



90 亿北海项目启幕，生物质能源帝国再起航

2014. 3. 20

姚玮(首席分析师) 徐闯(助理研究员)
电话: 020-88836125 020-88836126
邮箱: yaow@gzgzhs.com.cn xuchuang@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310512110002

强烈推荐(上调)

现价: 6.83
目标价: 9.00
股价空间: **31.77%**

环保行业

事件:

3月20日凯迪电力发布公告,公司与金沙江创投签署《关于投资北海生物质综合项目合作框架协议》,双方将在北海项目融资、原材料供货、LNG进口和其他项目方面展开全面合作。北海一期60万吨生物质制合成油项目投资90亿元,其中金沙江创投配合完成生物质合成油项目融资,负责募集36亿人民币(占总投资的40%),2014、2015年分别融资6亿、30亿元。凯迪电力负责落实配套项目贷款54亿元。

点评:

● 公司生物质能发展路径清晰,北海项目启幕,生物质帝国再起航:

国内生物质能产业严重滞后,是最具开发潜力的可再生能源之一。我们认为,公司是国内生物质领域的绝对龙头,多年来致力于生物质发电、生物质油的研发和生产,技术储备雄厚、项目运作经验丰富、产业发展路径清晰,生物质油的产业化将推动公司步入新阶段。

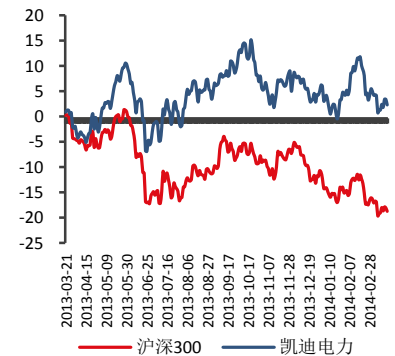
大股东阳光凯迪在武汉万吨级生物质燃油生产基地已成功运行生物油技术,并已经申请了超过80多项核心专利,是集团最具竞争力的技术。北海项目规划建设年产生物质合成油200万吨、生物质钾肥200万吨,其中一期规模为合成油60万吨、钾肥40万吨。按照目前国内柴油市场价格8600元/吨、钾肥市场价格3400元/吨计算,北海项目一期投产产值约66亿元,相当于目前公司收入规模的2.5倍。我们认为,公司未来将逐步剥离“高碳”的原煤等业务,生物质能源帝国再度起航,具备较大的估值提升空间。

燃料方面,临近的东南亚国家棕榈产业集中,公司拟从东南亚国家进口棕榈油加工废弃物,同时金沙江创投负责引进广西林业资源,进一步拓宽燃料供应渠道。我们初步测算生物质油成本在7000元/吨左右,而保守估计,生物质燃油计入国家补贴后价格将达到10000元/吨,具有非常可观的盈利空间。我们认为,北海项目推动公司生物质燃油大规模产业化,未来极具市场前景。

● 破解燃料收集瓶颈,生物质发电业务日趋成熟,迎来业绩释放期:

2012年和2013上半年,公司一度受制于燃料收购体系的不健全,生物质电厂经营状况不甚理想。对此,公司不断推动和完善村级燃料收购点加大客户收购模式,大力整顿燃料收购体系,精细化管理使燃料的收购、配送以及质量、价格进入良性循环轨道,公司对燃料市场的管控能力大大提升。燃料的稳定供应使公司生物质电厂发电小时数稳步提升,达到6000-7000小时满产状态。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
凯迪电力	-5.1	22.2	27.9
公用事业 (申万)	-6.9	-6.1	-4.7
沪深300	-8.6	-10.5	-14.2

基本资料

总市值(亿元)	55.18
总股本(万股)	94,330.88
流通股比例	99.73%
资产负债率	71.89%
大股东	阳光凯迪新能源集团有限公司
大股东持股	28.49%

相关报告

广证恒生-凯迪电力点评报告:生物质发电业务步入业绩释放期-2013.12.27



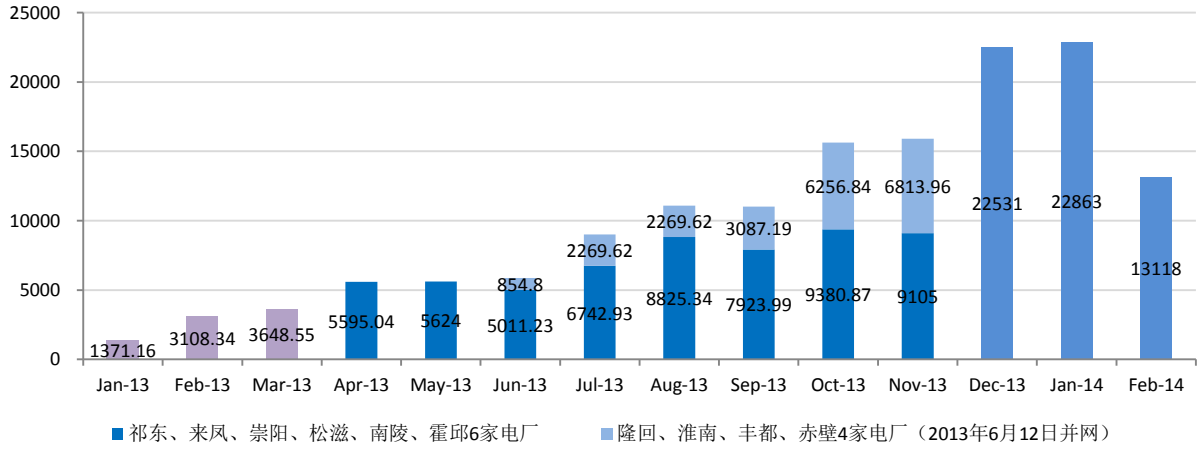
公司目前运营电厂15家，14年还将有3家电厂并网发电。随着燃料收集业务日趋成熟和二代电厂的密集投产，发电量迅速增长，目前月均发电量已超过2亿度。在公司生物质电厂盈利能力逐渐显现的背景下，集团二代电厂仍有继续注入的预期。我们认为，破解燃料收集瓶颈、二代电厂密集投产、异地复制成功经验推动生物质发电业务步入业绩释放期，2014年公司生物质发电业务将贡献超过2亿元业绩。

- **公司电建业务稳步推进，业绩贡献具备持续性：**公司2012年越南冒溪项目提前取得PAC，获得越南政府的高度评价。目前公司电建业务在手订单为升龙项目，合同金额30315万美元，预计2015年完工。2013年上半年已确认2.9亿元人民币，未来2年仍将带来稳定电建承包收入。东南亚EPC电建市场潜力巨大，公司电建业绩增长具备持续性。
- **受益于煤价下跌和技改，环保发电毛利率提升：**由于煤矸石价格上涨和效率低下，公司2012年以前的环保发电业务处于亏损状态。为此公司积极推动蓝光电厂技术改造，于2012年上半年成功实施了干煤泥的掺烧，并加大供气量，有效降低了发电成本。主要受到煤价下降和技改效果体现，2013上半年环保发电毛利率达到12.57%，比2012年增长6.8个百分点。毛利率持续提升，环保发电业绩持续改善。
- **风险提示：**生物油项目市场不确定性风险；燃料价格波动风险；项目融资风险。
- **盈利预测与估值：**我们认为公司经过近两年的建设、磨合和整顿，生物质发电业务已经走出泥潭，燃料收集经验日趋成熟、二代电厂密集投产、发电量持续增长，生物质电厂业务迎来业绩释放。北海项目推动公司生物质燃油大规模产业化，未来极具市场前景。我们预计公司13-15年EPS分别为0.09、0.3、0.43元，目前股价分别对应76、23、16倍PE，上调公司至“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2639.20	2682.75	3450.19	4385.69
同比(%)	-1.77%	1.65%	28.61%	27.11%
归属母公司净利润	34.44	85.30	286.66	401.20
同比(%)	-95.55%	147.66%	236.07%	39.96%
ROE(%)	1.10%	2.71%	8.48%	10.63%
每股收益(元)	0.04	0.09	0.30	0.43
P/E	170.75	75.88	22.76	15.88
P/B	3.39	2.18	1.95	1.71
EV/EBITDA	22.47	14.53	11.26	10.21

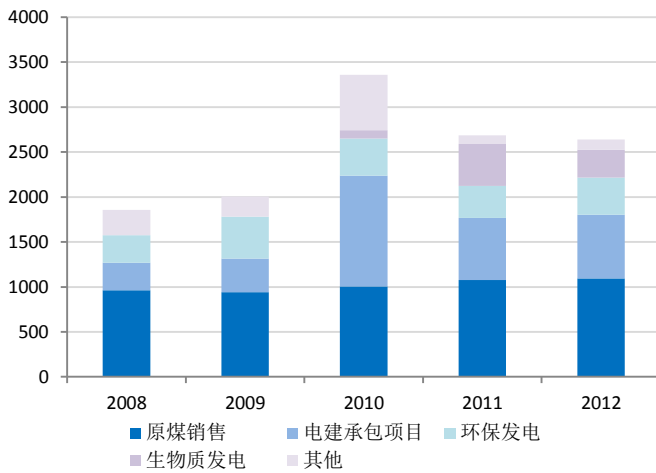


图表 1 公司生物质电厂 2013 年 1 月至 2014 年 2 月单月发电数据(千瓦时)



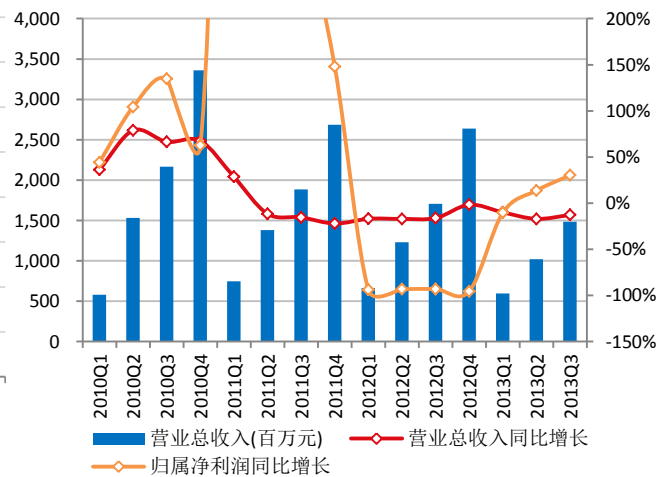
资料来源：公司公告，广证恒生 注：2013 年 1-3 月数据为祁东、来凤及被回购 5 家一代电厂合计发电量

图表 2 公司近年收入结构



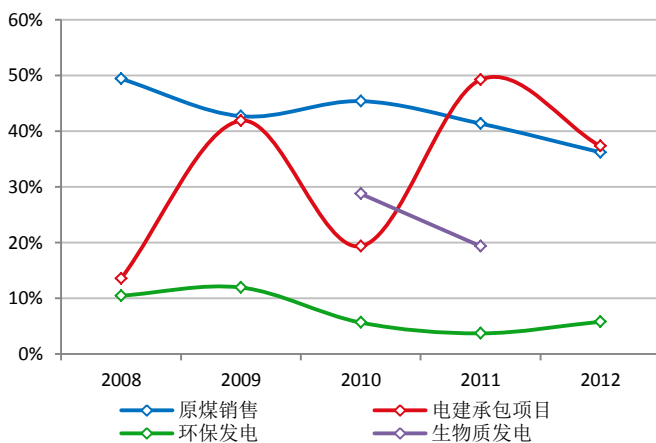
资料来源：WIND，广证恒生

图表 3 公司营收及增长率 (季度)



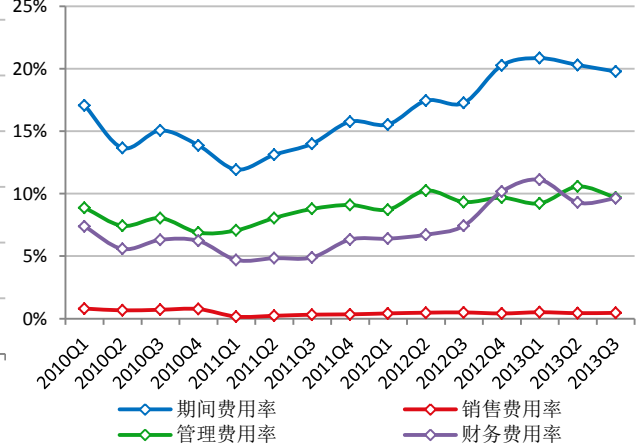
资料来源：WIND，广证恒生

图表 4 公司分业务毛利率变化情况



资料来源：WIND，广证恒生

图表 5 公司近年三项期间费用率情况 (季度)



资料来源：WIND，广证恒生



附录：公司财务预测表

					单位：百万元				
资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3275.19	2985.85	3822.16	4975.73	经营活动现金流	-375.41	448.01	1532.97	116.15
现金	911.32	804.82	931.55	1227.99	净利润	75.76	141.34	335.34	453.56
应收账款	1649.46	1279.35	1711.24	2335.89	折旧摊销	220.47	396.20	440.50	571.86
其它应收款	167.69	367.66	365.83	528.63	财务费用	268.47	162.18	206.29	369.79
预付账款	383.26	352.41	597.80	607.44	投资损失	-1.68	-12.73	-37.39	-52.36
存货	150.09	168.59	199.72	256.44	营运资金变动	-153.08	-229.89	581.35	-1225.16
其他	13.38	13.02	16.03	19.33	其它	-785.35	-9.09	6.87	-1.55
非流动资产	8359.81	8235.32	9957.78	11992.45	投资活动现金流	-1038.62	-249.90	-2132.44	-2552.62
长期投资	132.31	193.68	255.11	316.51	资本支出	2040.80	-159.52	1658.17	1970.74
固定资产	3701.16	4034.74	5275.77	6717.23	长期投资	-430.13	61.37	61.43	61.40
无形资产	803.08	778.32	963.30	1186.49	其他	572.04	-348.05	-412.85	-520.48
其他	3723.25	3228.59	3463.60	3772.22	筹资活动现金流	1493.74	-2738.85	-123.55	-332.08
资产总计	11635.00	11221.17	13779.94	16968.18	短期借款	1128.18	-1474.99	0.00	0.00
流动负债	4360.31	4681.20	6989.31	9880.76	长期借款	250.96	-858.70	-93.36	-152.45
短期借款	1474.99	2434.24	3283.98	6348.98	其他	114.60	-405.16	-30.19	-179.63
应付账款	1068.62	293.34	1459.73	765.52	现金净增加额	79.70	-2540.74	-723.02	-2768.55
其他	1816.70	1953.63	2245.59	2766.27					
非流动负债	4202.83	3326.77	3242.10	3085.31	主要财务比率	2012	2013E	2014E	2015E
长期借款	3815.16	2956.46	2863.10	2710.66	成长能力				
其他	387.68	370.31	379.00	374.66	营业收入增长率	-1.77%	1.65%	28.61%	27.11%
负债合计	8563.14	8007.97	10231.40	12966.07	营业利润增长率	-91.73%	158.56%	85.39%	28.66%
少数股东权益	661.46	717.50	766.18	818.55	归属于母公司净利	-95.55%	147.66%	236.07%	39.96%
归属母公司股东权益	2410.40	2495.69	2782.36	3183.56	获利能力				
负债和股东权益	11635.00	11221.17	13779.94	16968.18	毛利率	25.13%	26.31%	28.20%	29.51%
					净利率	2.87%	5.27%	9.72%	10.34%
					ROE	1.10%	2.71%	8.48%	10.63%
					ROIC	3.05%	3.03%	5.05%	5.20%
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	偿债能力				
营业收入	2639.20	2682.75	3450.19	4385.69	资产负债率	73.60%	71.36%	74.25%	76.41%
营业成本	1975.94	1976.97	2477.34	3091.59	净负债比率	204.40%	191.51%	199.45%	254.48%
营业税金及附加	31.06	43.99	44.31	59.95	流动比率	75.11%	63.78%	54.69%	50.36%
营业费用	10.92	13.38	14.41	19.45	速动比率	71.67%	60.18%	51.83%	47.76%
管理费用	255.36	259.69	312.24	344.28	营运能力				
财务费用	268.47	162.18	206.29	369.79	总资产周转率	25.02%	23.48%	27.60%	28.53%
资产减值损失	14.34	20.08	26.62	30.16	应收账款周转率	62.50%	47.69%	49.60%	53.26%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	260.66%	290.31%	282.63%	277.87%
投资净收益	1.68	12.73	37.39	52.36	每股指标 (元)				
营业利润	84.77	219.20	406.36	522.82	每股收益(最新摊	0.04	0.09	0.30	0.43
营业外收入	33.33	3.56	45.60	85.50	每股经营现金流(最	-0.40	0.47	1.63	0.12
营业外支出	0.57	5.30	4.84	3.57	每股净资产(最新摊	3.26	3.41	3.76	4.24
利润总额	117.54	217.45	447.12	604.75	估值比率				
所得税	41.78	76.11	111.78	151.19	P/E	170.75	75.88	22.76	15.88
净利润	75.76	141.34	335.34	453.56	P/B	3.39	2.18	1.95	1.71
少数股东损益	41.31	56.05	48.68	52.36	EV/EBITDA	22.47	14.53	11.26	10.21
归属母公司净利润	34.44	85.30	286.66	401.20					
EBITDA	649.07	816.08	1128.42	1524.48					
EPS (摊薄)	0.04	0.09	0.30	0.43					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



分析师简介：

姚玮 广证恒生研究团队总监，首席分析师

浙江大学工学博士，5年国内外新能源及电力电子设备研发经历，4年证券研究经验。把握产业发展及行业演变规律功底深厚，特别擅长超前挖掘行业及个股的投资机会。带队获得多项分析师奖项，曾获2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名。主要研究方向电力设备与新能源、环保、高端装备等。

徐闯 环保、新能源汽车行业，研究员

中南财经政法大学投资学硕士，具备工科、财务、投资分析复合背景，2年证券行业研究经验，2013年中国证券报“金牛分析师”高端装备研究领域第一名团队核心成员。主要研究方向为环保行业和新能源汽车等。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北区域 机构销售	金子娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
	陈璐	(86)18618493777	chenlu_a@gzgzhs.com.cn
	莫汝晨	(86)18627410877	morc@gzgzhs.com.cn
北京机构 销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
广州机构 销售	韦祎	(86)18666825368	weiy@gzgzhs.com.cn
	徐辅军	(86)13813871632	xufj@gzgzhs.com.cn
深圳机构 销售	杨崧	(86)18988978715	yangy@gzgzhs.com.cn
上海机构 销售	黄诚	(86)18616267711	huangc@gzgzhs.com.cn
海外业务 拓展部	梁振山	(86)13928899038	liangzs@gzgzhs.com.cn
	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。