

生物质发电量持续增长推升盈利提升

2014年10月15日

强烈推荐/维持

凯迪电力

财报点评

——凯迪电力(000939)三季度业绩预增公告点评

刘斐	分析师	执业证书编号: S1480513050002
	liufei@dxzq.net.cn 010-66554104	
张鹏	分析师	执业证书编号: S1480512060003
	zhangpeng@dxzq.net.cn 010-66554029	

事件:

公司发布前三季度盈利预告: 2014年前3个季度公司实现归属母公司净利润1.23亿-1.52亿元, YOY120%-170%, EPS0.13-0.16元; 其中, 第三季度实现净利3980万元-6790万元, YOY304%-589%, EPS0.04-0.07元。公司实现盈利好于我们预期。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入(百万元)	935.67	595.5	424.14	464.23	724.97	609.61	704.93
增长率(%)	43.40%	-10.03%	-25.36%	-1.95%	-22.52%	2.37%	66.20%
毛利率(%)	22.00%	29.42%	27.49%	20.49%	15.27%	25.18%	23.83%
期间费用率(%)	25.73%	20.84%	19.52%	18.64%	15.73%	17.36%	16.80%
营业利润率(%)	-4.09%	8.43%	3.61%	0.72%	-2.24%	7.01%	6.85%
净利润(百万元)	-16.97	38.52	15.51	9.34	0.86	38.13	49.21
增长率(%)	-111.13%	-26.68%	-07.73%	-60.07%	-105.09%	-01.00%	217.26%
每股盈利(季度, 元)	-0.01	0.03	0.02	0.01	0.01	0.03	0.06
资产负债率(%)	73.43%	72.82%	72.14%	71.65%	73.95%	74.42%	76.20%
净资产收益率(%)	-0.53%	1.25%	0.48%	0.29%	0.03%	1.21%	1.54%
总资产收益率(%)	-0.14%	0.34%	0.13%	0.08%	0.01%	0.31%	0.37%

观点:

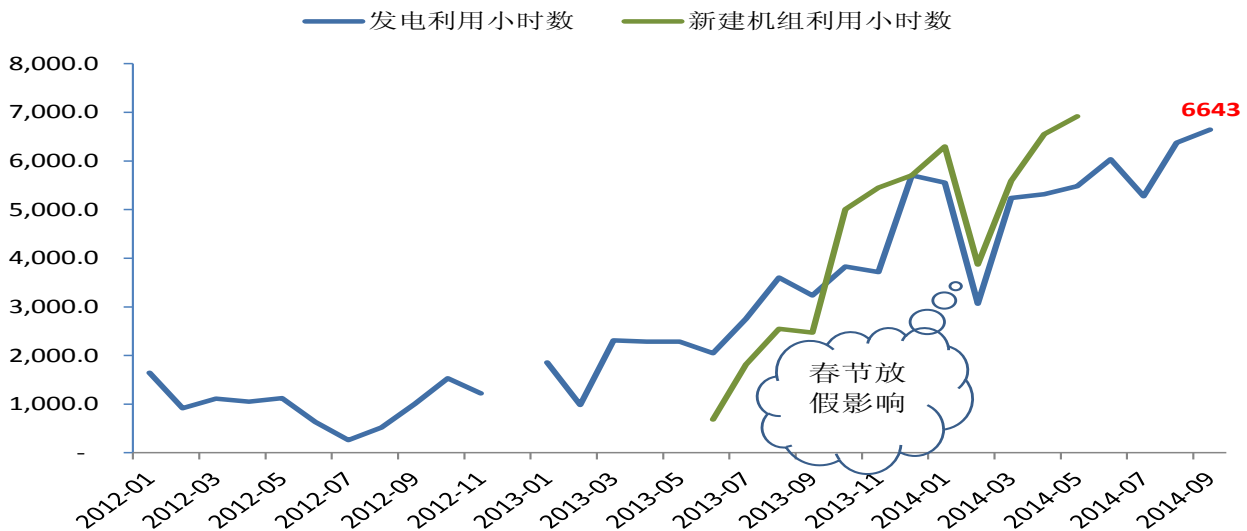
- **盈利大幅增长的主要原因之一: 16个生物质电厂在14年已经全部正式投产。**2013年8月建成的庐江、金寨、安仁、谷城、霍山5个电厂在经过一年的试运营后于今年6月正式投产, 收购的广西北流电厂也正式贡献产能, 公司下半年实际装机已经达47.4万千瓦。
- **盈利大幅增长的主要原因之二: 生物质电厂发电量持续增长。**2014年9月, 公司16个电厂共发电26243万千瓦时, 单月年化发电利用小时数达6643小时; 前三季度公司发电量达19.9亿千瓦时, 平均利用小时数为4203小时, 发电量同比增长近两倍。预计公司第四季度生物质发电量将环比增长5%, 全年发电量达28.6亿千瓦时, 利用小时数达6035小时。

- **盈利大幅增长的主要原因之三：原料采购体系的改善。**12年后，公司取消从中间商采购，加大直接从农村采购的力度，从源头上保证了秸秆原料的稳定供应和入炉成本的持续下降，使得电厂盈利能力水平持续提升，提高电厂发电积极性。公司生物质电厂发电利用小时数持续攀升，由2012-2013年间的不到2000小时攀升至6643小时，部分电厂年化利用小时数超7200小时。部分电厂盈利能力超2000万/年/厂（包含增值税返还），多数电厂盈利由负转正。
- **未来业绩增量来自于在建电厂的投产和管理能力的持续提升。**公司在建阳新、江陵、酉阳三个电厂拟建3个电站，另外广西浦北、乐平电站也将开始前期公司，若全部投产后，公司核定装机可达71.4万千瓦；公司目前二代机组燃料比为1.4:1左右，未来新建机组为三代机组，燃料比有望下降至1:1；另外随着管理的持续改善，入炉燃料成本将持续下降，公司生物质发电盈利能力有望得到持续提升。
- 2014年10月10日，发改委等三部委联合印发《京津冀及周边地区秸秆综合利用和禁烧工作方案（2014-2015年）》，提出到2015年，京津冀及周边地区的秸秆综合利用率平均达到88%以上。在秸秆的多种利用方式中，能源化利用为重要组成部分，《方案》要求到2015年新增秸秆能源化利用能力1000万吨；另外发改委要求未来生物质能源利用比例将大幅提升。公司作为国内秸秆发电龙头企业，在国家鼓励秸秆综合利用的大背景下未来处理量有望持续提升。

结论：

公司生物质发电业务已经走上正轨，在国家鼓励利用生物质能源的背景下，公司生物质业务将出现量价齐升。预测公司2014-15年EPS0.27元、0.42元，PE28、18倍。考虑到集团生物制油业务已经进入商业示范阶段，并且未来公司也将在广西北海上马60万吨生物制油业务，将进一步提升公司的估值和盈利能力，继续维持公司“强烈推荐”的评级。

图 1：凯迪电力生物质发电年化利用小时数



资料来源：东兴证券研究所、公司网站

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
流动资产合计	2,757	3,275	3,253	3,699	3,895	营业收入	2,687	2,639	2,209	2,833	3,555
货币资金	831	911	820	881	544	营业成本	1,582	1,772	1,484	2,019	2,482
应收账款	1,037	1,649	1,566	1,808	2,042	营业税金及附加	28	31	25	31	39
其他应收款						营业费用	9	11	10	13	16
预付款项						管理费用	244	255	196	198	271
存货						财务费用	170	268	202	281	298
其他流动资产	889	714	867	1,011	1,310	资产减值损失	-	-	-	-	-
非流动资产合计	6,683	8,360	8,703	9,358	9,915	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资						投资净收益	579	2	44	44	44
固定资产	2,847	3,701	4,178	4,916	5,598	营业利润	-2,267	-1,504	69	-14,390	-20,077
无形资产	824	803	879	937	894	营业外收入	3,276	1,622	-	14,585	20,441
其他非流动资产						营业外支出					
资产总计	9,440	11,635	11,956	13,057	13,811	利润总额	1,009	118	69	195	364
流动负债合计	2,349	4,360	4,689	6,254	6,856	所得税	184	42	5	29	55
短期借款	347	1,475	2,096	2,096	2,096	净利润	825	76	64	226	381
应付账款	448	1,069	1,492	1,343	1,485	少数股东损益					
预收款项						归属母公司净利润	755	34	65	251	392
一年内到期的非流动						EBITDA	824	570	495	571	747
非流动负债合计	3,941	4,203	4,152	4,007	4,016	BPS (元)	0.80	0.04	0.08	0.27	0.42
长期借款	1,220	1,467	1,614	1,614	1,614	主要财务比率					
应付债券	2,344	2,348	2,353	2,353	2,353		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	6,290	8,563	8,841	10,261	10,872	成长能力					
少数股东权益	629	661	609	503	529	营业收入增长		-2%	-16%	28%	26%
实收资本(或股本)	955	887	920	946	985	营业利润增长		-34%	-105%	-20989%	40%
资本公积	955	887	920	946	985	归属于母公司净利润增		-95%	88%	287%	56%
未分配利润						获利能力					
归属母公司股东权益	3,150	3,072	3,115	2,796	2,938	毛利率(%)	41%	33%	33%	29%	30%
负债和所有者权益	9,440	11,635	11,956	13,057	13,811	净利率(%)	31%	3%	3%	8%	11%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	26%	2%	2%	8%	13%	
经营活动现金流	772	-375	712	1,316	877	偿债能力					
净利润	825	76	64	226	381	资产负债率(%)	67%	74%	74%	79%	79%
折旧摊销	163	165	187	244	291	流动比率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
财务费用	170	268	202	325	325	速动比率	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
应付帐款的变化	-	-	-	-	-	营运能力					
预收帐款的变化	-	-	-	-	-	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
投资活动现金流	-2,050	-1,039	-752	-1,079	-972	应收账款周转率	2.2	2.0	1.4	1.7	1.8
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	应付账款周转率	4.6	3.5	1.7	2.0	2.5
长期股权投资减少						每股指标(元)					
投资收益	579	2	44	44	44	每股收益(最新摊薄)	0.80	0.04	0.08	0.27	0.42
筹资活动现金流	998	1,494	-51	-177	-242	每股净现金流(最新摊)	-0.30	0.08	-0.10	0.06	-0.36
应付债券增加	-1,184	1,128	621	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.30	3.46	3.38	2.96	2.98
长期借款增加	-538	247	147	-	-	估值比率					
普通股增加	340	-68	33	25	39	P/E	9	205	91	28	18
资本公积增加						P/B	54	52	53	61	60
现金净增加额	-280	80	-91	60	-337	EV/EBITDA	12	13	14	15	16

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

张鹏

金融学硕士，CPA，CFA。2011年进入东兴证券研究所，2013年度中国证券业金牛分析师房地产行业第五名，目前任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：郴电国际、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、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。

联系人简介

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。