北煤炭地质局牵头共同进行页岩气资源调查研究，建立页岩气开发的先导实验区。通过对页岩气成藏岩系的地质调查和专项地质测量，确定钻探孔工程点，测试岩层及页岩气参数。本协议采用费用包干方式，包干费为 473.84 万元，超出部分由湖北煤炭地质局承担。如工作勘查工作进展顺利，双方将共同进行

页岩气资源的开发, 采用股份制方式分配双方权益, 另行签订分配协议。

2013年12月, 凯迪电力正式成立武汉凯迪页岩气清洁能源开发利用有限公司, 负责开展页岩气开发的前期工作。

国土资源部酝酿第三次页岩气招标, 区块质量和数量将好于此前两次招标, 如果公司能够成功获取第三次招标, 可成为公司未来利润新的增长点。但该项目仍处于勘探阶段, 短期内对公司利润不构成影响。

## 6. 生物质油: 与联合国开发计划署签订合作协议

2014年3月, 公司与联合国开发计划署(UNDP)就生物质能源的开发签署了正式合作协议, 根据协议, 凯迪将以其核心生物质能源技术为基础与UNDP在可持续生物质能源开发领域展开合作。公司与UNDP于2012年3月开始就生物质能源的合作进行接触和洽谈, 通过两年的交流与合作, UNDP作为全球最大的负责技术援助的多边机构, 对凯迪自主研发的生物质能源技术高度认可。UNDP希望与凯迪合作, 通过其强大的全球公信力及影响力, 充分发挥凯迪的技术优势, 促成生物质能源产业在中国的发展。此外, 合作双方还决定将本次生物质能源的合作区域确定为广西, 因广西具有丰富的甘蔗、桉树等各类生物质资源, 在生物质能源的开发和利用方面具有天然的资源优势。

2013年1月, 集团下属凯迪生物质燃油燃气厂在武汉未来科技城正式投产, 这是全球第一条投入生产的万吨级生物质燃油生产线。2013年6月上市公司公告, 下属北海凯迪生物能源有限公司拟采用控股股东研发的技术与工艺, 规划将在北海市铁山港区新建年产60万吨生物质合成油生产线, 灰渣利用生物质肥料生产线和相关配套设施。考虑到生物质燃油技术从1万吨产能放大到60万吨需要较长的实验调试期, 规模化、产业化的应用仍需较长时间, 短期内该项目不对公司业绩构成贡献。

## 7. 盈利预测及估值

公司13-15年四大主营业务将出现三升一降的格局, 即: 生物质发电、电站建设EPC和蓝光电厂盈利能力有望持续提升, 而受制于煤价下行, 杨河煤矿盈利下滑。预计公司2013年-2015年营业收入分别为27亿元、39.5亿元和48.7亿元, 增速分别为3%、45%和23%; 归属母公司净利0.8亿元、2.3亿元和3.2亿元, 同比增长132.4%、194.2%和38.4%; EPS 0.08元、0.25元、0.35元, PE: 86、28、17倍, 分项EPS预测见下表。

表 6: 公司分业务盈利预测

	2012A	2013E	2014E	2015E
生物质发电	0.00	0.03	0.20	0.35
煤炭	0.08	0.01	-0.02	-0.01
蓝光电厂	0.00	0.02	0.04	0.04
电站EPC	0.01	0.02	0.03	0.03
其他	-0.06	0.00	0.00	-0.07
<b>EPS:</b>	<b>0.10</b>	<b>0.08</b>	<b>0.25</b>	<b>0.41</b>

PE:	192	86	28	17
-----	-----	----	----	----

资料来源：东兴证券研究所预测

自公司从 2012 年开始整顿燃料市场，从 2013 年中期开始效果显著，入炉燃料成本大幅下降，电厂发电意愿上升，月度发电量持续提升，年化机组利用小时数由不足 2000 小时提升至 5700 小时，随着农村收购点的进一步铺开，物流管控能力的进一步加强，预计未来燃料成本将进一步下降，机组利用小时将进一步提升，盈利能力可进一步提升。并且集团承诺将生物质电厂注入公司，规避同业竞争的问题，预计未来公司生物质发电的规模将进一步扩大。

公司联合湖北煤炭地质局进军页岩气的开发，集团生物质合成油项目得到国家领导人和联合国开发计划署的认可，页岩气、生物质合成油等新能源项目揭示公司未来发展的方向，公司已经由传统脱硫脱硝、煤炭开采的企业逐步转型成为生物质能源综合利用企业，符合国家鼓励和引导民营资本进一步扩大能源领域投资的政策方针，我们看好公司未来的发展方向，首次给予“推荐”的评级。

**表 7: 公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	2,757	3,275	2,520	4,095	4,894	<b>营业收入</b>	2,687	2,639	2,725	3,956	4,879						
货币资金	831	911	240	1,021	1,326	<b>营业成本</b>	1,582	1,772	1,800	2,731	3,404						
应收账款	1,037	1,649	1,486	1,942	2,155	营业税金及附加	28	31	33	44	55						
其他应收款						营业费用	9	11	11	16	19						
预付款项						管理费用	244	255	264	376	467						
存货						财务费用	170	268	288	349	410						
其他流动资产	889	714	794	1,133	1,413	资产减值损失	-	-	-	-	-						
<b>非流动资产合计</b>	6,683	8,360	9,235	9,797	10,626	公允价值变动收益	-	-	-	-	-						
长期股权投资						投资净收益	579	2	20	20	20						
固定资产	2,847	3,701	4,404	5,122	6,159	<b>营业利润</b>	-2,267	118	-3,454	-11,355	-22,428						
无形资产	824	803	764	825	784	营业外收入	3,276	-	3,589	11,636	22,848						
其他非流动资产						营业外支出											
<b>资产总计</b>	9,440	11,635	11,755	13,892	15,520	<b>利润总额</b>	1,009	118	135	281	421						
<b>流动负债合计</b>	2,349	4,360	4,593	6,401	7,314	所得税	184	42	47	70	105						
短期借款	347	1,475	1,475	1,475	1,475	<b>净利润</b>	825	76	88	211	315						
应付账款	448	1,069	864	1,180	1,323	少数股东损益											
预收款项						归属母公司净利润	755	34	80	236	326						
一年内到期的非						EBITDA	824	570	617	789	934						
<b>非流动负债合计</b>	3,941	4,203	3,851	4,870	5,883	<b>BPS (元)</b>	0.80	0.04	0.08	0.25	0.41						
长期借款	1,220	1,467	1,467	2,467	3,467	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	2,344	2,348	2,348	2,348	2,348		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E						
<b>负债合计</b>	6,290	8,563	8,444	11,271	13,197	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	629	661	596	472	418	营业收入增长		-2%	3%	45%	23%						
实收资本 (或股	955	887	895	919	951	营业利润增长		-105%	-3038%	229%	98%						
资本公积	955	887	895	919	951	归属于母公司净利润		-95%	132%	194%	38%						
未分配利润						<b>获利能力</b>											
归属母公司股东	3,150	3,072	3,311	2,621	2,322	毛利率 (%)	41%	33%	34%	31%	30%						
<b>负债和所有者权益</b>						净利率 (%)	31%	3%	3%	5%	6%						
<b>现金流量表</b>						总资产净利润 (%)		9%	1%	1%	2%						
						ROE (%)	26%	2%	3%	8%	14%						
<b>经营活动现金流</b>	772	-375	508	1,125	975	<b>偿债能力</b>											
净利润	825	76	88	211	315	资产负债率 (%)	67%	74%	72%	81%	85%						
折旧摊销	163	165	211	256	311	流动比率	1.50	1.50									
财务费用	170	268	292	354	417	速动比率	0.30	0.30									
应付账款的变化	-	-	-	-	-	<b>营运能力</b>											
预收账款的变化	-	-	-	-	-	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3						
<b>投资活动现金流</b>	-2,050	-1,039	-919	-1,080	-1,354	应收账款周转率	2.2	2.0	1.7	2.3	2.4						
公允价值变动收	-	-	-	-	-	应付账款周转率	4.6	3.5	2.8	3.9	3.9						
长期股权投资减						<b>每股指标 (元)</b>											
投资收益	579	2	20	20	20	每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.04	0.08	0.25	0.41						
<b>筹资活动现金流</b>	998	1,494	-260	736	683	每股净现金流 (最新	-0.30	0.08	-0.71	0.83	0.32						
应付债券增加	-1,184	1,128	-	-	-	每股净资产 (最新摊	3.30	3.46	3.70	2.85	2.44						
长期借款增加	-538	247	-	1,000	1,000	<b>估值比率</b>											
普通股增加	340	-68	8	24	33	P/E	9	192	86	28	17						
资本公积增加						P/B	51	48	45	59	69						
<b>现金净增加额</b>	-280		-671			EV/EBITDA	12	13	14	15	16						

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 联系人简介

**刘斐：煤炭、电力及公用事业行业研究员**

**重点覆盖公司：**

**煤炭：**中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

**发电及电网：**华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

**环保及公用事业：**国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、锦龙股份、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。