

证券研究报告—动态报告/公司快评

公用事业

环保 II

凯迪生态 (000939)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年07月06日

携手中民投资本，打破资金瓶颈走上高速发展道路

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号：S0980513050004

事项：

公司公告与中民投资本管理有限公司签署战略合作框架协议，就绿色经济，绿色金融，生物质产业精准扶贫和“一带一路”等领域展开全面的战略合作，首期合作目标为投资 200 亿元，就生物质扶贫产业基金，越南等海外市场投资项目，以及绿色金融等方面展开合作。

评论：

■ 携手中民投，双方互补性强，公司迈上生物质产业精准扶贫高速路

中国民生投资股份有限公司（中民投）2014 年 8 月成立，是由全国工商联发起，六十家知名民营企业联合设立的首家“国字号”民营大型投资公司，注册资本 500 亿元，参股企业资产总额高达近 1 万亿元，投资的重点产业板块包括新能源、钢铁、矿产物流、房地产、物业管理、航空等领域。这个由民生银行原董事长董文标带领的民营大型投资公司自成立以来就备受市场关注，在各个产业大肆布局，仅在新能源板块的光伏行业中，自中民投成立以来的投资额已经高达 100 亿元，并已通过旗下多家子公司已在绿色经济、绿色金融，生物质产业精准扶贫和“一带一路”多个领域实现了强有力的战略布局。此次与公司合作的中民投资本管理有限公司是中民投的金融投资平台。

公司与中民投资本的结合互补性强，通过产融结合，凯迪生态提供多年来研发的技术和资源，中民投提供资本，推动公司生物质能源绿色产业的发展，同时加强产业精准扶贫的作用，创造一个多方共赢的可持续发展的模式。此次合作是公司积极探索发展“轻资产”模式的重要举措。公司生物质电厂建设前期需要大量资金的投入，公司长期以来受困于资金瓶颈。此前公司尝试过通过资产证券化回收资金和成立产业投资基金等方式发展“轻资产”模式，此次与中民投资本的合作将为公司的发展提供强大资本助力。

此次合作，双方还将利用“金融+产业”模式抱团出海，践行“一带一路”国家发展战略，进行国际产能合作。公司将借助中民投强大的资金实力和全球化战略的视野，实现中国优势产能的合理输出，积极拓展海外市场业务。

此次合作有望解决公司长期面临的资金问题，带来强大助力，公司生物质业务有望就此转变局面，走上高速发展道路。

■ 股价具有较高安全边际，年报质询回复完毕

公司 2015 年重大资产重组的配套融资的价格为 9.9 元/股，今年 8 月解禁。今年新的 50 亿元的非公开发行方案已获得证监会通过，发行底价为 9.3 元/股。年初的大股东增持均价为 10.63 元/股。公司当前股价具有较高的安全边际。

公司对深交所的年报质询进行了比较详细的回复，会计师事务所也出具了无保留意见，消除了市场的疑虑。

■ 盈利预测与评级

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 6.91/10.33/11.84 亿元，摊薄后 EPS 为 0.34/0.51/0.58，对应动态 PE 为 26/16/14。公司股价安全边际高，国家精准扶贫政策力度加强，生物质发电有望突破瓶颈，此次又获得强大资本助力，发展前景看好，给予买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1853	1982	1547	1581
应收款项	2239	3740	4700	5536
存货净额	3509	2089	3387	4901
其他流动资产	1082	1183	1659	2105
流动资产合计	8682	8993	11293	14124
固定资产	21760	23124	24479	26001
无形资产及其他	1273	1222	1171	1120
投资性房地产	1114	1114	1114	1114
长期股权投资	63	63	63	63
资产总计	32892	34516	38120	42422
短期借款及交易性金融负债	8269	4846	5564	6226
应付款项	2232	2699	3392	4343
其他流动负债	3121	1861	2923	4341
流动负债合计	13622	9406	11879	14910
长期借款及应付债券	6036	6136	6186	6186
其他长期负债	5298	5298	5298	5298
长期负债合计	11334	11434	11484	11484
负债合计	24956	20840	23363	26394
少数股东权益	559	764	967	1232
股东权益	7377	12912	13790	14796
负债和股东权益总计	32892	34516	38120	42422

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.26	0.34	0.51	0.58
每股红利	0.63	0.05	0.08	0.09
每股净资产	4.89	6.33	6.76	7.26
ROIC	4%	5%	5%	6%
ROE	5%	5%	7%	8%
毛利率	30%	31%	30%	30%
EBIT Margin	21%	23%	23%	23%
EBITDA Margin	34%	41%	41%	40%
收入增长	23%	47%	30%	20%
净利润增长率	89%	78%	50%	15%
资产负债率	78%	63%	64%	65%
息率	8%	1%	1%	1%
P/E	31.6	24.0	16.1	14.0
P/B	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	31.1	17.9	14.5	13.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3496	5139	6680	8016
营业成本	2459	3546	4676	5611
营业税金及附加	43	41	53	64
销售费用	7	14	17	20
管理费用	254	344	415	501
财务费用	727	628	557	597
投资收益	7	0	0	0
资产减值及公允价值变动	93	(10)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	106	556	956	1218
营业外净收支	300	150	100	0
利润总额	405	706	1056	1218
所得税费用	65	99	148	178
少数股东损益	(48)	(83)	(125)	(144)
归属于母公司净利润	389	691	1033	1184

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	389	691	1033	1184
资产减值准备	(114)	(77)	(17)	(13)
折旧摊销	466	893	1237	1395
公允价值变动损失	(93)	10	5	5
财务费用	727	628	557	597
营运资本变动	4162	(1052)	(997)	(441)
其它	182	282	220	278
经营活动现金流	4992	747	1481	2408
资本开支	(13790)	(2139)	(2529)	(2858)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(13798)	(2139)	(2529)	(2858)
权益性融资	1319	4948	0	0
负债净变化	1508	100	50	0
支付股利、利息	(944)	(104)	(155)	(178)
其它融资现金流	7592	(3423)	718	662
融资活动现金流	10038	1521	613	485
现金净变动	1232	129	(435)	34
货币资金的期初余额	620	1853	1982	1547
货币资金的期末余额	1853	1982	1547	1581
企业自由现金流	(8547)	(1271)	(983)	(350)
权益自由现金流	553	(5134)	(694)	(197)

相关研究报告:

《凯迪生态-000939-重大事件快评: 股价安全边际高, 受益于精准扶贫与碳交易市场启动》 —— 2016-06-30

《公司快评-凯迪电力-000939: 政策加码, 超预期表现可期》 —— 2015-04-28

《凯迪电力-000939-全国生物质龙头扬帆再起航》 —— 2014-12-15

《公司快评-凯迪电力-000939-重大资产重组点评: 1 倍 PB 注入集团新能源资产, 翻倍成长空间打开》 —— 2014-11-26

《凯迪电力-000939-涅槃重生打造全国生物质发电龙头, 破茧而出业绩处腾飞起点》 —— 2014-07-08

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。