

动态报告

公用事业

环保

凯迪电力(000939)

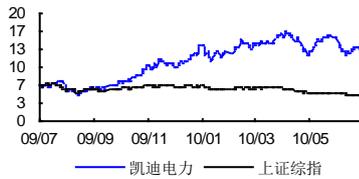
谨慎推荐

2010 年中报及重大事项点评

(维持评级)

2010 年 7 月 19 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	13.66
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)	8,053.50/5,334.14
上证综指/深圳成指	2,424.27/9,806.64
12 个月最高/最低 (元)	23.63/7.92

财务数据

净资产值(百万元)	1,861.65
每股净资产(元)	3.16
市净率	4.33
资产负债率	64.72%
息率	

相关研究报告:

《凯迪电力非公开发行 A 股申请未获通过及董事会公告快评: 行到水穷处, 坐看云起时》—《凯迪电力 2010 年一季报点评: 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》

分析师: 徐颖真

电话: 021-68864007

E-mail: xuyz@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080429

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

中报良好, 大股东拟再次倾力扶持上市公司投身生物质发电

●实现归属上市公司股东净利润 104% 的增长, 来自主业和投资收益

一季度实现归属母公司股东的净利润 5777 万, 二季度实现 5565 万, 合计 1.13 亿, 其中东湖高新权益贡献 665 万, 扣除后 1.06 亿; 1.06 亿中中盈长江 (公司直接持有中盈长江 25% 股权, 通过东湖高新持有中盈长江 20%, 这里只计算 25% 贡献的) 贡献的投资收益 3600 万 (税前), 余下约 0.7 亿利润来自于杨河煤业和电站施工, 我们根据毛利推算杨河煤业约贡献 5000 万、电站施工贡献 2000 万

●主要盈利指标分析——收入增长但毛利率下降

公司旗下电力施工结算具有一定的季节性, 会造成收入季度间波动, 毛利率下降最主要的原因是公司目前仍并表的东湖高新旗下的义马发电上半年投产, 而该项目投产即亏。同时公司参股的中盈长江上半年的投资收益主要在一季度实现, 因此虽然二季度单季 EPS 略低于一季度, 但实际上公司利润最主要贡献者杨河煤业和电力工程施工二季度环比一季度增长显著

●公司拟向大股东溢价转让中盈长江股权并平价收购 11 家生物质电厂

6 月份在公司非公开发行股票未获得通过后公司明确表示将以自有资金进行生物质电厂的建设, 本次董事会会议案拟转让中盈长江股权和发行中期票据合计可筹措资金约 16 亿, 在不到 1 个月时间里, 董事会迅速采取行动应对, 正是公司及控股股东办事效率的体现; 中盈长江拟转让价格高于评估价, 同时拟收购的 11 家生物质电厂几乎是平价收购, 都充分体现凯迪控股对公司的支持; 中盈长江股权的转让将给公司下半年带来约 6000 万一次性投资收益

●依然看好生物质发电行业前景, 维持公司谨慎推荐评级

由于本次收购、转让事项, 我们对业绩有所调整, 测算现有股本下 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.71 元/0.68 元/1 元。

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	2,837	3,689
(+/-%)	-25.72%	8.13%	23.0%	15.0%	30.0%
净利润(百万元)	16.20	190.88	417	399	588
(+/-%)	-95.81%	1078.50%	118.6%	-4.4%	47.4%
每股收益 (元)	0.04	0.52	0.71	0.68	1.00
EBIT Margin	21.03%	27.50%	30.5%	31.1%	35.7%
净资产收益率 (ROE)	1.10%	11.38%	21.2%	17.7%	22.1%
市盈率 (PE)	310.77	26.37	19.3	20.2	13.7
EV/EBITDA	14.94	10.29	13.0	11.4	8.6
市净率 (PB)	3.40	3.00	4.09	3.58	3.03

收入利润构成分析

上半年公司实现收入约 15.3 亿，其中：1、煤炭收入占 1/3 弱，由于煤价的上涨以及成本提高，煤炭收入成本同步提升，毛利增加约 2000 万；其中：2、脱硫和电建承包工程收入增加 1.9 亿，缘于 09 年签了越煤项目在今年开始结算；同时东湖高新脱硫业务收入也有所增长；其中：3、环保发电收入增加约 1 亿源于义马电厂投产收入增加，但该电厂毛利为负；其中 4、工业园区及房地产收入增长来自东湖高新项目结算；其中：5、脱硫服务收入来自东湖高新。

公司目前仍持有 15% 的东湖高新股权，仍为东湖高新的控股股东，但由于公司与联发投有约在先，预计年内公司就将让出东湖高新的控股权，因此与东湖高新相关的收入变化我们不作进一步分析。

利润构成分解：从归属母公司股东的净利润实现情况看，一季度实现 5777 万，二季度实现 5565 万，合计 1.13 亿，其中东湖高新权益贡献 665 万，扣除后 1.06 亿；1.06 亿中中盈长江（公司直接持有中盈长江 25% 股权，通过东湖高新持有中盈长江 20%，这里只计算 25% 贡献的）贡献的投资收益 3600 万（税前），余下约 0.7 亿利润来自于杨河煤业和电站施工，我们根据毛利推算杨河煤业约贡献 5000 万、电站施工贡献 2000 万。

表 1: 公司营业收入、营业成本与去年同期比较

产品或地区类别	2010 年上半年发生额		2009 年上半年发生额		发生在旗下哪个公司
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	
1. 原煤销售	53032	30450	42172	21784	杨河煤业
2. 脱硫及电建承包项目	30864	21767	11948	9326	本部及东湖高新
3. 环保发电	31860	32459	21096	16770	本部及东湖高新
4. 工业园基础设施及房地产收入	26598	15464	9435	4472	东湖高新
5. 脱硫服务收入	7722	3339	2879	1895	东湖高新
6. 其他收入	2880	1768	295	0	本部
抵消		/	/	2299	1649
合计	152956	105246	85231	52598	

资料来源：公司公告

季度盈利指标分析

收入分析见上文，一、二季度毛利率持续下降是由于利润率低的业务收入提高，我们认为公司旗下的电力施工结算具有一定的季节性，这会造成收入季度间波动，毛利率下降最主要的原因是公司目前仍并表的东湖高新旗下的义马铬渣综合治理工程发电项目 2010 年上半年陆续投产，而该项目投产即亏损。

同时公司参股的中盈长江上半年的投资收益主要在一季度实现,因此虽然二季度单季 EPS 略低于一季度,但实际上公司利润最主要贡献者杨河煤业和电力工程施工二季度环比一季度增长显著。

表 2: 公司主要财务指标的单季度分析

	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
毛利率	30.22%	32.78%	39.43%	33.40%	34.36%	43.97%
营业税金附加/收入	2.73%	1.27%	1.69%	2.12%	3.27%	2.76%
(销售费用+管理费用)/收入	7.11%	9.68%	8.59%	11.44%	13.05%	12.19%
财务费用/收入	4.47%	7.38%	1.92%	9.69%	8.54%	8.36%
财务费用/(短期借款+应付票据+长期借款)	1.29%	1.27%	0.49%	1.49%	1.09%	1.08%
投资净收益/毛利(收入-营业成本)	7.92%	22.97%	9.07%	-1.03%	-0.93%	-0.52%
资产减值损失/毛利(收入-营业成本)	7.19%	-0.20%	4.48%	0.72%	-2.81%	-0.01%
营业外收支净额/毛利(收入-营业成本)	1.83%	-1.13%	-0.58%	1.07%	0.25%	-0.12%
所得税/利润总额	20.33%	27.70%	19.07%	46.20%	23.08%	22.88%
归属于母公司所有者的净利润/净利润	45.50%	62.76%	73.64%	24.32%	44.47%	56.04%
收入同比增幅	120.99%	36.29%	82.24%	-25.96%	-5.38%	3.35%
营业成本同比增幅	134.91%	63.50%	50.16%	-31.15%	-0.99%	-6.82%
毛利率同比变化的百分点	-4.13%	-11.19%	12.94%	5.01%	-2.91%	6.12%
收入环比增幅	64.08%	-17.79%	57.84%	3.79%	1.19%	9.93%
营业成本环比增幅	70.31%	-8.76%	43.54%	5.32%	18.54%	-16.20%
毛利率环比变化的百分点	-2.55%	-6.65%	6.03%	-0.96%	-9.61%	17.48%
季度 EPS (元)	0.094	0.098	0.338	0.015	0.057	0.109

资料来源: 公司公告

拟转让中盈长江股权并再度收购股东生物质电厂

同时公司发布董事会公告:

1、为了公司发展生物质产业,集中主营实现经营战略转型的需要。本公司向控股股东武汉凯迪控股投资有限公司转让持有联营公司中盈长江国际投资担保有限公司 25%的股权。截止 2010 年 6 月 30 日,公司持有中盈长江 25%股权的账面净值为 33,909.87 万元,评估价值为 36,626.78 万元,股权转让价格为 40,000 万元,本次股权转让将为公司带来投资收益 6,090.13 万元;

2、同意公司收购凯迪控股十一个下属子公司（包括直接和间接持股）100% 股权。经具有证券相关业务资格的审计机构武汉众环会计师事务所有限责任公司审计，截止 2010 年 6 月 30 日，本次交易标的净资产合计为 5,400 万元；经具有证券相关业务资格的评估机构湖北众联资产评估有限公司评估，本次交易标的评估值合计为 5,402.10 万元，与净资产相比，评估增值率为 0.04%（平均值）。本次交易以评估值作价，合计金额 5,402.10 万元；

3、发行 12 亿中期票据，期限 7 年，利率为同期银行贷款利率下降 2 个百分点，每年付息到期还本。

评价：

1、6 月份在公司非公开发行股票未获得通过后公司明确表示将以自有资金进行生物质电厂的建设，本次董事会议案拟转让中盈长江股权和发行中期票据合计可筹措资金约 16 亿，在不到 1 个月时间里，董事会迅速采取行动应对，正是公司及控股股东办事效率的体现；

2、中盈长江拟转让价格高于评估价，同时拟收购的 11 家生物质电厂几乎是平价收购，都充分体现凯迪控股对公司的大力支持；

3、中盈长江股权的转让将给公司下半年带来约 6000 万一次性投资收益。

下半年及未来 2 年经营展望

下半年：公司在 3 月份向联发投转让了 14% 的东湖高新股权，目前仍持有其 15% 的股权，其中 5% 已经解禁，另外 10% 分别在明后 2 年解禁。我们判断公司可能在 4 季度通过 2 级市场出售已经解禁的东湖高新的股权，届时公司将丧失对东湖高新的控股权，从而实现一笔一次性投资收益（上半年转让 14% 东湖高新股权实现的 5734.6 万计入资本公积，如另 5% 股权在下半年按目前 8 元的股价出售，可实现税后投资收益约 1.2 亿（=2480 万股*（8 元-1.83 元（公司对东湖高新的每股投资成本））*0.8），即如果下半年出售 5% 东湖高新股权可累计结转约 1.8 亿一次性投资收益。

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 3600 万，出售东湖高新 1.8 个亿，转让中盈长江约 0.5 亿，以上合计约 4.2 亿，按目前约 5.9 亿股本计算 EPS 为 0.71 元。

未来 2 年：

公司目前旗下 9 家生物质电厂已经开工建设，其中祁东电厂已具备点火条件，本次拟收购 11 家电厂也将均在 2010 年年内开工建设，计划 2011 年年底前 20 个电厂将全部投产，我们测算按照未来全国统一 0.75 元的标杆电价测算，每一个电厂的盈利在 2000-2500 万区间是比较有保证的，同时公司目前旗下的煤矿和电站施工业务依然有稳定的利润来源。

我们测算 2011 年、2012 年公司可实现净利润分别 4 亿和 6 亿，相当于目前的股本 EPS 为 0.68 元/1 元。

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), 且生物质发电全国统一标杆电价即将落实, 届时市场将对生物质发电行业前景有更清晰的认识。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	1549	2014
存货净额	555	559	633	778
其他流动资产	219	269	309	402
流动资产合计	3401	3708	4024	4727
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	9368	10028	11015
短期借款及交易性金融负债	1698	2362	2516	2590
应付款项	1029	1036	1174	1442
其他流动负债	1001	1024	1163	1441
流动负债合计	3729	4423	4852	5474
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	6295	6673	7244
少数股东权益	1102	1104	1107	1111
股东权益	1677	1969	2248	2660
负债和股东权益总计	8660	9368	10028	11015

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.52	0.71	0.68	1.00
每股红利	0.51	0.21	0.20	0.30
每股净资产	4.55	3.34	3.81	4.51
ROIC	8%	11%	11%	16%
ROE	11%	21%	18%	22%
毛利率	38%	42%	43%	47%
EBIT Margin	25%	31%	31%	36%
EBITDA Margin	34%	45%	46%	48%
收入增长	8%	23%	15%	30%
净利润增长率	1078%	119%	-4%	47%
资产负债率	81%	79%	78%	76%
息率	3.8%	2.5%	2.4%	3.5%
P/E	26.4	19.3	20.2	13.7
P/B	3.0	4.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	16.2	13.0	11.4	8.6

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	2837	3689
营业成本	1244	1421	1623	1948
营业税金及附加	47	58	67	87
销售费用	16	0	0	0
管理费用	204	235	266	337
财务费用	129	130	141	146
投资收益	21	275	120	120
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	916	876	1292
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	405	916	876	1292
所得税费用	95	229	219	323
少数股东损益	119	270	258	381
归属于母公司净利润	191	417	399	588

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	191	417	399	588
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	130	141	146
营运资本变动	243	(325)	(90)	(205)
其它	32	0	2	3
经营活动现金流	597	430	705	840
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)	(125)	(120)	(176)
其它融资现金流	1079	664	153	75
融资活动现金流	353	309	34	(102)
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	(109)	279	536
权益自由现金流	1590	228	327	501

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	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	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
邵达	0755-82130706				
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
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn