

证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

环保 II

凯迪电力 (000939)

公司快评

买入

(维持评级)

2015 年 04 月 28 日

政策加码，超预期表现可期

证券分析师： 陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513050004

证券分析师： 徐强

010-88005329

xuqiang1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514040001

事件：

- 1) 今年以来加强生物质利用行业发展的政策持续出台；
- 2) 公司公告一季报，显示公司燃料体系重整带来的盈利改善效果显著；
- 3) 板块持续上涨，公司涨幅落后，估值优势明显。

我们的分析：

■ 政策加码，行业进入第二轮加速发展期。

中国生物质发电行业第一轮发展高峰出现在 2007 年-2011 年间，受到电厂锅炉技术不完善、燃料收集体系不配套等因素影响，行业在第一轮圈地后，回收体系出现问题，行业普遍亏损陷入发展停顿状态。经过 2012 年-2013 年两年修正，我们判断从 2014 年起中国生物质发电行业将迎来第二轮快速发展期：1) 碳减排压力加大，雾霾治理趋严，政策面将持续加大对生物质秸秆等废弃物的综合利用，有利于生物质发电原料问题解决；2) 发电技术逐渐成熟，行业盈利情况有望改善；3) 燃料收集体系经过多年摸索，日趋成熟。

今年以来，从一系列政策来看，大气污染治理仍是政策重点，而大气污染治理的政策重心从电力行业尾气处理逐渐向非电行业尾气处理、能源结构调整等更深入的领域发展；对于生物质能源，也从之前很少提及到了明确表示要加速发展态度，如：3 月 23 日国家发改委、国家能源局联合发布《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》明确要求，鼓励清洁能源参与市场，提升风电、光伏发电、生物质发电等可再生能源发电比例。4 月 20 日国家发改委出台了《2015 年循环经济推进计划》要求，起草并报国务院印发《关于进一步加强秸秆综合利用和禁烧工作的通知》，重点在京津冀等大气污染防治区、粮棉主产区等区域构建秸秆收、储、运、用体系，到 2015 年底，秸秆综合利用率达到 80% 以上。京津冀是全国环境污染治理的示范区域，该目标的提出，意味着今年秸秆综合利用与禁烧工作，将在全国范围内迎来大刀阔斧的推进，后续各地加强秸秆综合利用与焚烧的配套政策有望陆续出台。

■ 行业微利，下半年补贴电价有望上调，给公司带来较大利润弹性。

我国生物质发电经历了近两个“五年计划”时期的发展，总装机规模已达 500 万千瓦，数百亿投资已经形成资产，但目前除了凯迪电力、长青集团等民企盈利情况相对较好外，绝大多数电厂，特别是早期建设的生物质电厂都处于亏损甚至严重亏损状态。生物质发电仍是解决秸秆综合利用的最重要的路径之一，因此，我们判断，今年下半年或出台政策上调补贴电价，以改善行业盈利。生物质发电行业特点是固定投资成本占比高，补贴上调对行业盈利弹性大。

■ 一季度业绩符合预期，估值优势明显，“盈利提升+政策加码”促使股价上涨，买入，上调合理估值至 26 元。

公司一季度实现利润约 5000 万元，同比增长 71.8% 符合市场预期，高增长显示公司燃料体系改革效果开始逐渐显现，今年公司单电厂盈利仍将持续回升，推动股价上涨，我们预计公司 15-16 年 EPS 分别为 0.51 元和 0.76 元，PE=33.6/22.5 倍，相对环保板块其他公司，估值优势明显，上调合理估值至 26 元，买入。

市场关注的核心问题

■ 问题 1: 公司市值空间有多大?

中国生物质发电龙头再起航，300 亿市值空间值得期待。收购完成后，公司在手的生物质电厂规模将达到 111 家（其中已投运 33 家、在建 27 家，未建成 51 家），按照单个二代生物质电厂 3 万千瓦的装机规模计算，公司总装机容量将达到 300 万千瓦以上，远远超过国能集团（总装机规模约为 100 万千瓦）、华电集团（总装机规模约为 60 万千瓦）等电力央企的装机规模，成为中国生物质直燃发电行业的绝对龙头。根据我们测算，在上网电价 0.75 元/千瓦时、3200 大卡生物质燃料收购价格 350 元/吨、年发电利用小时收 6500 的中性经营情况之下，单个 3 万千瓦装机的二代电厂净利润约为 2000 万元。我们认为，公司重建燃料收集体系的工作已经见到成效，未来公司在运电厂的平均利用小时数可以达到 6500-7000 小时的水平，同时燃料收集成本可以控制在 350 元/吨以下，公司 100 座生物质电厂的净利润总额可达 20 亿元，保守按照 15 倍 PE 估算，市值空间 300 亿元。

开展生物质油等清洁能源业务，扩展公司的长期发展空间公司重视可再生能源的开发和利用，其中发展生物质油业务是公司布局清洁能源市场的重点战略。目前公司控股股东凯迪集团已经建成了 1 万吨/年生物质油生产线，其产品结构为商品柴油、航空煤油、商品汽油各占 70%、20%、10%，按照目前市场上汽柴油 8000-8500 元/吨的平均价格计算，该项目吨产品毛利约为 2000 元，毛利率约为 25%，盈利能力较强。公司依托控股股东的技术储备优势，筹划在广西北海市建设 200 万吨/年生物质油生产基地，其中项目一期产能包括生物质油 60 万吨/年、植物钾肥 40 万吨/年，按照吨产能毛利 1500 元计算，该项目达成后有望贡献毛利约 9 亿元，对于公司业绩的提振较为明显。我们认为，目前生物质油工业化生产仍存在一定技术障碍，同时产品销售也需要建立特殊渠道，但是生物质油受到国家政策扶植，市场空间广阔，加之控股股东凯迪集团的技术储备和先发优势明显，公司北海生物质油项目 17 年达产后，有望打开公司长期的市值想象空间。

■ 问题 2: 公司燃料回收体系的历史问题解决了么?

燃料收集体系整顿基本完成，生物质燃料足量、低价、高质供应无忧。我们认为，公司历史上出现燃料供应问题的根本原因是“管理和制度设计缺陷”，现阶段公司已经通过两条途径基本解决了上述问题：1）2012 年刮骨疗伤打掉大中间商，同时建立村级收购站，使得中间商哄抬价格的问题得到解决；2）通过管理层持股等手段解决内部激励问题，同时引入风投并完善内控，使得内外勾结的问题得到解决。目前公司下属的燃料收集公司，可以按照公司设定的统一价格和收集量，将生物质燃料直接供给电厂。13 年以来公司下属生物质电厂利用小时数逐渐提升就是新的燃料收集体系生效的有力证据，我们根据公司 14 年运行情况测算，预计今年公司 16 家在运电厂的利用小时数有望达到 5800 小时以上，若按照 10 月份单月发电量年化估计全年利用小时数可达 7400 小时。预计未来公司新建电厂进入稳定运营期后，平均利用小时数稳定在 6500-7000 小时的难度不大。2014 年 8 月 26 日，格薪源生物质燃料有限公司成立，标志着公司燃料收购体系正式迈入规模化、专业化、标准化、市场化的时代。

■ 问题 3: 公司核心竞争力是什么?

生物质发电行业正临第二轮高速成长期，公司技术全国第一，资源储备量全国第一，后续持续高成长可期。受到补贴政策催动，中国生物质发电行业在 2010 年-2013 年出现了冒进的“大跃进”式的发展，由于技术不完备，同时原料收集商业模式不完备等因素影响，行业整体陷入亏损或微利状态。我们认为，在吸取第一轮快速发展带来的经验教训之后，生物质直燃发电行业即将进入“真正的”快速增长期，主要有三方面理由：1）减排压力加大+大气治理趋严，持续政策支持可期；2）技术渐成熟，龙头公司技术水平提升，能够在现有政策下获得不错收益；3）龙头公司的燃料回收体系经过多年摸索和建设，已渐成熟。凯迪电力作为中国最早布局生物质直燃发电市场的公司，其竞争优势非常明显：技术水平全国第一、资源储备量全国第一、燃料收集体系成熟度全国领先，在行业快速发展的过程中，公司有望率先受益。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。