

2015年12月18日

公司研究

评级：买入

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

拟大额增持信心坚定，业绩喜人未来更具向上弹性

——凯迪生态（000939）事件点评

## 事件：

公司公告大股东拟增持公司股份，其豁免要约收购义务申请已获证监会受理。

## 评论：

### 1、大股东拟大额增持，行动更进一步

公司7月6日公告，控股股东阳光凯迪拟以不高于16元价格，增持公司股份1亿股。根据《上市公司收购管理办法》，除豁免情形外，持有已发行股份30%以上股东，每12个月内增持超过该公司已发行的2%的股份，将触发要约收购义务。阳光凯迪目前持股比例为36.48%，此次拟增持1亿股，占总股本6.64%，为避免触发相关条件，此次增持需要向证监会申请豁免要约收购。由于此次大股东增持属于维护公司股价稳定情形，公司拟根据豁免要约收购条件之“适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”申请增持。我们认为，此次公司递交申请并获证监会受理，大股东增持计划对应当前股价耗费资金量约13.75亿元，标志着公司落实增持决心与对未来发展的坚定信心。

另外，根据《上市公司收购管理办法》，向中国证监会提出免于发出要约的申请，中国证监会自收到之日起10个工作日内未提出异议的，可办理股份转让和过户登记手续。我们认为，此次证监会受理后，若10个工作日内无异议，公司将具开展增持活动条件。

### 2、生物质综合利用为治理雾霾问题利器，政策保障装机增长与盈利能力

**政策规划未来五年生物质装机复合增长率18.2%，四部委发文鼓励秸秆综合利用：**根据国家《可再生能源中长期发展规划》，到2020年计划实现3000万千瓦生物质发电装机，而“十二五”规划2015年政策目标为1300万千瓦，按规划计算，未来五年生物质发电装机复合增速约18.2%。近日，发展改革委、财政部、农业部、环境保护部日前联合发出通知，要求各地进一步加强秸秆综合利用与禁烧工作，力争到2020年全国秸秆综合利用率达到85%以上。政策高度支持生物质产业发展。

**可再生能源上网电价下调，生物质由于环保效用未受影响：**根据媒体报道，2016年光伏、风电类可再生能源电价将面临下调，而生物质则未在受影响之列，我们认为，国家维持生物质发电电价，是由于生物质能是解决雾霾问题重要手段。我国雾霾问题严重，按照“十二五”规划目标，地级以上城市空气质量达二级标准以上比例需大于等于80%，而今年年初环保部部长陈吉宁表示，目前达标比例目前不足20%，空气质量改善严重滞后政策目标，秸秆燃烧由于时间的集中性，且秋收时与北方集中供暖相叠加，在极端事件中对雾霾贡献可超过45%，在空气质量亟待改善的大背景下，生物质仍是国家政策鼓励领域。

**地方出台补贴政策, 公司受益:** 除国家产业规划外, 地方政府亦出台政策支持生物质产业发展, 其中安徽地区2015年政府办公厅发出通知, 明确小麦、玉米、油菜按照20元/亩、水稻按照10元/亩标准进行奖补, 安徽政府2015向全省16座生物质电厂下达农作物秸秆发电奖补资金5977万元(平均每家374万元, 凯迪生态在安徽共9个运营电厂, 粗算补贴超过3000万)。另外, 今年湖北省上调生物质发电补贴, 每千瓦上调0.081元, 湖北有9家运营电厂, 根据公司公告, 12个月内, 因电价上调净利润贡献约为1.1-1.3亿元。

我们认为, 由于生物质发电在防治雾霾等方面的重要性, 国家政策予以高度重视, 规划生物质发电装机高速增长, 在上网电价上也予以支持, 而地方政府在国家上网电价基础上进一步予以补贴, 保证了生物质发电在装机以及盈利方面的增长。

### 3、净利润释放, 预计未来三年装机复合增长率 30%-40%

公司此前公告预计2015年净利润为60,559.93-70,824.32万元, 同比增长195%-245%。另一方面, 我们认为, 公司明年业绩有望延续高速增长, 首先, 公司此前注入了58家林业公司100%股权, 承诺2015-2017扣非净利润分别不低于 8,055 万元、28,985 万元及30,000 万元, **2016年林地资产单就业绩承诺即比2015高出超过2亿元。**

而在生物质电站方面, 由于今年进行资产注入事项, 按照政策规定, 相应资产抵押贷款具有限制, 而公司受制于资金因素, 项目建设、运营周转均受到压力, 由于生物质电站建设周期通常低于2年, 我们认为, 公司明年有望进入生物质电站投产高峰。公司目前运营约有35个电站, 而公司在建约有27个项目, 另有拟建49个项目。在27个在建电厂中, 公司公告的处于建安、调试等中后期电站共有11家, 总装机为360MW, 多数于2014年已开始建设, 由于生物质电站建设周期小于2年, 我们预计此部分电站在2016年有望较早投产, 考虑其它正在建设项目, 我们预计公司未来三年每年电站投产数量将能够保持在15-20家, 装机容量复合增长率将保持在在30%-40%。公司拟通过非公开发行、资产证券化等多途径解决电站建设资金问题, 我们认为, 公司明年电站装机容量有望高速增长, 结合林地业绩承诺, 明年业绩值得期待。

表1、公司生物质电站情况

	运营		在建		拟建	
	家数	装机容量(MW)	家数	装机容量(MW)	家数	装机容量(MW)
原上市公司	17	498	4	120		
资产注入	18	534	23	750		
总计	35	1032	27	870	49	1470

数据来源: 公司公告、国海证券研究所

表2、公司注入调试、建安等阶段电厂

编号	电站名称	装机容量	建设进度
1	祁阳绿色能源	1*30MW	调试阶段
2	敦化绿色能源	1*30MW	办公楼建设阶段
3	桦甸绿色能源	2*30MW	建安施工阶段
4	勉县绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
5	从江绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
6	德安绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
7	平乡绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
8	永顺绿色能源	1*30MW	建安施工阶段

9	宣城绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
10	嫩江绿色能源	1*30MW	建安施工阶段
11	桂阳绿色能源	1*30MW	建安施工阶段

数据来源：公司公告、国海证券研究所

#### 4、关注碳排放交易，潜在减排收入近两亿

中国计划于2017年启动全国碳排放交易体系，公司生物质发电与林地资产具低碳属性，未来将可能获得国家核证自愿减排量（CCER）资质，获取潜在收入。目前，公司已投运的电厂有35家，其生物质机组的总装机容量1032MW，我们以每30MW装机减排15-20万吨二氧化碳，每吨二氧化碳当量交易价格20元计算，公司目前运营装机对应潜在二氧化碳减排收入约1.03-1.37亿元。而公司另有在建与拟建电站，仅注入拟建、在建电站装机已达2340MW，未来建成投产后也具备获取收入潜力。另外，公司林地资产也有望获得固碳减排收入，公司林地总面积为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。公司林地资产按面积测算年二氧化碳减排当量约为417万吨，以20元/吨减排当量算，年潜在CCER减排收入为8340万元。公司生物质发电与林地资产获得潜在CCER收入测算为1.86-2.2亿元，具体收入获得，取决于国家碳排放市场建立与具体制度设计。

#### 5、盈利预测与评级

公司当前股价具较高安全边际，按照公司 2015 年业绩预告 6-7 亿元净利润，公司当前市值约 207 亿元，对应当前股价估值仅为 29.57-34.50 倍 PE。公司非公开发行拟募集资金，其底价为 12.81 元/股，当前股价约为 13.75 元，与非公开底价接近，具安全边际。另一方面，公司为生物质发电龙头企业，其在运营生物质发电电站共计 1032MW，已具备较稳定盈利能力，而在建拟建电厂装机超过 2340MW。另一方面，公司林地资产剩余物除可补充公司燃料体系外，也具备经济开发价值，其林地活木蓄积达 2,174.7 万立方，按照 700 元/立方米计算，林地资产活木价值已超百亿。我们认为，相较于公司 207 亿市值，公司当前股价存在低估。

公司明年林地资产业绩承诺较今年高出超过 2 亿元、明年装机有望高速增长，都将为公司利润带来较大增长潜力。公司中长期受益于全国碳排放交易市场建立，有望获得 CCER 减排收入。暂未考虑此次非公开发行影响，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.43 元、0.58 元、0.76 元。维持公司“买入”评级。

**6、风险提示** 注入资产中一代电厂盈利能力不达预期，林地资产运营不达承诺，非公开发行后造成业绩摊薄，碳排放市场制度设计与活跃度低于预期、宏观经济下行风险。

表 3、主要财务数据预测

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	2849	4470	6449	8559
增长率(%)	29%	57%	44%	33%
净利润（百万元）	205	648	881	1148
增长率(%)	217%	216%	36%	30%
摊薄每股收益（元）	0.22	0.43	0.58	0.76
ROE(%)	6.09%	19.39%	24.38%	26.90%

数据来源：国海证券研究所

2015-2017 年盈利预测 (暂未考虑本次非公开发行业绩贡献与股本摊薄)

证券代码:	000939.sz	股票价格:	13.75	投资评级:	买入	日期:	2015/12/17		
<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%	19%	24%	27%	EPS	0.22	0.43	0.58	0.76
毛利率	24%	31%	32%	33%	BVPS	2.94	1.80	1.99	2.45
期间费率	18%	15%	17%	18%	<b>估值</b>				
销售净利率	7%	14%	14%	13%	P/E	63.18	31.99	23.53	18.06
<b>成长能力</b>					P/B	4.68	7.64	6.89	5.62
收入增长率	29%	57%	44%	33%	P/S	4.55	4.64	3.21	2.42
利润增长率	217%	216%	36%	30%					
<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	0.16	0.20	0.24	营业收入	2849	4470	6449	8559
应收账款周转率	1.35	2.13	2.13	2.13	营业成本	2162	3101	4364	5770
存货周转率	2.59	1.10	1.10	1.10	营业税金及附加	27	42	61	81
<b>偿债能力</b>					销售费用	8	13	19	25
资产负债率	76%	88%	89%	88%	管理费用	185	250	360	478
流动比	0.72	0.81	0.90	0.97	财务费用	286	346	669	932
速动比	0.58	0.48	0.50	0.51	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	718	977	1273
现金及现金等价物	620	1613	1341	1033	营业外净收支	77	0	0	0
应收款项	2116	2095	3023	4011	利润总额	228	718	977	1273
存货净额	835	2851	4013	5307	所得税费用	28	87	118	154
其他流动资产	585	470	678	900	净利润	200	631	859	1119
<b>流动资产合计</b>	<b>4156</b>	<b>7029</b>	<b>9056</b>	<b>11252</b>	少数股东损益	(5)	(16)	(22)	(29)
固定资产	5775	11886	13792	15602	归属于母公司净利润	205	648	881	1148
在建工程	1402	5702	5902	6102	<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	1148	1090	经营活动现金流	134	545	950	1290
长期股权投资	55	55	55	55	净利润	200	631	859	1119
<b>资产总计</b>	<b>14181</b>	<b>27466</b>	<b>31880</b>	<b>36029</b>	少数股东权益	(5)	(16)	(22)	(29)
短期借款	2547	3847	3847	3847	折旧摊销	285	346	652	766
应付款项	1598	3289	4629	6122	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	4	6	8	11	营运资金变动	(346)	(417)	(538)	(565)
其他流动负债	1585	1585	1585	1585	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1268)</b>	<b>(10411)</b>	<b>(2106)</b>	<b>(2010)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5733</b>	<b>8726</b>	<b>10069</b>	<b>11564</b>	资本支出	(217)	(10411)	(2106)	(2010)
长期借款及应付债券	4523	7923	10723	12723	长期投资	79	0	0	0
其他长期负债	556	7475	7475	7475	其他	(1130)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>5079</b>	<b>15398</b>	<b>18198</b>	<b>20198</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2127</b>	<b>3992</b>	<b>2213</b>	<b>1535</b>
<b>负债合计</b>	<b>10812</b>	<b>24124</b>	<b>28267</b>	<b>31762</b>	债务融资	1007	4700	2800	2000
股本	943	1507	1507	1507	权益融资	0	91	0	0
股东权益	3369	3341	3613	4267	其它	1120	(800)	(587)	(465)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14181</b>	<b>27466</b>	<b>31880</b>	<b>36029</b>	现金净增加额	993	(5875)	1057	815

资料来源: 国海证券研究所

## 【环保与公用事业小组介绍】

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。

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。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

## 【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%。