

弃而不馁，韬光养晦

——凯迪电力(000939)动态点评报告

要点:

- 事件: 公司本次非公开发行 A 股股票的申请未获得通过。
- 被否原因: 在生物质电厂建设过程中产生的与大股东武汉凯迪控股投资有限公司下属全资子公司武汉凯迪电力工程有限公司之间的关联交易。
解决措施: 为了避免关联交易继续发生, 公司决定成立上市公司自有的工程建设管理部, 由该部门负责未来公司旗下生物质电厂的建设与管理。该部门应于 2010 年年内完成部门队伍建设与标准化建设等工作, 并于 2011 年起完全有能力独自承担生物质电厂的建设与管理工作。
- 后继发展动向: 公司即日董事会决议增发不利并不影响公司既定的发展生物质能源产业的战略规划, 将以自筹资金完成旗下 9 家生物质能电厂项目的投资、建设和运营。
- 自筹建生物电厂的可行性判断: 我们认为理论上存在这种可能性: 所需资金 18 亿, 自筹可达 10 亿左右, 包括已出售东湖高新约 2 亿, 未来出售东湖、中盈长江股权约 4 亿, 煤炭、电力工程等自有盈余及债务融资约 2-3 亿等。但是, 我们认为公司更可能遵循的发展脉络是自建部分生物质电厂以证明盈利性之后, 不放弃再次股权融资的机会, 预计最快今年年底或明年初新增发方案有可能再次报证监会。
- 今明 2 年盈利不受影响。2010 年亮点主要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, 出口订单保守增加净利润 4000 万每年。2011 年下半年生物质电厂方面, 公司承诺自有资金能够保证项目进度, 因此并不影响我们原先业绩预测。
- 生物质发电前景仍值得期待: 从世界范围来看, 我国生物质能发电目前只占可再生能源发电装机的 0.5%, 远远低于世界平均 25% 的水平, 说明我国在这方面还有很大的发展空间。国家“十一五”可再生能源发展规划生物质发电 550 万千瓦装机容量, 《可再生能源中长期发展规划》确定, 到 2020 年生物质发电装机要达到 3000 万千瓦。近期生物质发电标杆电价新政出台亦或是股价新催化剂之一。
- 我们维持公司 10-11 年 EPS 预测分别为: 0.68、0.78 元, 考虑到 2010 年部分股权出售属非经常损益约 0.3 元, 经常性收益约 0.4 元, 因此, 公司估值中枢约 11 元左右, 鉴于增发未果, 股价短期受利空因素刺激, 建议短期回避。但中长期仍或有阶段性机会。

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。

分析师

张 霖: SAC: S1070209040317
 富(86-10)88366060-8752 zhangl@cgws.com
 周 涛: SAC: S1070210020001
 富(86-10)88366060-8727 zt@cgws.com
 徐 超: SAC: S1070210020009
 富(86-10) 88366060-8711 xuc@cgws.com

投资评级: 中性(下调)

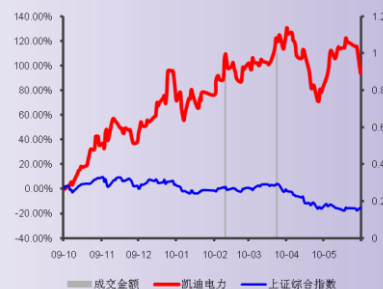
市场数据

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)

营业收入
 (+/-%)
 净利润
 摊薄每股收益
 PE

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

多重因素贡献业绩超预期-09.01.09

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	估值				
负债和权益总计	697036	712470	1064262	1261008	PE	174.6	40.8	29.5	25.5
现金流量表 (万元)					PEG	1.55	0.81	1.87	-
经营活动现金流	55789	84731	139837	139162	PB	3.0	2.7	2.0	1.9
其中营运资本减少	20609	28570	51953	47974	EV/EBITDA	20.37	13.24	13.80	10.42
投资活动现金流	-57535	-41178	-46347	-89437	EV/SALES	5.51	5.49	4.46	3.21
其中资本支出	-55271	-37103	-46577	-89620	EV/IC	2.43	2.58	3.62	3.56
融资活动现金流	27709	3910	190160	36000	ROIC/WACC	0.95	1.10	1.64	2.50
净现金总变化	25963	47462	283649	85725	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: 中国社科院博士生, 2007 年加入长城证券, 任电力新能源行业分析师。

周 涛: 清华大学物理学博士, 2007 年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

徐 超: 清华大学机械系硕士, 2007年加入长城证券, 任电力设备-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

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。