

多重因素贡献业绩超预期

——凯迪电力(000939)动态点评

分析师

张霖:

☎(86-10) 88366060-8752

✉ zhangl@cgws.com

要点:

- 公司今日发布业绩预告 09 年净利润约 17687.04 万元-19529.44 万元, 每股收益约 0.48 元-0.53 元, 同比增长 310%-360%, 大幅超出市场预期。
- 公司业绩超预期的原因有三: 一是参股 25%的中盈长江国际投资担保有限公司利润有较大增长; 中盈长江 08 年净利润约 1100 万, 预计 09 年由于其参股福建圣农上市且解禁, 因此预计投资收益有大幅增长。
- 二是公司中标越南冒溪 2x220MW 火电厂 EPC 项目 09 年内已开始执行; 值得关注的是合同额超预期, 该项目合同金额为 4.3 亿美金, 其中凯迪电力承包额原为 1.2-1.5 亿美元, 现提升为 1.97 亿美金。按照公司中标额 14 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 5.6、5.6、2.8 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 5500 万左右。按照摊薄后股本, 贡献 EPS 由原先预期的 8 分提升至约 0.11 元。预期会对未来公司盈利有积极影响。
- 原因三是: 公司旗下全资子公司-河南蓝光环保发电有限公司 09 年度电价的调增以及发电量和供气的增长, 导致经营情况好转, 提升盈利水平, 减亏 7 千万。
- 我们认为公司亮点在于“低碳及循环”经济+创新的经营模式+高技术壁垒(参见我们 11 月报告《“低碳及循环”经济+创新经营模式+独占技术》)。我们判断“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, 经测算, 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。除此次增发, 集团百余项目有望后继注入。
- 我们提升公司 09-11 年 EPS 预测分别为: 0.49、0.68、0.79 元, 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, 维持推荐评级。

投资评级: 推荐(维持)

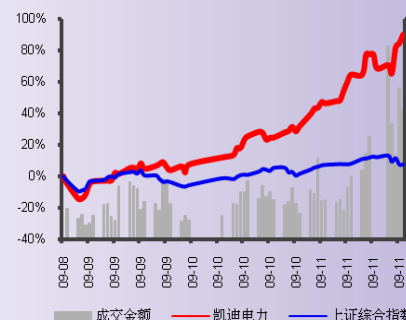
市场数据

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	19.99/4.50

公司盈利预测(百万)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	185514	186307	298733
(+/-%)	5.59%	0.43%	60.34%
净利润	4232	18121	35243
摊薄每股收益	0.115	0.492	0.680
PE	174.49	40.75	29.48

股价表现图



“低碳及循环”经济+创新经营模式+
独占技术—— 2009年11月27日

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。

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	185514	186307	298733	426633	成长性				
营业成本	121678	117614	203080	288995	营业收入增长	5.6%	0.4%	60.3%	42.8%
销售费用	799	803	1287	1839	营业成本增长	-16.7%	-3.3%	72.7%	42.3%
管理费用	21845	20494	28678	38397	营业利润增长	-48.3%	98.7%	62.6%	9.2%
财务费用	16621	13005	12739	15849	利润总额增长	-42.9%	68.6%	83.3%	-2.8%
投资净收益	8154	11000	20600	0	净利润增长	-86.9%	328.2%	94.5%	15.8%
营业利润	21158	42041	68376	74643	盈利能力				
营业外收支	2135	-2775	3608	-4690	毛利率	34.4%	36.9%	32.0%	32.3%
利润总额	23292	39266	71984	69953	销售净利率	2.3%	9.7%	11.8%	9.6%
所得税	8997	11387	20155	19587	ROE	1.7%	6.5%	6.9%	7.3%
少数股东损益	10063	9757	16585	9570	ROIC	6.6%	7.6%	11.4%	17.3%
净利润	4232	18121	35243	40796	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	206102	547602	695734	管理费用/营业收入	11.8%	11.0%	9.6%	9.0%
货币资金	70953	118415	402065	487790	财务费用/营业收入	9.0%	7.0%	4.3%	3.7%
应收帐款	35759	16768	26886	38397	投资收益/营业利润	38.5%	26.2%	30.1%	0.0%
应收票据	1030	373	896	1707	所得税/利润总额	38.6%	29.0%	28.0%	28.0%
存货	37246	30580	52801	75139	应收帐款周转率	7.06	8.54	9.15	10.32
非流动资产	498300	506367	516659	565274	存货周转率	3.59	2.82	3.17	3.89
固定资产	350693	361948	379749	435827	流动资产周转率	0.92	0.49	0.48	0.53
资产总计	697036	712470	1064262	1261008	总资产周转率	0.26	0.21	0.26	0.31
流动负债	283216	275616	393420	519800	偿债能力				
短期借款	120600	124510	132510	148510	资产负债率	64.1%	61.0%	52.0%	55.5%
应付款项	92028	88954	153594	218574	流动比率	0.70	0.75	1.39	1.34
非流动负债	163645	158800	160360	180360	速动比率	0.57	0.64	1.26	1.19
长期借款	158800	158800	160360	180360	每股指标 (元)				
负债合计	446861	434416	553780	700160	EPS	0.115	0.492	0.680	0.787
股东权益	250175	278054	510482	560848	每股净资产	6.79	7.55	9.85	10.82
股本	36848	36848	51848	51848	每股经营现金流	1.51	2.30	2.70	2.68
留存收益	113383	131504	332347	373143	每股经营现金/EPS	13.2	4.7	4.0	3.4
少数股东权益	99944	109702	126287	135856					
负债和权益总计	697036	712470	1064262	1261008	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
现金流量表 (万元)					PE	174.6	40.8	29.5	25.5
经营活动现金流	55789	84731	139837	139162	PEG	1.55	0.81	1.87	-
其中营运资本减少	20609	28570	51953	47974	PB	3.0	2.7	2.0	1.9
投资活动现金流	-57535	-41178	-46347	-89437	EV/EBITDA	20.37	13.24	13.80	10.42
其中资本支出	-55271	-37103	-46577	-89620	EV/SALES	5.51	5.49	4.46	3.21
融资活动现金流	27709	3910	190160	36000	EV/IC	2.43	2.58	3.62	3.56
净现金总变化	25963	47462	283649	85725	ROIC/WACC	0.95	1.10	1.64	2.50
					REP	2.55	2.34	2.20	1.42

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 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。多次撰写华能集团、深圳能源、中国节能公司等大型课题项目。具备一定的产业背景。较好把握行业动态及未来趋势, 近年获朝阳永续“行业研究领先奖”、中国证券市场“水晶球”奖电力行业第六名等。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。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
行业评级	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
行业评级	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	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;
	回避	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。