

被市场低估的资产注入

维持“买入”评级

凯迪电力

000939

资产注入价值被低估

从原始资本增值的角度看，三家电厂的评估值相当于原始资本投资按每年 8% 的利息计算资本增值，假设剩余资本金贷款利息按 5%，贷款年限按 2 年计算（电厂实际开工建设到现在是 4 年，假设贷款是 2 年后到位）。从收益法的角度看，2011 年评估报告的净利润为 2585 万元，但该净利润不包括增值税的即征即返，返还值为 837 万元，按我们的调研结果，返回值都是当期直接返还，应计入当期利润。这样算来，这三个电厂注入上市公司的市盈率倍数为 9 倍，属于明显低估。从市净率的角度看，此次注入的 PB 值为 1.59，同期上市公司 PB 为 4.91，也属于明显低估。三个电厂 2012 年净利润为 5461 万，2013 年为 6253 万，盈利能力增长惊人。

CDM 的收入属于超预期

2011 年 1 月 11 日，宿迁电厂 CDM 申请在联合国成功注册。宿迁电厂二氧化碳年减排量为约 10.1 万吨，减排期为 2011 年 1 月 11 日到 2018 年 1 月 10 日。预计每年的温室气体减排收益为 1000 万左右。在经过一段时间的辅导期后，预计 2012 年可以收到全额 CDM 收益。而这块收入在评估报告里没有计算在内。我们在 2010 年 12 月 30 日深度报告《小荷才露尖尖角》里出于谨慎性原则，也没有计算该项收入。

凯迪的技术优势构建了一道护城河

从运行情况来看，凯迪电力的生物质锅炉和生物质燃料的匹配性日益提高，第一批机组稳定运行小时数为 6500 小时，第二批机组稳定运行小时数达到 7000 小时。2011 年有望稳定达到 7500 小时。从能源转换效率看，凯迪正在研制的 30MW 机组热效率比现有机组提高 20-30%，达到 1 公斤生物质原料发一度电。凯迪电力的技术优势及在生物质电厂先发的运营优势为公司构建了一道护城河。

生物质发电行业景气周期已经到来

随着国能生物准备在香港上市，凯迪控股与索罗斯基金的合资公司也在香港募资，生物质发电行业盈利前景得到了市场的逐渐认可。生物质发电作为我国新能源产业的重要一环，其发展增速超预期的可能性很大。生物质能源利用的高级阶段是“生物质材料科技”。未来人们将从生物质能源里便捷地获得煤油、柴油，生物质能源利用才刚刚起步。

维持

买入

分析师：吴文钊

投资咨询执业证书编号：

S0630210070003

021-50586660

wwz@longone.com.cn

联系人：陈俊鹏

021-50586660-8620

cjp@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 01 月 17 日

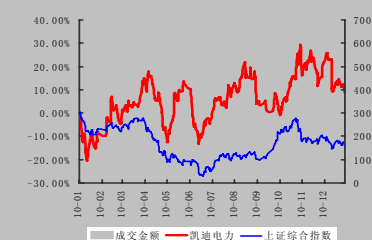
调研：有

价格

当前市价：15.31 元

半年目标：23.3 元

股价表现



公司估值

	10	11	12	13
EPS	0.66	0.80	1.7	1.29
PE	23	19	9	11.8
PB	4.91			

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

101230	深度报告	首次买入
--------	------	------

一、资产注入价值被低估

1、从资本增值的角度看

按照《评估报表》，公司的评估值合计为 30751 万元。与净资产账面价值相比，评估增值率为 59.16%，**看起来仍是一个不错的回报率**。但考虑到公司的大部分资本金来自于银行贷款，母公司已支付了银行利息，从公告来看，资本金到位了约 4 年时间，**假设银行贷款到位的时间晚 2 年**，公司支付了 2 年的利息。扣除银行利息后，公司的原始资本增值率为 8%，已低于上市公司的 WACC 值（，母公司的 WACC 暂没数据），从这个角度讲，母公司资产注入基本上是**赚取负的超额收益**。资产注入体现了凯迪控股一直以来对上市公司的支持。

公司名称	总资产	净资产	贷款	原始资本 (已投入年限)	贷款(已支付 利息年限)	原始资本 增值率(假设)	原始资本 本现值	贷款利息 (假设)	利息合计
宿迁	24489	7303	14000	4	2	8%	9935.651	5%	1400
万载	19624	6000	14000	4	2	8%	8162.934	5%	1400
望江	22172	6018	14000	4	2	8%	8187.423	5%	1400
							26286.01		4200
总合计									30486.01

资料来源：东海证券研究所

2、从收益法的角度看

根据《评估报告》，标的资产公司对应 2010 年 11 月-12 月至 2015 年预测的净利润情况如下：

预测净利润					
公司名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
宿迁	1271	1321	1339	1369	1336
万载	574	1087	1044	1242	1219
望江	739	1201	1149	1352	1317
合计	2584	3609	3532	3963	3872
增值税返还					
公司名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
宿迁	837	938	943	956	956
万载		443	883	929	929
望江		471	895	940	940
合计	837	1852	2721	2825	2825
总合计	3421	5461	6253	6788	6697

资料来源：东海证券研究所

生物质电厂的增值税是即征即返，应计入当期利润。按评估值 30752 万元计算，标的资产 2011 的贡献利润为 3421，**资产收购的 PE 值约为 9 倍**。基本上相当于在一级市场上上市前股权融资价格。若按 2012 年的贡

献利润，资产收购的 PE 值仅为 5.6 倍。

从 PB 的角度看，本次收购的 PB 值为 1.59，大大低于上市公司目前的 PB 值为 4.91。

按调研结果，望江电厂和万载电厂预计 2011 年一季度就可以实现双机并网发电，2011 年贡献业绩可能超预期。

二、CDM 收入属于超预期

1、主要电厂的 CDM 申请注册情况

2011 年 1 月 11 日，宿迁电厂 CDM 申请在联合国成功注册。宿迁电厂二氧化碳年减排量为约 10.1 万吨，减排期为 2011 年 1 月 11 日到 2018 年 1 月 10 日。预计每年的温室气体减排收益为 1000 万左右。在经过一段时间的辅导期后，预计 2012 年可以收到全额 CDM 收益（2011 年可以收到少许收益）。从收入的确定角度来看，参考其它上市公司有 CDM 收入的情形，CDM 收入应该计入公司正常营业性收入。而这块收入在评估报告里没有计算在内。我们在 2010 年 12 月 30 日深度报告《小荷才露尖尖角》里出于谨慎性原则，也没有计算该项收入。

电厂项目	注册日	减排日期	CO2 减排量 (万吨)	备注
宿迁	2011.1.11	11 Jan 11 - 10 Jan 18	10.1	上市公司
万载	2011.1.13	2011.1.13-2018.1.12	11.5	上市公司
望江	2011.1.13	13 Jan 11 - 12 Jan 18	10.5	上市公司
祁东		01 Jan 11 - 31 Dec 17	19	上市公司，正在申请注册
监利	2010.8.12	2010.8.12-2017.8.11	11.7	属于合资公司
京山	2010.12.24	01 Jan 11 - 31 Dec 17	11.4	属于合资公司

资料来源：东海证券研究所、UNFCCC

2、2012 年后 CDM 的机制

我们认为：虽然最近两年的气候大会对 2012 年后，后京都议定书时代，碳减排机制没有形成一个成文的约束条款。但《京都议定书》并没有一个终止条款，在人类日益关注大气变暖现象的时候，碳汇资源将在相当长的时间里具有价值。UNFCCC 新任秘书长 Christiana Figueres 表示，由于气候谈判迟迟未决，而《京都议定书》并没有一个终止条款，因此它将在 2012 年之后仍然延续作为一个“第二位”的国际协议。不管各国能否通过谈判达成 2012 年之后的第二承诺期的减排目标，她表示都希望《京都议定书》中的 CDM 等市场化机制能够保留下来。这样的表态算是给担心 2012 年之后的碳市场走向和命运的人多了一点安慰。不过最终结果如何，还需要看未来几年各国的谈判情况。

以下是联合国最近公布的一些有关 2012 年后 CDM 常见问题的官方回答。见附件

附件一、

1. 2012 年后清洁发展机制 (CDM) 是否继续？

CDM 是京都议定书的一部分，京都议定书是无限期的一个合法的框架公约。虽然附件 I 国家的减排目标通过谈判形成是有承诺期的，**但是 CDM 本身是个长期的机制，它会继续延续下去，它的延续性并不依存于特定的承诺期。**这种延续性适用于 CDM 的所有方面，包括项目注册，CER 的签发，方法学的批准，DOE 的合格性等。

CDM 通常与 2012 年相联系的原因是：京都议定书的参与方目前承诺的减排目标仅适用于第一承诺期，即 2008 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日。

2. 第二承诺期的减排目标如何确定？

目前在京都议定书下，附件一国家在 Ad Hoc 工作组下就第二阶段的减排目标展开谈判。同时在 Ad Hoc 工作组下还有其它的谈判展开，如基于 AWG-LCA 下的为了确保 UNFCCC 的完整，有效以及可持续性展开谈判。

京都议定书与 2012

AWG-KP 和 AWG-KLCA 下的谈判结果，包括 2012 年后的减排目标的表达形式等，目前还不明朗。如果这些目标不是以京都议定书框架下的第二承诺期的方式表达，参与各方希望就 CDM 下的项目活动如何继续提供指南。由于 CDM 的广泛参与性，相应指南中会正视不同的选择，包括项目活动的运行和 CER 的签发在京都议定书下直接继续，或者这些项目活动的管理可能会采取其它的方法。

无论如何，目前 2012 之前的减排量的处理方法是按京都议定书的现有规则进行管理。

3. 第一个承诺期内产生的 CER 在 2012 年后能否继续进行交易？

京都议定书中规定，**承诺期内产生的 CERs 同其他类型的减排量单位一起可在承诺期校准期终止之前在各个缔约国的国家登记处内部或外部进行交易。**校准期是指，参与各方完成对 2012 日历年度附件一缔约方的排放清单的审查并达成共识之日后的 100 天。因此，**第一承诺期的校准期将可能被延迟至 2015 年年中。**在第一承诺期内产生的 CERs 可能无法在此日期后进行交易，除非他们首先被延期至第二个承诺期。

然而，众多非政府性质的 CER 买家和卖家将受到其国内或地区性排放贸易系统规则的影响，如欧盟排放交易系统。这些规则会给第一承诺期内使用的 CERs 强加其它的截止日期。因此，这些市场参与者会希望确定一个截止日期，用于针对企业实体的减排目标来放弃一些 CERs 或者在此类交易系统下将第一承诺期产生的 CERs 替换成系统签发的其它的减排量单位（如此类系统规则适用）5. CER 由第一承诺期向第二承诺期的延期方式。

附件一国家可以决定将 CERs 由第一承诺期延期至第二承诺期来完成其相应的减排目标。此种“延期”交易，需由国家登记处发起，完成 CERs 序列号的更新。

每个附件一国家在由第一承诺期向第二承诺期延期的 CERs 总量需不超过其第一承诺期原始分配指标的 2.5%。缔约方可自由确定其国家登记处中需要延期的 CERs，但是由 tCERs 向 1CERs 的转移是不允许的。

目前关于 CDM 登记处的 CERs 延期，还没有出台相关规定。

附件二

附表 公司业绩预测表

	10	11	12	13
营业收入（万元）	30.0	35.6	30.0	50.3
营业收入同比（%）	49.6%	18.8%	-15.7%	67.6%
净利润（万元）	3.9	6.3	13.4	12.1
净利润同比（%）	102.6%	64.1%	111.8%	-

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897