

**动态报告**

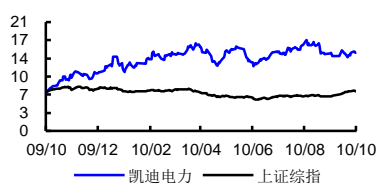
公用事业

环保

**凯迪电力(000939)**
**谨慎推荐**
**2010 年三季度报点评**

(维持评级)

2010 年 10 月 29 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	14.89
总股本/流通 A 股(百万股)	589.6/390.5
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	8,778.7/5,814.4
上证综指/深圳成指	2,992.58/13,445.03
12 个月最高/最低 (元)	23.63/11.88

**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	4.72
资产负债率	64.72%
息率	

**相关研究报告:**

《凯迪电力: 全国统一农林生物质标杆电价, 公司发展前景更加明确》——2010-7-23

《凯迪电力 2010 年中报及重大事项点评: 中报良好, 大股东拟再次倾力扶持上市公司投身生物质》

《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》—

**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**

## 业务季节性造成季度业绩波动

### ● 实现归属上市公司股东净利润 135% 的增长, 来自主业和投资收益

实现归属母公司股东的净利润一季度 5777 万、二季度 5565 万、三季度 2996 万, 合计 1.43 亿, EPS 为 0.24 元。其中东湖高新权益贡献 494 万, 扣除后 1.38 亿; 其中中盈长江 (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, 余下利润来自杨河煤业和电站施工, 我们推算杨河煤业约贡献 7000 万、电站施工贡献税前约 4000 万

### ● 主要盈利指标分析——三季度单季业绩环比下降属于正常季节波动

公司旗下电力施工结算具有一定的季节性, 会造成收入的季度波动, 同时参股的中盈长江的业绩也不均衡, 且公司目前仍合并东湖高新 (600133) 报表, 虽然东湖高新对公司净利润影响非常小, 但会造成盈利指标波动。公司目前利润贡献最大的依然是杨河煤业、其次是电力施工、再次是中盈长江的投资收益, 其中杨河煤业的利润贡献最为稳定

### ● 四季度预计将产生较大的非经常性收益

公司在 2010 年 3 月份已经协议出让东湖高新 14% 的股权, 目前仍持有 15%, 其中 5% 已经解禁, 按照公司此前的战略规划, 我们认为公司在四季度减持东湖高新的可能性较大, 因此将给 2010 年的业绩带来大量的非经常性收益, 建议关注

### ● 等待公司旗下生物质电厂更明确的盈利前景, 维持谨慎推荐

由于四季度非经常性收益实现具有较大不确定性, 我们仍维持此前对公司业绩的分部预测, 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)	338.75	28.74	19.3	20.2	13.7
EV/EBITDA	15.81	10.91	13.0	11.4	8.6
市净率 (PB)	3.71	3.27	4.09	3.58	3.03

## 季度盈利指标分析

由于公司目前尚合并东湖高新，且公司旗下电力施工业务也有季节性，因此收入、利润率季度间有较大波动，但公司对东湖高新的持股仅 15%，因此实际上东湖高新对公司净利润的影响不大。

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，公司利润最主要贡献者杨河煤业业绩贡献较平稳，电力工程施工利润贡献主要体现在二季度。

表 1: 公司主要财务指标的单季度分析

	2010Q3	2010Q2	2010Q1	2009Q4	2009Q3	2009Q2	2009Q1
毛利率	28.00%	30.22%	32.78%	39.43%	33.40%	34.36%	43.97%
营业税金附加/ 收入	3.41%	2.73%	1.27%	1.69%	2.12%	3.27%	2.76%
(销售费用+管 理费用)/收入	10.36%	7.11%	9.68%	8.59%	11.44%	13.05%	12.19%
财务费用/收入	8.06%	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)	1.53%	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)	24.19%	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)	0.11%	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)	-0.21%	1.83%	-1.13%	-0.58%	1.07%	0.25%	-0.12%
所得税/利润总 额	44.46%	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	85.07%	45.50%	62.76%	73.64%	24.32%	44.47%	56.04%
收入同比增幅	42.64%	120.99%	36.29%	82.24%	-25.96%	-5.38%	3.35%
营业成本同比 增幅	54.19%	134.91%	63.50%	50.16%	-31.15%	-0.99%	-6.82%
毛利率同比变 化的百分点	-5.39%	-4.13%	-11.19%	12.94%	5.01%	-2.91%	6.12%
收入环比增幅	-33.01%	64.08%	-17.79%	57.84%	3.79%	1.19%	9.93%
营业成本环比 增幅	-30.87%	70.31%	-8.76%	43.54%	5.32%	18.54%	-16.20%

毛利率环比变化的百分点	-2.22%	-2.55%	-6.65%	6.03%	-0.96%	-9.61%	17.48%
季度 EPS (元)	0.051	0.094	0.098	0.338	0.015	0.057	0.109

资料来源：公司公告

## 2010 年全年及未来 2 年经营展望

**四季度：**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% 股权在下半年如按 8 元（目前股价 11.44 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：

公司旗下 9 家生物质电厂已经开工建设，其中祁东电厂已经投产，7 月份收购 11 家电厂也将在 2010 年年底或 2011 年开工建设，20 家电厂均将在 2011-2012 年间投产，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。

由于公司旗下生物质电厂的大量投产在明后年，因此需等待其旗下生物质电厂更明确的盈利前景，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
<b>流动资产合计</b>	<b>3401</b>	<b>3708</b>	<b>4024</b>	<b>4727</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>8660</b>	<b>9368</b>	<b>10028</b>	<b>11015</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>3729</b>	<b>4423</b>	<b>4852</b>	<b>5474</b>
长期借款及应付债券	1389	1159	1159	1159
其他长期负债	764	713	662	611
<b>长期负债合计</b>	<b>2153</b>	<b>1872</b>	<b>1821</b>	<b>1770</b>
<b>负债合计</b>	<b>5881</b>	<b>6295</b>	<b>6673</b>	<b>7244</b>
少数股东权益	1102	1104	1107	1111
股东权益	1677	1969	2248	2660
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8660</b>	<b>9368</b>	<b>10028</b>	<b>11015</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>2006</b>	<b>2467</b>	<b>2837</b>	<b>3689</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>405</b>	<b>916</b>	<b>876</b>	<b>1292</b>
所得税费用	95	229	219	323
少数股东损益	119	270	258	381
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>191</b>	<b>417</b>	<b>399</b>	<b>588</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>191</b>	<b>417</b>	<b>399</b>	<b>588</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>597</b>	<b>430</b>	<b>705</b>	<b>840</b>
资本开支	(91)	(701)	(701)	(701)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(129)</b>	<b>(739)</b>	<b>(739)</b>	<b>(739)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>353</b>	<b>309</b>	<b>34</b>	<b>(102)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>821</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
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
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
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
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
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
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
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		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
刘智景	021-60933148	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
<b>固定收益</b>		<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
<b>数量化投资</b>		<b>交易策略</b>			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

**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)	
<b>王立法</b>	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b>	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b>	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				<b>黎敏</b>	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				<b>徐冉</b>	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>颜小燕</b>	13590436977 yanxy@guosen.com.cn