

新能源新梦想新成就

--凯迪电力一季报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件:

凯迪电力发布一季报:公司营业收入74,382.29万元,同比增长53.1%(扣除10年东湖高新并表因素);归属于母公司净利润52,063.3万元,扣除东湖高新的投资收益后,净利润为6,313万元,同比增长16%(扣除10年一季度东湖高新的并表贡献,合并报表5,776万元,扣除后为5,441万元),一季度每股收益0.88元(扣除投资收益后每股收益为0.11元)。

投资要点

未来能源发展趋势:从2002年布什政府提出将秸秆等农作物作为战略能源那一天起,生物质能源就成为人类新能源的一大种类。从国际上看,英国石油公司、美国国际石油公司等也都开始了对生物质能源产品的投资。巴斯福公司2003年宣布,将以可再生的生物质资源作为化学品生产的主要原料。生物质能源是人类利用最早、最多、最直接的能源。通过生物质能转换技术可以高效地利用生物质能源,生产各种清洁燃料,替代煤炭、石油和天然气等燃料,生产电力。专家认为,生物质能源将成为未来持续能源的重要组成部分。到2015年,全球总能耗将有40%来自生物质能源。

生物质能源发展前景广阔,我国生物质前景巨大:农田作物有可能逐渐取代石油,成为获得从燃料到塑料的物质来源。‘黑金’也许会被‘绿金’所取代,生物质能源有着较为广阔的发展前景。从能源潜力上看,我国林业生物质能源原料丰富,而且中国农林业的废弃物都可作为生物能源原料。中国每年生产粮食5亿吨,产生秸秆近7亿吨,这都可以成为生物能源的主要原料。此外,农业生产中的畜禽粪便,森林中的枯枝腐叶,城市的工业有机废弃物,城市生活中废弃的厨余垃圾、泔水等等,所有的有机物质都可以转化为生物能源。再次,我国有大量边际性土地可种植非粮能源作物。据专家介绍,中国存在约1亿公顷的山地、滩涂、盐碱地等边际性土地,不宜种植粮食作物,但可以作为能源等专业植物种植的土地。按这些土地的20%利用计算,每年约生产10亿吨生物质,每年至少可产酒精

凯迪电力 000939

2011-05-10

评级

推荐

目标价格

25.80

当前价格

21.81

基础数据

总市值(百万)

2447.792

总股本/流通股本(百万)

595.57/435.48

流通市值(百万)

1789.82

每股净资产

4.11

净资产收益率

10.55

交易数据

52周内股价区间

14.65/21.81

10年市盈率

42.03

10年市净率

5.12

一年期走势图



联系人: 雷鸣

行业研究员: 穆运周

证书编号

S0820210010027

电话

021-32229888-3508

E-mail

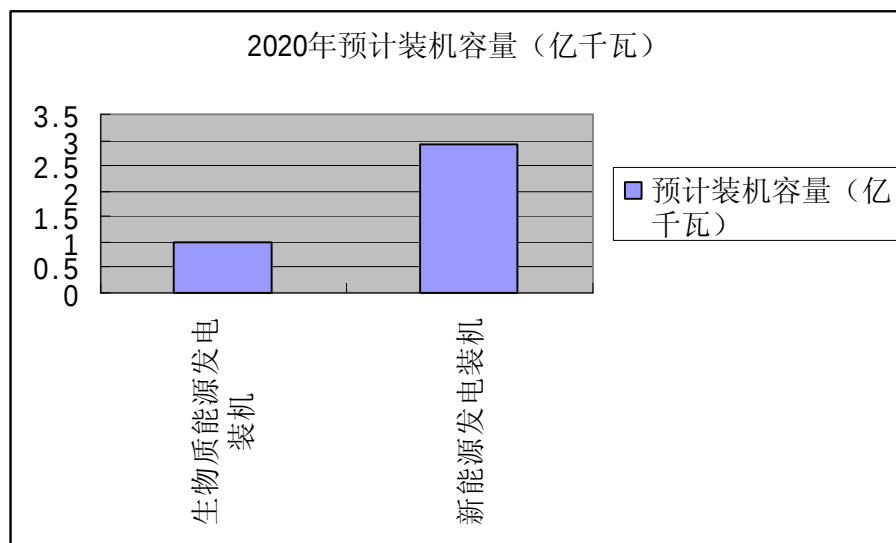
leiming@ajzq.com

相关报告

和生物柴油约 1 亿吨。从技术上来看，生物质能源主要是利用生物发酵技术，而发酵技术是我国生物技术中与国外差距最小的技术。目前，我国许多发酵产品的产量均居世界第一位我国 1.5 代生物燃料技术已经达到国际先进水平，并成功实现了燃料乙醇原料的转型，从玉米等粮食原料转为甜高粱、甘薯、木薯、秸秆、甘蔗等非粮原料；生物柴油技术也已经进入边研究边产业化的阶段；沼气技术已经应用多年；秸秆综合利用技术已经取得了重大突破。我国生物质能源技术完全具备产业发展的实力和底气。从节能安全上看，生物质能源成本最低，且比核能、煤炭安全得多。比如，三峡电站完成一期工程后，截至 2009 年其总投资约为 1800 亿元，年发电 1000 亿度，相当于大庆的能源当量。而发展生物质能源只需要 700 亿左右就能创造一个绿色庆，其成本仅是三峡工程成本的三分之一左右。综上所述，可以看出在我国进行生物质能源产业化，不仅是大势所趋，而且更具有经济与可持续性。

I 国家政策支持：“十二五”时期是我国大力发展新能源等战略性新兴产业的关键时期，转变经济增长方式，开发利用新能源和可再生能源是中国政府积极倡导的能源发展战略。有关专家认为，生物质能源的发展对我国构建稳健、可持续发展的国家能源战略，推动我国资源节约型、环境友好型社会建设具有积极而深远的影响。在国家大力推动新能源产业发展的背景下，生物质能未来将成为我国能源结构中的重要补充，具有较强的发展潜力。在北京举行的能源经济形势发布会上，中国国家能源局综合司副司长王思强表示，中国正在加快编制可再生能源发展“十二五”规划和风电、太阳能、生物质能、页岩气等专项规划，而且国家能源局正在制定《分布式发电管理办法》，预计将在政策支持、项目管理、电网接入等方面给予大力支持。因为生物质发电系统是分布式能源系统的重要组成部分，所以生物质能源的装机有望得到大幅度提升，预计到2020年，生物质能源的装机容量达到1亿千瓦，总投资6000万元（比新能源发展规划的3000万千瓦装机提高2倍），生物质能源将成为低碳社会、国家新能源领域又一突破。国家拟出台分布式能源支持政策，对生物质发电来说是重大利好。

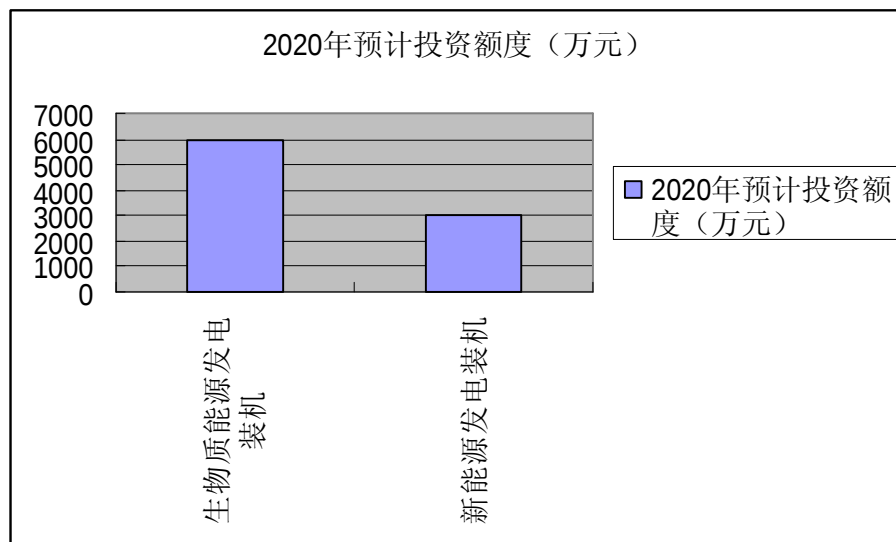
图一：2020年电力装机对比



资料来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

图二：2020 年装机投资量对比



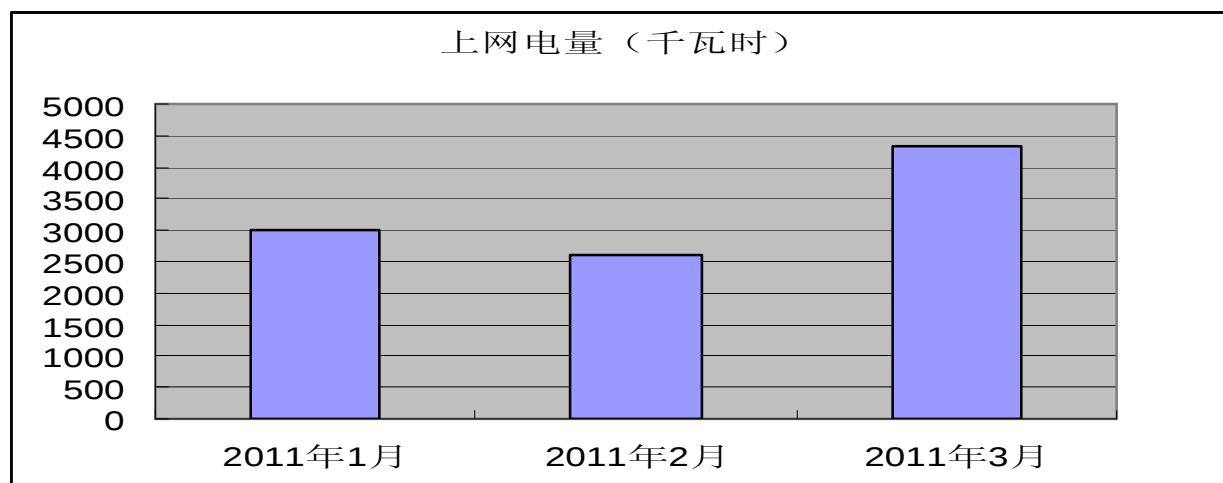
资料来源：爱建证券

新兴产业，潜力巨大：因为生物质能源具有清洁、高效、安全、可持续的特点，因此越来越受到众多能源企业的青睐，但是由于是新兴行业，所以整个行业潜力巨大。目前，行业里生物质能源的利用主要是用来发电，就上市公司而言只有**凯迪电力**一家生物质能源发电企业。

新能源发电巧遇电荒，市场潜力巨大：“十二五”规划中，非石化能源的发电被提高到15%，火电机组增速大大降低，非石化能源不论从机组还是发电量上都大大提高。电力企业的盈利模式为【（电价*发点小时数）-（原料费用+设备折旧费）】。2011年以来，全社会用电量飞涨，最近全国很多地区又发生“电荒”，预计会出现3000万千瓦时的电力缺口，对发电企业而言，发电小时数必然上升。由于煤价高涨，很多地区要提高上网电价，电价提升是必然的，只是时间与频率问题，山西与河南已经提高上网电价，公司虽不是煤电企业，但是水涨船高，在电价上必定会受益。从原料上看，首先，凯迪的生物质液体燃料已到中试阶段，集团在十二五期间将建立10个生物质液体燃料基地，产能达到10万吨。凯迪未来的发展方向将投向广大中西部地区40亿亩夷林地，变荒漠为能源基地，变农民、林业工人为能源工人，探索“后石油危机时代”能源生产方式。凯迪在这一领域已经走在时代的前沿。其次，凯迪的燃料成本控制已走上正轨，燃料收购市场正在从卖方市场向买方过渡。据了解，凯迪的燃料收购已经走上了正轨，燃料成本相比去年同期下降幅度很大，去年主要是因为部分电厂开工，公司为保电厂运营，短时间密集收集燃料，部分成本过高，今年抓住季节规律，提前收购，成本控制较好；同时部分供应商通过一年的摸索，也提高了运营效率，希望与公司长期合作，部分地下调了燃料供应价格。同时集团专门成立了“燃料收购部”，负责区域协调工作，避免内部竞争，同时与行业的其它公司进行协调，避免恶性竞争，目前这一机制已初步见效。从设备折旧上看，设备折旧只占总成本15%到20%，而且生物质发电设备折旧比较稳定。综上所述，从市场面看，凯迪的生物质发电的市场空间巨大。

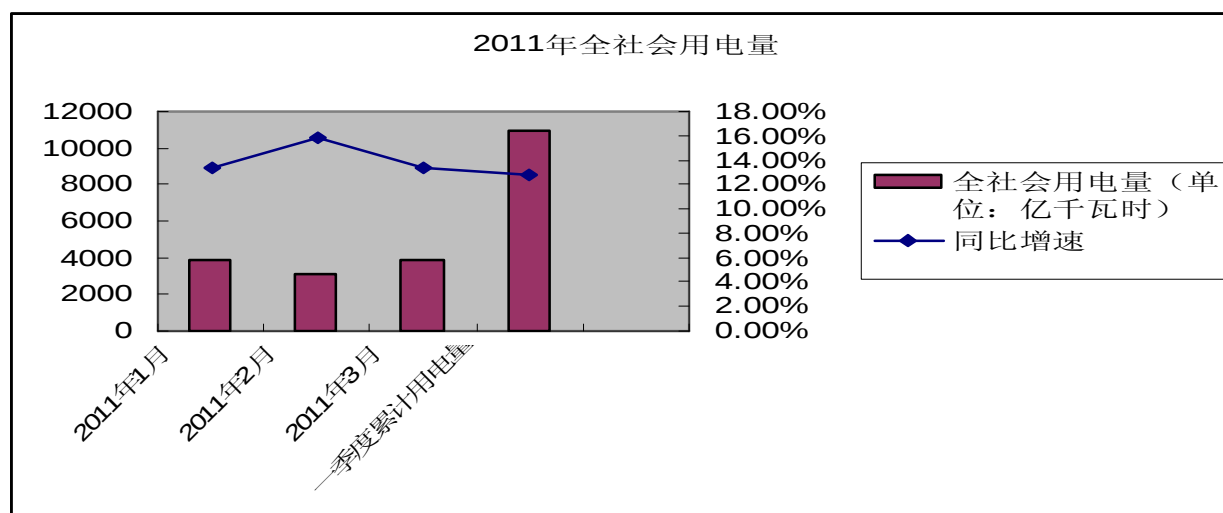
请务必阅读正文之后的重要声明

图三：凯迪电力一季度发电量



资料来源：凯迪电力业绩报表，爱建证券

图四：2011年一季度全社会用电量及同比增速



资料来源：爱建证券

表一：重点出现电荒省份

省份	浙江	江西	湖南	陕西	重庆
电力缺口（单位：万千瓦）	271	140	11	95	121

资料来源：爱建证券

公司研究

表二：部分上调电价省份

部分上调电价省份	电价上调价格（分/度）
山西（已上调）	2.6
河南（已上调）	1.5
山东（预计）	2
河北（预计）	1
湖北（预计）	1.5
四川	1
重庆	1
贵州	0.92
陕西	2
甘肃	2
青海	2
海南	2

资料来源：爱建证券

I 公司拥有核心技术优势：凯迪控股获得“生物质热化学技术国家重点实验室”。生物质热化学技术国家重点实验室建设，落户大股东，是国家对凯迪生物质热化学技术领域在全球首创的一系列关键核心技术的认可与支持。国家重点实验室的建设，必将对凯迪生物质热化学技术领域的核心技术完善、中试和产业化进程，对引领我国生物能源技术未来的发展，产生持续强劲的推动力量。凯迪在生物质液体燃料研究领域已经达到国内领先水平，试验已经到了中期阶段，而且凯迪还具有持续发展研究的能力，这样必定使凯迪长期成为该行业的领跑者。

I 公司已有成绩及未来发展方向：公司生物质电厂建设步伐加快。公司目前有生物质电厂23个，其中有4个已投产运营：万载电厂已于2010年7月投产，宿迁电厂1号、2号机组分别于2009年9月、2010年3月投产，望江电厂1号、2号机组分别于2010年4月、2011年1月投产，祁东电厂1号机组已于2010年9月投产。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。生物质电厂已经开始贡献业绩：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。公司今年下半年陆续有电厂并网发电，预计到今年年底，将有11个并网发电，其余的电厂也将在2012年建成。到明年底，上市公司的23个电厂（第一批注入9个，第二批11个，去年年底3个）将全部并网发电，上市公司未来3年将达到50个电厂规模。集团公司（包括上市公司）在十二五期间的规模将达到200个，其中以黄河为界，各为100个。公司未来发展潜力巨大。

I CDM优势：生物质发电作为清洁能源项目，有望获得联合国CDM补助，目前，公司宿迁、望江、万载和祁东电厂的CDM项目已在联合国注册成功，为公司2011年获得CDM收益做好了准备。其他电厂建好后，均有望获得此项补贴，预计每个电厂有望获得近千万元的补贴，这部分额外收益将在本年逐渐显现。

请务必阅读正文之后的重要声明

- I **盈利预测及估值：**预计公司11/12/13 年的EPS分别为1.04/1.01/1.58（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0.51/0.80/1.12，目标价 25.8元。维持“买入”评级。（按公司公告，上次增发申请后6个月后，可能重新启动增发申请，该业绩预测考虑到2011 年做增发后摊薄）。
- I **风险提示：**
- 1、政策风险：国家政策细则变化，比如，《分布式发电管理办法》出台的细则与计划有出入。
 - 2、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。
 - 3、经营风险：公司未能按预期完成投产与相关工程。
 - 4、成本风险：扩张必然带来成本上升，成本超过预期带来的风险。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 请务必阅读正文之后的重要声明

易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。