

转型正在进行

点评 2010 年年报

凯迪电力

000939

事件:

凯迪电力发布年报: 报告期内, 公司营业收入 335,896.38 万元, 同比增长 67.46%; 营业利润 56,594.45 万元, 同比增长 39.76%; 归属于母公司净利润 30,591.91 万元, 同比增长 60.09%, 基本每股收益 0.52 元。分配预案: 每 10 股送红股 6 股, 并派发现金红利 1.00 元 (含税)。

评述

生物质电厂开始贡献业绩。截止 2010 年 12 月 31 日, 宿迁、望江、万载等三个电厂全年实现净利润 1,435.94 万元。从收购日算起, 对公司贡献净利润 354.28 万元。祁东电厂由于在试运营期, 售电收入冲抵成本, 不计入当期利润。

生物电厂建设进程加快, CDM 收入即将显现。上市公司目前的电厂数为 23 个, 目前已投运电厂 4 个, 分别为宿迁、望江、祁东、万载, 预计 2011 年并网的电厂为湖北来风、崇阳、松滋, 安徽南陵、淮南、霍山, 重庆丰都项目在 2011 年并网发电, 其余在 2012 年投产。2011 年 1 月宿迁电厂、望江和万载电厂、祁东电厂的 CDM 项目已分别在联合国成功注册, 为公司 2011 年获得 CDM 收益做好了准备。

资本支出加大, 公司融资需求显现。随着电厂建设的不断推进, 公司的资本支出不断加大, 公司融资需求迫切, 预计未来会通过资本市场进行融资。

维持年报业绩快报公司 11/12/13 年的 EPS 分别为 1.14 元 (考虑增发摊薄) /0.83 元/1.76 元 (13 年起退出其它业务, 专注生物质电厂运营), 扣除非经常性损益后 EPS 为 0.51 元/0.83 元/1.07 元, 维持目标价 23.3 元。

风险提示:

管理风险: 公司电厂扩展速度很快, 带来的人员需求, 异地管理风险。**燃料成本风险:** 虽然公司燃料收集机制已走上正轨, 成本得到较好控制, 但不排除未来成本上升的可能。

维持

买入

分析师: 桂方晓

投资咨询执业证书编号:

S0630511010012

021-50586660

gfx@longone.com.cn

联系人: 陈俊鹏

021-50586660-8620

cjp@longone.com.cn

日期

分析: 2011 年 04 月 20 日

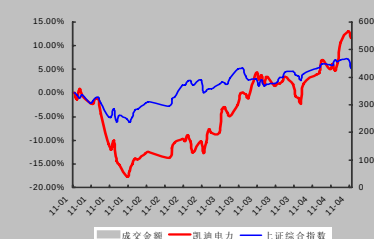
调研: 无

价格

当前市价: 17.86 元

半年目标: 23.3 元

股价表现



公司估值

	10	11	12	13
EPS	0.52	1.14	0.83	1.76
PE	34	15.6	21.5	10
PB				

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
110118	点评	买入

一、 生物质电厂开始贡献业绩

1、报告期内，公司营业收入 335,896.38 万元、营业利润 56,594.45 万元、归属于母公司净利润 30,591.91 万元，分别较上年增长 67.46%、39.76%、60.09%。

业绩增长的主要原因是：公司积极扩大海外市场，承接的海外电厂建设项目增强了公司盈利能力；同时，公司在产业转型过程中为了集中精力发展生物质发电项目，通过产业整合出售公司持有中盈长江国际投资担保有限公司 25% 股权，获得股权持有及转让收益。随着公司主营业务向清洁能源（生物质发电）转型，本年度投资的生物质电厂将陆续产生效益，形成新的利润增长点。

2、战略转型发展生物质能产业初具成效

2010 年是公司全面进军生物质发电领域的第一年，在继 2009 年 11 月收购 9 个生物质能发电厂项目之后，本年在产业政策大力支持行业发展的情况下，公司加大了对生物质电厂项目的投资力度，再次收购了 14 个生物质电厂项目，其中本年收购的宿迁电厂、万载电厂及望江电厂作为已建造完工的电厂，能够为公司作出利润贡献，截止 2010 年 12 月 31 日，上述三个电厂全年实现净利润 1,435.94 万元，并且于 2011 年 1 月宿迁电厂、望江和万载电厂、祁东电厂的 CDM 项目已分别在联合国成功注册，为公司 2011 年获得 CDM 收益做好了准备。

2011 年董事会将持续督导公司生物质发电项目的开发、建设及运营，关注行业发展动态。力争湖北来凤、崇阳、松滋，安徽南陵、淮南、霍山，重庆丰都项目在 2011 年并网发电，其它项目于 2012 年具备投产条件。

表格 1 现有投运电厂业绩贡献情况

	购买日	交易价格	自购买日起至本年末为公司贡献的净利润	本年初至本年末为公司贡献的净利润
望江县凯迪绿色能源开发有限公司	2010 年 11 月 30 日	8,943.00	72.82	91.06
万载县凯迪绿色能源开发有限公司	2010 年 11 月 30 日	9,339.88	0.00	0.00
宿迁市凯迪绿色能源开发有限公司	2010 年 11 月 30 日	11,317.12	281.46	1,344.89
祁东县凯迪绿色能源开发有限公司			0	0

资料来源：公司年报

二、生物电厂建设进程加快，CDM 收入开始显现

上市公司目前的电厂数为 23 个，目前已投运电厂 4 个，分别为宿迁、望江、祁东、万载，预计 2011 年并网的电厂为湖北来凤、崇阳、松滋，安徽南陵、淮南、霍山，重庆丰都项目在 2011 年并网发电，其它项目于 2012 年具备投产条件。

表格 2 上市公司所有电厂一览表（已投运、在建、进行项目前期工作）

项目名称	项目金额	项目进度	项目收益情况	备注
宿迁市凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	1344.89	
望江县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	91.06	
祁东县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	0.00	
万载县凯迪绿色能源开发有限公司	19,000.00	已投运	0.00	
南陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
淮南县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
霍山县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
太湖县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
庐江县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
金寨县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
霍邱县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
丰都县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
酉阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
来凤县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
松滋市凯迪阳光生物能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2011 年并网
阳新县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	进行项目前期工作	0.00	预计 2012 年并网
谷城县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
江陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	进行项目前期工作	0.00	预计 2012 年并网
隆回县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
安仁县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
茶陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	在建项目	0.00	预计 2012 年并网
汝城县凯迪绿色能源开发有限公司	24,000.00	进行项目前期工作	0.00	预计 2012 年并网
合计	532,000.00	-	-	

资料来源：公司年报

2011 年 1 月宿迁电厂、望江和万载电厂、祁东电厂的 CDM 项目已分别在联合国成功注册，为公司 2011 年获得 CDM 收益做好了准备。主要电厂 CDM 的申请情况：

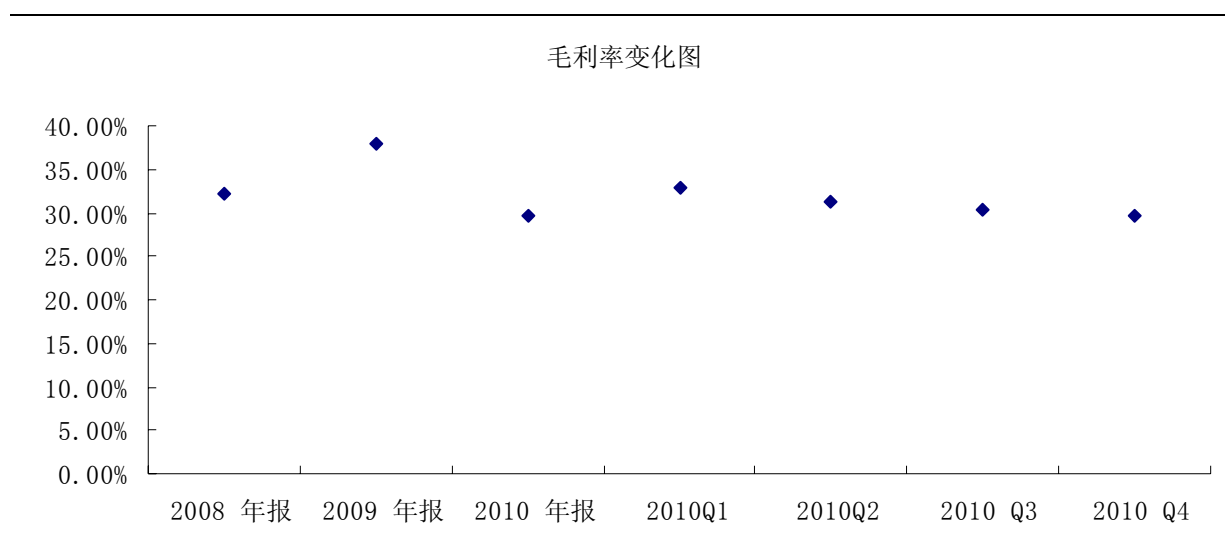
表格 3 部分电厂 CDM 申请情况一览表

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,
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

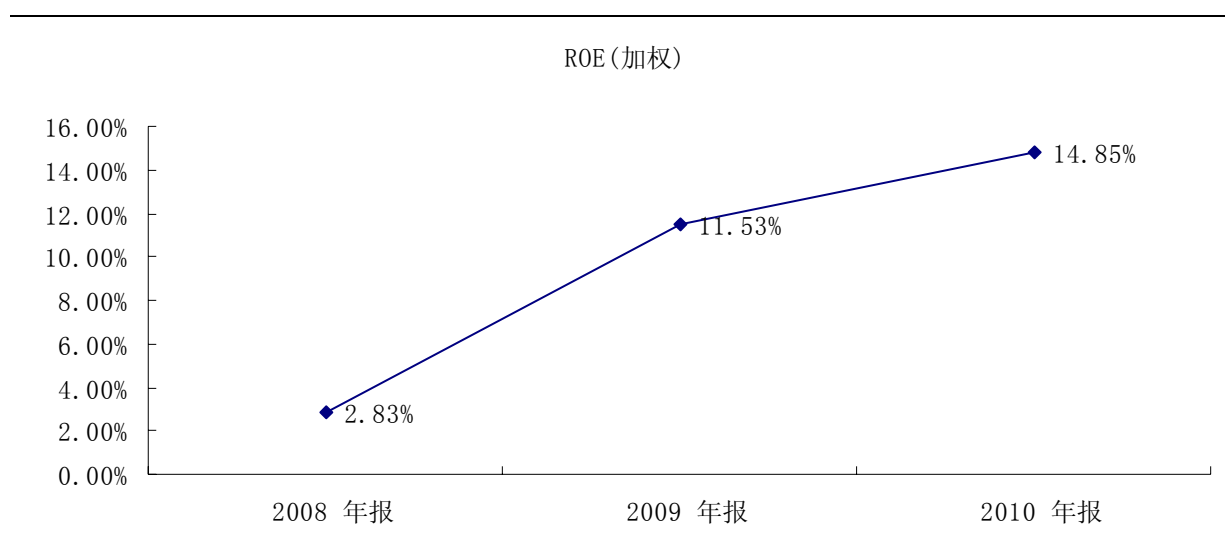
三、其它主要财务指标

表格 4 最近三年毛利率以及四个季度毛利率值



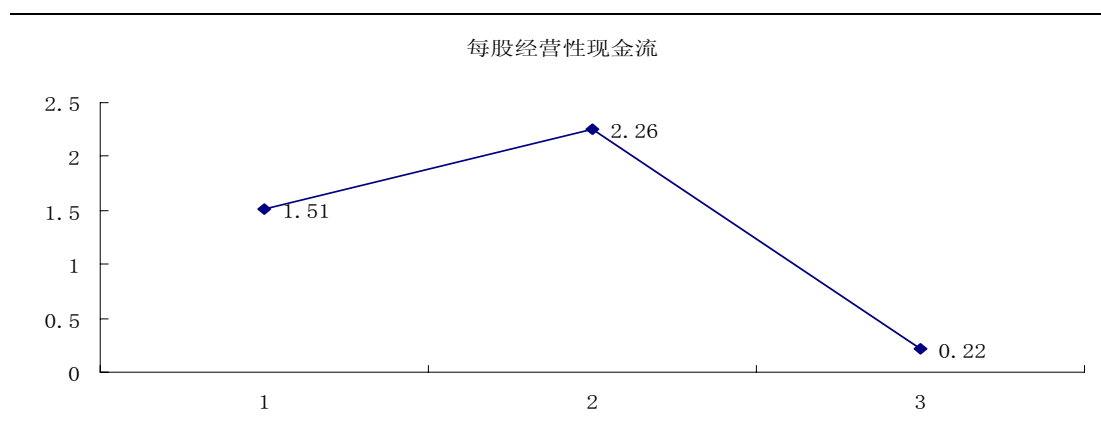
评述：毛利率呈下降趋势，营业成本面临上升的压力。从分项业务来看，除原煤销售毛利率有所增加外，脱硫及电建承包项目、环保发电、工业园基础设施及房地产收入等毛利率均有一定的下降。考虑到 2011 年期，环保发电及工业园基础设施及房地产收入等（大部分属于东湖高新业务）不计入报表。而生物质发电形成规模效应后，毛利率将大幅提高，预计未来毛利率将呈现上升趋势。

表格 5 加权净资产收益率变化曲线



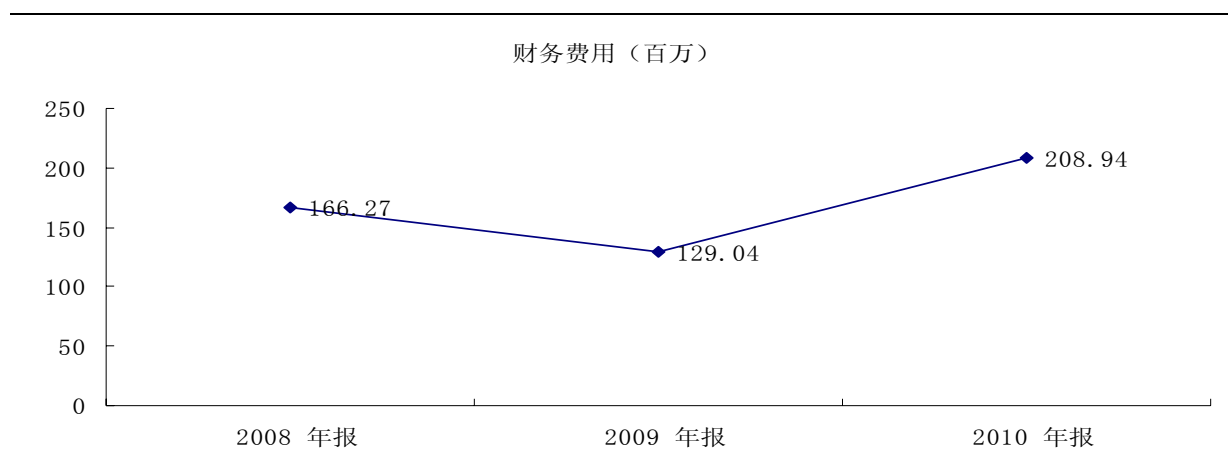
评述：净资产收益率呈现上升趋势，考虑到新业务生物质电厂的杠杆效益，未来净资产收益率还将保持上升趋势。

表格 6 每股经营活动现金流



评述：公司每股经营性现金流呈大幅下降趋势，主要原因是因为越南冒溪项目的收款为信用证收付，收款延迟到 2011 年，其它应收款项（包括宿迁售电收入）等有一定的收款周期，据我们调研情况，**这些收款周期为正常的收款周期**。同时公司预先支付了西门子公司电站锅炉设备等预付款项，预先支付了大量的款项，这些设备是后续电厂的正常资本支出。预计未来生物质电厂逐渐成为主业，售电收入回款常态化，经营性现金流将常态化。

表格 7 财务费用变化图

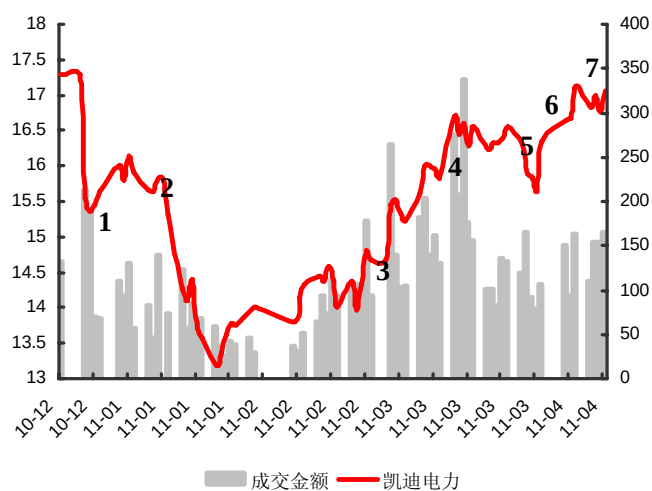


评述：本年度财务费用较上年增加了 71.52%，主要原因为：（1）公司子公司望江、宿迁电厂投产发电，其固定资产达到预计可使用状态，及东湖高新公司脱硫项目借款财务费用增加及全资子公司义马环保电力有限公司部分资产达到预定可使用状态后财务费用增加；（2）公司越南冒溪项目系美元结算，本年度人民币升值造成汇兑损失增加。

其它重要事项：东湖高新股权转让，2011 年起不合并报表。东湖高新股权转让 2010 年 3 月 18 日，公司将所持东湖高新 69,449,234 股（全部为有限售条件流通股，占东湖高新总股本 14%）协议转让给湖北省联合发展投资集团有限公司，转让价格为 21,799.34 万元。相关过户手续已在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕，另本公司于 2010 年 12 月 19 日在二级市场出售持有东湖高新股票 309.20 万股。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	20101230	买入	15.37	23.3
2	20110117	买入	15.31	23.3
3	20110225	买入	14.79	23.3
4	20110310	买入	16.01	23.3
5	20110403	买入	16.34	23.3
6	20110407	买入	16.70	23.3
7	20110415	买入	17.05	23.3



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。

免责条款

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