



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

环保

李文宾

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070002
(8621) 2032 8507
wenbin.li@boicchina.com

凯迪电力 3 月年化利用小时数显著恢复至 5,711 小时，“新能源产业平台”快速推进

3 月生物质发电业务利用小时数显著复苏

14 年 4 月 1 日, 凯迪电力(000939.CH/人民币 6.55, 未有评级)公告 2014 年 3 月下旬 16 个生物质电厂 (含试运行) 当月累计完成发电量 21,132.71 万千瓦时。

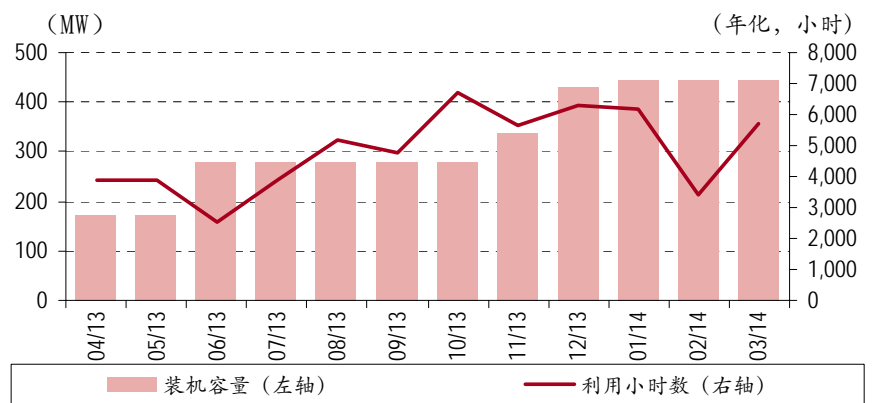
正式投产的祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋、霍邱、隆回、丰都、赤壁、北流电厂共发电 14,147.23 万千瓦时。

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 6,985.48 万千瓦时。

3 月年化利用小时数约为 5,711 小时, 较 2 月的 3,545 小时大幅增长 61%, 比 1 月份略少 8%。我们认为这已充分表明了公司生物质发电业务已经安全渡过了全年的生产低谷期 (春节因素)。

展望 2 季度, 我们预计公司发电量将有望向上稳步迈进, 全年年化发电利用小时数将有望站稳 6,000 小时, 剑指 6,500。

图表 1. 公司装机容量和利用小时数变化



资料来源: 公司数据, 中银国际研究

生物质发电“内生性和外延式增长”皆有看点

2014年1月，公司董事会通过了对北流等3个电厂的收购议案。从装机容量上来看，公司14年将有11个电厂可于14年全年并表。此外，公司另有7个电厂有望于14年年中开始正式投产确认收入（另有3个电厂将于15年开始并表）。

因此总的来看，14年上市公司层面的电厂总装机容量增加80%，但有效电厂装机容量将高达429MW，较13年大幅增长146%。

此外集团公司旗下仍有13个一代电厂和20多家二代电厂，13年12月底集团公司注入上市公司3个二代电厂预示着集团将会逐步通过资产注入的方式做强做大上市公司主业。考虑到集团公司旗下丰厚的电厂资源，我们认为公司外延式增长潜力也将十分惊人。

图表2. 公司下属生物质电厂情况

电厂	省市	机组构成 (MW)	总装机 (MW)	总投资 (亿元)
祁东县凯迪绿色能源	湖南	2x12	24	1.90
来凤县凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	2.40
松滋市凯迪阳光生物能源	湖北	1x30	30	2.40
崇阳县凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	2.40
南陵县凯迪绿色能源	安徽	1x30	30	2.40
霍邱县凯迪绿色能源	安徽	1x30	30	2.40
北海凯迪	广西	1x30	30	-
合计			204	
试运行				
隆回县凯迪绿色能源	湖南	1x30	30	2.40
淮南市凯迪绿色能源	安徽	2x15	30	2.40
丰都县凯迪绿色能源	重庆	1x30	30	2.40
赤壁凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	2.40
庐江县凯迪绿色能源	安徽	1x30	30	2.40
金寨凯迪绿色能源	安徽	1x30	30	-
安仁凯迪绿色能源	湖南	1x30	30	-
霍山凯迪绿色能源	安徽	1x30	30	-
谷城凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	-
合计			270	
在建中				
阳新凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	-
江陵凯迪绿色能源	湖北	1x30	30	-
酉阳凯迪绿色能源	重庆	1x30	30	-
平乐凯迪绿色能源	广西	1x30	30	-
浦北凯迪绿色能源	广西	1x30	30	-
合计			150	

资料来源：公司数据，中银国际研究

携手金沙江创投，凯迪新能源产业平台快速推进

3月20日，公司公开与金沙江创投达成在广西北海“进行生物质制油，及页岩气和天然气合成油领域”的合作意向。

金沙江创投将充分利用其国际融资平台，负责为60万吨生物质制合成油项目募集36亿人民币。其中2014年计划完成融资6亿人民币，用于项目启动；2015年计划完成融资30亿人民币，用于项目建设。此外由凯迪电力负责向银行等金融机构落实配套项目贷款54亿人民币。

目前，北海项目的生物质原料主要是拟从东南亚国家进口的棕榈产业废弃材料。而金沙江创投的战略合作伙伴在广西省拥有大量之前用于造纸业的林业资源，金沙江创投将负责引进其在广西的林业资源，进一步拓宽燃料供应渠道，争取在2014年与北海项目签署原料供货合同。

此外金沙江创投已在美国布局申请美国向中国出口液化天然气的许可证，金沙江创投拟将美国天然气资源引入北海项目。双方可充分利用凯迪电力在北海所拥有的深水码头资源，修建液化天然气进口接收站，引进美国廉价的天然气资源以用作制造合成油的辅助原材料，从而进一步降低制油成本，提高利润。

我们认为公司和金沙江创投基于“资金和原料”的深入合作将快速推动公司新能源业务的进展。

这不仅标志着公司经过近 10 年研发的生物质制合成油技术即将迈入产业化阶段；更标志着公司从单一的生物质发电企业，向涵盖“生物质发电、生物质制油，乃至页岩气和天然气”的综合新能源平台的转型取得历史性突破。

新能源平台潜力尚未在股价中得到充分体现

我们认为目前公司的股价仅仅部分反映了生物质发电业务基本面的强劲复苏，市场对公司打造新能源平台的认识并不充分，尤其是对公司是否能筹集到足够的资金推进打造生物质制油和页岩气产业抱有担忧。

公司和金沙江创投的合作，明确了金沙江创投将负责公司“生物质制油”领域的资金筹措，同时金沙江创投在广西的合作伙伴有着大量的林业资源，将有力拓展公司的燃料供应体系，预计 2014 年将签订原料的供应合同。

我们相信公司此次和金沙江创投的全面合作将会产生巨大的协同效应。“技术、资金和原料”三者兼备，我们有理由相信公司发展将进入一个全新的伟大时代。

我们预测公司 14-15 年每股盈利预测为 0.35 元和 0.48 元，作为一个快速推进的新能源平台，继续强烈建议继续关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371