

小荷才露尖尖角

凯迪电力 (000939)

评级: 买入 (首次)

股价: 15.37 元

目标价位: 23.3 元

深度报告

2010年12月30日 星期四

新能源小组

分析师: 吴文钊

021-50586660

wwz@longone.com.cn

S0630210070003

联系人: 陈俊鹏

021-50586660-8620

cjp@longone.com.cn

新能源与节能环保行业

6个月目标价位	23.3
升值潜力 (%)	52%
目标价确定日期:	2010-12-29

重要数据

总股本 (亿股)	5.9
流通股本 (亿股)	3.9
总市值 (亿元)	90.6
流通市值 (亿元)	59.9

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	(9.38)	(4.55)
3个月	5.00	0.34
6个月	20.54	12.74

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **生物质发电前景广阔。**符合国家惠农政策, 每个电厂给当地县带来 150 个左右的就业, 给农民带来 4000-5000 万左右收入; 减少田间地头焚烧所造成的严重大气污染, 单个电厂减排约 16 万吨 CO2 和 1500 吨 SO2; 单个电厂可获得售电利润约 2000 万-2500 万, 同时有可能的 CDM 收入约 1700 万元。
- **生物质发电的政策日益完善。**截止目前国家已在税收、财政出台了生物质发电产业较为完善的政策。《发改价格<2010>1578 号》规定从 2010 年 7 月 1 日起, 生物质发电统一按照每千瓦时 0.75 元 (含税), 提高了生物质电厂的盈利水平约 7 分钱。
- **生物质能发电的唯一标的, 具备“新型蓝筹三要素”的特征。**行业空间大, 国家新兴能源产业规划, 2020 年生物质能发电, 3000 万千瓦时装机容量, 未来 10 年复合增速约 20%; 毛利率高, 商业模式适合大规模扩展。生物质发电行业唯一上市公司, 享受高估值。
- **以祁东电厂为样本测算, ROE 为 36%, 年利润 2124 万元。**祁东电厂设计的总装机容量为 4 × 1.2 万 KW, 目前完成发电机组为一期 2 × 1.2 万 KW, 按发电小时 7000 小时, 原料成本 275 元/吨, 厂用电率 12%, 测算净利润 2182 万元。
- **首次提出“社会责任”投资。**上市企业的社会责任未来将会影响公司市值, 未来对公司的投资要更多关注具备“低能耗、低污染、低排放, 循环经济”特色的企业。凯迪电力的电厂大多数处在农业县、较贫困地区, 电厂的建设和运营缓解了当地能源紧张的压力, 增加了农民收入, 解决了农民工的就业问题。是企业社会责任的最好诠释。
- **盈利预测与估值。**公司未来 3 年陆续处置现有业务, 全力转向生物质发电, 盈利预测里含有大量非经常性损益。按最新公布的三个电厂注入上市公司, 公司 10/11/12/13 年的 EPS 分别为 0.66/0.80/1.70/1.29, 扣除非经常性损益后 EPS 为 0.46/0.51/0.64/1.07, 11 年起主营业务复合增速 45%,

按 45X11PE, 价格为 23.0 元, 加上非经常性损益 0.29 元, 目标价 23.3 元。

主要财务指标				
盈利预测及市场重要数据	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	30.0	35.6	30.0	50.3
增长率	49.6%	18.8%	-15.7%	67.6%
营业利润(亿元)	6.7	8.1	17.2	15.5
增长率	65.4%	20.8%	113.2%	-10.1%
净利润(亿元)	3.9	6.3	13.4	12.1
增长率	102.6%	64.1%	111.8%	-
每股净资产(元)	3.50	7.22	8.92	12.29
每股收益-摊薄(元)	0.66	0.80	1.70	1.29

目录

1.	从煤、电厂脱硫为主业转向生物质发电	4
1.1	现有业务梳理（含权益投资）	4
1.2	生物质发电	4
2.	生物质发电前景广阔	5
2.1	生物质电厂具有良好的经济效益，社会效益，环境效益	6
2.2	生物质发电的产业政策日益完善	6
3.	凯迪电力的竞争优势	7
3.1	三级燃料保障体系	7
3.2	在生物质燃用锅炉技术上有领先优势	8
3.3	提前广泛布点，占据“地域排他性”优势	8
4.	祁东电厂样本测算	9
5.	盈利预测与估值	10

表格目录

表 1.	效益分析	6
表 2.	生物质能发电主要政策汇总	6
表 3.	三级燃料保障体系	7
表 4.	第一批电厂（09 年 11 月从控股公司收购）	8
表 5.	第二批电厂（2010 年 7 月从控股公司收购，目前尚未投产运营） ..	8
表 6.	凯迪电力 2010-2013 年盈利预测表	9
表 7.	祁东电厂盈利测算表	9
表 8.	祁东电厂燃料成本敏感性分析	10
表 9.	生物质发电 2010-2013 年盈利预测表	11
表 10.	2010-2013 年盈利预测表	11

1. 从煤、电厂脱硫为主业转向生物质发电

公司将逐步从现有的煤电气渣、电厂脱硫为主业转向为专营生物质发电，全力进入生物质发电领域。

1.1 现有业务梳理（含权益投资）

煤。 目前，公司持有杨河煤业 60%的股权，杨河煤业生产的主要煤种为特低硫(<0.5%)，高发热量(>6000cal/g)，高熔点(>1400)，挥发分 15%以内的贫煤、冶金用煤、化工用煤。煤矿的核定产能在 230 万吨/年。公司与郑煤集团共同新建新密洗煤厂，杨河煤业盈利能力提高 30-40%，公司 2010 年的煤炭产量预计为 200 万吨。

环保发电。 蓝光环保发电公司 2009 亏损约 1964 万元，佳定和万益煤矿的顺利投产将成功降低电厂的营业成本，提升盈利能力，预计 2010 年减少亏损，力争保本经营。

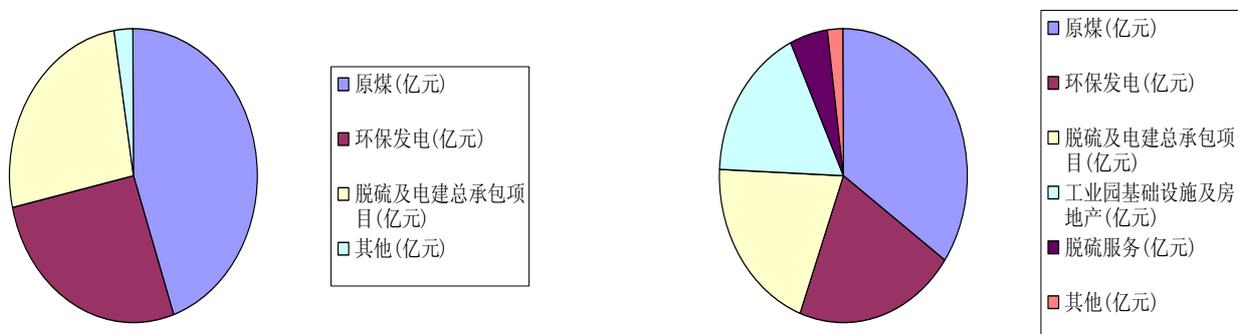
环保脱硫。 公司是电厂环保脱硫行业的主导者之一，占据行业超过 50%的市场份额。今明两年转型期，将贡献公司主要利润。但考虑到脱硫市场高峰期已过，恶性竞争厉害，预计公司将淡出脱硫市场。

控股东湖高新。 目前持股 15%，为东湖高新的控股股东。2010 年 3 月 18 日，公司以 5.65 元/股的价格将持有的东湖高新 14%的股权转让给湖北联发投。目前，公司仍持有东湖高新 15%的股权（约 7439 万股，其中 2480 万股为非限售流通股），预计 2011 年起，会通过二级市场减持全部非限售流通股。

1.2 生物质发电

公司未来的主要业务，目前旗下已经有 20 个电厂，其中 1 个电厂已并网发电，在建 8 个，11 个准备开工。

图表 1 收入占比（左图为东湖高新并表前、右为并表后，2010 年中报）

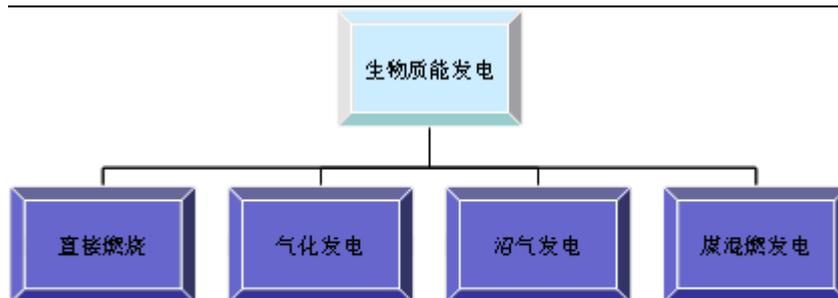


资料来源：东海证券研究所、WIND 资讯

2. 生物质发电前景广阔

按照生产技术的不同，生物质能发电主要包括生物质能直接燃烧发电、气化发电、沼气发电以及与煤混合燃烧发电等技术。生物质直接燃烧发电技术由于规模较大（3万KW）、效率高、运行成本低，日益受到电力行业重视。凯迪电力采用正是生物质直接燃烧发电技术。本报告如无特别注明，生物质发电技术特指农林生物质直接燃烧发电技术。

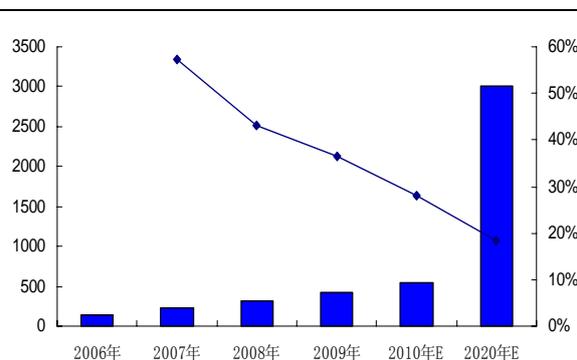
图表 2 生物质发电技术分类



资料来源：东海证券研究所、WIND 资讯

我国发展生物质发电具有良好的资源基础。每年我国各种农作物产生秸秆约 6-7 亿吨，考虑到农民燃烧等损耗，可以采集利用的秸秆约 4 亿吨。按照每个电厂 20 万吨的秸秆量，预计全国可以建设 2000 个生物质电厂。现全国已投产的生物质电厂有 100 个左右，未来两年将达到 600—700 个。根据国家能源局规划发展司《新兴能源产业规划》（已上报国务院），我国生物质发电在未来 2020 的装机目标为 3000 万千瓦，总投资为 2000 亿元。未来 10 年生物质发电将要进入一个高速发展期。

图表 3 生物质电厂装机容量总数（左轴）及年增长率（右轴）



资料来源：东海证券研究所、WIND 资讯

2.1 生物质电厂具有良好的经济效益，社会效益，环境效益

分析生物质电厂的效益如下：

表1. 效益分析

经济效益	<p>生物质电厂发电售电形成的直接经济效益。以凯迪电力祁东电厂 2 台 12MW 秸秆发电厂为例，年上网电量为 1.48 亿度，上网电价为 0.75 元，年售电收入 1.11 亿元，净利润为 2124 万元。见盈利预测表。</p> <p>生物质电厂灰渣综合利用形成的经济效益。秸秆直燃发电厂灰渣可以作为优质有机肥料出售给肥料厂或者农民，可直接获利。</p> <p>CDM 项目收益提高了生物质发电厂的经济效益。生物质 CO₂ 的排放和吸收构成自然界碳循环，其能源利用可实现二氧化碳零排放，生物质发电是减排 CO₂ 的重要途径。通过 CDM 项目出售核定减排量的收入，能大幅提高生物质发电厂的经济效益。目前凯迪电力的同类电厂申报的碳价格为 12.5 欧元/吨。</p>
社会效益	<p>增加农民收入。电厂所在地大部分为农业大县，通过秸秆收购，增加农民收入，奠定扩大内需基础。秸秆挂牌收购价格约 200---250 元/吨（到厂价，含人工和运输成本），稻壳挂牌收购价为 250-300 元/吨（到厂价），每单个电厂约可以增加当地农民收入 4000—5000 万元，如果平均每个农民家庭按 1 万元计算，平均每个电厂可以让 4000 到 5000 个家庭受益。</p> <p>增加农民工本地就业机会。按照每个电厂 100 人左右的配置，其中一半以上为操作人员，另外加上 60 人左右的非配置内的机动装卸人员，大概为当地提供 100 多人的就业，农民工可以不出家门，就可以享受到跟城里打工一样的待遇，并且还可以兼顾农业生产。</p> <p>缓解农村的电力短缺问题，是电网的良好补充。对于广大经济欠发达的农村地区，特别是农牧的确和偏远山区，要形成一定规模的集中式供配电网需要巨额的投资和很长的时周期，能源供应严重制约这些地区的经济发展。生物质发电可以缓解农村电力紧张的局面。</p>
生态环境效益	<p>生物质电厂每年可以处理 20 万吨秸秆等农作物废弃物，避免农民在田间地头焚烧所造成的严重大气污染。（以凯迪电力祁东电厂 2*12MW 为例）。单位秸秆发热量约 3200 大卡，按照 4 亿吨秸秆测算，相当于每年节约标煤约 1.8 亿吨，约占我国每年耗用标煤量的 18%。</p> <p>与燃煤电厂相比较，可减少 CO₂、SO₂ 和 NO_x 等大气污染物的排放。以凯迪电力的祁东电厂为例，每年减排 CO₂ 的减排量为 16 万吨，SO₂ 的减排量为 1500 吨。</p> <p>同时带动能源农业和能源林业的大规模发展，将有效地绿化荒山荒地，减轻土壤侵蚀和水土流失，治理沙漠，保护生物多样性，促进生态的良性循环</p>

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2.2 生物质发电的产业政策日益完善

我国对生物质产业的发电政策主要包括以下三个方面：

表2. 生物质能发电主要政策汇总

政策	具体内容
1、电价	<ol style="list-style-type: none"> 对农林生物质发电项目实现标杆上网电价：未采用招标确定投资人的项目统一执行每千瓦时 0.75 元（含税），通过招标确定投资人的，上网电价按中标价格执行，但不得高于全国的 0.75 元； 已核准的农林生物质发电项目（招标项目除外），上网电价低于上述标准的，上调至每千瓦时 0.75 元，高于上述标准的国家核准的生物质发电项目执行原电价； 农林生物质发电上网电价在当地脱硫燃煤机组标杆上网电价以内的部分，由当地省级电网企业负担；高出部分通过全国征收的可再生能源电价附加分摊解决。脱硫燃煤机组标杆上网电价调整后，农林生物质发电价格中由当地电网企业负担的部分要相应调整； 农林生物质发电企业和电网企业要真实完整记载保存项目上网交易电量、价格和补贴金额等接受监督检查。各级价格主管部门要加强对农林生物质上网电价执行情况和电价附加补贴结算情况的监督，确保电价政策执行到位； 2010 年 7 月 1 日起实行。
2、税收	<ol style="list-style-type: none"> 2008/01/01，新《企业所得税法》开始实施，生物质发电因资源综合利用可享受收入减计 10% 的所得税优惠。 根据财政部、国家税务总局《关于自由综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税【2008】156 号），秸秆生物质直

燃发电享受即征即退政策，该通知于 2008 年 7 月 1 日起执行。

- 1、2006/05/30，财政部颁布了《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》，生物质发电项目被列入重点扶持范围。
- 3、财政 2、2006/06/20，财政部、环保总局联合下发了《中央重要环境保护专项资金项目申报指南（2006-2010 年）》，生物质发电企业作为农村生活生产农林废弃物的最有效处理者，被列入重点扶持项目。
- 3、2008/10/30，财政部印发了《秸秆能源化利用补助资金管理暂行办法》。新执行电价显著高于此前执行的电价及补贴。

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

根据对行业人士的访谈，我们判断国家对生物质发电相关产业的政策优惠不但不会轻易取消，而是有可能继续加大，未来生物质能上网电价有可能继续提高到 0.8 元-0.9 元。

3. 凯迪电力的竞争优势

生物质发电的关键在于原料的收集及锅炉技术：生物质电厂的燃料主要是利用当地的稻壳和秸秆，燃料费用占电厂运行成本 70%左右，保证燃料供应和价格的稳定是影响电厂经济效益的首要因素。燃用生物质锅炉，存在着传热效果差，温度控制困难，结渣、腐蚀、堵灰严重的问题，完善的锅炉技术是电厂正常运行的关键。

3.1 三级燃料保障体系

公司的三级燃料保障体系，保障燃料供应和价格的稳定。

表3. 三级燃料保障体系

1、利用产业工人直接收购燃料	凯迪通过自己的产业工人进行原料收集，每个产业工人的平均成本在 1500 元（工资）。每个电厂大概有约 1000 名产业工人进行搜集原材料。具体模式是，凯迪电厂和产业工人签署收购协议，主要支付成本包括两个方面，1500 元的工资加长期收购协议价格，工人按照约定价格给电厂提供原材料，工人从农民手中收购的价格与供给电厂的差价，则为电厂给工人的提成。
2、与大米加工厂签订长期收购协议	主要收购稻壳。与大地大米加工厂签订长期收购价格，保证了价格的稳定性。
3、建立能源林提升自给率	为了控制成本，公司规划给每个电厂配置约 7 万亩速成林地。目前公司已经拿到了 400 万亩林地的使用权。这样成本可以控制在 170 元/吨，同时每亩速生林还可以得到财政补贴 200 元。每亩林地每年可供应 1.7-2 吨干柴，7 万亩林地每年可提供约 10 万吨原材料。每个林业工人平均负责 2000 亩林业地的原材料收集，公司负责运输。三年轮伐一次。可以保障公司在稻谷秸秆供应淡季的原材料使用。

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

同时取得当地政府的支持，防止本地稻壳秸秆流出。据调查，监利县和郢东县的地方政府，为了防止本地原材料外流，在本地道路设置了 7 道关卡查处超重超载。如果当地谷壳秸秆想要外流，必然超载，因为谷壳秸秆属于重量轻，体积大的运输品，如果不超规格运输，则运输成本太高，经销商会亏本。这就基本上保证了本地原材料的无法外流。

公司同时已完成可压缩、方便装卸的专用车辆的研制及试用工作，可以节省燃料运输过程的运输成本。

3.2 在生物质燃用锅炉技术上有领先优势

凯迪拥有 2 个研究院，2000 年就开始了循环流化床技术的研发，并成功地应用到 100MW 山西永济热电厂和河南叶县蓝光环保电厂。在上述技术基础上，凯迪针对生物质的特点，委托西安热工研究所、中国科学院热工研究所、华中科技大学分别就秸秆、稻壳和鸡粪等生物质进行了分析和试烧实验。目前已拥有在国内占绝对领先，具有自主知识产权的循环流化床锅炉燃烧技术，同时国产设备使工程造价大幅降低。凯迪生物质电厂的建设成本为 7000 元/千瓦，而国内同类项目造价 1 万元/千瓦。

3.3 提前广泛布点，占据“地域排他性”优势

凯迪控股在 05 年开始对生物质能发电进行调研，对全国 5000 个县进行了调研。并与 266 个县签订了生物质燃料供应排他协议。为避免恶性竞争，国家发改委出台政策，即未来 80 平方公里以内只允许建一个生物质电厂。公司将享有“地域排他性优势”。

表4. 第一批电厂（09 年 11 月从控股公司收购）

序号	项目名称	项目地址	项目规划情况	备注	项目投资
1	南陵凯迪生物质能发电项目	南陵工业园区二期	2 × 25MW，一期 1 × 25MW	发电	23448
2	淮南凯迪生物质能发电项目	淮南北部经济开发区	1 × 25MW，	发电兼顾供热	22871
3	崇阳县凯迪生物质能发电厂项目	崇阳县工业园	2 × 12MW，秸秆芭茅为燃料	发电兼顾供热	22569
4	来凤县凯迪生物质能发电厂项目	来凤县绿水镇工业园	2 × 12MW，秸秆	发电兼顾供热	22472
5	湖南祁东凯迪生物质电厂工程	祁东县经济开发区	4 × 12MW，稻壳、秸秆，一期 2 × 12MW	发电厂兼顾供热	49424
6	湖南隆回凯迪生物质发电厂工程	隆回县城东南工业园	4 × 12MW	稻壳、秸秆，发电兼顾 供热。	22768
7	湖南安仁凯迪生物质电厂一期	安仁工业园	4 × 12MW，一期 2 × 12MW	兼顾供热能力	208224
8	茶陵县凯迪绿色能源开发有限公司	湖南省			
9	松滋市凯迪阳光生物能源开发有限公司	湖北荆州市	1 × 25MW		

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2010 年 9 月 28 日，祁东电厂并网发电成功。其余八家生物质电厂仍在建设过程中，预计 2011 年底全部可以投产完毕并发电。

表5. 第二批电厂（2010 年 7 月从控股公司收购，目前尚未投产运营）

序号	公司名称	注册地	成立日期
1	阳新县凯迪绿色能源开发有限公司	兴国大道莲花新村经贸大厦三楼	2008 年 5 月 18 日
2	谷城县凯迪绿色能源开发有限公司	城关镇城路	2008 年 10 月 14 日
3	江陵县凯迪绿色能源开发有限公司	江陵县郝穴镇永济路	2007 年 3 月 16 日
4	霍山县凯迪绿色能源开发有限公司	霍山县经济开发区	2008 年 8 月 28 日

5	太湖县凯迪绿色能源开发有限公司	太湖县新城法华路	2009年6月5日
6	庐江县凯迪绿色能源开发有限公司	庐江县庐城镇文明中路189号	2007年3月26日
7	金寨县凯迪绿色能源开发有限公司	金寨县经济开发区	2008年6月17日
8	霍邱县凯迪绿色能源开发有限公司	霍邱县城北工业项目区	2007年9月7日
9	丰都县凯迪绿色能源开发有限公司	丰都县工业园	2008年11月26日
10	酉阳县凯迪绿色能源开发有限公司	酉阳县钟多镇桃花源中路7号	2009年1月16日
11	汝城县凯迪绿色能源开发有限公司	汝城县三星工业园	2008年10月27日

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

按公司计划，考虑生物质电厂的建设周期，后续生物质电厂开发进度如下：

表6. 凯迪电力 2010-2013 年盈利预测表

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
年底累计投产运营电厂数	0	1	12	40	66
总电厂数（在建+运营）	9	20	50	82	96

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

4. 祁东电厂样本测算

我们对凯迪电力下属的祁东电厂进行了实地调研，经测算，单个电厂的盈利水平可以达到 2100-2200 万元，不考虑到 CDM 补贴（已在国家发改委注册）。燃料成本是电厂盈利水平里最敏感的因素，燃料成本上涨 10 元/吨，利润下降 220 万元。

表7. 祁东电厂盈利测算表

项目名称	数额	备注
装机容量（万千瓦）	2.4	祁东电厂设计总装机容量 4×1.2 万 KW，第一期 2×1.2 万 KW 发电，单台机组峰值可以到 1.5 万千瓦，正常情况下可以按照 1.2 万千瓦出力
单位容量造价（元/千瓦）	7291	总投资 4 亿元，第一期 1.75 个亿，按照 2.4 万千瓦测算
总投资（万元）	17500	
资本金（万元）	6000	
项目贷款（万元）	11500	
贷款利率	5.94%	现行贷款利率，国家对可再生能源有贴息政策，贴息率 1-3 个点不等，贴息年限 1-3 年
利用小时数（小时）	7000	新机组可以做到 7000 小时
发电量（万千瓦时）	16800	
厂用电率（%）	12.00%	电厂数据
上网电量	14784	公司按 1.48 亿度进行考核
上网电价（元/千瓦时）	0.75	
秸秆单价（元/吨）	275	祁东电厂燃料成本红线 280 元/吨，初期为发电稳定运行，高价收购稻壳存储，后面存在下降空间
发热量（大卡）	3200	经验数据，高热值可以到 4200 大卡
耗用秸秆量（万吨）	22.008	
营业收入（万元）	11088	
营业总成本（万元）	8906	
其中：燃料成本（万元）	6052.2	6052.2

折旧费用 (万元)	1167	公司按 15 年折旧测算进行考核
人工费用 (万元)	450	祁东电厂数据
财务费用 (万元)	683	
其他费用 (万元)	554.4	营业收入 5%
利润总额 (万元)	2182	
所得税率	0	
所得税 (万元)	0	
净利润 (万元)	2182	
净资产收益率	36.36%	

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表8. 祁东电厂燃料成本敏感性分析

秸秆价格	0.75 元(全国统一生物质电价)
200	3832
210	3612
220	3392
230	3172
240	2952
250	2732
260	2512
270	2292
280	2072
290	1852
300	1632
350	531
370	91
400	-569

资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

5. 盈利预测与估值

盈利预测假设:

✓公司将逐步减持东湖高新股权, 出售煤炭资产, 转向专职运营生物质电厂等新能源业务。

✓按最新公告, 考虑集团公司将三个已运营电厂注入上市公司, 初步按盈利 2585 万计算, 由上市公司按现金出资购买。(凯迪控股已投入运营装机容量数: 41.4 万千瓦(截止 2009 底))

✓电厂收益不考虑 CDM 收入及电厂灰渣处理收入。

✓如出售长期股权投资, 暂不考虑当年股权权益业绩贡献。

✓按一般生物质电厂建设周期, 从土建开始到并网发电, 时间为 1.5 年;

✓按一个电厂(装机容量 $2 \times 12\text{MW}$ 或 25MW), 净利润为 2000 万测算;

✓ **环保脱硫:** 公司今明两年比较主要的利润来源。公司是电厂环保脱硫行业的主导者之一, 占据行业超过 50% 的市场份额。目前主要的订单为 09 年 12 月中标的越南冒溪 2×220MW 火电厂项目 EPC 总承包合同, 项目总金额 4.29 亿美金, 其中公司占总承包合同 45% 的份额, 即 1.97 亿美金。预期该项目还有后续订单。

✓ **生物质发电:** 按生物质电厂建设进度, 单个电厂每年 2000 万元的净利润测算, 考虑到收益的不确定, 给予一定的折价, 测算的业绩如下:

表9. 生物质发电 2010-2013 年盈利预测表

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
贡献净利润(万元)	333	10800	38000	98200

资料来源: 东海证券研究所

✓ **出售东湖高新股权和转让中盈长江的投资收益:** 2010 年 3 月 18 日, 公司以 5.65 元/股的价格将持有的东湖高新 14% 的股权转让给湖北联发投, 2010 年实现投资收益 5734 万元。目前, 公司仍持有东湖高新 15% 的股权 (约 7439 万股, 其中 2480 万股为非限售流通股, 预计 2011 年上半年起, 会通过二级市场减持全部非限售流通股), 按照东湖高新目前 11.1 元/股的股价, 以及公司 1.84 元/股的持股成本 (买入成本 3.31 元/股, 2010 年, 每 10 股转增 8 股, 成本摊薄为 1.84 元), 考虑到交易的折价, 预计公司出售东湖高新股权有望在 2011、2012、2013 年实现投资收益约 2.3 亿元 (含资本公积转投资收益)、1.9 亿元、2.1 亿元。股权增值按每年 10% 计算。

2010 年 8 月, 公司转让中盈长江 25% 的股权, 实现投资收益 6090 万元。

表10. 2010-2013 年盈利预测表

	现有业务 (亿元)	生物质发电 (亿元)	出售股权 (亿元)	总净利润 (亿元)	股本 (亿股)	EPS
2010	2.7	0.03		2.73	5.89	0.46
			0.61+0.57	1.18		0.2
2011	2.7	1.08 +0.25		4.03	7.89	0.51
			2.3 (出售东湖高新 加资本公积转)	2.3		0.29
2012	1.0	3.8 +0.25		5.05	7.89	0.64
			6.5 (杨河煤业) 1.9 (出售东湖高新)	8.4		1.06
2013	0	9.82+0.25		10.07	9.39	1.07
			2.1 (出售东湖高新)	2.1		0.22

资料来源: 东海证券研究所

公司 10/11/12/13 年的 EPS 分别为 0.66/0.80/1.70/1.29，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.46/0.51/0.64/1.07，11 年起主营业务复合增速复合增速 45%，按 45X11PE，价格为 23.0 元，加上非经常性损益 0.29 元，目标价 23.3 元。首次给予“买入”评级。

资产负债表(亿元)					利润表(亿元)				
	2010E	2011E	2012E	2013E		2010E	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	10	21	14	15	营业收入	30	36	30	50
应收款项	12	10	5	7	增长率	49.6%	18.8%	-15.7%	67.6%
存货净额	7	9	4	7	营业成本	19	23	16	27
其他流动资产	3	4	3	5	营业成本/营业收入	62.7%	65.5%	54.3%	54.0%
流动资产合计	33	44	26	35	营业税金及附加	0.6	0.7	0.6	1.0
固定资产	53	90	148	205	销售费用	0.2	0.3	0.2	0.4
无形资产及其他	7	7	7	6	销售费用/营业收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
投资性房地产	5	5	5	5	管理费用	3	4	3	5
长期股权投资	6	4	2	0	管理费用/营业收入	10.2%	10.3%	10.1%	9.0%
资产总计	105	150	189	252	财务费用	1.8	1.9	2.8	3.9
短期借款及交易性金融负债	6	0	24	21	投资收益	1	2	10	2
应付款项	11	13	7	12	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	8	9	5	9	其他收入	0	0	0	0
流动负债合计	25	23	36	42	营业利润	7	8	17	15
长期借款及应付债券	26	38	50	62	增长率	65.4%	20.8%	113.2%	-10.1%
其他长期负债	20	20	20	20	营业外净收支	0	0	0	0
长期负债合计	46	58	70	82	利润总额	7	8	17	16
负债合计	71	80	105	123	增长率	67.8%	20.5%	111.8%	-10.1%
少数股东权益	12	12	12	12	所得税费用	2	2	4	4
股东权益	21	57	70	116	少数股东损益	1	0	0	0
负债和股东权益总计	104	149	188	251	归属于母公司净利润	4	6	13	12
					增长率	102.6%	64.1%	111.8%	-
关键财务与估值指标					现金流量表(亿元)				
	2010E	2011E	2012E	2013E		2010E	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.66	0.80	1.70	1.29	净利润	4	6	13	12
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	(0)	0	0	0
每股净资产	3.50	7.22	8.92	12.29	折旧摊销	3	4	7	10
ROS	13%	18%	45%	24%	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)
ROE	19%	11%	19%	10%	财务费用	2	2	3	4
毛利率	37%	35%	46%	46%	营运资本变动	7	4	(1)	1
EBIT Margin	25%	22%	33%	34%	其它	1	0	(0)	(0)
EBITDA Margin	34%	33%	56%	55%	经营活动现金流	14	15	19	24
收入增长	50%	19%	-16%	68%	资本开支	(22)	(41)	(64)	(67)
净利润增长	103%	64%	112%	-	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	80%	62%	63%	54%	投资活动现金流	(21)	(39)	(62)	(65)
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益性融资	0	30	0	33
P/E	26.3	21.5	10.2	13.4	负债净变化	12	12	12	12
P/B	4.9	2.4	1.9	1.2	支付股利、利息	0	0	0	0
EV/EBITDA	22.3	23.1	20.0	13.0	其它融资现金流	(11)	(6)	24	(3)
					融资活动现金流	1	36	36	42
					现金净变动	(5)	11	(7)	1
企业自由现金流	(7)	(26)	(51)	(42)	货币资金的期初余额	15	10	21	14
权益自由现金流	(7)	(22)	(17)	(36)	货币资金的期末余额	10	21	14	15

附一、杨河煤业简介：杨河煤业为郑煤集团、凯迪控股及中盈长江共同发起，于 2005 /12/30 成立，注册资本人民币 5 亿元。其中郑煤集团持有 40% 股权，凯迪控股持有 30% 股权，中盈长江持有 30% 股权。2006 年 12 月、2007 年 1 月，中盈长江将所持 30% 杨河煤业股权分别转让给本公司和凯迪控股。股权转让完成后，郑煤集团持有 40% 股权，凯迪控股持有 39.23% 股权，公司持有 20.77% 股权。2008 年 4 月公司通过对凯迪控股定向增发收购了凯迪控股持有的 39.23% 的部分。公司取得杨河煤业 60% 的总成本是=1.376 亿(20.77%)+7.09 亿(39.23%)=8.47 亿(60%)，其中账面成本是 7.4 亿(07 年底杨河煤业的净资产)*60%=4.44 亿，其他为评估增值。预计目前市值在 14 亿-18 亿之间，公司拟 2011 年出售。

煤炭资产一览表

公司下属煤矿资源一览							备注
项目名称	地质储量(万吨)	可采储量(万吨)	煤种	产能(万吨/年)	持股比例	预计投产时间	
杨河煤业	27908.3	18817.2	贫煤	230	60%	已投产	
万益煤矿	1053.6	697.11	动力煤	45	63.30%	在建	蓝光电厂配套
金信精煤						在建	
佳定煤矿				15		在建	蓝光电厂配套

附二、清洁发展机制(CDM 简介)：1997 通过的《京都议定书》，确认了发达国家 2008-2012 年的温室气体减排义务，要求其在 2008-2012 年间，将其人为温室气体排放水平减少到比 1990 年水平低 5.2%。为了实现减排义务又不影响其经济发展，《京都议定书》设立了清洁发展机制(CDM)，允许发达国家和发展中国家合作实施温室气体减排项目，以获得项目产生的减排量，同时为发展中国家提供投资机遇。

生物质发电项目所产生的减排量可按照联合国 CDM 执行理事会(EB)所规定的一套严格的计算标准来计算，其基本原理是基于在相同发电量的情况下，燃烧生物质燃料比燃烧传统化石燃料(煤)所产生的温室气体(二氧化碳)要少，这部分少排放的二氧化碳经过相关机构的核实后就可成为 CER。

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122