

凯迪电力 (000939.sz)

生物质发电迎来春天

韩玲 首席分析师
电话: 021-68828545
eMail: gfhf@gf.com.cn
执业编号: S0260511030002

盈利预测与投资评级

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.44、0.68 元, 截止 2012 年 1 月 6 日对应 PE 分别为 15.87、24.26、15.7, 考虑到公司生物质发电产业进入高速发展期, 给予买入评级, 目标价 13 元。

政策扶持力度加大, 生物质发电迎来春天

2010 年生物质发电统一标杆电价 0.75 元/kwh (含税)、2011 年国家十二五可再生能源规划出台、<可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法>实施, 这些政策扶持使生物质发电盈利能力得到根本性变化, 2015 年生物质发电总装机规划从 2010 年 550 万千瓦提高到 2015 年的 1300 万千瓦, 2020 年 3000 万千瓦, 国内生物质发电行业迎来春天。

传统主业逐步退出, 生物质发电龙头隐现

公司在 2011 年不再控股东湖高新, 煤炭、环保发电等传统主业将逐步退出, 大股东凯迪控股旗下生物质电厂将逐步注入上市公司, 公司主业将变更为生物质发电为主、电建工程 EPC 为辅的格局, 生物质发电龙头将浮出水面。在今明 2 年内煤炭、电建项目 EPC 业务收入占比从 69.86% 下降到 41.57%, 如果生物质电厂建成投产时间超预期, 公司有可能提前出售煤炭业务。公司越南冒溪项目预计 2012 年上半年完成; 升龙项目在 2012-2015 年逐步完成, 合同总金额 6.45 亿美元, 公司分包占 47%。

风险提示

- 1、生物质电厂投运及注入上市公司进展低于预期
- 2、海外电建项目 EPC 工程建设延长及工程结算滞后
- 3、生物质电厂补贴电价下调风险
- 4、生物质原材料价格上涨

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2005.88	3358.96	2399.08	3144.57	3784.41
增长率(%)	8.13%	67.46%	-28.58%	31.07%	20.35%
EBITDA(百万元)	674.77	859.42	678.69	896.65	1211.38
净利润(百万元)	188.37	305.92	634.63	415.24	641.81
增长率(%)	1267.21%	62.40%	107.45%	-34.57%	54.57%
每股收益(元)	0.51	0.52	0.67	0.44	0.68
市盈率	34.80	30.14	15.87	24.26	15.70
市净率	3.87	4.74	3.90	3.36	2.77
EV/EBITDA	12.03	13.91	17.24	13.23	9.33

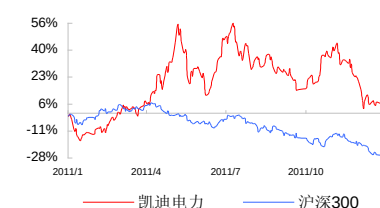
数据来源: 武汉凯迪电力股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格	10.68
合理价值	13.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-12.67	-5.99	-33.87
沪深 300	-8.97	-11.26	-27.5

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	589568000/587932285
主要股东:	阳光凯迪新能源集团有限公司
主要股东持股比例	28.59
流通 A 股比例	99.72%

财务比率

ROE	15.58
ROA	3.3231
资产负债率	65.9518

2010 年报数据

投资亮点

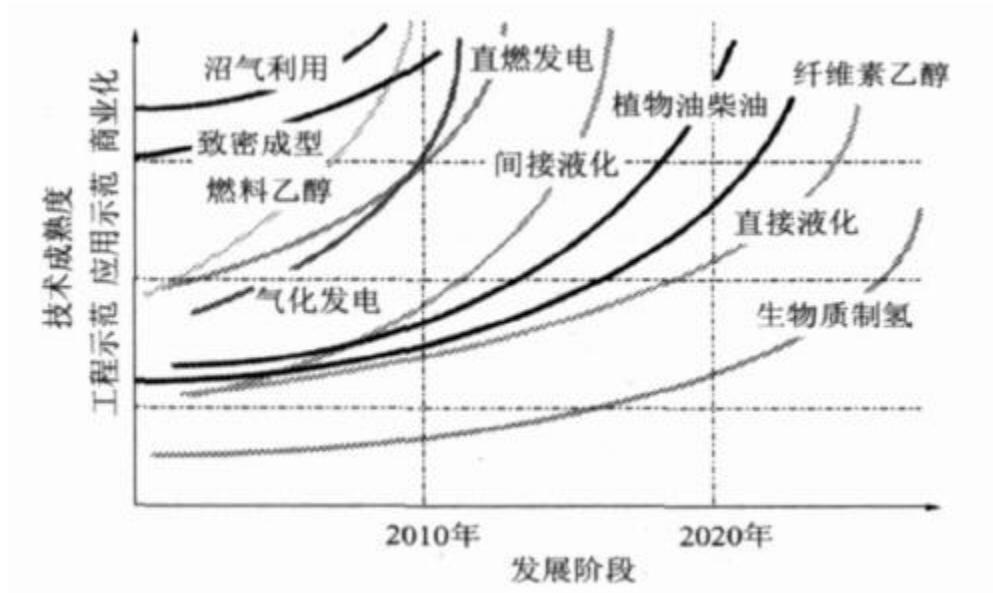
- ◆ 政策扶持力度加大，生物质发电行业迎来黄金期
- ◆ 先发优势，项目储备多，原料、成本、技术优势体现
- ◆ 转型期，传统主业提供安全边际

政策扶持力度加大，生物质发电行业迎来发展黄金期

生物质利用技术

生物质能开发利用技术呈现多样化趋势，包括生物质制氢、气化发电、纤维素乙醇、燃烧发电、沼气利用、生物柴油、热电联产等。

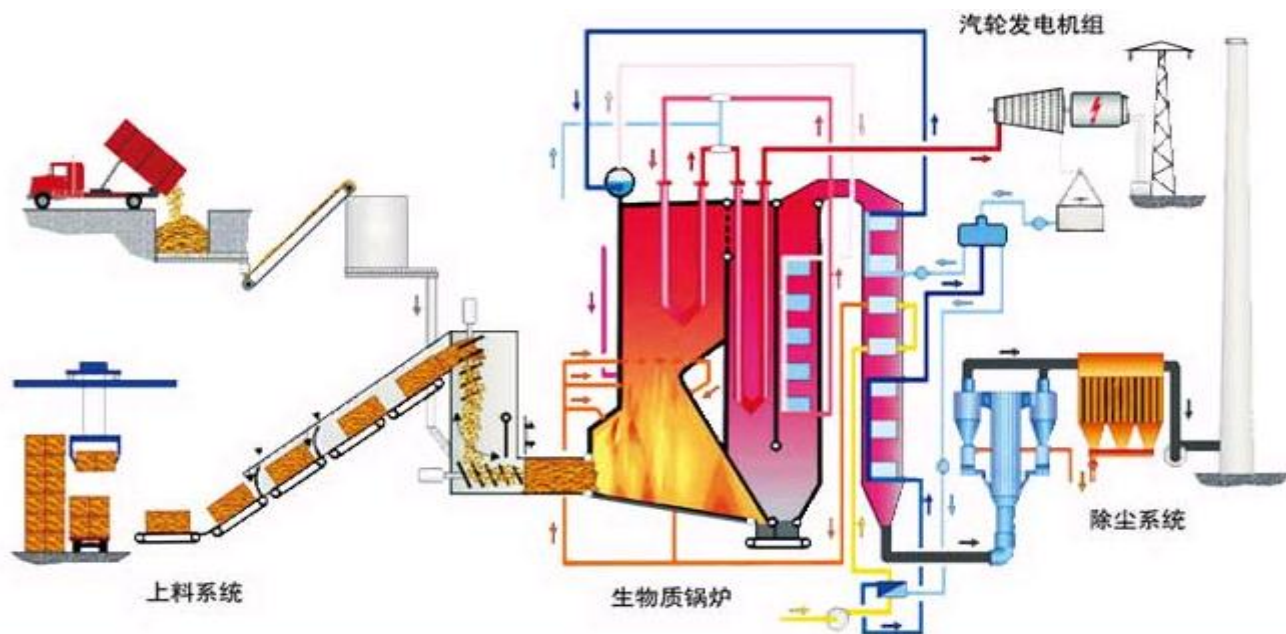
图1：生物质能利用技术发展趋势



数据来源：广发证券发展研究中心整理

生物质发电包括直燃发电、混燃发电、气化发电及沼气发电等，其中直燃发电在国外已经进入大规模应用阶段，特别在丹麦等国家取得了很好的利用效果。我国生物质发电主要以农林生物秸秆直燃发电为主。

图2：农林生物秸秆发电工艺流程



数据来源：广发证券发展研究中心整理

政策护航，空间广阔

图3：近年国内跟生物质能相关主要政策

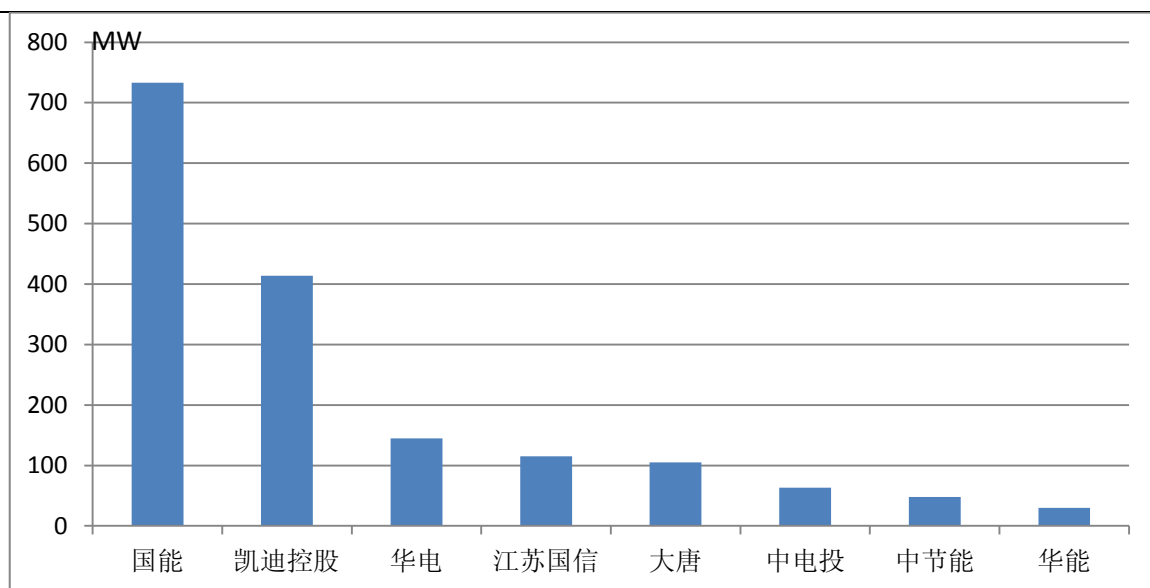
时间	政策名称	行业相关内容
2011.12.19	可再生能源发展基金征收使用管理暂行办法	2012年1月1日起可再生能源电力附加从4厘/kwh上调到8厘/kwh。
2011.11.29	“十二五”农作物秸秆综合利用实施方案	加快推进农作物秸秆（以下简称“秸秆”）综合利用，指导各地秸秆规划的实施，力争到2015年秸秆综合利用率达到80%以上
2010.08.18	国家发改委关于生物质发电项目建设管理的通知	生物质电厂布置在粮食主产区，且每个县或100公里半径范围内不得重复建设，加强生物质发电项目的核准管理工作
2010.07.18	关于完善农林生物质发电价格政策的通知	统一执行标杆上网电价每千瓦时0.75元/kwh(含税)
2009.10.11	《关于规范电能交易价格管理有关问题的通知》	从发电企业与电网企业的交易价格、跨省区电能交易价格以及电网企业与终端用户的交易价格等方面对电价行为进行了全面规范
2009.6	《促进生物产业加快发展的若干政策》	包括生物质发电在内的生物能源被列属五大生物产业之一
2009.3.26	《关于做好2009年电力运行工作的通知》	提出在年度计划安排上，要全额安排可再生能源并网发电项目的上网电量
2008.12.9	《关于自由综合利用及其他产品增值税政策的通知》（财税【2008】156号）	以垃圾为燃料生产的电力享受即征即退政策
2008.10.30	《秸秆能源化利用补助资金管理暂行办法》	规定了中央支持秸秆能源利用的支持对象、方式、补助标准等。
2008.9.8	《关于进一步加强生物质发电项目环境影响评价管理工作的通知》	要求进一步加强生物质发电项目环境影响评价管理工作

2008. 7. 27	《关于加快推进农作物秸秆综合利用的意见》	提出了推进秸秆综合利用工作的指导思想、基本原则和主要目标
2008. 3. 3	《可再生能源发展“十一五”规划》	指出在“十一五”期间，我国将加快发展生物质能，2010年，全国可再生能源中，生物质发电总装机容量达到550万千瓦
2008. 3. 10	《关于2007年1-9月可再生能源电价附加补贴和配额交易方案的通知》（发改价格[2008]640号）	生物质发电补贴实际达到0.35元/度
2008. 1. 1	新《企业所得税法》	生物质发电因资源综合利用可享受收入减计10%的所得税优惠
2007. 9. 4	《可再生能源中长期规划》	提出生物质发电2010年要达到550万千瓦，2020年达到3000万千瓦

数据来源：广发证券发展研究中心整理

我国生物质发电处于起步阶段，未来空间广阔。目前国内介入生物质秸秆发电主要有国能生物质发电有限公司、中国节能投资公司、五大发电集团、粤电集团、皖能电力等。

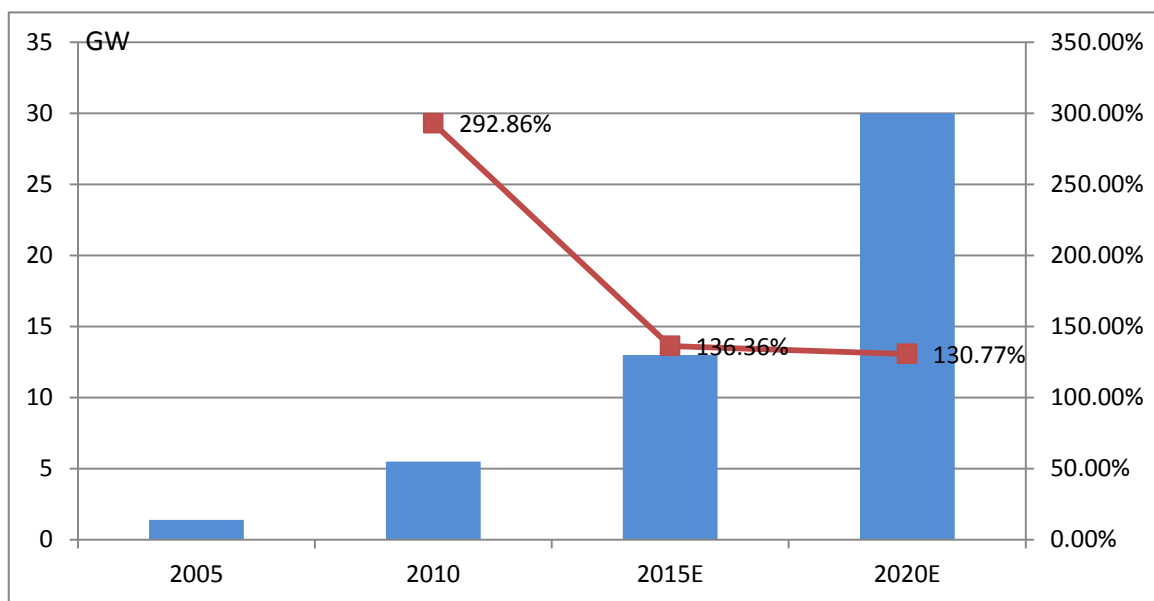
图4：2009年主要企业生物质发电装机容量



数据来源：广发证券发展研究中心整理

根据《可再生能源中长期发展规划》，生物质发电2010年总装机规模550万千瓦，2020年达3000万千瓦。

图5：我国生物质能装机规划



数据来源：广发证券发展研究中心整理

未来生物质发电龙头

生物质发电将成主业

公司2009年11月收购9个生物质电厂，2010年公司全面进军生物质发电，2010年再次收购14个生物电厂项目，2010年有三个电厂贡献净利润1435.9万元。生物质发电业务在2011年开始较为显著贡献业绩，随着后续电厂的投运并网，生物质发电业务比重将逐步增大。

上市公司目前投运和在建的有24家生物质电厂，截止2011年12月，来风电厂并网后合计并网的有5家，19家在建。2012年1月5号公告收购大股东五河县、桐城市电厂各51%股权，合计并网数达7家。2012年在建19家中预计将有7家投产，2013年剩余的12家投产。截止2012年1月份，已经并网的7家电厂中除来风电厂外均为2×1.2万千瓦，来风电厂及剩下在建的均为3万千瓦机组。

图6：公司2012年1月份生物质发电业务情况

项目名称	项目金额(万元)	项目进展	机组容量(万千瓦)	股权比例
宿迁市凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2×1.2	100%
望江县凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2×1.2	100%
祁东县凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2×1.2	100%
万载县凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2×1.2	100%
南陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
淮南县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
霍山县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
太湖县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
庐江县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
金寨县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%

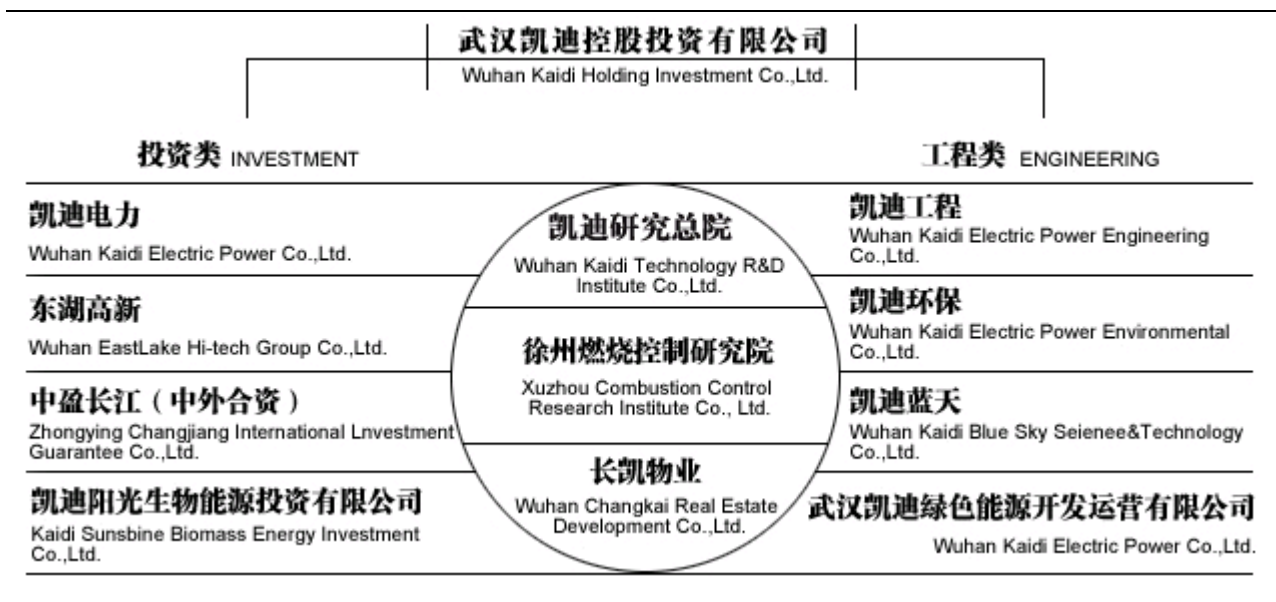
霍邱县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
丰都县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
首阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
崇阳县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
来凤县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	已投运	3.0	100%
松滋市凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
阳新县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
谷城县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
江陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
隆回县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
安仁县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
茶陵县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
汝城县凯迪绿色能源开发有限公司	24000.00	在建项目	3.0	100%
五河县凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2 × 1.2	51%
桐城市凯迪绿色能源开发有限公司	19000.00	已投运	2 × 1.2	51%

数据来源：公司公告

大股东凯迪控股强力支撑

公司大股东为武汉凯迪控股投资有限公司（以下简称“凯迪控股”），于1992年创立，以绿色能源为核心投资业务，融环保、节能、洁净燃烧、电建项目工程EPC建设等多元投资业务为一体的公司，总部位于武汉东湖新技术开发区，目前有两家公司在沪深交易所上市，分别为“凯迪电力”和“东湖高新”。

图7：凯迪控股资产结构



数据来源：凯迪控股

凯迪控股核心产业具体可分为生物质能、发电系统工程EPC总包、工业脱硫脱氮等绿色能源、环保、工程为主，其中未来最大看点为生物质发电产业，也是凯迪控股未来以上市公司凯迪电力为平台发展的重心所在。

凯迪控股在2004年开始在国内2000多个县市对生物质能项目展开大量调研工作，并

与266个县市签订生物质原料供应商合作框架协议。目前在建超过20个生物质电厂，储备项目达149个。大股东预计未来3-5年将把所有生物质电厂注入上市公司。

技术优势，盈利能力佳

凯迪控股旗下有武汉凯迪工程技术研究总院有限公司(以下简称凯迪研究总院)，为国家认定高新技术企业，始建于2006年。该院主要从事生物技术、绿色新能源、环境保护、资源综合利用领域的工程技术产业化应用开发，创建以核心技术为基础的工程技术开发与系统集成创新平台。

在能源生物领域，进行能源林、能源草、能源作物、能源藻类、能源微生物优良品种的引进、筛选，利用基因工程、发酵工程、离子束等技术平台进行品种改良、培育。生物质直燃发电方面，以自主创新的先进循环流化床燃烧技术为基础，成功研发生物质循环流化床锅炉65t/h中温次高压、65t/h高温高压，130t/h高温高压、120t/h高温超高压四个系列，一批生物质电厂投入商业运行，实现生物质低成本、国际化、产业化开发利用。

图8：凯迪循环流化床锅炉技术指标（高温超高压）

指标	单位	数据
最大连续蒸发量	t/h	120.46
额定出口压力	Mpa	13.34
额定出口温度	℃	540
给水温度	℃	240.5
锅炉保证效率	%	≥90
SO ₂ 排放	mg/Nm ³	<450
No _x 排放	mg/Nm ³	≤250

数据来源：凯迪控股

生物质电厂盈利能力主要依赖于上网电价、原料成本、锅炉技术的先进性、CDM补贴及其他政策优惠补贴。

公司自主研发的锅炉在燃料适应性、燃烧效率等方面领先于国内，在全球也具有很强竞争力，由于国内外生物燃料、地域、农林植被等方面不同，锅炉对燃料的地域适应性很重要。另外公司后续电厂基本采用第二代1×3万千瓦机组，转换效率高，比第一代节约16%运营成本，发电小时数至少到7000小时。

在原料成本方面，实施三级保障体系：产业工人直接收购、与加工厂签订长期供应协议、建立农园林等，有的地区直接找农民收购干柴禾，保证原料质量。

在收入来源方面，上网电价在2010年7月统一执行0.75元/kwh(含税)给生物质发电行业盈利能力带来根本性变化，国内生物质发电成本在0.6元/kwh左右。CDM补贴及其他优惠政策补贴如增值税即征即退。

CDM补贴即“清洁发展机制”，由发达国家提供资金和技术，购买发展中国家碳排放权，其减排量才能列入发达国家《京都议定书》的承诺减排量指标，这种买卖通过联合国清洁发展机制执行理事会(EB)审批。金融危机后，国际碳排放交易规模大幅下滑，国际市场有些买家开始撤出，一方面是国际发达国家工业萎缩，对碳减排需求大幅减少。2010年我国风电CDM项目基本处于停滞状态。按照《京都议定书》规定，发达国家减排第一承诺期于2012年到期，虽然第二期承诺在德班气候大会上已经通过，CDM等碳交易机制在2013年后延续，但欧盟或只接受最不发达国家或有双边协议国家的CDM项目，国内可能面

临国际CDM需求萎缩，而国内CDM项目占全球50%左右市场份额，国内碳交易市场仍未完善。我们对凯迪生物质电厂盈利能力测算暂不包含CDM补贴。国家发改委在2011年11月14日宣布，北京、上海、广东等7省市为国内首批碳交易试点省市，并出台自愿减排的流程、制度，逐步推向全国。后续国内碳交易市场建立后，未来凯迪电厂的CDM补贴收入将有较大保障。

图9：凯迪生物质电厂盈利能力测算

发电情况		备注
机组容量(万千瓦)	3	
发电量(万千瓦时)	21000	年发电利用小时 7000
厂用电量(万千瓦时)	2520	12%厂用电率
销售电量(万千瓦时)	18480	
电价销售收入(万元/不含税)	11846	0.75元/kwh
成分费用		
秸秆用量(吨)	210000	10吨/万千瓦时
秸秆总成本(万元)	6300	300元/吨
电厂总投资(万元)	27000	0.9亿元/万千瓦
每年折旧(万元)	1800	按15年折旧
贷款金额(万元)	18900	按70%贷款
财务费用(万元)	1323	7%利率
管理费用(万元)	600	
其他补贴		
增值税即征即退(万元)	1195	进项税17%，销项税13%
CDM	0	暂不考虑近300万元/万千瓦的CDM补贴
利润情况		
利润总额((万元)	3018	
所得税率	25.00%	
所得税	754.5	
净利润(万元)	2263.5	
盈利能力指标		
ROE	27.94%	
ROA	8.38%	
毛利率	31.62%	
净利率	19.11%	

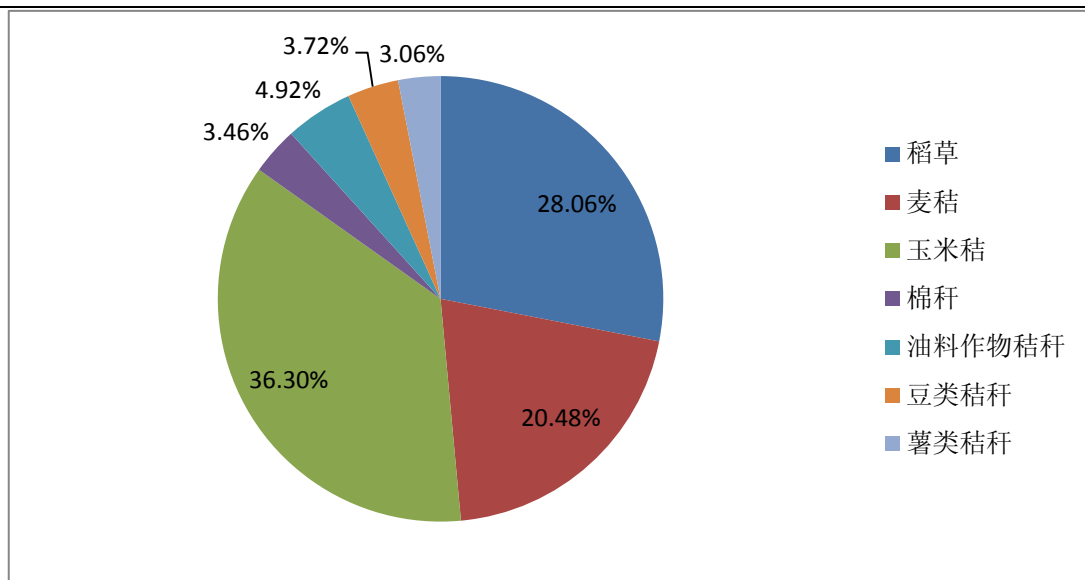
数据来源：广发证券发展研究中心

行业空间广阔，凯迪生物质发电龙头地位可期

中国是农业大国，农作物秸秆产量大，较长时间以来基本抛弃、焚烧为主，污染环境等，出台合理上网电价以后，废弃的农作物秸秆皆通过生物质发电变废为宝。2010年全国秸秆理论资源量为8.4亿吨，可收集资源量7亿吨，秸秆品种主要有水稻、小麦、玉米、油料作物、豆类、薯类等。另外薪炭林、林业及木材加工废物等约8亿吨，如果考虑将农业秸秆、林业等废弃物的一半作为发电，一共可支撑4000个生物质电厂(3万

千瓦机组)。随着国民经济发展,未来农林资源量仍将大幅增长。

图10: 2010年全国秸秆品种占比



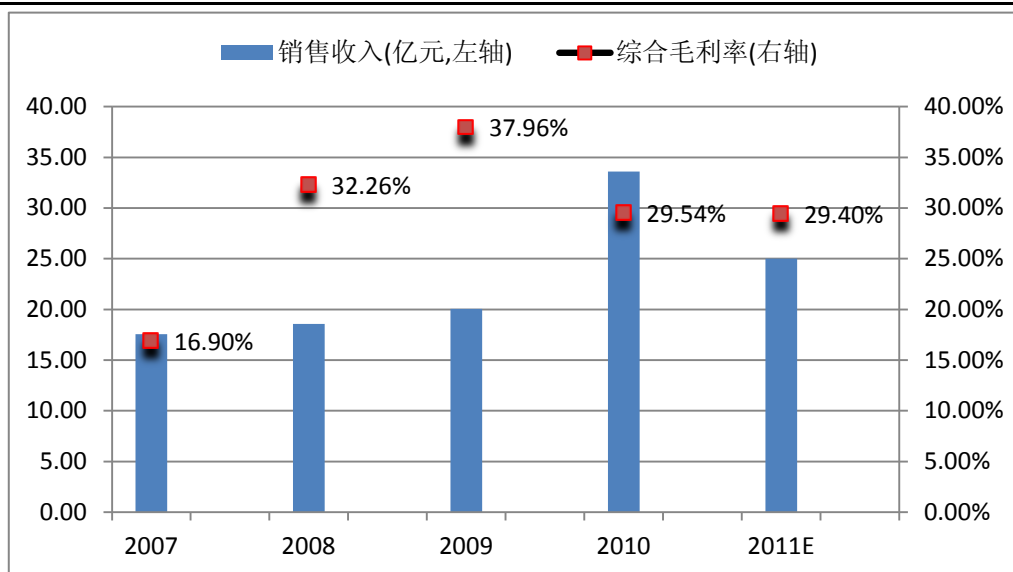
数据来源: 发改委

目前国内生物质发电方面只有凯迪控股和国能生物做得最大,凯迪控股在投产运营电厂数量上少于国能生物,但储备项目比国能生物多。国能生物背靠国家电网公司,截止目前在建和投运的生物质电厂接近40个,凯迪控股(含凯迪电力上市公司)在建和投运电厂数接近50个,储备项目149个。随着凯迪控股依托上市公司平台,通过资本运作等手段实现所有电厂注入上市公司,将在资金等方面为开发生物质电厂带来足够保障。由于行业处于起步阶段,同时为加强行业的有序发展,国家规定半径100公里内不得重复建设电厂,给具备“圈地”先发优势的公司带来长远的发展空间。

转型期,传统主业提供安全边际

凯迪电力目前主营业务为电建项目总包、原煤开采及销售、环保发电、生物质电厂发电。目前传统业务在逐步退出的同时,在近年保持稳健经营,公司经营业绩较好。

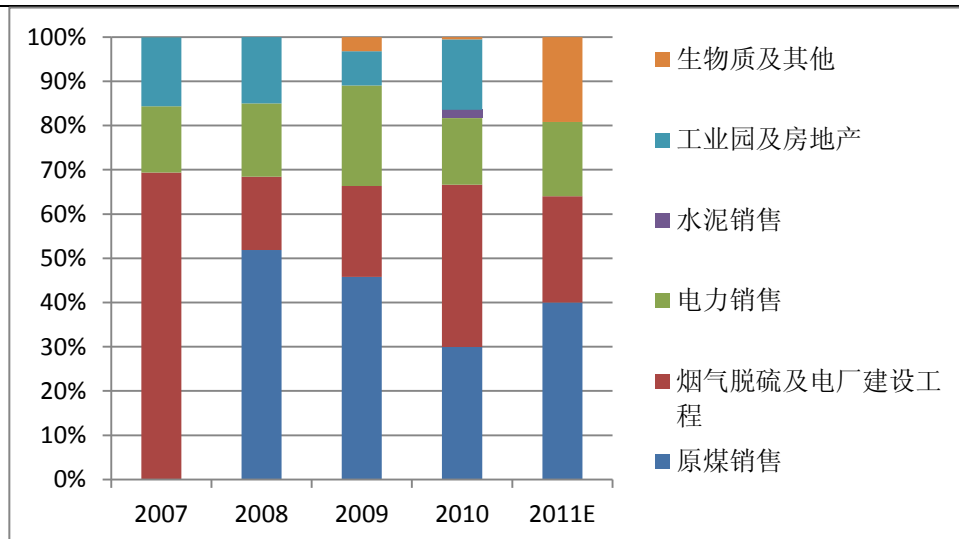
图11: 公司历年收入(亿元)



数据来源：Wind资讯

由于公司2011年丧失对东湖高新控制权，合并报表主营业务不再包括东湖高新经营的环保发电、工业园及房地产业务，收入有所下降，但公司其他主业保持稳健发展，其中有四个生物质电厂在2011年开始投运，这块业务收入增长明显。公司剥离东湖高新后，传统主业主要包括煤炭、蓝光电厂、及电建项目总包业务。

图12: 公司历年各业务收入占比



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

煤炭业务稳定收益

煤炭业务为控股子公司河南杨河煤业(持股比例60%)，2010年产量208万吨，销售收入9.98亿，杨河煤业为公司煤炭收入的来源，核定产能230万吨/年。此外还有万益、佳定煤矿，但储量相对小，且尚未投产。万益煤业在2008年4月由蓝光电厂收购63.3%股权，主要满足蓝光电厂用煤。根据之前投资协议，万益煤矿尚未投产，由许昌三昌实业有限公司负责对万益煤业公司投资建设和管理，暂不纳入合并报表。公司的煤炭业务有可能视生物质电厂建成投产速度择机出售，我们盈利预测假设中煤炭业务收入暂只计算杨河

煤业收入。

图13：公司煤矿资产情况

煤矿	可采储量(万吨)	股权比例	投产情况	煤种	年产量(万吨)
杨河煤矿	18800	60%	已投产	贫煤	200-220
万益煤矿	697	63.3%	尚未投产	动力煤	
佳定煤矿	457	50%	尚未投产	贫煤	

数据来源：公司公告

蓝光电厂将逐渐转型

公司在环保发电方面全资拥有蓝光电厂股权，该电厂主要用劣质煤进行发电，合计两台机组，各13.5万千瓦。由于煤价高企，电厂已经连续2年亏损，预计2011年亏损2000万，为改变这种局面，公司将通过技改对发电机组改造为生物质发电项目，预计未来两年逐步全改为生物质发电电厂。

电建项目增长明显

电建项目总包将是公司未来除生物质发电外具有较重要支撑的业务，截止2011年12月公司从凯迪电力工程承接的分包业务项目包括越南冒溪、升龙燃煤火电厂项目。凯迪电力工程是拥有核心技术的系统集成工程公司，从2004年开始储备循环流化床燃烧技术，目前已拥有100MW、135MW等级自主知识产权的循环流化床锅炉技术，凭借技术及工程设计、系统集成优势，近三年承接境内外20个EPC项目。上市公司凯迪电力股份在境内外电厂建设方面积累了丰富的运作、管理经验，与凯迪工程具有紧密合作关系。

冒溪项目为2009年12月28日，上市公司与凯迪电力工程、德国WULFF联合投标体中标越南冒溪2×220MW火电厂EPC总包合同，随着项目进展，公司承接的比例由45%上升到73%，工程总金额从2.79亿美金增加到3.13亿美金。冒溪项目2011年已经完成项目工程业务的80%，预计2012年上半年全部完工。

越南升龙2×300MW燃煤发电厂（采用CFB循环流化床燃煤技术）EPC总包项目为武汉凯迪电力工程有限公司与越南升龙热电股份有限公司于2010年12月29日签署，合同总金额6.45亿美金。2011年12月26日上市公司公告与武汉凯迪电力工程公司签订合作协议，后者将在升龙EPC合同中47%工作份额分包给上市公司，协议总额为30315万美元。

图14：上市公司完成越南升龙火电厂EPC项目进度规划

项目	2012.1-2012.12	2013.1-2013.12	2014.1-2014.12	2015.1-2015.12	合计
累计进度	45%	80%	95%	100%	
主要设备选型及成套	86215.86	66995.32	11848.26		165059.44
调试	无	无	15826.62	10551.09	
人员培训	无	61.46	92.19		153.65

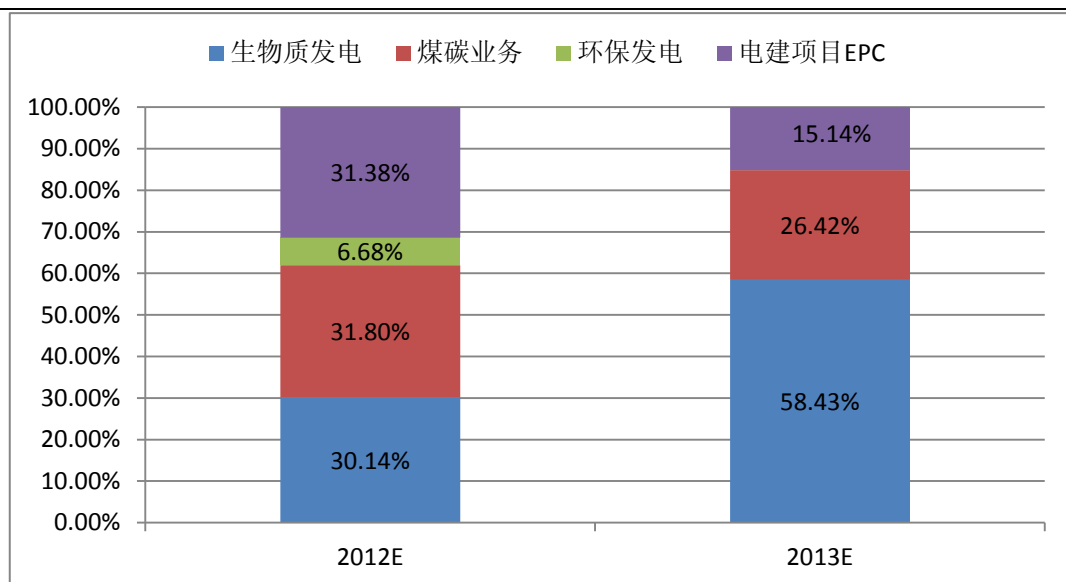
进度描述	主要设备选型及采购完成，主机设备开始交货，现场锅炉基础开始施工	主要设备供货完成 80%，开始人员培训。现场主厂房结构封顶、汽轮机开始安装，锅炉汽包吊装完毕	主要设备供货基本完成；人员培训完成；开展现场调试工作。# 机组并网试运完成，#2 机组开始吹管。	项目开始结束，现场两台机组通过性能测试及临时验收	
预计收入(万，含税)	86215.86	67056.78	27767.07	10551.09	191590.8
毛利区间(万)	15500 到 19800	12000 到 15500	5000 到 6300	1700 到 2400	34200 到 44000

数据来源：公司公告

盈利预测与投资评级

我们假设公司煤矿在未来2年不出售，越南电建项目EPC工程根据规划进度，2012-2013年按照全年满产投运生物质电厂机组容量分别为24万千瓦、56万千瓦，预计2011-2013年EPS 分别为0.67、0.44、0.68元，截止2012年1月6日对应PE分别为15.87、24.26、15.7元，考虑到公司生物质发电产业进入高速发展期，给予买入评级，目标价13元。（2011年由于丧失东湖高新控制权，合并报表确认丧失控制权投资收益4.08亿，同时转回上年度与该股股权投资相关的其他综合收益0.76亿，使得2011年净利润大幅增长）。

图15：预计2012-2013年公司各项业务收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、生物质电厂投运及注入上市公司进展低于预期

- 2、海外电建项目EPC工程建设延长及工程结算滞后
- 3、生物质电厂补贴电价下调风险
- 4、生物质原材料价格上涨

资产负债表

单位：百万元

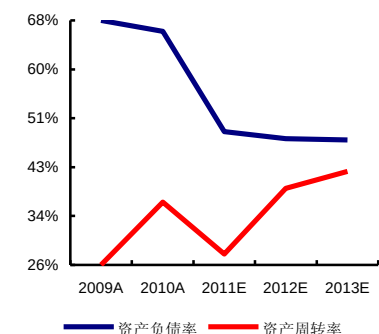
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,401	3,752	1,975	2,250	3,303
货币资金	1,532	1,099	135	-34	525
应收及预付	1,305	2,076	1,312	1,680	2,029
存货	555	576	529	604	749
其他流动资产	9	2	0	0	0
非流动资产	5,259	5,946	5,771	6,168	6,408
长期股权投资	681	437	437	437	437
固定资产	2,866	3,697	4,099	4,568	4,947
在建工程	514	532	316	218	60
无形资产	812	894	906	933	950
其他长期资产	385	386	13	13	13
资产总计	8,714	9,698	7,747	8,418	9,711
流动负债	3,757	4,068	2,004	2,229	2,831
短期借款	1,106	1,531	0	0	0
应付及预收	2,054	1,998	2,004	2,229	2,831
其他流动负债	598	539	0	0	0
非流动负债	2,153	2,328	1,758	1,758	1,758
长期借款	1,389	1,758	1,758	1,758	1,758
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	764	570	0	0	0
负债合计	5,910	6,396	3,762	3,987	4,590
股本	368	590	943	943	943
资本公积	276	26	26	26	26
留存收益	1,051	1,331	1,612	2,028	2,669
归属母公司股东权益	1,696	1,947	2,581	2,996	3,638
少数股东权益	1,077	1,339	1,387	1,418	1,466
负债和股东权益	8,694	9,681	7,730	8,402	9,694

利润表

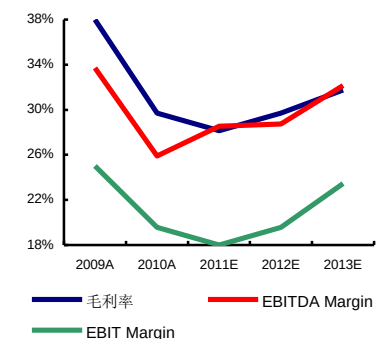
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2006	3359	2399	3145	3784
营业成本	1244	2367	1729	2216	2589
营业税金及附加	47	93	63	84	101
销售费用	16	26	19	24	29
管理费用	204	231	168	220	189
财务费用	129	209	134	109	102
资产减值损失	9	23	12	4	3
公允价值变动收益	27	5	0	0	0
投资净收益	21	150	630	86	86
营业利润	405	566	904	572	856
营业外收入	5	17	11	14	12
营业外支出	5	7	6	6	6
利润总额	405	576	909	580	863
所得税	104	142	227	133	173
净利润	301	434	682	446	690
少数股东损益	112	128	48	31	48
归属母公司净利润	188	306	635	415	642
EBITDA	675	859	679	897	1211
EPS (元)	0.51	0.52	0.67	0.44	0.68

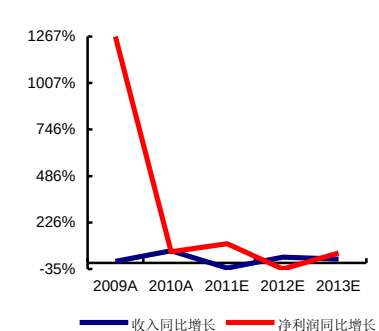
资产负债率趋势



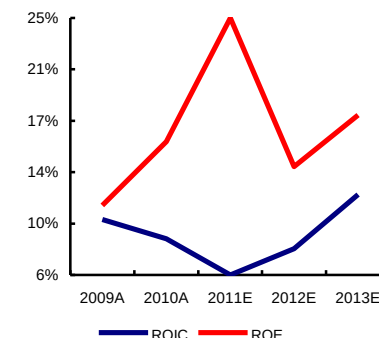
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

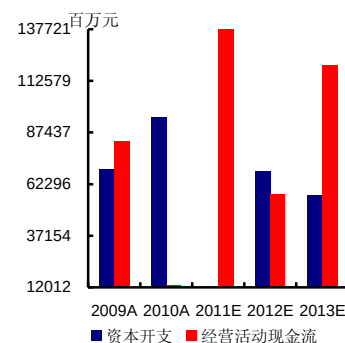
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	834	132	1,329	544	1,155
净利润	310	434	682	446	690
折旧摊销	180	217	258	297	336
营运资金变动	222	-568	818	-223	106
其它	122	48	-429	23	23
投资活动现金流	-746	-588	510	-600	-483
资本支出	-696	-950	-120	-686	-569
投资变动	-44	368	630	86	86
其他	-6	-6	0	0	0
筹资活动现金流	733	11	-2,803	-113	-113
银行借款	1,782	2,415	-1,531	0	0
债券融资	-1,743	-2,015	-1,109	0	0
股权融资	50	8	0	0	0
其他	644	-397	-164	-113	-113
现金净增加额	821	-446	-964	-169	559
期初现金余额	711	1,532	1,099	135	-34
期末现金余额	1,532	1,086	135	-34	525

主要财务比率

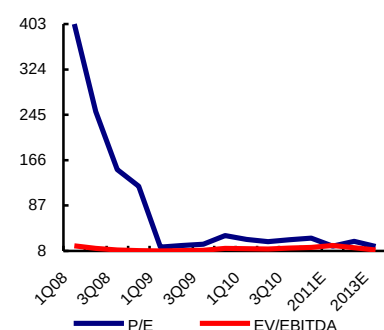
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	8.1%	67.5%	-28.6%	31.1%	20.3%
营业利润	137.6%	39.8%	59.8%	-36.7%	49.6%
归属于母公司净利润	1267.2%	62.4%	107.4%	-34.6%	54.6%
获利能力					
毛利率	38.0%	29.5%	27.9%	29.5%	31.6%
净利率	15.0%	12.9%	28.4%	14.2%	18.2%
ROE	11.1%	15.7%	24.6%	13.9%	17.6%
ROIC	10.1%	8.7%	6.1%	8.0%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	68.0%	66.1%	48.7%	47.5%	47.3%
净负债比率	56.3%	83.1%	40.9%	40.6%	24.2%
流动比率	0.91	0.92	0.99	1.01	1.17
速动比率	0.70	0.70	0.59	0.59	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.36	0.28	0.39	0.42
应收账款周转率	3.45	3.01	3.21	3.11	3.16
存货周转率	2.68	4.18	3.27	3.67	3.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.52	0.67	0.44	0.68
每股经营现金流	2.26	0.22	1.41	0.58	1.22
每股净资产	4.60	3.30	2.74	3.18	3.86
估值比率					
P/E	34.8	30.1	15.9	24.3	15.7
P/B	3.9	4.7	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA	12.0	13.9	17.2	13.2	9.3

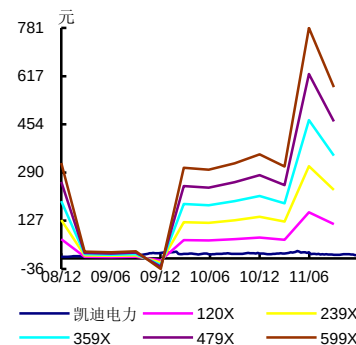
资本支出与经营活动现金流



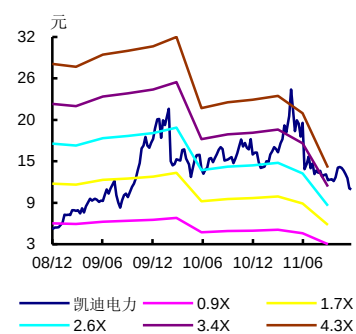
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。