

研究所  
 证券分析师：谭倩 S0350512090002  
 010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn  
 证券分析师：杨雪 S0350515040001  
 0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

## 资产注入巩固龙头地位，林业、生物质油值得期待

### ——凯迪电力（000939）调研简报

#### 事件：

近期我们对凯迪电力进行了调研，公司非公开发行购买资产并募集配套资金事项获证监会审核通过。

#### 评论：

##### 1、注入生物质发电资产，电站经营向好

截至2014年末，上市公司已投产生物质发电项目16个、装机容量468MW。本次公司拟注入87家生物质电厂股权，其中17家已投入运营，注入后运营装机容量将达到936MW左右，约为现有规模两倍。公司预计2016-2019年，注入电厂每年投运家数为10家左右，根据我们测算，对应年新增装机容量约310MW。通过此次资产注入，公司装机容量远超其它生物质发电企业。

表1、拟注入生物质电站情况

运营		在建		计划建设	
家数	装机容量 (MW)	家数	装机容量 (MW)	家数	装机容量 (MW)
17	468	21	720	49	1470

资料来源：公司数据、国海证券研究所

目前，公司生物质电站经营逐渐向好，原材料回收成本可控。首先，公司从2012年开始逐步进行整顿，重新把控原材料回收体系，自建渠道，2014年8月合资建立格薪源生物质燃料公司，从而避免第三方哄抬原材料回收价格并更好的把控原材料质量，另一方面，国家环保政策趋严，环保指标更多的纳入地方官员政绩考核，各地政府对燃烧秸秆执法力度加强，部分地区出台秸秆综合利用相关补贴，我们认为，这些政策将有利于公司秸秆回收工作，增加秸秆来源，降低秸秆回收成本。由于燃料成本占生物质发电总成本超过60%，我们认为，公司生物质电站经营将逐渐向好。

##### 2、上网收费权资产证券化有助提升扩张速度

公司2015年2月公告，拟以松滋、南陵和隆回三家电厂开展电力上网收费权资产证券化工作，拟发行资产支持化证券不超过16亿，期限不超过5年，其中5%次级部分由公司认购。我们认为，传统方式电站建设投资占用资金，后期回收期较长，一定程度上限制公司电力公司扩张速度。而电力公司上网收费收入较为稳定，通过资产证券化项目让渡资产收益权，加速资金回收，用以加速项目建设，有助于提升公司扩张速度。公司通过试验项目，未来有望进一步推广此模式，专注电站项目投资，将有可能进一步向平台类公司转型。

### 3、低价注入林地资产，发展林业综合经济并补充生物质原料来源。

此次资产重组还将注入58家林业公司100%股权，林地总面积为1,018.7万亩，此次交易林地资产作价为25.63亿元，相当每亩林地资产作价仅251.55元。而此次交易林地蓄积生物质资源存量超过3,008.6万吨，活木蓄积达2,174.7万立方米，我们以每立方林木价格700元保守估算，公司此次注入林木市场价值超过百亿。一方面，公司低价注入林木资产，可发展综合林业经济，公司林木资产中除杉松等一般用材外，还有楠木、三尖杉等珍贵用材及樟树、五角枫等绿化树种，公司公告相关林地资产2015年备考净利润为8055.05万元，体现对开展林业综合经济的信心。另一方面，我们认为更重要的是，林业经济剩余物，可对公司燃料供应提供重要补充。我们以每亩林地资产带来0.5吨林下料测算，公司潜在可利用剩余物料约500万吨。公司战略性布局林地资产，达到综合利用，可以减少生物质燃料原材料对外依赖程度。

### 4、生物质油具重要战略性地位，技术储备已较完备

生物质油具有重要战略性地位，涉及到国家能源安全，并已引起国家重视。2014年，政协主席俞正声曾委托专家团调研阳光凯迪，而在考察凯迪凯迪生物质油装备后，政协常委、经委会主任、国家能委会专家咨询委员会主任张国宝在“2015走进种植能源新时代论坛”发言时表示，中国的能源安全问题，核心实际上是石油的安全，2014年中国进口了3亿吨原油，依存度接近60%，如果能够用生物质生产油，对国家能源安全有很大的贡献。

公司生物质油技术储备已较完备，短期推广受制于国际油价处于低位。凯迪电力大股东阳光凯迪新能源集团进行生物质油研发已超过八年，并已经在武汉科技城建成了万吨级的示范项目。而根据媒体报道，中科院化学研究所等单位专家组，也审定凯迪生物质柴油质量达到国家标准，符合上市要求。凯迪电力2014年3月与金沙江创投签订项目合作框架协议，由金沙江创投进行融资，公司规划建设年产200万吨生物质合成油厂，其中一期建设年产60万吨合成油。我们认为，公司已具备生物质油的技术储备，并具备未来进一步推动生物质柴油上市可能。但目前由于国际原油价格处于低位，大规模扩张生物质柴油项目可行性较低。但未来如果国际油价出现回升，公司将有望进一步推动生物质油项目发展。考虑到中国原油消费量在2014年已超过5亿吨，我们认为，公司生物质油项目由于对原油有一定可替代性，生物质原油具备广阔市场空间。

### 5、盈利预测与评级

我们看好公司生物质电厂运营，以及未来通过资产证券化加速建设的布局，公司非公开发行完成后注入林业资产也有利于发展林业综合经济，并对公司生物质燃料来源提供重要补充。公司生物质油项目亦具有重要战略地位。暂不考虑非公开发行影响，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.31元、0.44元、0.50元。认为给予公司“增持”评级。

### 6、风险提示 注入资产中一代电厂盈利能力不达预期，宏观经济下行风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	2849	3480	4248	4869
增长率(%)	29%	22%	22%	15%
净利润(百万元)	205	288	411	476
增长率(%)	217%	40%	43%	16%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.31	0.44	0.50
ROE(%)	6.09%	9.38%	15.54%	22.09%

2015-2017 年盈利预测 (暂不考虑非公开发行影响)

证券代码:	000939.sz	股票价格:	20.74	投资评级:	增持	日期:	2015/5/27		
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6%	9%	16%	22%	EPS	0.22	0.31	0.44	0.50
毛利率	24%	25%	25%	25%	BVPS	2.94	2.63	2.19	1.69
期间费率	18%	17%	15%	14%	<b>估值</b>				
销售净利率	7%	8%	10%	10%	P/E	95.30	67.93	47.55	41.08
<b>成长能力</b>					P/B	7.05	7.88	9.45	12.30
收入增长率	29%	22%	22%	15%	P/S	6.87	5.62	4.61	4.02
利润增长率	217%	40%	43%	16%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.20	0.24	0.27	0.30	营业收入	2849	3480	4248	4869
应收账款周转率	1.35	1.43	1.45	1.48	营业成本	2162	2619	3187	3647
存货周转率	2.59	3.61	5.14	5.14	营业税金及附加	27	33	40	46
<b>偿债能力</b>					销售费用	8	8	8	9
资产负债率	76%	79%	83%	87%	管理费用	185	186	196	225
流动比	0.72	0.71	0.72	0.74	财务费用	286	315	360	413
速动比	0.58	0.59	0.63	0.64	其他费用/(-收入)	(31)	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	150	319	456	528
现金及现金等价物	620	427	412	451	营业外净收支	77	0	0	0
应收款项	2116	2441	2922	3283	利润总额	228	319	456	528
存货净额	835	734	628	719	所得税费用	28	39	55	64
其他流动资产	585	714	872	999	净利润	200	281	401	464
<b>流动资产合计</b>	<b>4156</b>	<b>4316</b>	<b>4833</b>	<b>5451</b>	少数股东损益	(5)	(7)	(10)	(12)
固定资产	5775	5944	6106	6262	归属于母公司净利润	205	288	411	476
在建工程	1402	1602	1802	2002	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	865	865	779	692	经营活动现金流	134	310	116	167
长期股权投资	55	55	55	55	净利润	200	281	401	464
<b>资产总计</b>	<b>14181</b>	<b>14711</b>	<b>15503</b>	<b>16390</b>	少数股东权益	(5)	(7)	(10)	(12)
短期借款	2547	2947	3497	4147	折旧摊销	285	318	324	322
应付款项	1598	1525	1590	1618	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	4	4	5	6	营运资金变动	(346)	(281)	(599)	(607)
其他流动负债	1585	1585	1585	1585	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1268)</b>	<b>(369)</b>	<b>(362)</b>	<b>(356)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5733</b>	<b>6060</b>	<b>6677</b>	<b>7355</b>	资本支出	(217)	(369)	(362)	(356)
长期借款及应付债券	4523	5023	5623	6323	长期投资	79	0	0	0
其他长期负债	556	556	556	556	其他	(1130)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>5079</b>	<b>5579</b>	<b>6179</b>	<b>6879</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>941</b>	<b>322</b>	<b>325</b>	<b>395</b>
<b>负债合计</b>	<b>10812</b>	<b>11639</b>	<b>12856</b>	<b>14234</b>	债务融资	1007	900	1150	1350
股本	943	943	943	943	权益融资	0	0	0	0
股东权益	3369	3072	2647	2156	其它	(66)	(578)	(825)	(955)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14181</b>	<b>14711</b>	<b>15503</b>	<b>16390</b>	现金净增加额	(193)	264	78	206

资料来源: 国海证券研究所

## 【电力设备新能源及公用事业环保小组介绍】

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，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

何魏伟：中山大学金融学硕士、武汉大学工学学士，两年核电工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师，2014年水晶球公用事业及环保行业第五名。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，杨雪，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】

### 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%。