



## 近看生物质电厂盈利改善, 远看优质林业资产整合

### ——凯迪生态 (000939) 调研简报

#### 报告摘要:

**公司简介: 先重组、后增发, 生物质发电龙头待起航。**公司成立于 1993 年, 1999 年登陆深交所。1) 先重组: 2015 年完成重大资产重组, 低价收购控股股东旗下绿色能源板块。2) 后增发: 募集资金 42.55 亿元, 加速电厂建设&调整债务结构。3) 确立了以生物质发电为核心, 林业资产具备充分增长潜力的主营业务构成。截至 2016 年末, 公司已投运生物质电厂合计 37 家, 总装机容量为 1092MW, 一举奠定生物质发电行业龙头地位不可动摇。

**市场预期内之一: 发电小时数增加提升生物质电厂盈利能力。**1) 行业层面: 《生物质能发展“十三五”规划》发布, 政策+资金确保行业维持较高景气度。2) 公司层面: 收储难题解决&发电小时数显著增长, 有效提升电厂的盈利能力。我们估算全年生物质发电量合计为 55-60 亿度之间, 折合全年发电小时数为 5600-6100 小时之间, 相比去年 4000 小时的发电小时数增长为 40%-53%。预计到 2017 年年末, 公司在运营生物质电厂数量将达到 47 家左右, 目前平均单个生物质电厂盈利能力约为 800-1000 万/年, 考虑到未来投运的基本都是二代电厂, 盈利能力更强, 因此我们保守估计 2017 年生物质发电业务将贡献净利润 5.0 亿元以上。

**市场预期内之二: 增发资金到位将显著降低公司财务费用。**1) 增发前, 公司有息负债规模高达 236 亿, 资产负债率接近 75%。2) 增发募资调整债务结构, 多渠道融资降低财务费用。公司通过定增募集资金置换, 结合今年以来已经先后与中民投、华融资产联合成立产业投资基金(或绿色扶贫基金), 未来将实现腾笼换鸟, 采用低成本多融资渠道, 逐步替换以前的高成本资金, 预计 2017 年公司融资利率将在原有基础上下降 1.0-1.5 个百分点, 降低财务费用 2-3 亿元。

**市场预期外之一: 优质林业资产整合是公司未来重大布局。**1) 林业资产整合目标: 实现林地资产价值充分挖掘。形成“阳光公司统筹规划+新设林业公司具体实施+原有林业公司辅助(或储备)”的规范化管理模式, 通过引入战略投资者或者扶贫开发基金, 林地资产价值将实现充分挖掘。2) 林业价值挖掘手段: 精准农业&林业扶贫、绿色 IPO、打造大生态。

**市场预期外之二: 华电、华融、中民投战略投资意义深远。**华电、中民投、华融作为战略投资者全部进入公司前十大股东, 布局深远、意义重大: 1) 华电机成熟稳定, 将显著提升公司经营管理能力, 重点解决公司“人”的问题。2) 华融承载国家金融扶贫任务, 公司将成为其落实扶贫和产业基金的重要抓手, 重点解决公司国内项目资金的问题。3) 中民投提供海外项目资金支持, 引导公司积极响应国家“一带一路”战略, 重点解决公司国外项目资金的问题。

**盈利预测:**公司已公告, 2016 年将实行 10 送 20, 我们预计公司 16、17、18 年净利润分别为 4 亿、9 亿、13 亿, EPS 分别为 0.20 元、0.15 元、0.22 元, 对应市盈率分别为 61 倍、81 倍、55 倍。

**风险提示:**市场竞争加剧、生物质电厂盈利不达预期。

2017 年 1 月 9 日

强烈推荐/首次

凯迪生态

调研简报

#### 杨若木

010-66554032 y angm@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480510120014

#### 联系人: 刘博

010-66555481 liubo\_yjs@dxzq.net.cn

#### 联系人: 于洋

010-66555445 yuyang\_yjs@dxzq.net.cn

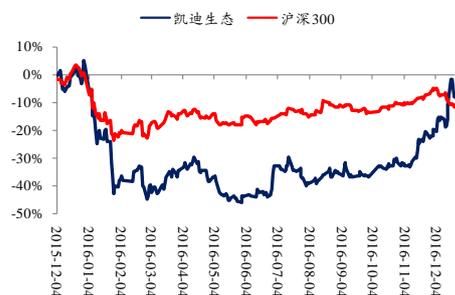
#### 联系人: 庞天一

010-66554128 pangty @dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间 (元)	7.37-14.74
总市值 (亿元)	253
流通市值 (亿元)	137
总股本/流通 A 股 (万股)	196480/106138
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.92

#### 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1.《三聚环保-“产品-改造-运营”战略规划清晰, 能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-26
- 2.《高能环境-土壤修复为核心、“危废+垃圾”处置作两翼, 本土环境修复龙头再起航》2016-10-17
- 3.《理工环科-台州模式待推广, 环保、电力数据运营服务平台再起航》2016-12-1

## 目录

1. 公司简介：先重组、后增发，生物质发电龙头待起航 .....	3
2. 市场预期内之一：发电小时数增加提升生物质电厂盈利能力 .....	5
3. 市场预期内之二：增发资金到位将显著降低公司财务费用 .....	9
4. 市场预期外之一：优质林业资产整合是公司未来重大布局 .....	10
5. 市场预期外之二：华电、华融、中民投战略投资意义深远 .....	11
6. 盈利预测 .....	12
7. 风险提示 .....	12

## 表格目录

表 1: 重大资产重组方案 .....	3
表 2: 近年来我国在生物质能发展方面出台了一系列的支持和补贴政策 .....	6

## 插图目录

图 1: 2011-2016Q3 公司的主营业务构成（百万元） .....	4
图 2: 2011-2016Q3 公司的净利率和毛利率情况 .....	4
图 3: 2011-2016H1 公司的主营业务构成（百万元） .....	4
图 4: 2016H1 公司的毛利构成 .....	4
图 5: 中国风能太阳能、水能、生物质能资源分布 .....	5
图 6: 2010-2014 年中国生物柴油行业市场规模情况（亿元） .....	5
图 7: “十三五”生物质能发展目标 .....	6
图 8: “十三五”全国生物质成型燃料建设布局 .....	6
图 5: 格薪源收集来的生物质燃料 .....	7
图 6: 公司的生物质电厂和对应的燃料收集点 .....	7
图 11: 格薪源实现机械化生物质燃料收集 .....	8
图 12: 格薪源实现机械化生物质燃料收集 .....	8
图 13: 公司生物质电厂内的投料机 .....	8
图 14: 公司研发的二代机组 .....	8
图 15: 2013-2016Q3 公司有息债务规模不断攀升（亿元） .....	9
图 16: 增发前公司资产负债率已经高达 75% .....	9

## 1. 公司简介: 先重组、后增发, 生物质发电龙头待起航

公司成立于 1993 年, 1999 年登陆深交所, 上市时控股股东为北京中联动力化学公司, 2004 年控股股东变更为阳光凯迪新能源集团有限公司。2015 年经历重大资产重组后, 公司主营业务包括生物质发电、环保发电、原煤销售及电建 EPC 分包, 其中已投运生物质电厂合计 37 家, 总装机容量为 1092MW, 生物质发电业务收入占比总收入接近 70%, 是目前公司的核心业务。

**先重组: 2015 年完成重大资产重组, 低价收购控股股东旗下绿色能源板块。** 1) 方案概述: 2014 年 11 月发布重大资产重组方案, 以 7.41 元/股的价格向控股股东阳光凯迪、关联方中盈长江及华融资产、其他无关联第三方等合计 15 名交易对手发行 4.24 亿股股份并支付现金 37 亿元, 购买交易对手持有的生物质发电资产、风电、水电及林地资产; 同时以 9.90 元/股的价格向特定投资者募集配套资金 13.86 亿元。2) 资产规模: 注入资产包括 87 家生物质电厂、5 家风电厂、3 家水电厂、58 家林业公司, 账面净资产合计为 50.52 亿元, 而收购价格为 68.42 亿, 折合收购 PB 仅为 1.35, 其中林地面积合计 1018.7 万亩, 收购对价为 25.63 亿, 折合收购单价仅为 251.60 元/亩。林地资产持有方承诺 2015-2017 年净利润分别为 0.81 亿、2.90 亿和 3.00 亿, 未实现差额部分将进行现金补偿, 2015 年的业绩补偿款 0.16 亿元已经收讫。

表 1: 重大资产重组方案

标的资产	具体内容
生物质发电资产	17 家已运营生物质电厂 100% 股权
	21 家在建生物质电厂 100% 股权
	49 家未建生物质电厂 100% 股权
	武汉凯迪绿色能源开发运营有限公司 100% 股权
风电资产	2 家已运营风电厂 100% 股权, 1 家在建风电厂 100% 股权, 2 家未建风电厂 100% 股权
水电资产	1 家已运营水电公司 87.5% 股权, 1 家在建、1 家未建水电公司 100% 股权
林地资产	凯迪阳光生物能源投资有限公司等 58 家林地公司 100% 股权

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**后增发: 募集资金 42.55 亿元, 加速电厂建设&调整债务结构。** 2016 年 2 月, 发布 1 年期定增方案, 以 9.30 元/股的价格发行 4.58 亿股股份, 募集资金 42.55 亿元, 用于 14 家生物质电厂建设、林业生态文明建设项目及偿还银行贷款, 目前定增事项已经完成。

**主营构成: 生物质发电是核心, 林业资产具备充分增长潜力。**

1) 生物质发电: 2011-2015 年, 生物质发电业务收入从 4.69 亿增长至 22.52 亿, CAGR 为 48.02%, 截至 2016 年 Q3, 生物质发电业务收入占比总收入为 67.89%, 是公司的核心支柱业务;

2) 环保发电: 公司的全资子公司河南蓝光环保发电有限公司, 装机规模为 2\*135MW, 近年来用电小时数有所下降, 公司有将其改造为生物质发电厂的打算;

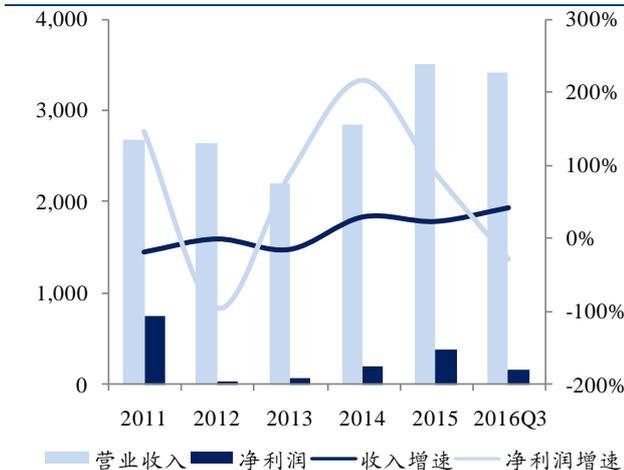
3) 风力、水力发电: 资产重组后, 公司在手 5 家风电厂、3 家水电厂, 2016 年上半年实现收入 0.7 亿元, 增速较快但规模较小;

4) 原煤销售: 公司持有杨河煤业 60% 股权, 杨河煤业储量丰富, 探明可采储量为 1.88 亿吨, 生产能力为 230 万吨/年, 出产特低硫、高熔点、挥发分 15% 以内的贫煤, 是动力用煤、冶金用煤和化工用煤的优良煤种。同时杨河煤业位于河南省, 地理位置优越, 交通便利, 煤炭运输条件良好, 今年随着煤价触底回升, 原煤销售业务有望为公司贡献业绩。

5) 电建 EPC: 主要是越南升龙建设项目, 该项目合同总额为 3.03 亿美元, 截至 2016 年 3 月已确认收入 12.14 亿元, 预计该项目将于 2017 年全部建设完成, 为了减少与大股东同业竞争, 我们预计公司将不会再新增对外电建业务。

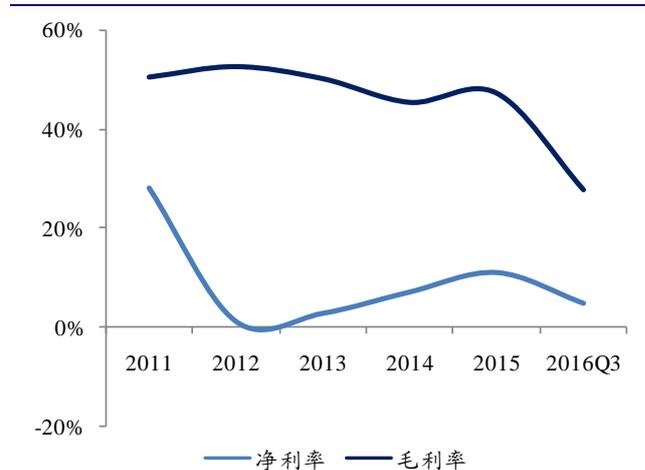
6) 林业资产相关: 公司拥有 1018.7 万亩林地, 生物质燃料资源存量超过 3434.4 万吨, 活立木蓄积达 2313.4 万立方米, 仅目前存量就可供应约 100 余家生物质电厂一年的全部燃料需求。上述林地仅在自然生长状态下, 即可每年新增林业生物量 300 万吨左右, 相当于拥有一座现有库存量已达 3400 万吨以上且每年仍将保持自然增长的巨型原料仓库, 未来公司将围绕林业资产做多元化布局, 结合林业扶贫政策, 逐步打造成为上游生态园林景观、中游配套生物质电厂&生物质燃油、下游分布式电网能源销售的绿色能源闭环。

图 1: 2011-2016Q3 公司的主营业务构成 (百万元)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 2011-2016Q3 公司的净利率和毛利率情况



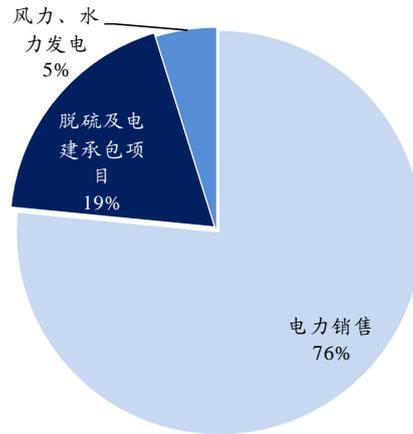
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 2011-2016H1 公司的主营业务构成 (百万元)

图 4: 2016H1 公司的毛利构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所



资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2. 市场预期内之一: 发电小时数增加提升生物质电厂盈利能力

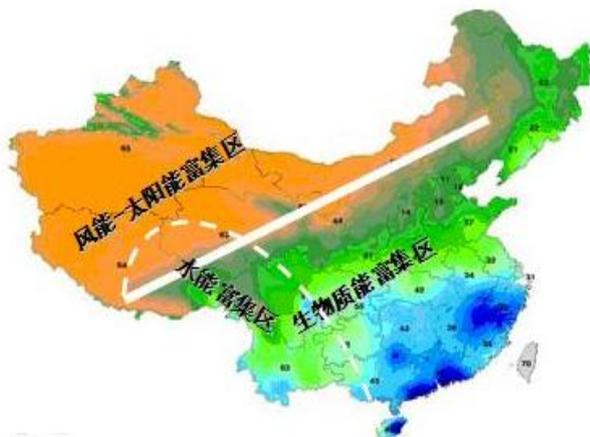
**行业层面:**《生物质能发展“十三五”规划》发布, 政策+资金确保行业维持较高景气度。2016年10月, 国家能源局印发《生物质能发展“十三五”规划》, 明确提出到2020年, 生物质能年利用量约折合5800万吨标准煤。

- ◆ **装机容量:** 生物质发电总装机容量达到1500万千瓦, 年发电量900亿千瓦时, 其中农林生物质直燃发电700万千瓦, 生物液体燃料年利用量600万吨, 生物质成型燃料年利用量3000万吨;
- ◆ **投资规模:** 《规划》估算数据显示, 到2020年生物质能产业新增投资约1960亿元, 其中, 生物质发电新增投资约400亿元, 生物天然气新增投资约1200亿元, 生物质成型燃料供热产业新增投资约180亿元, 生物液体燃料新增投资约180亿元。

截至2015年, 我国农林生物质直燃发电约530万千瓦, 距离“十三五”规划的要求仍存在较大差距(超过30%增长幅度), 结合近年来我国在生物质能发展方面出台了一系列的支持和补贴政策, 我们预计, 政策支持+资金配套, 确保“十三五”时期生物质发展存在较为广阔的增长空间。

图 5: 中国风能太阳能、水能、生物质能资源分布

图 6: 2010-2014 年中国生物柴油行业市场规模情况 (亿元)

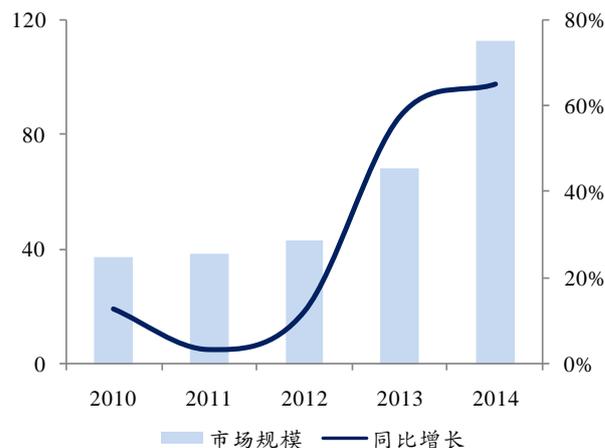


资料来源：网络资料，东兴证券研究所

图 7：“十三五”生物质能发展目标

利用方式	利用规模		年产量		替代化石能源 万吨/年
	数量	单位	数量	单位	
1. 生物质发电	1500	万千瓦	900	亿千瓦时	2660
2. 生物天然气			80	亿立方米	960
3. 生物质成型燃料	3000	万吨			1500
4. 生物液体燃料	600	万吨			680
生物燃料乙醇	400	万吨			380
生物柴油	200	万吨			300
<b>总计</b>					<b>5800</b>

资料来源：《生物质能发展“十三五”规划》，东兴证券研究所



资料来源：《生物质能发展“十三五”规划》，东兴证券研究所

图 8：“十三五”全国生物质成型燃料建设布局

重点区域	重点省份	重点	2020年规划年 利用量(万吨)	替代煤炭消费量 (万吨标准煤)
京津冀鲁	北京、天津、河北、山东等	农村居民采暖、工业园区供热、商业设施冷热联供	600	300
长三角	上海、江苏、浙江、安徽等	工业园区供热、商业设施冷热联供	600	300
珠三角	广东等	工业园区供热、商业设施冷热联供	450	225
东北	辽宁、吉林、黑龙江	农村居民采暖、工业园区供热、商业设施冷热联供	450	225
中东部	江西、河南、湖北、湖南等	工业园区供热、商业设施冷热联供	900	450
<b>总计</b>			<b>3000</b>	<b>1500</b>

资料来源：《生物质能发展“十三五”规划》，东兴证券研究所

表 2：近年来我国在生物质能发展方面出台了一系列的支持和补贴政策

时间	部门	政策
2010.7	发改委	《国家发改委关于完善农林生物质发电价格政策的通知》
2010.8	发改委	《关于生物质发电项目建设管理的通知》
2014.11	发改委	《国家应对气候变化规划（2014-2020年）》
2015.3	发改委、能源局	《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》
2015.10	十八届五中全会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》
2016.10	能源局	《生物质能发展“十三五”规划》

资料来源：网络资料，东兴证券研究所

**公司层面: 收储难题解决&发电小时数显著增长, 有效提升电厂的盈利能力。**由于农作物秸秆等生物质资源密度低、体积大, 原料收购成为制约生物质发电行业发展的主要难题, 目前生物质电厂的燃料成本占比总生产成本超过 60%, 最佳收购半径约为 50 公里, 超过 100 公里就很难实现盈利。现行的燃料收购主要有两种方式: 1) 依赖中间商进行收购, 减少了人力和运输成本, 然而容易出现中间商哄抬燃料价格和掺沙掺水降低燃料质量的问题; 2) 直接从农户以及大客户手中采购, 能够保证燃料质量, 但是存在一定的人力、破碎和运输成本。

- ◆ **2012 年以前, 主要依赖中间商:** 公司开展生物质发电业务初期, 除了少数大客户直供燃料外, 大部分燃料通过中间商供应。伴随着公司逐渐丧失对燃料收集市场的主导权, 中间商开始集体哄抬燃料价格, 并通过掺沙、掺水等手段降低燃料质量、获取非法利益, 严重影响公司生物质发电业务的正常运营, 电厂盈利能力逐渐下降
- ◆ **2012 年停产整顿后, 建立“大客户+村级点”的收集模式:** 2012 年下半年, 公司生物质电厂进行停业整顿, 主要研究解决中间商模式的缺陷和问题。整改完成后, 公司重新建立了“大客户+村级点”的收集模式: 1) 与大型工业客户签订长期协议, 获得稳定燃料供应; 2) 在电厂附近的村庄建立收购点和配送中心, 农民可以直接在村头将生物质燃料销售给公司, 公司使用自己的团队或外包给专业公司进行粉碎、打包、运输, 对来料进行统一调配在源头端控制燃料品质。
- ◆ **2014 年成立格薪源, 建立规模化+机械化+标准化收集渠道:** 公司与金湖科技、大成汉盛共同出资成立格薪源生物质燃料有限公司, 其中公司出资 3.06 亿, 占格薪源股权的 51%。格薪源通过在生物质电厂附近和村口田边建立原料采集点的方式, 采用机械化、规模化、标准化的运作手段, 逐步建立起了专业完善的燃料收集渠道, 同时格薪源通过提前筹备与沟通, 及时进行季节性农林生物质资源的收购与存储工作, 提早将燃料存储于“村级收购点”和电厂两地, 以备燃料的稳定供应, 确保生物质电厂实现全年稳定运营。截至 2015 年底, 格薪源已经建立接近 10000 个燃料收集网点, 基本实现每个生物质电厂对应 100-200 个燃料收集点。

图 9: 格薪源收集来的生物质燃料



资料来源: 东兴证券研究所

图 10: 公司的生物质电厂和对应的燃料收集点



资料来源: 东兴证券研究所

图 11: 格薪源实现机械化生物质燃料收集



资料来源: 东兴证券研究所

图 12: 格薪源实现机械化生物质燃料收集



资料来源: 东兴证券研究所

二代技术提升发电效率, 2016 年发电小时数增长超过 40%。截至 2016 年末, 公司在手 13 家一代电厂、24 家二代电厂, 一代电厂单耗为 1.5-1.7kg/kWh, 二代电厂单耗为 1.1-1.2kg/kWh, 目前公司正在研发和储备三代、四代发电机组技术, 未来有望将发点单号降低至 0.7kg/kWh 以下。伴随一代电厂技改完成+二代电厂集中投运, 2016 年上半年生物质电厂发电量合计 24.43 亿度, 我们通过与公司管理人员交流获知, 进入下半年以来, 电厂运营情况进一步改善, 平均每月发电量合计为 5 亿度左右, 因此我们估算全年生物质发电量合计为 55-60 亿度之间, 折合全年发电小时数为 5600-6100 小时之间, 相比去年 4000 小时的发电小时数增长为 40%-53%。

定增募投 14 家二代电厂, 预计 17 年生物质发电业务将贡献净利润 5 亿以上。此次定增募集资金中, 24.39 亿用于 14 家二代电厂的建设项目, 按照公司每年投运 8-10 家电厂的建设进度推算, 预计到 2017 年年末, 公司在运营生物质电厂数量将达到 47 家左右, 目前平均单个生物质电厂盈利能力约为 800-1000 万/年, 考虑到未来投运的基本都是二代电厂, 盈利能力更强, 因此我们保守估计 2017 年生物质发电业务将贡献净利润 5.0 亿元以上。

图 13: 公司生物质电厂内的投料机

图 14: 公司研发的二代机组



资料来源: 东兴证券研究所



资料来源: 东兴证券研究所

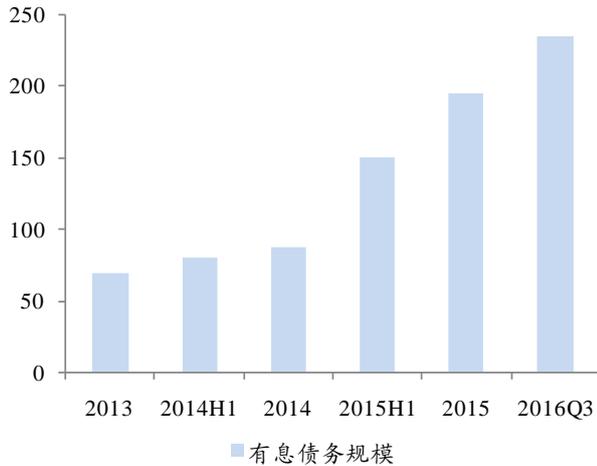
### 3. 市场预期内之二: 增发资金到位将显著降低公司财务费用

增发前, 公司有息负债规模高达 236 亿, 资产负债率接近 75%。公司早期融资渠道主要来自于银行贷款, 资金成本较高, 我们查询公司财务数据, 截至 2016 年 9 月, 公司有息债务规模合计高达 235.78 亿, 其中包括短期借款 71.44 亿、一年内到期非流动负债 12.66 亿、长期借款 62.50 亿、应付债券 28.13 亿、长期应付款 61.05 亿元, 资产负债率为 74.95%, 持续融资能力受到严重阻碍。

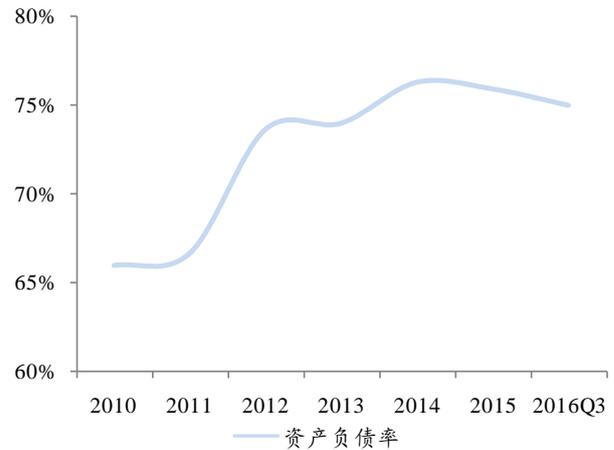
增发募资调整债务结构, 多渠道融资降低财务费用。由于公司此前较为依赖间接融资渠道, 造成资金成本高企, 2015 年财务费用为 7.27 亿, 截至 2016 年 9 月, 财务费用已经超过去年全年, 达到 7.77 亿, 预计全年财务费用将突破 10 亿元。此次定增募集资金到位后, 将为公司带来两方面变化: 1) 降低资产负债率, 恢复持续造血能力。公司资产负债率将从 74.95% 下降至 67.16%, 造血能力恢复, 为公司后续实施新的融资手段(公司正在筹备发行绿色永续债券和海外人民币债券)提供更多腾挪空间; 2) 优化调整债务结构, 逐步实现以低成本资金替换高成本资金。公司通过定增募集资金置换, 结合今年以来已经先后与中民投、华融资产联合成立产业投资基金(或绿色扶贫基金), 未来将实现腾笼换鸟, 采用低成本多融资渠道, 逐步替换以前的高成本资金, 预计 2017 年公司融资利率将在原有基础上下降 1.0-1.5 个百分点, 降低财务费用 2-3 亿元。

图 15: 2013-2016Q3 公司有息债务规模不断攀升(亿元)

图 16: 增发前公司资产负债率已经高达 75%



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

#### 4. 市场预期外之一：优质林业资产整合是公司未来重大布局

**林业资产整合目标：实现林地资产价值充分挖掘。**我们与公司管理层深入交流，同时仔细梳理公司业务布局和未来发展规划，认为前述生物质电厂盈利能力改善和通过定增资金降低财务费用这两条逻辑已经被市场充分认知或者部分认知，而目前市场最大的预期差在于公司在手的 1018.7 万亩林地资源。2016 年 12 月，公司发布林业资产整合方案，主要分为三步：

- 1) 对既有生物质电厂资产同时其名下又登记有林业资产的下属企业，新设发电公司收购其发电资产，该下属公司继续持有林业资产；
- 2) 新设林业公司，统筹规划分别设立在 26 个国家级贫困县，收购附近林业公司的股权和林权，进行规模经营开发，实现林业经营管理的现代化；
- 3) 整合完成后，公司下属各林业经营主体公司的股东，统一调整为阳光公司。

通过该资产整合方案，我们预计未来公司旗下林业资产将形成“阳光公司统筹规划+新设林业公司具体实施+原有林业公司辅助（或储备）”的规范化管理模式，通过引入战略投资者或者扶贫开发基金，林地资产价值将实现充分挖掘。

**林业价值挖掘手段：精准农业&林业扶贫、打造大生态。**由于目前公司刚刚公布林业资产整合方案，具体实施细节、战略投资者、引入经营管理团队等信息都尚未公布，我们只能通过梳理公司公告、结合访谈管理层内容、以及整理公司现有战略投资者等信息，大致预判公司未来挖掘林业价值的途径将以“林业资产”为核心，重点布局两大业务领域：

- ◆ **精准农业&林业扶贫：**我们已经介绍，在林业资产整合完成后，将形成“阳光公司统筹规划+新设林业公司具体实施+原有林业公司辅助（或储备）”的管理模式，1) 以 26 个国家级贫困县为重点，通过出让新设林业公司旗下林业资产的部分股权，

引入战略投资者、经营管理团队和扶贫基金; 2) 按照每 1000-2000 亩为单位设立 1 个林业资产合作社, 每个合作社覆盖 50 户农民, 其中 25 户以上为符合建档立卡的贫困户; 3) 农户通过收集农业&林业生物质资源、采伐树木、培育养殖园林乔木实现逐步脱贫; 4) 对于公司来说, 第一可获得稳定的生物质资源供应, 第二通过精准扶贫可享受政策和资金补贴, 第三实现林业资源多元化应用, 第四将部分林业资产股权变现。

- ◆ **与园林类上市公司合作, 打造大生态概念:** 公司持有的 1018.7 万亩林地覆盖 105 个县, 其中很多是珍贵的园林景观类树木和珍稀树种, 我们与园林类上市公司交流获知, 专门用于市政园林和地产园林的景观林地资产价格大约为 5-8 万/亩。目前公司已经积极多家园林上市公司接洽, 未来有望通过精选+移植+培育的方式, 挑选部分符合条件的林地专门作为景观园林储备, 从而实现林地资产的价值提升。同时, 公司也可以利用园林类上市公司的设计和规划能力, 将部分生态环境优美的林业资产与地方旅游景观整合, 逐步打造大生态、大健康的旅游概念。

## 5. 市场预期外之二: 华电、华融、中民投战略投资意义深远

我们梳理公司的股东情况: 1) 中国华电持有公司股份 2.00 亿股, 持股比例为 10.18%, 是公司第 2 大股东; 2) 华宝信托持有公司股份 1.08 亿股, 持股比例为 5.47%, 是公司第 3 大股东; 3) 中国华融持有公司股份 0.55 亿股, 持股比例为 2.81%, 是公司第 6 大股东; 华电、中民投、华融作为战略投资者全部进入公司前十大股东, 布局深远、意义重大:

- ◆ **华电机制成熟稳定, 将显著提升公司经营管理能力, 重点解决公司“人”的问题。** 华电集团是 2002 年底国家电力体制改革组建的全国性五家国有独资发电企业集团之一, 属于国务院国资委监管的特大型中央企业, 2016 年在世界 500 强中排名第 331 位。华电资本实力雄厚、管理运营机制稳定成熟, 作为战略投资者引入以后将持续为公司输送高质量经营管理团队, 同时帮助公司构建长效稳定的内部管理和质量控制体系。
- ◆ **华融承载国家金融扶贫任务, 公司将成为其落实扶贫和产业基金的重要抓手, 重点解决公司国内项目资金的问题。** 中国华融党委书记、董事长赖小民多次提出, 为了响应习近平总书记提出的“六个精准”、“六个坚持”的扶贫要求, 中国华融正在研究制定《中国华融 2016-2020 年定点扶贫工作五年规划》, 将重点从金融知识、金融政策、金融机构、金融资金、金融人才、金融产业 6 个方面做好金融扶贫工作。2016 年 5 月, 公司与华融天泽成立华融凯迪绿色扶贫基金, 首期募集资金规模 5 亿元, 重点投向国家级、省级贫困地区生物质能源等项目。我们分析认为, 中国华融作为战略投资者与公司形成深度合作, 就是要将公司作为金融扶贫的重要抓手, 未来在华融的平台支持和信用背书下, 预计公司将获得国家扶贫政策和补贴资金的更多支持。

- ◆ 中民投提供海外项目资金支持, 引导公司积极响应国家“一带一路”战略, 重点解决公司国外项目资金的问题。2016年7月, 公司与中民投签订战略合作框架协议, 双方决定就绿色经济、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; 同时, 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, 绿色金融等方面展开合作。中民投资本依托中国民生投资集团, 该集团是经国务院批准, 由全国工商联和59家中国知名民营企业发起的全球化大型民营投资集团, 注册资本为500亿元。中民投集团重点围绕“一带一路”沿线, 在海外积极布局, 通过加快建设全球投资与资产管理能力, 打造强大的全球性产融平台, 助推中国经济转型升级, 在中民投资本的支持下, 预计未来公司在“一带一路”沿线国家将持续有优质生物质项目落地。

## 6. 盈利预测

公司已公告, 2016年将实行10送20, 我们预计公司16、17、18年净利润分别为4亿、9亿、13亿, EPS分别为0.20元、0.15元、0.22元, 对应市盈率分别为61倍、81倍、55倍。我们认为公司自上市以来, 先重组、后增发, 一举奠定生物质发电行业龙头地位, 考虑到: 1) 市场预期内之一: 发电小时数增加提升生物质电厂盈利能力, 保守估计2017年生物质发电业务将贡献净利润5.0亿元以上。2) 市场预期内之二: 增发资金到位将显著降低公司财务费用, 预计2017年公司融资利率将在原有基础上下降1.0-1.5个百分点, 降低财务费用2-3亿元。3) 市场预期外之一: 优质林业资产整合是公司未来重大布局, 公司通过精准农业&林业扶贫、绿色IPO、打造大生态深度挖掘林业资产价值。4) 市场预期外之二: 华电、华融、中民投战略投资意义深远, 将分别解决公司人、国内项目资金、国外项目资金的难题, 公司成长空间充分打开, 首次给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

市场竞争加剧、生物质电厂盈利不达预期。

**表 3: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	4156	8682	3893	5113	6524	<b>营业收入</b>	2849	3496	5069	7179	9485
货币资金	620	1853	253	359	474	<b>营业成本</b>	2162	2459	3673	5234	7094
应收账款	1864	1700	125	177	234	营业税金及附加	27	43	76	108	142
其他应收款	209	525	761	1078	1425	营业费用	8	7	8	8	8
预付款项	585	644	681	733	804	管理费用	185	254	255	222	229
存货	835	3509	1509	2151	2915	财务费用	286	727	1010	701	610
其他流动资产	0	438	438	438	438	资产减值损失	20.55	-93.27	-81.12	-87.20	-84.16
<b>非流动资产合计</b>	10025	24210	21693	19999	18100	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	55	63	63	63	63	投资净收益	-10.32	7.50	5.02	5.02	5.02
固定资产	5774.55	11724.7	19768.2	18199.9	16206.5	<b>营业利润</b>	150	106	133	998	1491
无形资产	865	1273	1268	1165	1071	营业外收入	80.05	309.96	287.32	31.33	28.94
其他非流动资产	383	645	0	0	0	营业外支出	2.58	10.18	6.23	5.19	6.04
<b>资产总计</b>	14181	32892	25586	25112	24624	<b>利润总额</b>	228	405	414	1024	1514
<b>流动负债合计</b>	5733	13622	11459	9839	8855	所得税	28	65	48	135	236
短期借款	2547	6041	5648	3606	2060	<b>净利润</b>	200	341	349	889	1278
应付账款	1435	2011	181	258	350	少数股东损益	-5	-48	-52	-14	-25
预收款项	4	31	234	521	900	归属母公司净利润	205	389	401	903	1303
一年内到期的非流	1031	2228	2228	2228	2228	EBITDA	1543	2516	3225	3819	4211
<b>非流动负债合计</b>	5079	11334	4747	5547	5547	<b>BPS (元)</b>	0.22	0.28	0.20	0.15	0.22
长期借款	2165	3673	4473	5273	5273	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2358	2363	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	10812	24956	16206	15386	14402	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	595	559	506	492	467	营业收入增长	28.97%	22.71%	45.00%	41.64%	32.12%
实收资本(或股本)	943	1507	1965	1965	1965	营业利润增长	185.19%	-29.76	25.66%	652.82%	49.34%
资本公积	32	3977	4855	4855	4855	归属于母公司净利润	3.25%	125.12	3.25%	125.12%	44.28%
未分配利润	1550	1645	1705	1840	2036	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	2774	7377	8862	9223	9744	毛利率(%)	24.11%	29.65%	8.80%	8.80%	8.85%
<b>负债和所有者权</b>	14181	32892	25586	25112	24624	净利率(%)	7.02%	9.75%	6.89%	12.38%	13.47%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	总资产	1.45%	1.18%	1.57%	3.60%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	7.40%	5.27%	4.53%	9.79%	13.37%
<b>经营活动现金流</b>	134	542	4855	2969	3219	<b>偿债能力</b>					
净利润	200	341	349	889	1278	资产负债率(%)	76%	76%	63%	61%	
折旧摊销	1107.49	1683.31	0.00	1993.36	1993.36	流动比率					
财务费用	286	727	1010	701	610	速动比率					
应收账款减少	0	0	1575	-52	-57	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	203	287	379	总资产周转率	0.22	0.15	0.17	0.28	0.38
<b>投资活动现金流</b>	-1268	-7174	497	-379	-165	应收账款周转率	2	2	6	48	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.95	2.03	4.63	32.69	31.20
长期股权投资减少	0	0	86	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-10	7	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.28	0.20	0.15	0.22
<b>筹资活动现金流</b>	934	6875	-6951	-2485	-2939	每股净现金流(最新)	-0.21	0.16	-0.81	0.05	0.06
应付债券增加	0	0	-2363	0	0	每股净资产(最新摊)	2.94	4.89	4.51	4.69	4.96
长期借款增加	0	0	800	800	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	564	458	0	0	P/E	55.00	43.21	60.50	80.67	55.00
资本公积增加	55	3945	878	0	0	P/B	4.11	2.47	2.68	2.58	2.44
<b>现金净增加额</b>	-200	243	-1599	106	115	EV/EBITDA	12.24	12.20	11.12	9.04	7.80

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

### 于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

### 庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。