

结构优化典范+高成长+潜在超预期因素

——凯迪电力 (000939) 调研报告

分析师

张 霖:

☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

要点:

- 公司的成功之处, 在于“低碳及循环”经济+创新的经营模式+高技术壁垒。2004 年始, 凯迪已探索出符合中国国情、行之有效的生物质能电厂商业模式, 与传统试点生物质能电厂项目相比, 凯迪生物质发电具有更强的盈利能力。
- 公司享有较强技术壁垒。旗下生物质能电厂采用全球领先的、具有自主知识产权的高温超高压循环流化床锅炉燃烧技术, 使用该技术达到超高压等级的全球仅有三家, 是当之无愧的国内生物质发电的领跑者。
- 能否稳定成本, 是生物发电的关键, 也是市场对公司最大忧虑。我们看好凯迪生物质电厂采用创新商业模式: “三级燃料保障体系”能够对燃料供应量、价有较好控制力。公司不但符合目前国际国内低碳、环保、节能的趋势, 而且生物电厂盈利能力较高, 内部收益率达 8-12%。
- 以此次募集项目来看, 共建设 29.2 万千瓦生物质发电, 我们测算预计全部投产后可实现年利润近 2.5 亿元。公司既有产业资质优良, 杨河煤矿等稳定贡献业绩, 股价有支撑。除此增发, 集团百余项目有望后继注入。2010 年亮点在于出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右+出口订单。出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右。
- CDM——超预期因素。目前凯迪控股获得国家发改委 CDM 批复的项目有 13 个, 其中 12 个项目已经完成 DOE 的审定工作并提交至 EB 申请注册。且预计 CDM 机制将长期有效。我们对公司 09-12 年 EPS 预测分别为: 0.25、0.68、0.70、0.89, PEG34 倍, 给予 2010 年 30 倍 PE, 目标价 21 元, 推荐评级。
- 我们对公司 09-12 年 EPS 预测分别为: 0.25、0.65、0.75、0.91 元, 未来四年符合增速 36%, 考虑到公司所处行业发展前景广阔、技术壁垒较高、创新的经营模式, 给予 2010 年 30 倍 PE, 目标价 21 元, 推荐评级。

投资评级: 推荐 (维持)

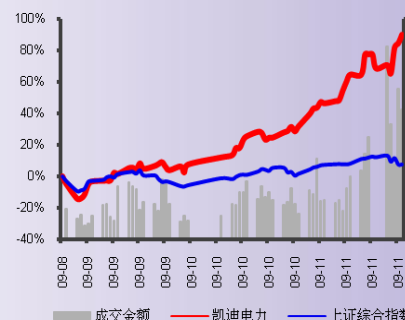
市场数据

总市值 (亿元)	62.78
流通市值 (亿元)	41.11
总股本 (万股)	36848
流通股本 (万股)	24061
12 个月最高/最低	18.03/4.50

公司盈利预测 (百万)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	185514	186008	277823
(+/-%)	5.59%	0.27%	49.36%
净利润	4232	9134	33918
摊薄每股收益	0.115	0.248	0.654
PE	139.58	64.66	24.50

股价表现图



独立声明

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。

目录

1. 核心观点：“低碳及循环”经济+创新经营模式+高技术壁垒是公司三大核心竞争力	3
2.我国最适宜生物质发电产业的推广，行业前景广阔	3
3、生物质发电的领跑者，除此次增发，集团百余项目有望后继注入.....	4
4、2010 年亮点在于出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右+出口订单	5
4.1 出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右	5
4.2 出口订单保守增加净利润 4000 万每年	5
5、2011 年生物质发电业绩释放，助跑公司迈上新台阶	5
5.1 稳定成本秘诀：独特经营模式——三级燃料保障体系	5
5.2 高盈利源自较强技术壁垒	7
5.3 若按全年计，生物发电贡献业绩预计 2.5 亿	8
5.4 CDM——超预期因素	9
6、公司现有产业资质优良，股价有支撑。	9
7、业绩预测与评级.....	10



1. 核心观点：“低碳及循环”经济+创新经营模式+高技术壁垒是公司三大核心竞争力

公司的成功之处，在于“低碳及循环”经济+创新的经营模式+高技术壁垒。2004年始，凯迪已探索出符合中国国情、行之有效的生物质能电厂商业模式，并积累了较强的竞争优势。与传统试点生物质能电厂项目相比，凯迪生物质发电具有更强的盈利能力。我们对于市场所疑虑的原料供应如何保持稳定、价格如何控制、技术壁垒、未来二三年的盈利增长点等市场最为关注的问题均一一作了分析和研判，我们认为，公司是生物质发电的领跑者。其优势有三：

1) 凯迪电力最大的优势之一在于发展生物质能源产业实质是一种“循环经济+低碳经济”的模式，即，实现了“能源植物和农林废弃物—电能和燃料—灰渣—有机肥—有机农林产品”的完整的闭环流动循环经济体。这种模式，不但符合目前国际国内节能环保的趋势，而且生物电厂盈利能力较高，内部收益率达8-12%。

2) 能否稳定成本，是生物发电的关键，也是市场对公司最大忧虑。我们看好凯迪生物质电厂采用创新商业模式：“三级燃料保障体系”能够对燃料供应量、价有较好控制力。

3) 凯迪的生物质发电有较强技术壁垒。生物质能电厂采用全球领先的、具有自主知识产权的高温超高压循环流化床锅炉燃烧技术，使用该技术达到超高压等级的全球仅有三家，它能够增强锅炉的适应性、耐受性，提高了锅炉的热效率，同时国产设备使工程造价大幅下降。保障了盈利空间；

以此次募集项目来看，共建设29.2万千瓦生物质发电，我们测算预计全部投产后可实现年利润近2.5亿元。公司既有产业资质优良，杨河煤矿等稳定贡献业绩，股价有支撑。除此增发，集团百余项目有望后继注入。2010年亮点在于出售东湖至少预计增厚业绩2亿左右+出口订单。出售东湖至少预计增厚业绩2亿左右。

我们对公司09-12年EPS预测分别为：0.25、0.65、0.75、0.91元，未来四年符合增速36%，给予2010年30倍PE，目标价21元，推荐评级。

2.我国最适宜生物质发电产业的推广，行业前景广阔

首先，发展生物质能源产业不仅对化石能源的依赖，而且在存量上减少了对生物质能源的浪费和不合理使用对环境所造成的破坏。生物质能是唯一一种可再生的碳源，是发展可再生能源最主要的方向之一。据初步预测，到2020年，全国能源消费总量将超过30亿吨标煤，中国经济的快速发展形成了对能源的刚性需求，生物质能源的市场容量巨大。

而且，在我国发展生物质发电产业有得天独厚的优势：

1) 在新能源领域中，生物质发电是相对劳动密集型产业，而我国在这方面比国外有较大人工成本优势，因此预计生物质发电的商业化大面积推广要比美国等发达国家至少提前7、8年实现。

2) 中国是一个农业大国，生物质资源十分丰富，各种农作物每年产生秸秆6亿多吨，其中可以作为能源使用的约4亿吨，全国林木总生物量约190亿吨，可获得量为9亿吨，可作为能源利用的总量约为3亿吨。开发潜力将十分巨大。

3) 高电价+全额上网。我国政府十分重视包括生物质直燃发电在内的可再生能源产业发展。《可再生能源法》等法律法规的颁布实施，推动了生物质直燃发电设备的研发、制造，利好政策使生物质能发电项目在中国日益呈现星火燎原之势，促进了相

关产业快速健康发展。国家先后核准批复了河北晋州、山东单县和江苏如东 3 个秸秆发电示范项目，颁布了《可再生能源法》，并实施了生物质发电优惠上网电价等有关配套政策：当地标杆电价+0.25 元至 0.35 元，且生物质发电全额上网，利用小时可以高达 6700-8000 小时，从而使生物质发电获得较高盈利水平，特别是秸秆发电迅速发展。

根据国家“十一五”规划纲要提出的发展目标，未来将建设生物质发电 550 万千瓦装机容量，已公布的《可再生能源中长期发展规划》也确定了到 2020 年生物质发电装机 3000 万千瓦的发展目标。此外，国家已经决定，将安排资金支持可再生能源的技术研发、设备制造及检测认证等产业服务体系建设。总的说来，生物质能发电行业有着广阔的发展前景。

正因如此，市场对于生物质发电补贴会否取消的疑惑我们认为在相当长的时期内不需忧虑，因为发展生物质发电不但能够实现减排节能、而且增加农民就业、减少农村人口向城市转移等社会问题，兼具经济意义与社会意义。

3、生物质发电的领跑者，除此增发，集团百余项目有望后继注入

公司以城市垃圾发电和生物质发电为重点，公司较早已在环保产业上拥有先进的清洁燃烧技术和自主知识产权，处于业内领先地位。公司大股东——凯迪控股自 2004 年开始在国内 1500 多个县市就绿色能源项目开展了大量的调研工作，并与 266 个县市签订了生物质原料供应合作框架协议。目前，凯迪控股已设立 111 个项目公司。目前该公司正在建设全球第一条利用秸秆和碳薪林为原料的生物质大型气化液化商业化装置，预计 2011 年投入商业化运行。

此次，公司拟以 12.04 元/股的价格向包括控股股东武汉凯迪控股投资有限公司在内的不超过十名特定投资者发行不超过 1.5 亿股股票，募集资金总额不超过 18 亿元。其中，向凯迪控股发行的数量不低于 30%、不超过 33.49%。发行对象全部以现金认购。这意味着公司将进入生物质能发电领域。一旦投产运营将显著提升公司的盈利能力，对公司未来发展产生深远影响。实现从环保型公司逐步向绿色能源综合型环保公司转型过程中的关键一步。

非公开发行募集的资金计划投入南陵凯迪、淮南凯迪等 7 个生物质能电厂项目。这些项目合计需要使用资金 20.8224 亿元。若实际募集资金净额少于项目拟投入募集资金总额，不足部分由公司自筹资金解决。本次发行 1.5 亿股，预计非公开发行后，凯迪控股持股比例为 32.48%-33.49%，仍为第一大股东。按轻重缓急顺序，拟投资于以下七个项目：

表 增发募投项目					
序号	项目名称	项目地址	项目规划情况	备注	项目投资 万元
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，秸秆芑茅为燃料	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	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

。资料来源：长城证券研究所

除了公司下属的 9 个生物质能电厂项目公司外，凯迪控股旗下还有 102 个生物质



能电厂项目公司。为避免潜在的同业竞争，公司大股东承诺：

1) 自预案公告之日起，除了已经设立的从事生物质直燃式发电的 102 个项目公司外（已扣除 2009 年 11 月 18 日转让给凯迪电力的九个项目公司），不再进行生物质直燃式电厂的投资、建设和运营。

2) 在适当的时机，通过资本运做的方式将已经设立的从事生物质直燃式发电的 102 个项目公司（已扣除 2009 年 11 月 18 日转让给凯迪电力的九个项目公司）转让给凯迪电力。我们预计，将对上市公司有进一步业绩迈上一个新台阶，为保守起见，我们在业绩预测中，不考虑此因素。

4、2010 年亮点在于出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右+出口订单

4.1 出售东湖至少预计增厚业绩 2 亿左右

凯迪电力拟在近期转让控股子公司东湖高新的全部股份 7991.3121 万股，占总股本 29%。拟受让方为湖北省联合发展投资有限公司，注册资本 32 亿元，实际控制人是湖北省国资委股权占比 40.625%；主营业务为对基础设施、高新技术产业、节能环保产业以及其他政策性建设项目的投资；委托投资与资产管理业务；园区建设等。

我们认为凯迪此举含有被动出售的意味，溢价水平将至少高于净资产但不排除低于市场均值的概率，东湖目前每股净资产 3.17 元，凯迪持有约 8000 万股，我们保守按照净资产 0 溢价测算，预计此部分增厚业绩 2 亿左右。贡献 EPS 约 0.40 元。

4.2 出口订单保守增加净利润 4000 万每年

09 年 3 月 6 日，凯迪电力公告，公司收到越南国家煤炭-矿业工业集团关于冒溪 2x220MW 火电厂项目 EPC 标包（第七号标段）的投标结果通知，该项目合同金额为 4.3 亿美金，中标单位为凯迪电力、武汉凯迪电力工程有限公司、WuffDeutschland, GmbH, Germany。其中凯迪电力承包额约为 1.2-1.5 亿美元。越煤项目若能签订，将有利于进一步优化公司的产业结构，增强公司竞争力，提高知名度和国际影响力，预期会对未来公司盈利有积极影响。

按照公司中标额 10 亿左右人民币测算，工程期 2 年半，付款模式 1-8-1，则平均 2010-12 年分别增加收入 3.6、3.6、1.8 亿，预计公司毛利将高于行业平均，则至少近 2.5 年内，增加净利润每年 4000 万左右。按照摊薄后股本，贡献 EPS 约 8 分钱。

5、2011 年生物质发电业绩释放，助跑公司迈上新台阶

5.1 稳定成本秘诀：独特经营模式——三级燃料保障体系

能否稳定成本，是生物发电的关键，也是市场对公司最大忧虑。我们看好凯迪生物质电厂采用创新商业模式，能够较好控制燃料成本及稳定供应：

首先从稳定燃料供应量看，公司采取“三级燃料保障体系”（如表）：一级是培育碳薪林、二、三级是“直接与农林厂等签订长协+产业工人”模式，能较好保证发电项目燃料量的稳定供应，公司锁定的全国 266 个县均具有原料优势，电厂选址均在林、农、牧厂附近，形成配套产业链。以调研参观的京山电厂为例，就是建在粮食加工厂附近，加工剩余稻壳能够成为稳定的燃料来源，电厂百余亩厂地堆放近两三万吨稻壳，燃料充足。另一个北京市门头沟永定镇卧龙岗村项目为例，生活生产垃圾每年有 22 万吨左右，以及福建圣农的鸡粪发电厂为例，燃料均能够稳定供应。据统计，仅农业废弃物每个县年均 1-2 百万吨，而一个 2*12.5 生物发电厂每年所需燃料，如稻壳、秸秆

等，经测算需 21.6 万吨。

其次，稳定燃料价格来看，公司独特的燃料保障模式，对于林、农、牧厂对于自身的废弃物，免去垃圾处理费用且能盈利，因此乐于同凯迪长期合作，稳定价格。而产业工人，使农民转变成合同工（电厂招聘原料工人），把农民转为合同工，由他们在乡村里帮助收集农业和林业的废弃物，每人每年收购 200 吨，这样不但农民收入有所保障（年薪约三万，三险一金），而且确保了原料的长期、及时、稳定供应，又能够控制合理的价格。

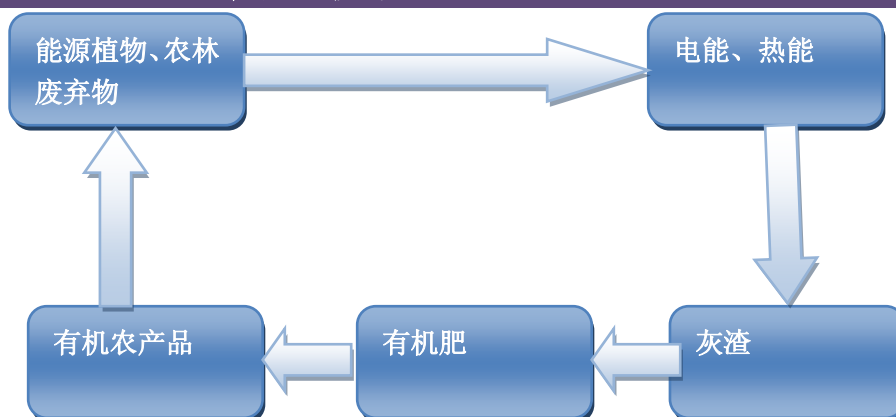
值得一提的是，公司在全国 266 个县签署方圆 80 公里半径内燃料收购的排他性协议不允许同业入内收购燃料，而如果产业工人外运，运费高昂，不经济。这样，收购成本则能够保证到厂价格低于 200 元/吨，而同类生物质能发电项目通过挂牌式收购或中间商收购，容易造成价格失控，以至于有些项目原料价格达到 400 元/吨以上。

三级燃料保障体系	
三级体系	来源
第一级保障	建设碳薪林
第二级保障	锁定林业加工厂、木材加工厂
第三级保障	产业工人模式

资料来源：长城证券研究所

目前，凯迪电力已经形成生物质能源产业，实质是“循环经济+低碳经济”的模式典范，即：由能源林基地、生物质热电厂、生物质燃油燃气厂、有机肥料厂和有机农林基地组成一个完整的循环经济体，实现了“能源植物和农林废弃物—电能和燃料—灰渣—有机肥—有机农林产品”这样一个物质的闭环流动。这种模式，不但符合目前国际国内环保节能的趋势，容易使公司获得各种政策、税收优惠，而且，经济效益本身也相当可观：据统计，在每 50 万亩能源林基地范围内投资建设一个 2×24 兆瓦的生物质热电厂、一个年产 10 万吨的生物质能源液化气化厂、一个年产 5-10 万吨的有机肥料厂、一个年产 5-10 万亩的有机农产品基地，总投资超过 10 亿元，年产值超过 15 亿元，年新增税收收入超过 8000 万元。这个产业链的形成实现了物尽其用，而且产业联动性极强，产品附加值很高，极具商业开发价值。

凯迪“循环+低碳”经济的闭环模式



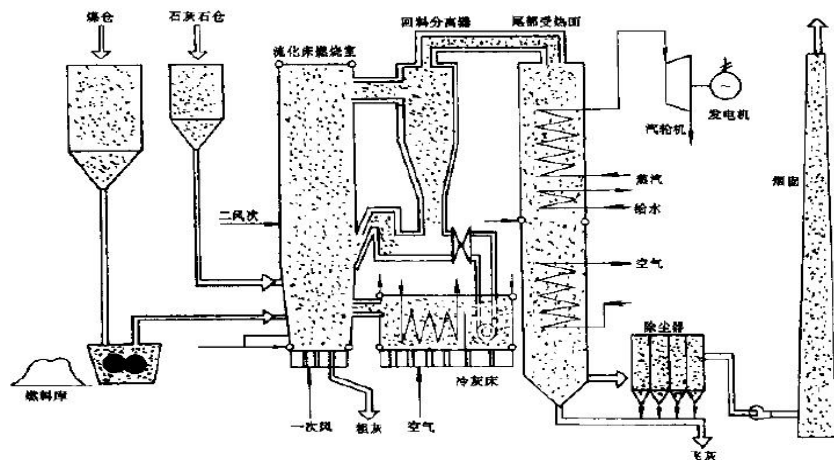
资料来源：长城证券研究所

5.2 高盈利源自较强技术壁垒

凯迪生物质能电厂采用全球领先的、具有自主知识产权的高温超高压循环流化床锅炉燃烧技术，使用该技术达到超高压等级的全球仅有三家。凯迪的设备中，汽轮采用西门子设备，锅炉由凯迪自主研发设计，部分制造。该技术增强了锅炉的适应性、耐受性，提高了锅炉的热效率，保障了盈利空间；同时国产设备使工程造价大幅下降。

该炉型采用高温超高压、自然循环、单炉膛、平衡通风、露天布置、钢架双排柱悬吊结构、燃煤、固态排渣、三个旋风分离器、管式空气预热器，与进口型同等级的循环流化床锅炉相比较具有明显的技术优势。如：燃料热值适应性强，特别是适应燃用高灰、低挥发份等其他燃烧设备难以适应的、劣质燃料方面、负荷调节范围大、燃烧稳定、抗碱、低成本脱硫等优点。成功解决了高温过程的碱金属对锅炉和烟道的腐蚀问题，并很好地解决了对燃料变化的适应性问题，由于其热强度高，即使燃烧发热值低、含水分高的燃料时也可以不用助燃。电厂建设规划在县城的经济开发园区，既拉动了县城工业经济的发展，又实现了电厂热、电、冷三联供，使能源的转化与利用效率都大为提高。

图 公司循环流化床机组原理图



数据来源：长城证券研究所

国际上传统硫化床锅炉较为成熟的有鲁奇炉型、奥斯龙炉型、福斯特-惠勒炉型等，技术方面，法国通用电气阿尔斯通 Stein 公司采用 Lurgi CFB 技术、美国 ABB-CE 公司采用 LuriCFB 技术。我国循环流化床锅炉的起步却较晚，直到 1989 年 11 月才有首台 35t/h 循环流化床投入运行。国内目前较先进的也只是四川东方锅炉厂自主研制的 1025t/hCFB 亚临界锅炉。

而凯迪技术基于公司多年的脱硫领域的技术经验，在可用率、可靠性、效率、运行经济指标上已经达到国际先进水平，普遍优于其他引进技术。凯迪自主研发的循环流化床锅炉发电技术还成功出口越南，并建立了全球第一个鸡粪发电厂。同时，在节能降耗领域，凯迪也拥有双强煤粉炉少油点火装置等系列产品的核心技术，节油率高于 90%，产品国内市场占有率 80% 以上，并出口美国、欧洲、亚洲等 20 多个国家。

此外，公司未来发展技术路径：直接燃烧——生物质气化 IGCC——生物质大型气化液化，预计试生产线于 2011 年底前投产。



表 我国循环流化床发展历程

1989 年	济南锅炉厂	生产的我国第一台 35t/hCFB 电站锅炉
1991 年	黑河热电厂	DG-65/3.82-M 锅炉
2000 年	秦皇岛北山发电厂	我国首台 130t/h 循环流化床锅炉正式投运
2005 年	四川内江白马	引进法国 ALSTOM 设计供货的 1025 t/h 锅炉，配套国产 300MW 汽轮发电机组
2006 年	云南大唐国际红河发电公司	引进法国 ALSTOM 公司技术，哈锅生产的 HG-1025/17.5-LHM37，为我国首台 300MWCFB 炉
2006 年	秦皇岛热电厂三期	引进法国技术，国内生产的 1025 t/hCFB
2006 年	分宜电厂	国内首台具有自主知识产权的 1X20 万千瓦循环流化床机组
2008 年	宝新荷树园电厂	国内首台具有自主知识产权的亚临界 300MW
2009 年	凯迪控股	国内唯一拥有自主知识产权循环流化床超高压燃烧技术

数据来源：长城证券研究所

5.3 若按全年计，生物发电贡献业绩预计 2.5 亿

凯迪在生物质发电领域国内起步较早，04 年起步，经反复摸索，目前已经投产 6 个生物质电厂，分布在安徽、江西、云南、四川等地，湖北的一个生物质电厂正在调试，预计 2010 年 12 个电厂全部投产，造价低于行业平均 30%。

2011 年，公司 7 个生物质发电厂开始贡献效益，盈利突出，上网电价高达 0.62-0.72 元左右，对于一个 2*12.5MW 的生物发电厂，2*12.5*7000 利用小时=1.8 亿度电，厂用电率 9-12%，实现收入约 8400 万元；而成本方面，燃料成本 4 千万，相当于度电燃料成本 0.2-0.25 元，折旧 800 万，管理费用 400-500 万，财务费用 1 千万左右，预计内部收益率 8-12%左右。

以福建圣农项目为例，圣农公司和武汉凯迪公司共同出资，总投资 2.4 亿元的福建光泽圣农鸡粪发电厂项目 08 年底建成投入使用，该发电厂总设计规模为 4 台 1.2 万千瓦发电机组，建成后每年可向当地电网提供 1.68 亿千瓦时的电量。据悉据目前盈利状况良好。

我们还实地考察了凯迪控股旗下刚运营投产的京山电厂，一期 2*12.5MW，稻壳含运费到厂价 130-200 元每吨，投资 1.7 亿，机组约 7000 万，占 40%，土建 5500 万，安装 2400 万，年净利约 2000 万左右。而且该电厂属集团建设的第一批电厂，与上市公司此次募集资金投建的第二批电厂相比，由于首批采用高温次高压技术，而第二批采用高温超高压技术，因此，第二批的运营效率将高于第一批 25-30%左右。

此外，高盈利的另一重要因素就是，高利用率。除高电价之外，凯迪新型生物质能电厂建设于工业园区，采取热、电、冷三联供的方式运行，与采用单一供电模式的项目相比，其能源综合利用效率要高 8-9 个百分点。而且利用小时可以达到 6700 小时以上，比国内目前传统火电行业的 4800 左右的利用小时高出近四成，为高盈利打下基础。预计内部收益率 8-12%左右。

以此次募集项目来看，共建设 29.2 万千瓦生物质发电，我们测算预计全部投产后可实现年利润近 2.5 亿元。我们保守预测，项目在 2011 年中期投产，则，2011 年给公司业绩增厚约 1.3 亿左右。

项目盈利能力				
	项目名称	项目投资内部收益率（税后）	净现值（万元） （ic = 8%）	投资回收期 （年）
1	南陵凯迪生物质能发电厂项目	11.83%	5,520	7.96
2	淮南凯迪生物质能发电项目	9.96%	2,406	8.61
3	崇阳县凯迪生物质能发电厂项目	11.05%	4,620	8.51
4	来凤县凯迪生物质能发电厂项目	10.89%	4,352	8.59
5	湖南祁东凯迪生物质电厂工程	9.83%	5,468	9.68
6	湖南隆回凯迪生物质发电厂工程	9.91%	5,060	9.58
7	湖南安仁凯迪生物质电厂一期工程	11.32%	4,490	8.44

数据来源：长城证券研究所

5.4 CDM——超预期因素

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。

目前国内通过销售 CER 获得收益的生物质电厂有 3 个，基本情况如下：1）山东禹城新园 15MW 生物质热电联产项目，2007 年 3 月至 2007 年 12 月间产生 119591 CER，若按 10 欧元/CER 价格估算，则获得收益 120 万欧元；2）河北晋州 24MW 秸秆发电项目，2007 年 3 月至 2008 年 3 月间产生 18044 CER，若按 10 欧元/CER 价格估算，则获得收益 18 万欧元；3）江苏宿迁 24MW 秸秆直燃发电项目，2007 年 3 月至 2008 年 7 月共产生 108860 CER，若按 10 欧元/CER 价格估算，则获得收益 110 万欧元。

目前凯迪控股获得国家发改委 CDM 批复的项目有 13 个，其中 12 个项目已经完成 DOE 的审定工作并提交至 EB 申请注册。预计若 CDM 实现，一个 2*12.5MW 的生物发电厂可获得每年 1700—1800 万收入。2008 年 7 月 8 日在印尼巴厘岛召开的八国峰会发表声明，宣布就温室气体长期减排目标达成一致，八国寻求实现 2050 年将全球温室气体排放量减少至少一半的长期目标。因此，CDM 机制将长期有效。

6、公司现有产业资质优良，股价有支撑。

公司目前主要业务范围为杨河煤业（持有其 60%股权）和河南蓝光电厂（持有其 100%股权）的投资及运营管理。

杨河煤业注册资本金 5 亿元，凯迪电力持股 60%、郑煤集团持股 40%。公司位于河南省郑州新密市境内，京港澳、连霍、郑少高速公路；陇海、京九等铁路大动脉从矿区周边穿过，交通运输条件得天独厚。

杨河煤业有限公司井田范围包括裴沟井田、杨河井田、樊寨井田三部分，井田总面积 48.7559km²，地质储量 2.6 亿吨，可采储量 1.7~1.9 亿吨。杨河煤业有限公司现有一对生产矿井（裴沟煤矿核定生产能力 230 万吨/年）、拟建一对新矿井（樊寨煤矿 240~300 万吨/年），配套建设一座洗选煤厂，对煤炭进行深加工，主要生产高炉喷吹煤，提高煤炭产品附加。预计 09 年盈利 1.8 亿左右。公司权益利润 1.08 亿左右。

河南蓝光电厂是以燃烧劣质煤，矸石为主的绿色环保型电厂，是首批获得国家 135MW

综合利用机组资质的环保型电厂。河南义马环保电厂为凯迪电力实际控制电厂。我们预计 09、10 年微利。

凯迪增发前资产					
主要环保电厂项目	项目所有人	权益比例	燃料类型	装机容量（万千瓦）	项目进展
河南义马环保电厂	东湖高新	85%	铬渣	2×15.5	两台机组分别于05年12月和06年3月投产
河南蓝光环保电厂	凯迪电力	100%	煤矸石	2×13.5	两台机组分别于05年1月和05年12月投产
杨河煤业	凯迪电力	60%	煤矿	年产230万吨，储量1.7-1.9亿吨	拟建一对新矿井，240~300万吨/年

数据来源：长城证券研究所

7、业绩预测与评级

基本假设：

- 1) 东湖股权于 2010 年出售，且保守预计按照净资产转让；
- 2) 公司出口越南的业务顺利履约并收回合同款；
- 3) 保守估计，增发项目于 2011 年中期投产；
- 4) 杨河樊寨煤矿 2010-12 年逐步释放产能；
- 5) 不考虑 CDM 收益

我们对公司 09-12 年 EPS 预测分别为：0.25、0.65、0.75、0.91 元，未来四年符合增速 36%，给予 2010 年 30 倍 PE，目标价 21 元，推荐评级。

未来项目增长点						
	09 既有项目	2010 年增长点	2011 年增长点	合计	股本	EPS
2009E	杨河煤业+蓝光电厂等增发前资产盈利 1.08 亿			0.93 亿	3.68	0.25
2010E	杨河煤业+蓝光电厂等增发前资产盈利 1.1 亿	预计增厚业绩 2 亿左右，出口增加净利润每年 4000 万左右		3.38 亿	5.18	0.65（考虑摊薄）
2011E	杨河煤业+蓝光电厂等增发前资产盈利 1.72 亿	出口预计增加净利润每年 4000 万左右+其他 5 千万	7 个生物质电厂释放业绩，预计一期增加利润 1.3 亿左右	3.88 亿	5.18	0.75（考虑摊薄）
2012E	杨河煤业+蓝光电厂等增发前资产盈利 2.23 亿	出口预计增加净利润每年 2000 万左右	7 个生物质电厂释放业绩，预计一期增加利润 2.5 亿左右	4.7 亿	5.18	0.91（考虑摊薄）

资料来源：长城证券研究所

分业务测算						
	煤矿+电厂	售东湖+出口	生物质发电	合计	股本	EPS9(元)
2009E	0.93	0.00	0.00	0.93	3.68	0.25
2010E	0.98	2.40	0.00	3.38	5.18	0.65
2011E	1.55	0.90	1.30	3.88	5.18	0.75
2012E	2.00	0.20	2.50	4.70	5.18	0.91

资料来源：长城证券研究所

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	185514	186008	277823	441531	成长性				
营业成本	121678	128685	182377	296871	营业收入增长	5.6%	0.3%	49.4%	58.9%
销售费用	799	802	1197	1903	营业成本增长	-16.7%	5.8%	41.7%	62.8%
管理费用	21845	21903	33339	52984	营业利润增长	-48.3%	-15.3%	260.9%	7.5%
财务费用	16621	13026	12296	14207	利润总额增长	-42.9%	-35.0%	350.9%	-5.0%
投资净收益	8154	0	20000	0	净利润增长	-86.9%	115.8%	271.3%	15.3%
营业利润	21158	17911	64637	69506	盈利能力				
营业外收支	2135	-2775	3608	-4690	毛利率	34.4%	30.8%	34.4%	32.8%
利润总额	23292	15136	68245	64816	销售净利率	2.3%	4.9%	12.2%	8.9%
所得税	8997	4389	19791	18797	ROE	1.7%	3.5%	6.9%	7.3%
少数股东损益	10063	1612	14536	6903	ROIC	6.6%	5.4%	10.7%	16.7%
净利润	4232	9134	33918	39116	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
流动资产	198736	203193	505454	691387	管理费用/营业收入	11.8%	11.8%	12.0%	12.0%
货币资金	70953	112044	372180	476890	财务费用/营业收入	9.0%	7.0%	4.4%	3.2%
应收帐款	35759	16741	25004	39738	投资收益/营业利润	38.5%	0.0%	30.9%	0.0%
应收票据	1030	372	833	1766	所得税/利润总额	38.6%	29.0%	29.0%	29.0%
存货	37246	33458	47418	77186	应收帐款周转率	7.07	8.91	8.58	9.79
非流动资产	498300	506367	507612	524020	存货周转率	3.44	3.18	2.93	3.75
固定资产	350693	361948	370702	394572	流动资产周转率	0.92	0.52	0.46	0.54
资产总计	697036	709560	1013067	1215407	总资产周转率	0.26	0.22	0.25	0.32
流动负债	283216	289839	362731	517648	偿债能力				
短期借款	120600	124510	128420	136240	资产负债率	64.1%	63.2%	51.6%	55.9%
应付款项	92028	97327	137936	224530	流动比率	0.70	0.70	1.39	1.34
非流动负债	163645	158800	160360	161764	速动比率	0.57	0.59	1.26	1.19
长期借款	158800	158800	160360	161764	每股指标 (元)				
负债合计	446861	448639	523091	679412	EPS	0.115	0.248	0.654	0.754
股东权益	250175	260921	489975	535995	每股净资产	6.79	7.08	9.45	10.34
股本	36848	36848	51848	51848	每股经营现金流	1.51	2.13	2.14	2.91
留存收益	113383	122517	322035	361151	每股经营现金/EPS	13.2	8.6	3.3	3.9
少数股东权益	99944	101556	116092	122995	估值				
负债和权益总计	697036	709560	1013067	1215407	PE	139.6	64.7	24.5	21.2
现金流量表 (万元)					PEG	1.27	0.60	1.60	-
经营活动现金流	55789	78359	111038	150868	PB	2.4	2.3	1.7	1.6
其中营运资本减少	20609	39331	26857	65874	EV/EBITDA	17.42	13.64	12.09	9.20
投资活动现金流	-57535	-41178	-36972	-55381	EV/SALES	4.72	4.70	4.03	2.56
其中资本支出	-55271	-37103	-37202	-55565	EV/IC	2.08	2.27	3.02	3.31
融资活动现金流	27709	3910	186070	9224	ROIC/WACC	0.95	0.79	1.54	2.41
净现金总变化	25963	41091	260136	104710	REP	2.18	2.89	1.96	1.37

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

张霖: 金融学硕士, 2007 年1月加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%; 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间; 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间; 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%。
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。