

分析师： 葛军 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

联系人： 李昌龙 (8627)65799773 licl3@cjsc.com.cn

转型生物质业务中续，业绩符合预期

事件描述

凯迪电力今日发布 2011 年半年报，其主要内容为：

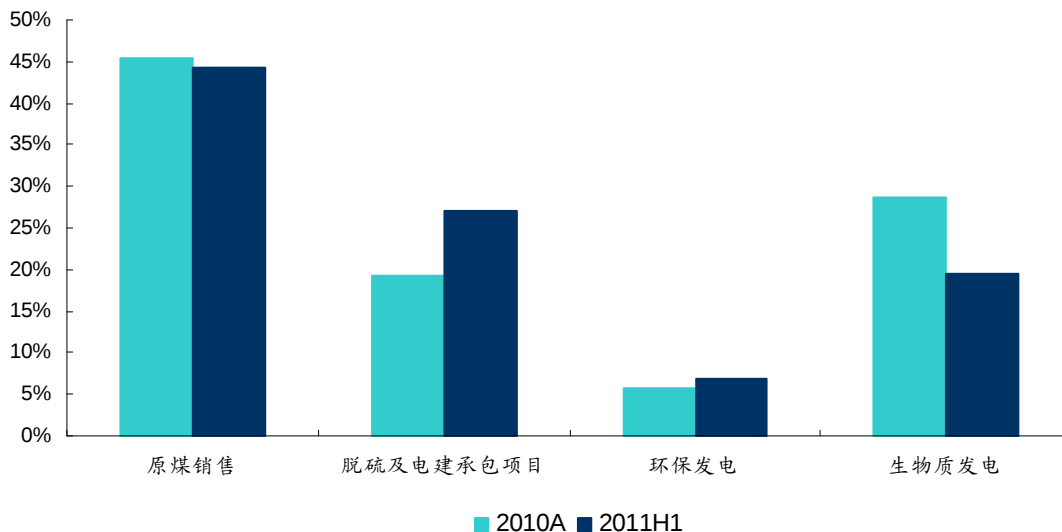
- 2011 年上半年公司实现营业收入 13.80 亿元，营业利润 7.88 亿元，同比分别下降 11.63%(扣除原子公司东湖高新对上年同期合并报表影响后，营业收入同比实际增长 22.86%)和增加 180.58%；归属上市公司股东净利润 6.06 亿元，同比增加 420.51%；扣除非经常性损益后净利润 1.20 亿元，同比增加 3.51%；实现基本每股收益 0.64 元，同比增长 433.33%；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 5.95%，同比提高 0.06 个百分点。
- 2011 年上半年公司旗下四个在运的生物质电厂宿迁、望江、祁东、万载实现累计发电量 23162.82 万千瓦时，贡献净利润 1225.95 万元。

事件评论

第一，上半年传统业务基本保持稳定，生物质电厂贡献已接近 10%

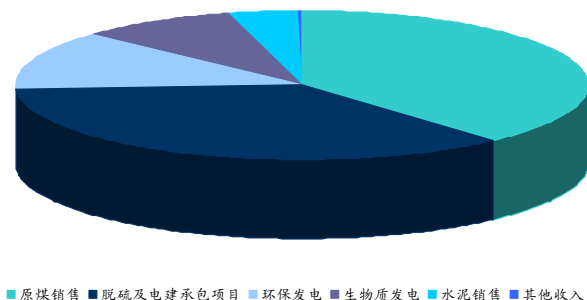
- 从上半年各项业务营业收入及毛利率增长情况来看，公司除生物质发电外的可比传统业务基本保持稳定。营业收入方面，原煤销售营业收入同比减少 0.26%，毛利率提升 1.78 个百分点；脱硫及电建承包项目由于越南电厂项目建造进展顺利，营业收入同比增长 27.63%，毛利率下降 7.86 个百分点；环保发电营业收入减少 44.37%，毛利率提升 8.69 个百分点。
- 上半年公司营业成本 9.67 亿元，同比下降 10.17%。
- 从上半年所涉及业务收入和毛利构成来看，公司生物质电厂业务已有所贡献。生物质电厂业务营业收入达到 9%，毛利贡献达 6%。
- 另外公司期间费用 1.81 亿元，同比下降 15.15%；期间费用率由去年同期的 13.66%略微下降至 13.11%。

图 1：脱硫业务毛利率提升，生物质电厂毛利率有所下降



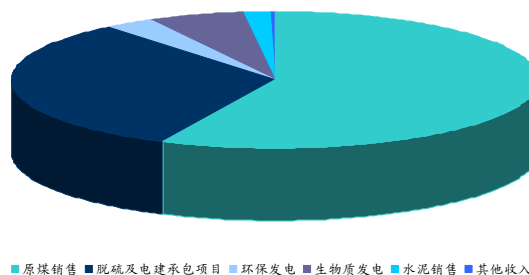
资料来源：长江证券研究部，公司公告

图 2：2011 年上半年生物质电厂收入贡献已达 9%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 3：2011 年上半年生物质电厂毛利贡献已达 6%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，下半年传统业务中煤炭开采成本提高，蓝光电厂改造加快推进

- 由于煤炭安全生产投入加大，下半年煤矿的开采成本将有所增加。根据国务院发布的《关于进一步加强企业安全生产工作的通知》，邀请公司煤矿安装矿井监测监控系统、井下人员定位系统、井下紧急避险系统等井下安全避险技术装备，这将加大杨河煤业的煤炭生产成本。下半年随着杨河煤业接替采区建设工程基本建成，短期内不会再有其他工程建设成本，未来吨煤生产成本将有所下降。
- 蓝光环保电厂，2010 年亏损约 5300 万元；今年上半年由于动力煤价格仍高位运行，蓝光电厂短期仍面临亏损。公司下半年拟通过生物质节能技术改造的方式对蓝光电厂#1、2 号机组依次进行改造，减少发电燃料对动力煤的依赖，降低发电成本。由于蓝光电厂所处区域内农业废弃物丰富，机组规模大(相当于 9 个常规生物质机组)，单位改造成本低于新建电厂项目，管理人员经验丰富，我们预计一经改造完毕电厂将实现扭亏。下半年公司将推进#1 机组的技改工作和项目申报工作。

第三，生物质电厂业绩低于预期缘于祁东电厂拖累，未来项目仍保持正常进度

- 上半年生物质电厂项目实现累计发电量 23162.82 万千瓦时，贡献净利润 1225.95 万元。盈利情况低于预期主要缘于祁东电厂的拖累，上半年宿迁、望江、祁东、万载分别贡献净利润 577.76 万元、401.72 万元、49.62 万元、196.85 万元。宿迁电厂作为其中运行最成熟的电厂，盈利情况基本符合预期；考虑到望江电厂两台机组已正常运行，万载电厂#2 机组下半年或并网，我们合理预计上述四个生物质项目全年贡献净利润约 2700 万元。
- 按正常进度公司下半年预计投产的项目包括崇阳、来凤、松滋、霍山、淮南、霍山和丰都电厂。目前崇阳、来凤、松滋、霍山电厂已进入设备安装阶段，淮南、霍山和丰都电厂正在土建施工阶段。我们合理预计上述 7 个电厂于今年 3 季度末和 4 季度分别投产，贡献净利润约 3500 万元。其他已进入土建施工阶段的生物质电厂项目包括庐江、金寨、霍邱、谷城、隆回，我们预计将于 2012 年率先投产。
- 由于后续项目均为单台装机且容量更高、锅炉技术更加成熟的项目，我们预计随着后续项目的投产，在燃料成本不大幅上升的前提下，公司生物质业务综合毛利率将有所提升。并且单个电厂项目调试期将有所缩短，正常贡献发电利润的时间进度将有所提前。

表 1: 公司已投产生物质电厂项目上半年收益情况

	项目名称	装机总容量	控股比例	项目收益情况
1	宿迁市凯迪生物质发电项目	2×12MW	100%	577.76
2	望江县凯迪生物质发电项目	2×12MW	100%	401.72
3	祁东县凯迪生物质发电项目	2×12MW	100%	49.62
4	万载县凯迪生物质发电项目	2×12MW	100%	196.85

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 公司 2011 年 7 个年有望投产项目情况一览

	项目名称	装机总容量	工程进度	控股比例
一	湖北省			
1	咸宁市崇阳县凯迪生物质发电项目	1×25MW 高温超高压	设备安装	100%
2	恩施州来凤县凯迪生物质发电项目	1×30MW 高温超高压	设备安装	100%
3	荆州市松滋市凯迪生物质发电项目	1×25MW 高温高压	设备安装	100%
二	安徽省			
4	芜湖市南陵县凯迪生物质发电项目	1×25MW 高温高压	土建施工	100%
5	淮南市潘集区凯迪生物质发电项目	1×25MW 高温超高压	土建施工	100%
6	六安市霍山县凯迪生物质发电项目	1×30MW 高温超高压	设备安装	100%
三	重庆市			
7	重庆市丰都县凯迪生物质发电项目	1×30MW 高温超高压	土建施工	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，东湖高新资产重组或对公司构成利好

自 2011 年 5 月 25 日起，公司对东湖高新投资的会计核算自上述“长期股权投资”转入“可供出售金融资产”。截至本期半年报报告期末公司持有东湖高新股票 71,302,384 股，持股比例 14.37%。而二级市场上东湖高新至 2011 年 5 月 11 日起连续停牌，等待资产重组的相关进展。自 6 月 11 日期，东湖高新原第二大股东湖北省联合发展投资集团成

为公司控股股东，其实际控制人为湖北省国资委。并于 2011 年 7 月 6 日东湖高新公告决定拟以 3.69 亿元和 243 万元向凯迪控股转让所持有中盈长江 20%的股权和凯迪工程技术研究总院 7.5%的股权。随着相关资产的剥离，预计东湖高新或将进行下一步的资产重组。

第五，看好公司转型生物质前景，仍维持公司“推荐”评级

- 全国范围来看，生物质发电及生物质燃料目前仍处在政策引导扶持期，本月 9 日召开的全国农村能源工作会议上国家能源局初步拟定，到 2015 年生物质发电装机达到 1300 万千瓦，相比 2010 年底全国约 550 百万千瓦的生物质发电装机，年复合增长率约 18.77%。公司和控股集团由于前期储备项目充足，具备先发优势，将受益于未来即将颁布的《分布式发电管理办法》和已经下发的《国家发展改革委关于生物质发电项目建设管理的通知》以及《产业结构调整指导目录（2011 年本）》等有关产业政策的实施。
- 凯迪电力是生物质发电行业的标杆企业和标准制定者，公司在技术、成本方面具有明显的优势，目前投产的项目盈利能力得到初步验证。未来随着上市公司的项目逐步投产，以及控股公司成熟电厂的进一步注入，公司将加快向生物质电厂及生物质燃料业务的转型，业绩可能快速增长。
- 由于公司业务处于转型的关键时期，我们给出未来两年的盈利预测并对前期数据进行部分修正，预计 2011-2012 年公司摊薄 EPS 分别为 0.76 元和 0.81 元(不考虑未来公司对东湖高新的投资收益)，维持公司“推荐”评级。

表 3：产业结构调整目录增加相关内容

	《产业结构调整指导目录(2005 年本)》	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》
鼓励类-农林业	20、农作物秸秆还田与综合利用（包括青贮饲料、秸秆氨化养牛、还田、气化、培育食用菌等）	20、农作物秸秆还田与综合利用（青贮饲料，秸秆氨化养牛、还田，秸秆沼气及热解、气化，培育食用菌，固化成型燃料，秸秆人造板，秸秆纤维素燃料乙醇、非粮饲料资源开发利用等）
鼓励类-电力	无相关表述	5、生物质纤维素乙醇、生物柴油等非粮生物质燃料生产技术开发与应用
	无相关表述	6、生物质直燃、气化发电技术开发与设备制造
	无相关表述	7、农林生物质资源收集、运输、储存技术开发与设备制造；农林生物质成型燃料加工设备、锅炉和炉具制造

风险提示：（1）公司项目开发进度低于我们预期；（2）燃料成本上升，盈利能力低于我们预期。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。