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
0755-83700205yangx@ghzq.com.cn

价值具严重低估，控股股东拟大幅增持彰显信心

——凯迪电力（000939）事件点评

事件：

前期随 A 股市场整体调整，公司当前股价较最高点跌幅约为 39.66%，而年初至今公司股价涨幅仅为 21.59%，公司非公开发行目前已获得证监会通过，预计近期将进入询价环节。公司于 7 月 6 日公告，控股股东拟增持公司股份 1 亿股，占公司目前总股本 10.6%，彰显对公司未来发展信心，也体现公司目前股价具一定安全边际。

评论：

1、公司生物质发电业务对应合理市值预计将超过 200 亿

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，另有约 6 家在建及筹建电厂。本次公司通过非公开发行注入 87 家生物质电厂股权，其中 18 家已投入运营。资产注入后，公司运营电站数量将达到 34 家，装机容量将达到 970MW 左右。公司预计 2016-2019 年，注入电厂每年投运家数为 10 家左右，考虑到上市公司还存在原有在建电厂，我们认为未来公司年装机容量增速将超过 30%。另外，考虑到目前公司通过把控原材料回收体系，稳定秸秆价格，各地秸秆禁烧趋严，以及地方政府推出秸秆综合利用补贴，我们保守估计，公司未来生物质发电业务业绩增速将保持在 40%左右水平。

表 1、注入生物质电站情况测算

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）
18	504	20	684	49	1470

资料来源：公司数据、国海证券研究所

另一方面，公司公告非公开发行方案中，对应的备考净利润中，生物质发电贡献约为 6.8 亿。我们基于保守原则，以单电厂净利润与获取增值税退税对净利润贡献 1500 万计算，34 家电厂对应年净利润约为 5.1 亿，考虑到公司 40%左右增速，我们以 PEG 等于 1 计算，公司生物质发电业务对应 PE 为 40 倍，合理市值将超过 200 亿元。公司当前股价约为 13.47 元/股，而非公开发行完成后总股本将达到 15.07 万股（按最大摊薄计算），对应非公开发行完成后市值仅为约 203 亿，我们认为，公司目前股价仅反映生物质发电业务市值，而未考虑公司注入林地资产，以及公司生物质油方面技术储备等价值。

2、林地资产木材价值超过百亿，公司具生物质油技术储备

公司此次通过非公开发行，注入 58 家林业公司 100%股权。本次收购林地资产作价仅为 25.63 亿元，林地资产作价依据为资产基础法，主要依据公司林地取得时的总成本。由于公司林地资源取得时间较早，经过长期培育，

目前公司林地资产价值远超账面价值。此次涉及林地总面积为 1,018.7 万亩，其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 元估算，公司此次注入林地资产活木价值约 150 亿元。公司注入林地资产，除可以发展林地综合经济外，也可以为公司原材料提供重要补充来源。

除林地资产外，公司还具备生物质油技术储备，公司生物质油技术储备已较完备，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。上市公司此前已公告与金沙江创投的生物质油项目合作框架协议，我们认为，公司已具备生物质油的技术储备，但短期受制于国际原油影响。考虑到中国原油消费量在 2014 年已超过 5 亿吨，长期来看，公司生物质油具发展潜力。

3、大股东增持彰显信心，公司股价具较大空间

公司当前股价较最高点跌幅约为 39.66%，而年初至今公司股价涨幅仅为 21.59%，另外，7 月 9 日公司控股股东公告，拟增持 1 亿股公司股票，对应目前公司股价，增持所需资金约 13 亿，公司控股股东拟大额增持，也彰显了对公司未来的发展信心，公司股价具较充分安全边际。另一方面，我们认为，公司目前股价对应目前非公开发行完成后约 200 亿市值，仅反映了生物质发电业务市值，公司合理市值应超过 300 亿，我们认为，公司股票价格具有约 50%以上的空间。

4、盈利预测与评级

我们认为，公司当前股价较最高点跌幅约为 39.66%，对应非公开发行完成后市值约 200 亿元，仅反映了公司生物质发电方面估值，而公司低价注入林地资产，活木蓄积量价值超过百亿，同时具有生物质油技术储备，公司合理市值应在 300 亿以上，具有 50%以上市场空间。公司当前股价安全边际明显，且大股东增持彰显对公司未来信心。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。上调公司评级至“买入”。

5、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:	13.74	投资评级:	买入	日期:	2015/7/21

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
ROE	6%	9%	16%	22%
毛利率	24%	25%	25%	25%
期间费率	18%	17%	15%	14%
销售净利率	7%	8%	10%	10%
成长能力				
收入增长率	29%	22%	22%	15%
利润增长率	217%	40%	43%	16%
营运能力				
总资产周转率	0.20	0.24	0.27	0.30
应收账款周转率	1.35	1.43	1.45	1.48
存货周转率	2.59	3.61	5.14	5.14
偿债能力				
资产负债率	76%	79%	83%	87%
流动比	0.72	0.71	0.72	0.74
速动比	0.58	0.59	0.63	0.64

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	620	427	412	451
应收款项	2116	2441	2922	3283
存货净额	835	734	628	719
其他流动资产	585	714	872	999
流动资产合计	**4156**	**4316**	**4833**	**5451**
固定资产	5775	5944	6106	6262
在建工程	1402	1602	1802	2002
无形资产及其他	865	865	779	692
长期股权投资	55	55	55	55
资产总计	**14181**	**14711**	**15503**	**16390**
短期借款	2547	2947	3497	4147
应付款项	1598	1525	1590	1618
预收帐款	4	4	5	6
其他流动负债	1585	1585	1585	1585
流动负债合计	**5733**	**6060**	**6677**	**7355**
长期借款及应付债券	4523	5023	5623	6323
其他长期负债	556	556	556	556
长期负债合计	**5079**	**5579**	**6179**	**6879**
负债合计	**10812**	**11639**	**12856**	**14234**
股本	943	943	943	943
股东权益	3369	3072	2647	2156
负债和股东权益总计	**14181**	**14711**	**15503**	**16390**

每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标				
EPS	0.22	0.31	0.44	0.50
BVPS	2.94	2.63	2.19	1.69
估值				
P/E	63.14	45.00	31.50	27.22
P/B	4.67	5.22	6.26	8.15
P/S	4.55	3.72	3.05	2.66

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**2849**	**3480**	**4248**	**4869**
营业成本	2162	2619	3187	3647
营业税金及附加	27	33	40	46
销售费用	8	8	8	9
管理费用	185	186	196	225
财务费用	286	315	360	413
其他费用/（-收入）	(31)	0	0	0
营业利润	**150**	**319**	**456**	**528**
营业外净收支	77	0	0	0
利润总额	**228**	**319**	**456**	**528**
所得税费用	28	39	55	64
净利润	200	281	401	464
少数股东损益	(5)	(7)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	**205**	**288**	**411**	**476**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	**134**	**310**	**116**	**167**
净利润	200	281	401	464
少数股东权益	(5)	(7)	(10)	(12)
折旧摊销	285	318	324	322
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	(346)	(281)	(599)	(607)
投资活动现金流	**(1268)**	**(369)**	**(362)**	**(356)**
资本支出	(217)	(369)	(362)	(356)
长期投资	79	0	0	0
其他	(1130)	0	0	0
筹资活动现金流	**941**	**322**	**325**	**395**
债务融资	1007	900	1150	1350
权益融资	0	0	0	0
其它	(66)	(578)	(825)	(955)
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、展示或以其他任何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%。