

研究所

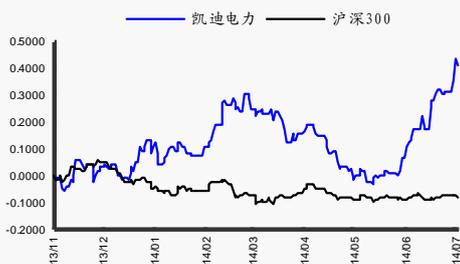
证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 [tanq@ghzq.com.cn](mailto:tanq@ghzq.com.cn)

联系人：  
何魏伟 0755-23824865 [heww@ghzq.com.cn](mailto:heww@ghzq.com.cn)

## 上半年高增长兑现，下半年增值税返还在即

### ——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	28.0	19.2	67.0
沪深300	0.7	0.7	-5.6

市场数据

2014/7/10

当前价格(元)	8.00
52周价格区间(元)	4.53-8.3
总市值(百万)	7546.47
流通市值(百万)	7523.66
总股本(万股)	94330.88
流通股(万股)	94045.73
日均成交额(百万)	67.32
近一月换手(%)	35.80

### 事件：

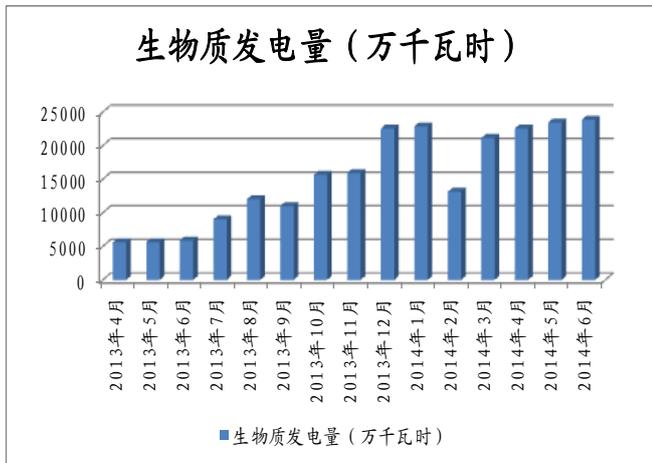
公司公告上半年净利润大幅增长80%-120%，净利润8,343万元—10,198万元。2014年6月，旗下16家生物质电厂全部已正式投产，生物质电厂当月累计完成发电23841.8万千瓦时。上半年发电量已达到去年全年水平，生物质发电业务大幅增长是主营业务增长的主要原因。

### 点评：

#### 1、生物质发电量大幅增长，力证原材料收购体系整顿成效

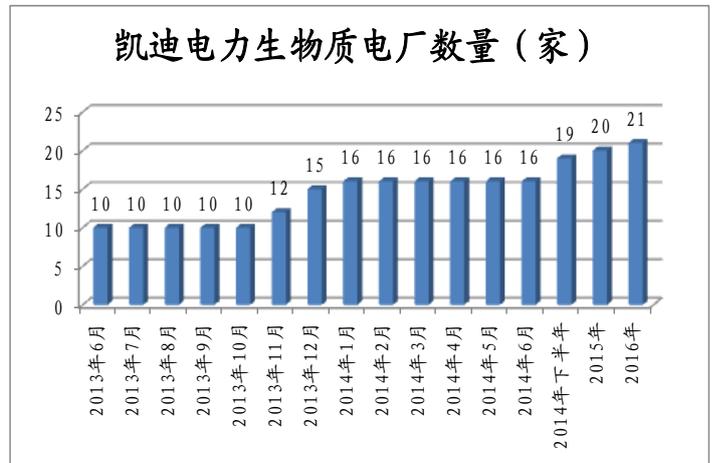
- 2014年6月生物质电厂当月累计完成发电23841.8万千瓦时，环比5月23447.85万千瓦时，继续提升1.68%；同比2013年6月5866万千瓦，大幅增长306.4%。
- 燃料问题是制约整个生物质发电行业发展的关键因素，公司生物质发电业务过去两三年的发展低于预期也正是受制于此。公司经过2012年和2013年上半年对燃料市场的整顿和摸索，成功由“产业工人+大客户+林业基地”模式转为“村级燃料收购点+大客户”的收购模式。目前该燃料保障模式已逐渐成熟，所收购燃料质量明显改善；同时在保障原材料价格基本稳定条件下，燃料收购量逐步提升。
- 2014年除2月份因春节假期影响电厂运营时间，发电量仅13118.2万千瓦时，其余月份生物质发电量均达到2亿度电以上。经反算，已正式运营的生物质发电厂平均年发电小时数已经达到约6000小时。数据充分证实了公司原材料收购体系整顿的成效，能够在相对原定的原材料价格下，保障生物质电厂的稳定运行。

图 1、凯迪电力生物质发电量



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 2、凯迪电力已投产生物质电厂数据



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、试运行电厂转正，后续电厂建设和集团注入倍增远期空间

- 公司共有21家生物质电厂批文，目前已正式投运16家，投运电厂包括11家已经正式运转的电厂和5家在2014年6月刚刚转正的电厂。同时，公司还有5家电厂建设批文，其中江陵、阳新、酉阳，3家电厂处于在建状态，有望在下半年陆续投产进入试运营。浦北、平乐，2家电厂将分别在今明两年开工建设。
- 公司目前已正式投运的16家生物质电厂中，除祁东、淮南是一代电厂外，另外14家均为第二代生物质电厂。二代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。据了解，一代电厂度电需要消耗约1.87公斤生物质原材料，二代电厂仅需约1.32公斤。过去一年公司原材料价格稳定在310-320元/吨，在保障电厂原材料稳定供应情况下，一代电厂可以实现微利，二代电厂年利润可以达到1000-1500万。公司通过技术升级，大幅提升了生物质发电的盈利能力。
- 2014年上半年，正式投运电厂仅为11家，且包括2家一代电厂情况下，公司净利润8,343万元—10,198万元，相比去年大幅

增长80%-120%。庐江、金寨、安仁、谷城、霍山，5家二代生物质电厂在2014年6月转正，将在下半年贡献业绩，将进一步提升生物质发电业务利润。预计2014年公司仅生物质发电净利润有望达到1-1.5亿元。

表1、生物质发电厂建设进度

生物质发电	正式运行	试运行	总投产电厂	事件
2013年5月	6	4	10	祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋，6家已正式投运；隆回、淮南、丰都、赤壁，4家试运行
2013年6月	10	0	10	隆回、淮南、丰都、赤壁，4家试运行电厂转正
2013年11月	10	2	12	庐江、金寨，2家进入试运行
2013年12月	10	5	15	谷城、安仁、霍山，3家进入试运行
2014年1月	11	5	16	收购集团已经正式投运的北流电厂，以及浦北和平乐的建设批文
2014年6月	16	0	16	庐江、金寨、谷城、安仁、霍山，5家试运行电厂转正
2014年下半年	16	3	19	江陵、阳新、酉阳，3家在建电厂将陆续投产；浦北和平乐将有望在2015年开工建设

资料来源：公司公告、国海证券研究所

- 此外，凯迪集团规划截止2014年底建成生物质发电厂47家，包括上市公司19家和集团公司28家。集团曾在2013年回购上市公司盈利能力较差5家一代电厂，并在2014年1月注入了北流、浦北、平乐3家二代电厂。未来如果集团持续注入优质电厂，将倍增公司生物质发电业务利润。

### 3、增值税返还在即，下半年业绩有望超预期

- 生物质电厂可以申请增值税退税，但前提是需要通过资源综合利用机组认证，在认证时机组需要连续稳健运营12个月以上。每年资源综合利用认证在7月申报，但过去几年由于原材料供应问题，公司的生物质发电机组运营不稳定，尚未获得增值税返还。截止2014年7月，公司的11家生物质发电厂（祁东、淮南、来凤、崇阳、南陵、松滋已正式投运，隆回、淮南、丰都、赤壁、北流）已经连续运营了一年，符合申请规定。预计公司将在7月份启动资源综合利用认证和增值返还认证，有望在下半年获批并获得税收返还。

- 目前我国生物质发电含税电价为0.75元，其中约0.1-0.11元为增值税，生物质电厂实际度电收入仅为0.64-0.65元。一代电厂功率为2\*1.2万千瓦，二代电厂功率为3万千瓦，理论测算每家电厂的增值税返还约1000万。如果能够保证原材料价格稳定供应，理论上二代生物质电厂可以带来的全部利润约2500-3000万（含经营利润、增值税返还、CDM）。下半年公司的增值税返还，有望带来业绩超预期增长。

#### 4、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。

#### 5、给予“买入”评级

- 生物质发电量稳步攀升证实燃料市场整顿效果；上半年净利润高速增长兑现。下半年在建生物质电厂加速投产和转正，同时增值税返还有望推动业绩超预期增长。集团优质生物质电厂注入预期倍增远期空间。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，预计2014-2016年EPS分别为0.30元、0.44元和0.58元，对应PE分别为27倍、18倍和14倍，维持“买入”评级。

#### 6、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	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	2209	2807	3407	3709
增长率(%)	-16%	27%	21%	9%
归母净利润(百万元)	65	279	415	544
增长率(%)	88%	330%	49%	31%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.30	0.44	0.58
ROE(%)	2.08%	8.35%	11.33%	13.31%

表2、凯迪电力(000939)盈利预测

] 证券代码: 000939.sz 股票价格: 8.00 投资评级: 买入 日期: 2014/7/10									
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	2%	8%	11%	13%	EPS	0.07	0.30	0.45	0.58
毛利率	23%	26%	27%	29%	BVPS	2.66	2.86	3.18	3.59
期间费率	20%	20%	17%	17%	<b>估值</b>				
销售净利率	3%	10%	13%	15%	P/E	116.44	26.82	17.95	13.70
<b>成长能力</b>					P/B	3.01	2.79	2.52	2.23
收入增长率	-16%	24%	22%	8%	P/S	3.42	2.75	2.26	2.09
利润增长率	88%	334%	49%	31%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.18	0.22	0.26	0.27	营业收入	2209	2741	3338	3606
应收账款周转率	1.25	1.72	1.90	2.01	营业成本	1711	2028	2431	2556
存货周转率	6.24	9.47	15.51	19.69	营业税金及附加	25	28	34	36
<b>偿债能力</b>					销售费用	10	10	12	13
资产负债率	74%	73%	71%	69%	管理费用	196	233	303	338
流动比	0.69	0.63	0.75	0.89	财务费用	202	253	246	239
速动比	0.64	0.58	0.71	0.85	其他费用/(-收入)	(13)	0	0	0
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	53	189	312	424
现金及现金等价物	820	738	1000	1474	营业外净收支	16	85	125	168
应收款项	1767	1592	1756	1798	利润总额	69	274	437	592
存货净额	274	217	159	132	所得税费用	5	(31)	(20)	(7)
其他流动资产	391	348	256	96	净利润	64	306	457	599
<b>流动资产合计</b>	<b>3253</b>	<b>2892</b>	<b>3168</b>	<b>3497</b>	少数股东损益	(1)	24	37	48
固定资产	4178	5794	6161	6516	归属于母公司净利润	65	281	420	551
在建工程	2781	1941	1661	1381	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
无形资产及其他	879	1011	967	917	经营活动现金流	712	1123	1119	1169
长期股权投资	134	134	134	134	净利润	64	306	457	599
<b>资产总计</b>	<b>11956</b>	<b>12503</b>	<b>12822</b>	<b>13175</b>	少数股东权益	(1)	24	37	48
短期借款	2096	1696	896	496	折旧摊销	228	183	244	254
应付款项	1645	1976	2370	2493	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	8	10	13	14	营运资金变动	421	609	382	269
其他流动负债	940	940	940	940	投资活动现金流	(752)	(776)	(87)	(75)
<b>流动负债合计</b>	<b>4689</b>	<b>4622</b>	<b>4218</b>	<b>3942</b>	资本支出	(245)	(776)	(87)	(75)
长期借款及应付债券	3967	4359	4751	4947	长期投资	(2)	0	0	0
其他长期负债	186	186	186	186	其他	(506)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>4152</b>	<b>4544</b>	<b>4936</b>	<b>5132</b>	筹资活动现金流	(43)	(92)	(534)	(369)
<b>负债合计</b>	<b>8841</b>	<b>9166</b>	<b>9155</b>	<b>9074</b>	债务融资	772	(8)	(408)	(204)
股本	943	943	943	943	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3115	3336	3667	4101	其它	(815)	(84)	(126)	(165)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11956</b>	<b>12503</b>	<b>12822</b>	<b>13175</b>	现金净增加额	(83)	255	498	725

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