

动态报告

公用事业

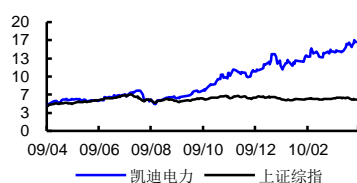
电力

凯迪电力(000939)
谨慎推荐

2010 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	16.32
总股本/流通 A 股(百万股)	589.57/390.49
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	9,621.75/6,372.85
上证综指/深圳成指	2,969.50/11,602.63
12 个月最高/最低 (元)	23.63/7.40

财务数据

净资产值(百万元)	1,677.23
每股净资产(元)	2.84
市净率	5.74
资产负债率	67.91%
息率	

相关研究报告:

《生物质发电行业深度研究报告——养在深闺人未识》20091208

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

一季度主营利润贡献低,未来重点关注生物质发电投资进展

●实现归属上市公司股东净利润 44% 的增长,但增长来自投资收益

一季度实现归属上市公司股东净利润 5777 万,实现每股收益 0.1 元,利润增长 44%,每股收益与去年相当。但净利润中有约 4300 万来自参股的中盈长江(凯迪电力直接持有 25%,通过东湖高新持有 20%,权益持有约 30%)

●一季报主要盈利指标分析——收入增长但毛利率下降

收入同比增 36%,环比降 18%,旗下电力施工结算具有很强的季节性,造成收入季度间大幅波动;毛利率下降是由于东湖高新旗下发电项目新投产开办费等增加;公司目前最主要的利润贡献来自杨河煤业和电力工程施工,但这 2 块一季度利润贡献有限,我们认为将集中在后面季度体现

●公司正面临转型,增发收购将实现骐骥一跃

09 年 11 月公司公告拟增发募集 18 亿资金投向生物质发电领域,这是公司从传统的煤炭、电力公司向新能源公司转型的开始,尽管增发尚未完成,但公司在生物质发电项目上的推进非常迅速和有效,预计到 2011 年公司旗下 9 家生物质电厂全面投产,且凯迪控股 2010 年投产的生物质电厂将近 20 家,有注入凯迪电力的可能,同时凯迪控股层面拿到电厂路条的约 50 家,电厂的建设周期仅 1 年,一旦资金到位生物质电厂将以非常快的速度发展,凯迪电力的盈利性和成长性均将在未来 2-3 年充分体现

●业绩预测与公司评级

我们测算 2010 年、2011 年公司实现归属上市公司股东的净利润均为 4.8 亿,但 2010 年有 2 亿为非经常性收益,我们非常看好生物质发电行业的发展前景,且生物质发电分区域标杆电价年内有望落实,届时将进一步提高盈利。因此我们依然维持对公司“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,855.14	2,005.88	2,467	3,109	4,041
(+/-%)	-25.72%	8.13%	23.0%	26.0%	30.0%
净利润(百万元)	16.20	190.88	479	479	616
(+/-%)	-95.81%	1078.50%	150.9%	-0.1%	28.7%
每股收益(元)	0.04	0.52	0.81	0.81	1.04
EBIT Margin	21.03%	27.50%	36.1%	37.4%	36.6%
净资产收益率 (ROE)	1.10%	11.38%	23.8%	20.4%	22.2%
市盈率 (PE)	371.28	31.50	20.1	20.1	15.6
EV/EBITDA	16.82	11.64	12.7	10.4	8.8
市净率 (PB)	4.07	3.59	4.78	4.10	3.46

Q1 主要盈利指标分析——毛利率环比下降

一季度收入同比增长 36%，环比下降 18%，我们认为公司旗下的电力施工结算具有很强的季节性，这是造成收入季度间大幅波动的主要原因；毛利率下降是由于公司目前仍对东湖高新并表，东湖高新旗下的义马铭渣综合治理工程发电项目 1#机组一季度投产开办费等新增约 4000 多万成本，由于公司一季度末已经出售部分东湖高新股权且公司已表示将逐步退出东湖高新，因此东湖高新未来不再对公司业绩有较大影响；

公司目前最主要的利润贡献来自杨河煤业和电力工程施工，但这 2 块一季度利润贡献有限，我们认为将集中在后面季度体现。

表 1: 公司主要财务指标的单季度分析

	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2008Q4	2008Q3	2008Q2	2008Q1
毛利率	32.78%	39.43%	33.40%	34.36%	43.97%	26.49%	28.38%	37.27%	37.85%
营业税金附加/收入	1.27%	1.69%	2.12%	3.27%	2.76%	3.05%	2.16%	2.14%	2.11%
(销售费用+管理费用)/收入	9.68%	8.59%	11.44%	13.05%	12.19%	18.38%	8.52%	12.69%	11.59%
财务费用/收入	7.38%	1.92%	9.69%	8.54%	8.36%	11.07%	7.25%	12.27%	5.84%
财务费用/(短期借款+应付票据+长期借款)	1.27%	0.49%	1.49%	1.09%	1.08%	1.36%	1.43%	1.92%	0.89%
投资净收益/毛利(收入-营业成本)	22.97%	9.07%	-1.03%	-0.93%	-0.52%	82.84%	-11.98%	3.01%	7.78%
资产减值损失/毛利(收入-营业成本)	-0.20%	4.48%	0.72%	-2.81%	-0.01%	45.25%	0.06%	-3.42%	-0.11%
营业外收支净额/毛利(收入-营业成本)	-1.13%	-0.58%	1.07%	0.25%	-0.12%	-22.70%	26.14%	0.50%	-0.63%
所得税/利润总额	27.70%	19.07%	46.20%	23.08%	22.88%	-65.00%	35.32%	29.22%	20.65%
归属于母公司所有者的	62.76%	73.64%	24.32%	44.47%	56.04%	123.15%	65.59%	45.33%	60.61%

净利润/净利润									
收入同比增幅	36.29%	82.24%	-25.96%	-5.38%	3.35%	-31.56%	108.75%	46.93%	-30.77%
营业成本同比增幅	63.50%	50.16%	-31.15%	-0.99%	-6.82%	-40.79%	98.70%	-11.47%	-42.01%
毛利率同比变化的百分点	-11.19%	12.94%	5.01%	-2.91%	6.12%	11.47%	3.62%	41.38%	12.04%
收入环比增幅	-17.79%	57.84%	3.79%	1.19%	9.93%	-35.88%	32.65%	10.52%	-27.20%
营业成本环比增幅	-8.76%	43.54%	5.32%	18.54%	-16.20%	-34.18%	51.45%	11.56%	-46.76%
毛利率环比变化的百分点	-6.65%	6.03%	-0.96%	-9.61%	17.48%	-1.89%	-8.89%	-0.58%	22.83%
季度 EPS (元)	0.098	0.338	0.015	0.057	0.109	-0.22	0.10	0.05	0.11

资料来源：公司公告

公司正面临转型，增发完成将实现骐骥一跃

我们在 20091208 的《生物质发电行业深度研究报告》中已就公司发展轨迹做过详细梳理，2009 年 11 月公司公告拟增发募集 18 亿资金投向生物质发电领域，这可以视为公司从传统的煤炭、电力公司向新能源公司转变的开始，尽管增发尚未完成，但公司在生物质发电项目上的推进非常迅速和有效，凯迪控股已是国内两大生物质发电商之一（另一家为国能生物，龙基电力控股，也是民营企业），且凯迪控股承诺将生物质发电项目完全由上市公司经营，未来不存在同业竞争问题。

公司存量资产还包括杨河煤业 60% 股权、电力施工、东湖高新 14% (7439 万) 股权、中盈长江（投资公司）30% 股权等，东湖高新股权已明确将全部转让，杨河煤业未来亦有转让的可能，公司的目标是集中全部资金投向生物质发电领域，成为该领域的龙头企业。

预计到 2010 年公司目前下属的 9 家生物质电厂将有 2 家投产，2011 年 9 家全面投产，且凯迪控股 2010 年投产的生物质电厂将近 20 家，有注入凯迪电力的可能性（见公告里凯迪控股承诺），同时凯迪控股层面拿到电厂路条的约 50 家，电厂的建设周期仅 1 年，一旦资金到位生物质电厂将以非常快的速度发展，凯迪电力的盈利性和成长性均将在未来 2-3 年充分体现。

2010 年业绩预测与评级

我们预测 2010 年公司可实现归属上市公司股东的净利润 4.8 亿；我们分析构成为：煤炭 1 亿，电力工程施工约 0.5 亿，中盈长江 7500 万，出售东湖高新 2 个亿，生物质电厂贡献约 6000 万，按目前约 5.9 亿股本计算 EPS 为 0.81 元，我们预计增发后股本约 7.5 亿，即摊薄后 EPS 为 0.64 元。

2011 年则不再有非经常性收益，预计归属上市公司股东的净利润与 2010 年持平。

我们非常看好生物质发电行业的发展前景（见《生物质发电行业深度研究报告-养在深闺人未识》20091208），且生物质发电分区域标杆电价年内有望落实，届时将进一步提高盈利。因此我们依然维持对公司“谨慎推荐”评级。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1532	1532	1532	1532
应收款项	1095	1347	1698	2207
存货净额	555	492	618	857
其他流动资产	219	269	339	441
流动资产合计	3401	3641	4187	5036
固定资产	3380	3772	4107	4381
无形资产及其他	735	707	678	650
投资性房地产	462	462	462	462
长期股权投资	681	719	757	794
资产总计	8660	9301	10191	11324
短期借款及交易性金融负债	1698	2480	2613	2491
应付款项	1029	912	1146	1588
其他流动负债	1001	920	1156	1585
流动负债合计	3729	4312	4915	5664
长期借款及应付债券	1389	1159	1159	1159
其他长期负债	764	713	662	611
长期负债合计	2153	1872	1821	1770
负债合计	5881	6184	6736	7434
少数股东权益	1102	1105	1108	1112
股东权益	1677	2012	2347	2779
负债和股东权益总计	8660	9301	10191	11324

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.52	0.81	0.81	1.04
每股红利	0.51	0.24	0.24	0.31
每股净资产	4.55	3.41	3.98	4.71
ROIC	8%	12%	14%	17%
ROE	11%	24%	20%	22%
毛利率	38%	48%	49%	48%
EBIT Margin	25%	36%	37%	37%
EBITDA Margin	34%	50%	51%	48%
收入增长	8%	23%	26%	30%
净利润增长率	1078%	151%	0%	29%
资产负债率	81%	78%	77%	75%
息率	3.1%	2.4%	2.4%	3.1%
P/E	31.5	20.1	20.1	15.6
P/B	3.6	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA	17.6	12.7	10.4	8.8

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2006	2467	3109	4041
营业成本	1244	1283	1585	2101
营业税金及附加	47	58	73	95
销售费用	16	0	0	0
管理费用	204	235	288	366
财务费用	129	132	146	146
投资收益	21	275	20	20
资产减值及公允价值变动	18	18	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	405	1052	1051	1353
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	405	1052	1051	1353
所得税费用	95	263	263	338
少数股东损益	119	310	310	399
归属于母公司净利润	191	479	479	616

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	191	479	479	616
资产减值准备	(31)	2	1	1
折旧摊销	180	352	409	454
公允价值变动损失	(18)	(18)	(15)	0
财务费用	129	132	146	146
营运资本变动	243	(485)	(127)	(29)
其它	32	1	2	3
经营活动现金流	597	331	749	1045
资本开支	(91)	(701)	(701)	(701)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(129)	(739)	(739)	(739)
权益性融资	50	0	0	0
负债净变化	(199)	(230)	0	0
支付股利、利息	(189)	(144)	(144)	(185)
其它融资现金流	1079	781	133	(122)
融资活动现金流	353	408	(10)	(307)
现金净变动	821	0	0	0
货币资金的期初余额	711	1532	1532	1532
货币资金的期末余额	1532	1532	1532	1532
企业自由现金流	711	(166)	453	834
权益自由现金流	1590	286	477	602

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鹤	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123		