



煤炭/能源

凯迪电力 (000939)

## 活力恢复，跨步向前

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 20.00

当前价格: 13.00

2015.01.26

	王威 (分析师)	肖扬 (分析师)	王锐 (研究助理)
	021-38676694	021-38674994	010-59312725
	wangw@gtjas.com	xiaoyang012167@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880514070006	S0880114110036

### 本报告导读:

公司燃料体系整合已见成效，生物质发电盈利能力提升。预计重大资产重组后将实现跨越式发展。首次覆盖，目标价 20 元，“增持”评级。

### 投资要点:

- **投资建议:** 公司通过重塑燃料体系，大力推广二代机组，生物质电厂的盈利能力得到恢复。预计重大资产重组完成后，公司将成为生物质发电领域绝对龙头，在未来数年将实现跨越式发展。由于尚需证监会核准，谨慎起见，仅考虑原有业务，预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.23、0.29 元(预计重组完成后，EPS 分别为 0.22、0.54、0.84 元)，首次覆盖，目标价 20 元，“增持”评级；
- **燃料体系重塑已显成效，二代机组助力盈利能力恢复。** 公司通过前期重新构建燃料收集体系，在燃料的质量、数量、价格等方面相比以前有较大改善。公司目前大部分投产机组为二代生物质机组，度电燃料消耗低于一代机组。目前公司的生物质电厂利用小时数、毛利率水平相比此前已有显著提高，盈利能力得到恢复；
- **资产注入后将成为生物质利用绝对龙头，实现跨越式发展。** 此次拟注入的生物质电厂、风电等装机体量约为公司现有装机的 6 倍。完成重组后公司将成为国内生物质利用的龙头，未来将实现跨越式发展；
- **生物质制油新获政策扶持，发展空间打开。** 1 月 23 日，能源局发布《生物柴油产业发展政策》，明确提出生物柴油“有利于降低柴油发动机尾气颗粒物、一氧化碳、碳氢化合物、硫化物等污染物排放……发展生物柴油产业对于改善大气质量和生态环境具有重要意义”。公司已在北海布局生物质合成油基地，面临巨大的行业发展空间；

**风险因素:** 燃料收集效率低于预期，生物质电厂投产进度慢于预期；

### 交易数据

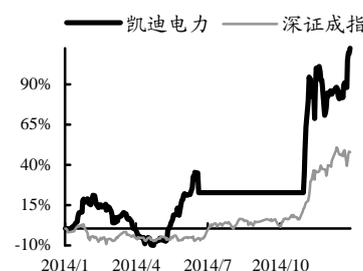
52 周内股价区间 (元)	5.44-13.36
总市值 (百万元)	12,263
总股本/流通 A 股 (百万股)	943/940
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	16.69
日均成交值 (百万元)	193.95

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,695
每股净资产	2.86
市净率	4.6
净负债率	268.61%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.03	0.03
Q2	0.02	0.06
Q3	0.01	0.08
Q4	0.01	0.05
全年	0.07	0.22

### 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	73%	107%
相对指数	15%	30%	61%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,639	2,209	3,104	3,413	3,814
(+/-)%	-2%	-16%	41%	10%	12%
经营利润 (EBIT)	366	267	424	477	542
(+/-)%	-41%	-27%	59%	13%	14%
净利润	34	65	209	221	276
(+/-)%	-95%	88%	223%	6%	25%
每股净收益 (元)	0.04	0.07	0.22	0.23	0.29
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.03	0.04	0.04

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	13.9%	12.1%	13.6%	14.0%	14.2%
净资产收益率 (%)	1.4%	2.6%	7.8%	7.7%	8.9%
投入资本回报率 (%)	2.9%	2.9%	4.0%	4.1%	4.6%
EV/EBITDA	21.2	25.3	19.6	18.3	16.2
市盈率	205.4	109.2	33.8	32.0	25.7
股息率 (%)	2.7%	2.7%	0.4%	0.5%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.01.26

**股票研究**

能源  
煤炭

**凯迪电力 (000939)**

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 20.00

**当前价格:** 13.00

2015.01.26

公司网址

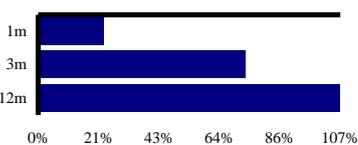
www.china-kaidi.com

**公司简介**

公司是由北京中联动力技术有限责任公司、武汉水利电力大学、武汉东湖新技术创业中心、武汉水利电力大学凯迪科技开发公司等共同发起, 以定向募集方式设立的股份有限公司。

公司致力于环保产业、新能源及电力工程新技术、新产品的开发和应用, 主要从事电力、新能源相关业务; 煤层气(煤矿瓦斯)、页岩气资源勘探抽采项目开发利用; 承包境外环境工程的勘测、咨询、

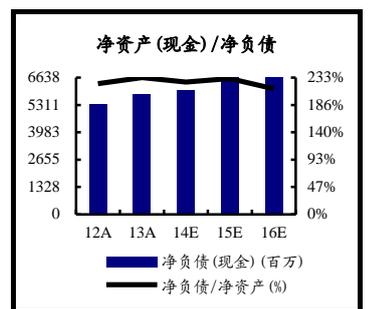
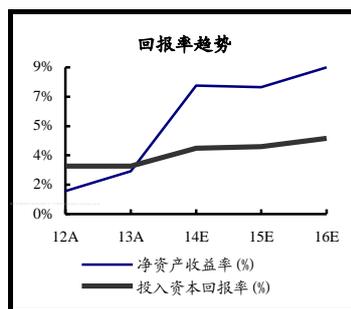
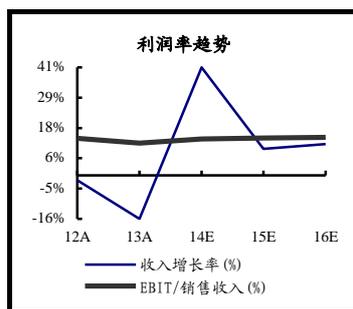
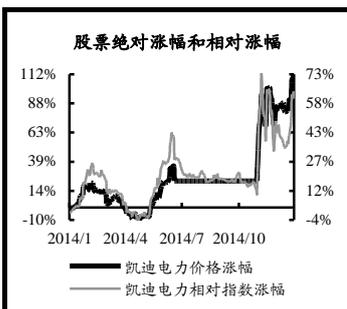
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 5.44-13.36  
市值 (百万) 12,263

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,639	2,209	3,104	3,413	3,814
营业成本	1,976	1,711	2,367	2,592	2,888
税金及附加	31	25	35	38	43
销售费用	11	10	14	16	17
管理费用	255	196	264	290	324
EBIT	366	267	424	477	542
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	44	44	44	44
财务费用	268	202	225	254	280
营业利润	85	53	227	241	305
所得税	42	5	37	39	48
少数股东损益	41	-1	-2	-2	-3
净利润	34	65	209	221	276
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	911	820	600	600	600
其他流动资产	4	3	0	0	0
长期投资	270	274	274	274	274
固定资产合计	6,714	6,959	7,499	8,111	8,292
无形及其他资产	1,364	1,444	1,094	1,078	1,064
资产合计	11,635	11,956	12,627	13,693	13,932
流动负债	4,360	4,689	5,249	6,127	6,132
非流动负债	4,203	4,152	4,088	4,090	4,093
股东权益	2,410	2,505	2,680	2,868	3,102
投入资本(IC)	8,183	8,693	9,048	9,836	10,068
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	236	249	360	405	461
折旧与摊销	220	243	246	273	303
流动资金增量	-166	-26	-184	-219	-75
资本支出	-1,440	-968	-420	-854	-454
自由现金流	-1,149	-501	3	-394	235
经营现金流	-375	712	482	510	740
投资现金流	-1,039	-752	-375	-810	-410
融资现金流	1,494	-51	-327	299	-330
现金净增加额	80	-91	-220	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-1.8%	-16.3%	40.5%	10.0%	11.8%
EBIT 增长率	-41.4%	-27.0%	58.5%	12.6%	13.7%
净利润增长率	-95.4%	88.2%	222.5%	5.6%	24.9%
利润率					
毛利率	25.1%	22.5%	23.7%	24.0%	24.3%
EBIT 率	13.9%	12.1%	13.6%	14.0%	14.2%
净利润率	1.3%	2.9%	6.7%	6.5%	7.2%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.4%	2.6%	7.8%	7.7%	8.9%
总资产收益率(ROA)	0.3%	0.5%	1.7%	1.6%	2.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.9%	2.9%	4.0%	4.1%	4.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	29	45	40	37	35
应收账款周转天数	186	266	220	250	240
总资产周转天数	1457	1949	1446	1407	1322
净利润现金含量	-10.90	10.99	2.31	2.31	2.68
资本支出/收入	55%	44%	14%	25%	12%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.6%	73.9%	73.9%	74.6%	73.4%
净负债率	222.7%	233.0%	225.2%	231.4%	214.0%
<b>估值比率</b>					
PE	205.4	109.2	33.8	32.0	25.7
PB	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.2	25.3	19.6	18.3	16.2
P/S	2.7	3.2	2.3	2.1	1.9
股息率	2.7%	2.7%	0.4%	0.5%	0.6%



## 1. 投资建议：重塑活力，跨步向前

凯迪电力为生物质发电行业龙头，上市公司装机数量和规模位居行业前列。公司重整生物质燃料收集体系，燃料质量、数量、价格等均得到有效改善，生物质电厂利用小时数出现明显回升，重新表现出良好的盈利能力。此外，国家政策对生物质利用的推广力度继续加强，预计公司生物质发电业务的盈利能力将得到保持甚至继续提升。

公司 2014 年 11 月 25 日公布重大资产重组方案，控股股东阳光凯迪拟将生物质发电、风电、水电、林地等资产通过非公开增发的方式注入上市公司。此次拟注入资产包括 265.8 万千瓦生物质电厂，68.028 万千瓦风电、水电资产，以及 1000 万亩林地资产。预计上述资产的注入完成后，公司将会成为生物质能源利用的绝对龙头，未来数年的业绩将出现跨越式发展。

由于公司重大资产重组还需证监会核准，谨慎起见，不考虑资产注入对公司业绩的影响，预计公司现有业务 2014-2016 年 EPS 分别为 0.22、0.23、0.29 元，首次覆盖，目标价 20 元，“增持”评级。

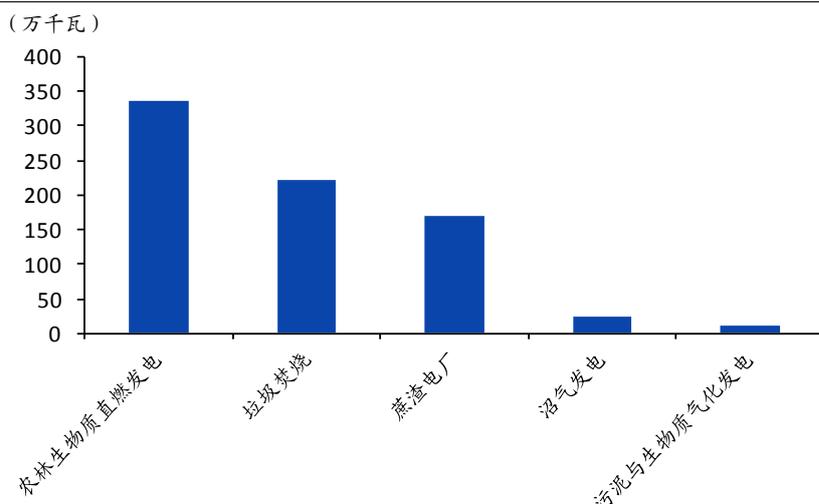
## 2. 农林生物质发电：空间可观，行业拐点临近

### 2.1. 行业情况：民企占绝对龙头

生物质电厂，是所有燃烧农林剩余物、生活垃圾等原料的电厂总称。根据《中国生物质发电建设统计报告》，2012 年我国农林生物质直燃发电装机达到 337 万千瓦，占国内生物质装机的 44%。

国内农林生物质直燃发电，经过 2006~2010 年的热潮之后，目前进入稳定发展阶段。国内参与这一市场的公司，主要分为三类：1、民企（凯迪电力及控股股东阳光凯迪、国能生物）；2、五大发电集团；3、其他国企（中节能、中广核、光大等）。其中民营企业国能生物、凯迪为生物质直燃发电行业龙头参与者，装机规模各在百万千瓦左右。五大发电集团、其他的国企，大多在 2010 年之前市场热度较高时期进入该领域，项目亏损比例较大。并且在公司或者集团内部，生物质发电属于“非主流”领域，所属集团后续加大投入的概率很低。光大国际此前仅有 1 个生物质发电项目（含山），经过前期摸索之后，公司在 2014 年新增 6 个生物质发电项目以及 1 个生物质燃料颗粒生产项目，加大对该领域的投入。

图 1: 我国生物质发电装机构成



数据来源:《中国生物质发电建设统计报告》, 国泰君安证券研究

表 1: 生物质直燃发电行业几类公司比较

公司名称	装机规模	项目现状	业务定位
凯迪电力	18个项目, 装机规模53.4万千瓦	盈利能力回升	公司主业
国能生物	约40个项目, 总装机约100万千瓦	龙基电力退出, 国网节能服务公司成为第一大股东	公司主业
韶能股份、长青集团等	项目数1~3个不等, 装机十万千瓦左右	少量投产, 部分处于在建、拟建状态	业务一部分
光大国际	投产1个, 2014年新增7个(发电、燃料)	经过尝试、摸索阶段, 准备扩大规模	业务一部分, 占比较小
华电、中电投等	项目数量较少(1~4个), 装机十万千瓦左右	大多处于亏损状态	边缘化业务

数据来源: 各公司网站, 国泰君安证券研究

## 2.2. 大气污染防治, 催生政策加码

我们认为, 基于大气污染防治的需求, 防止简单焚烧的污染, 国内农林生物质相关政策未来极有可能迎来新一轮加码。自 2006 年国能单县生物质电厂作为国内第一个秸秆剩余物直燃电厂投产后, 国家相继出台了一系列支持政策, 主要集中在电价与税收补贴两方面。目前普遍适用的生物质直燃发电政策主要包括: 1) 0.75 元/度上网电价; 2) 所得税税率减计 10%; 3) 增值税即征即退; 4) 符合规定的可再生能源发电项目、接网工程及公共可再生能源独立电力系统可以申请“可再生能源电价附加补助资金”。

近期, 环保部针对秸秆焚烧的核查力度显著加大, 利用卫星遥感等手段检查各地秸秆焚烧情况, 并通报公告。此外, 1 月 23 日, 国家能源局官方披露《生物柴油产业发展政策》的通知, 其中对生物柴油产业发展的

政策目标、原料保障、产业布局、行业准入、生产供应、推广应用、技术创新等做出方向性规定，将有力推动农林生物质资源的利用。

**表 2: 政府对农林生物质利用给予了多方面支持**

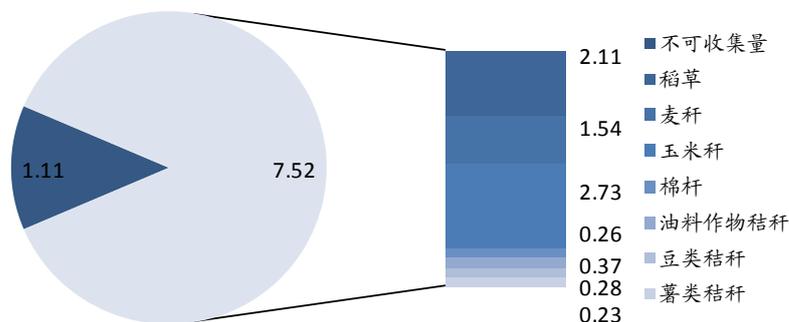
时间	政策类型	颁发部门	政策名称	主要内容
2006-1-4	电价	发改委	《可再生能源发电价格和费用分摊管理试行办法》	明确生物质发电项目的电价制定办法，即各省脱硫燃煤机组标杆电价+补贴电价 0.25 元/千瓦时。
2010-7-18	电价	发改委	《国家发展改革委关于完善农林生物质发电价格政策的通知》	明确农林生物质发电项目统一执行标杆上网电价 0.75 元/千瓦时
2006-6-20	税收补贴	财政部	《中央重要环境保护专项资金项目申报指南（2006—2010 年）》	生物质发电企业作为农村生活生产农林废弃物的最有效处理者，被列入重点扶持项目
2008-1-1	税收补贴	财政部	《企业所得税法》	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
2008-12-9	税收补贴	财政部	《关于自由综合利用及其他产品增值税政策的通知》	秸秆生物质直燃发电享受即征即退政策，自 2008 年 7 月 1 日起执行
2010-8-18	其他	发改委	《国家发展改革委关于生物质发电项目建设管理的通知》	生物质发电厂应布置在粮食主产区秸秆丰富的地区，且每个县或 100 公里半径范围内不得重复布置生物质发电厂。
2012-3-14	财政补贴	财政部	《关于印发《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》的通知》	符合规定的可再生能源发电项目、接网工程及公共可再生能源独立电力系统可以申请补助资金
2014-7-21	监管	环保部	《大气污染防治行动计划实施情况考核办法（试行）》	将禁烧秸秆列入年度和终期考核范围
2014-12-12	监管	环保部	环境保护部发布 2014 年 11 月份全国秸秆禁烧情况	利用卫星遥感手段对焚烧情况进行监管
2014-6-18	鼓励政策	能源局、环保部	《关于开展生物质成型燃料锅炉供热示范项目建设的通知》	2015 年底前，全国建成 120 个示范项目
2015-1-23	鼓励政策	能源局	《生物柴油产业发展政策》	对生物柴油产业发展的政策目标、原料保障、产业布局、行业准入、生产供应、推广应用、技术创新等做出方向性规定

数据来源：各政府部门网站，国泰君安证券研究

### 2.3. 生物质发电存在 3-5 倍发展空间

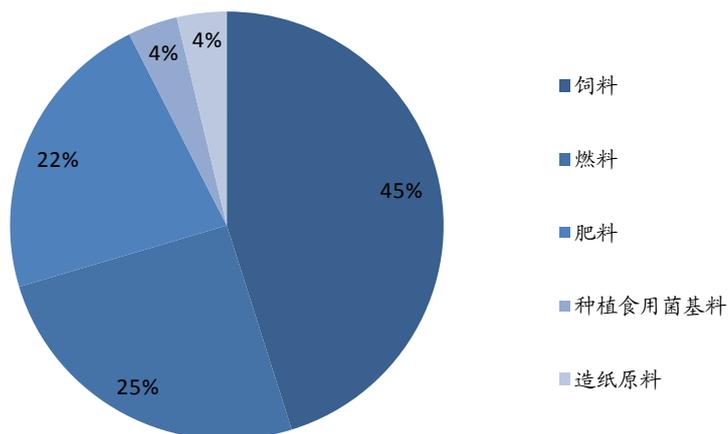
我们认为，从燃料供应的角度，我国的生物质直燃发电装机仍有较大的增长空间。根据《中国生物质发电建设统计报告》，我国现有生物质直燃发电装机 337 万千瓦。按照年利用小时 4000，度电生物质燃料消耗 1.5kg 计算，全年燃料消耗量 2022 万吨。而我国农林剩余物总量约 9 亿吨，其中可收集量为 7.52 亿吨，用作燃料量为 1.22 亿吨。每年生物质发电的燃料消耗量，仅占可收集量的 2.7%，占燃料量的 17%。假设燃料量全部转为直燃发电，理应有相当于目前 3~5 倍的发展空间。

图 2: 我国农业剩余物来源构成 (单位: 亿吨)



数据来源: “十二五”农作物秸秆综合利用实施方案, 国泰君安证券研究

图 3: 用作燃料的生物质量仅占利用量的 25%



数据来源: “十二五”农作物秸秆综合利用实施方案, 国泰君安证券研究

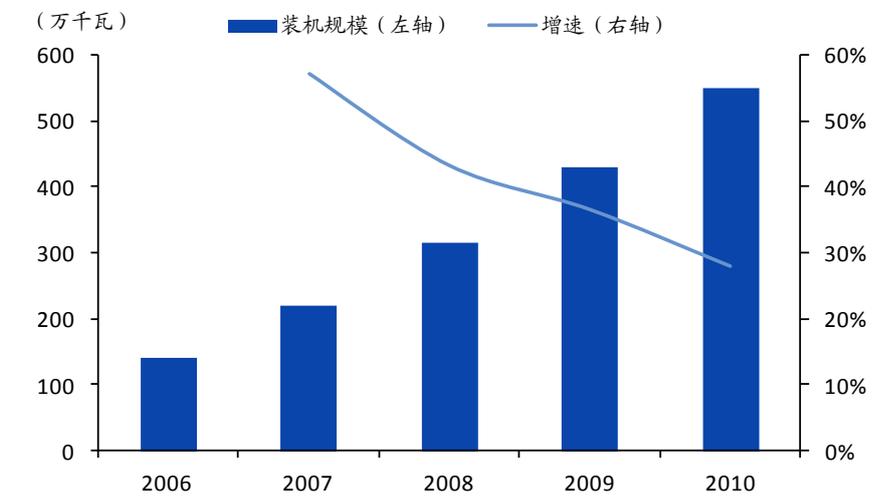
## 2.4. 普遍存在燃料瓶颈, 致热潮减退

在经历之前数年生物质电厂建设热潮之后, 行业普遍遇到燃料收集和成本的问题。尽管单纯从数字层面, 生物质发电仍有广阔发展空间, 但在现实中, 生物质电厂的建设速度已逐渐放缓, 市场投资热情同 2006 ~ 2010 年相比大幅减退。主要的原因, 在于燃料的收集和成本控制问题, 造成了生物质发电的成本高企, 甚至超过了 0.75 元/度的电价收入。

以典型的 30MW 生物质直燃机组为例, 假设: 单位 MW 装机投资 9000 元, 厂用电率 12%, 工人月工资 2000 元、人数 150、维修等杂项费用 400 万元、燃料成本 300 元/公斤, 燃料消耗 1.4 公斤/度。以此测算, 机组度电成本包括: 折旧 0.17 元/度、人工 0.03 元/度、维修等杂项 0.04 元/度、燃料成本 0.54 元/度, 成本总计 0.65 元。需要注意, 以上测算是

燃料消耗和燃料成本进行的比较理想的假设。实际运行中，一旦燃料消耗、燃料成本控制不力，度电成本甚至可能超过 0.75 元/度电价。而且以上测算未考虑财务、管理成本。因此一定数量的生物质电厂陷入困境，生物质电厂的投资热潮有所减退。

图 4: 秸秆生物质发电经历过快速增长期



数据来源:《农村电气化》, 国泰君安证券研究

表 3: 高燃料成本、供应不足成为生物质发电的普遍问题

电厂位置	大致燃料成本	实际问题	经营现状
江苏如东县	480 元/吨	收集半径大、运费高昂、收集中间代理人过多抬高成本	仅达到年设计发电量的 1/4
河北晋州	小麦秆 400 元/吨	当地燃料供应不足, 收集运输半径加大, 选址不合理导致燃料紧张	燃料、财务成本、折旧、人工等累计已经超过收入

数据来源: 中国环境新闻网, 国泰君安证券研究

### 3. 凯迪电力: 重塑燃料体系, 发电重获活力

公司经过重塑生物质燃料收购体系, 提高燃料收购质量、数量的同时, 降低了燃料成本, 反映在电厂即为利用小时数回升且盈利。

生物质能发电最关键是燃料供应, 做好燃料收购、储运、管理工作, 对生物质能发电企业至关重要。根据公司公告, 生物质发电量在电网占比较小 (不到 0.5%); 国家可再生能源法规定, 生物质电优先上网, 不参与调峰; 下游终端客户用电量的变化对生物质发电行业影响很小, 燃料供应成生物质发电行业关键影响因素。

公司在燃料体系管理方面进行了大量改进。公司在 2009 年时, 计划 3-5

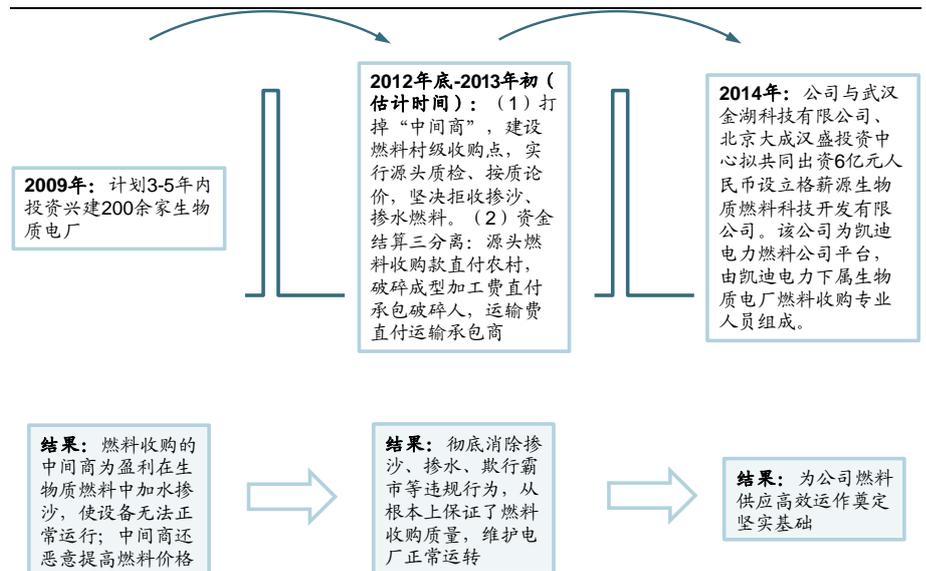
年内投资兴建 200 余家生物质电厂，但现实推进中出现过严重问题（中间商为谋取私利在生物质燃料中加水掺沙、恶意提高燃料价格等），导致电厂无法正常生产。面对问题，公司及时调整发展战略，2012 年底-2013 年初（估计时间）打掉了“中间商”，建立“村级直购体系”，针对采购端、运输端、破碎端实现资金结算三分离支付；这些举措消除了上述违规行为，保证了燃料收购质量、电厂正常运行。目前，原料价格普遍下降，比整治前的同质原料价下降约 100 元/吨，粉碎原料到厂收购均价稳定在 280 元/吨以下，生物质发电厂已开始盈利，农民收入增加使得农村送料积极性大幅提升

([http://paper.ce.cn/jjrb/html/2014-03/11/content\\_191284.htm](http://paper.ce.cn/jjrb/html/2014-03/11/content_191284.htm))。

成立生物质燃料管理专业子公司，统一调配全国不同区域的生物质电厂燃料，进一步保障公司生物质燃料供应工作健康稳定发展。2014 年 8 月，公司与武汉金湖科技有限公司、北京大成汉盛投资中心拟共同出资 6 亿元人民币设立格薪源生物质燃料科技开发有限公司（即凯迪电力的燃料公司平台，凯迪电力控股），由凯迪电力下属生物质电厂燃料收购专业人员组成，该子公司成立将为公司燃料统一供应、高效运作奠定坚实基础。2014 年 1-9 月，凯迪电力旗下生物质电厂已累计完成发电近 20 亿千瓦时，较 2013 年全年发电量增长约 67%

([http://www.china-kaidi.com/news\\_detail/newsId=503.html](http://www.china-kaidi.com/news_detail/newsId=503.html))。

图 5: 公司在燃料体系管理方面进行了大量改进



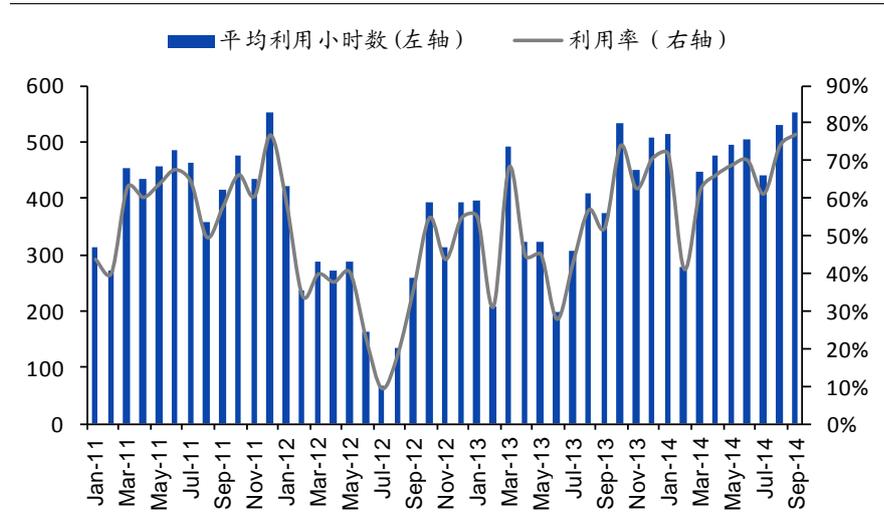
数据来源：凯迪电力官方网站，国泰君安证券研究

图 6: 2013.09-2014.01，公司下属松滋电厂收购棉杆高达 9 万吨

- 1 全力推进村级收购模式，建立村级燃料收购点**  
松滋电厂严格按照公司“源头收购结算，破碎运输外包”模式，签订合同、主管分包、责任到人，做好燃料收、加、运、储及协调工作  
目前松滋电厂稳定运行的村级收购点6个，收购品种主要为薪柴和边角料，日均收购量20吨以上，稀归收购点日收购量超过40吨，棉秆打包收购点高峰期棉秆日收购量近300吨
- 2 推行大客户模式，签订大客户燃料收购合同**  
燃料团队定期走访大客户（尤其是与大米加工厂签订稻壳供应合同），自2013年3月以来与大客户全面签订燃料收购合同，一律实行抵押金制度，防止中途单方违约或终止合同
- 3 棉秆打包收购创新模式开展，积极宣传形成收购网络体系**  
棉秆打包点由电厂派人源头收购，打包外包，运输外包，回厂破碎。尤其在秸秆打包上，具有占地小、易储存、运输和破碎费用低的优势

数据来源: 凯迪电力官方网站, 国泰君安证券研究

图 7: 公司生物质电厂月均利用小时数已经稳定回升



数据来源: 凯迪电力公告, 国泰君安证券研究

## 4. 资产注入在即, 助力公司跨越式发展

公司 2014 年 11 月 25 日公告资产重组方案, 大股东阳光凯迪拟通过定向增发的方式, 将生物质发电、风电、水电、林地等资产注入上市公司。我们认为, 在公司已经重塑生物质燃料收集体系的背景下, 以上资产的注入, 将为公司未来数年带来不同以往的跨越式发展。

### 4.1. 公司即将成为生物质发电绝对龙头

此次资产注入完成后, 公司将成为国内农林生物质发电行业绝对龙头。截止目前, 上市公司共有 17 个生物质发电项目投产, 总装机 49.8 万千瓦。此次阳光凯迪拟注入生物质电厂共 66 家, 其中建成 17 家, 在建 11 家, 拟建 49 家, 总装机规模为 265.8 万千瓦, 接近上市公司投产装机的 5 倍。资产注入完成后, 公司将成为国内农林生物质发电领域的绝对龙头, 投产、在建、拟建装机总计达到 327.6 万千瓦。

表 4: 资产注入完成后, 公司将成为农林生物质发电绝对龙头

状态	数量	装机 (万千瓦)
上市公司		
投产电厂	17	49.8
在建	4	12
此次资产注入		
投产电厂	17	46.8
在建	11	72
拟建	49	147
<b>上市公司+资产注入总计</b>	<b>98</b>	<b>327.6</b>

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

除主要的生物质发电资产以外，阳光凯迪拟注入风电、水电资产，合计规模达到 68.028 万千瓦，将成为生物质发电业务的补充，共同打造清洁能源板块。

**表 5: 拟注入风电、水电项目装机情况**

状态	项目	装机 (万千瓦)
<b>风电</b>		
投产	2	14.8
在建	1	4.95
拟建	2	39.3
<b>水电</b>		
投产	1	0.098
在建	3	4.5
拟建	3	4.38
<b>风电+水电总计</b>	<b>12</b>	<b>68.028</b>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

#### 4.2. 拟注入林地资产有望降低电厂燃料成本，销售成型产品贡献新增业绩

**林业发展受国家政策大力支持。**国家不断增长的木材需求以及不断减少的森林资源量为林业发展提供了巨大的机遇与优势，使得林地资源逐步上升为战略性资产。中共中央、国务院、国家林业局、财政部、国家税务总局、中国银监会等国家及其部委近年相继推出关于支持林业发展的林业行业、税收优惠、信贷优惠、财政优惠等方面的政策。

**表 6: 林业发展国家政策大力支持**

政策细分	政策名称	具体内容
行业政策	中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见	积极推进林业改革。健全林业支持保护体系，建立现代林业管理制度。深化以明晰产权、承包到户为重点的集体林权制度改革，加快推进配套改革。规范集体林权流转，支持发展林农专业合作社。深化集体林采伐管理改革，建立森林采伐管理新机制和森林可持续经营新体系。完善林权抵押贷款办法，建立森林资源资产评估制度和评估师制度。逐步扩大政策性森林保险试点范围。扶持林业产业发展，促进林农增收致富
	中共中央国务院关于全面推进集体林权制度改革的意见	集体林权制度改革的主要任务是明晰产权，勘界发证，放活经营权，落实处置权，保障收益权，落实责任。其中落实处置权是指在不改变林地用途的前提下，林地承包经营权人可依法对拥有的林地承包经营权和林木所有权进行转包、出租、转让、入股、抵押或作为出资、合作条件，对其承包的林地、林木可依法开发利用
税收优惠政策	财政部国家税务总局关于对若干项目免征营业税的通知	将土地使用权转让给农业生产者用于农业生产，免征营业税
	增值税暂行条例	农业生产者销售的自产农产品免征增值税
	关于若干农业生产资料征免增值税政策的通知	对批发和零售的种子、种苗免征增值税
	企业所得税法实施条例	企业从事农作物新品种的选育、林木的培育和种植、林产品的采集等项目的所得，免征企业所得税。

信贷优惠政策	关于做好集体林权制度改革与林业发展金融服务工作的指导意见	切实加大对林业发展的有效信贷投入,引导多元化资金支持集体林权制度改革和林业发展,积极探索建立森林保险体系,加强信息共享机制和内控机制建设,积极营造有利于金融支持集体林权制度改革与林业发展的政策环境。
	关于林权抵押贷款的实施意见	对于林权抵押贷款的有关方面进行了细致的规定,为林业生产企业抵押贷款融资提供了政策支持。目前已有成功实施的林权抵押贷款的成功案例。
财政优惠政策	林业贷款中央财政贴息资金管理规定	加强林业贷款中央财政贴息资金管理。金融机构一年期贷款利率为5%(含)-7%时,中央财政对地方单位和个人使用的林业贷款项目,按年利率2%给予贴息。各类经济实体营造的具有一定规模、集中连片的工业原料林以及种植业林业贷款项目,中央财政贴息期限为三年,其余林业贷款项目贴息期限为二年
	生物能源和生物化工原料基地补助资金管理暂行办法	原料基地采用“龙头企业+基地”的建设运营模式。龙头企业应当是生物能源和生物化工定点或示范企业。林业原料基地补助标准为200元/亩;补助金额由财政部按该标准及经核实的原料基地实施方案予以核定
	关于2010年度中央财政农业保险保费补贴工作有关事项的通知	补贴地区:在现有江西、湖南、福建省基础上,增加浙江、辽宁、云南省内有条件、有能力、有意愿的市、县先行试点。补贴比例:对商品林保险,维持现有保费补贴比例30%不变,对公益林保险,将中央财政保费补贴比例提高至50%。补贴条件:商品林,省级财政至少补贴25%的保费;公益林,地方财政至少补贴40%的保费,其中,省级财政至少补贴25%的保费

数据来源:凯迪电力公告,国泰君安证券研究

**拟注入林地资产能够提高生物质电厂的盈利能力。**根据公司公告,阳光凯迪自从2009年开始大力发展林地流转业务,林地面积超过1000万亩,分布在国内16个省区市、105个县区市、2971个行政村中。本次拟注入的林地资产中地被类、灌木类将在2014-2015年逐步达到采收周期年限条件,因此,公司能够在2015年对地被类、灌木类治污进行采收,用于林地附近生物质电厂发电所用,从而降低凯迪电力生物质电厂的燃料供应成本,提高生物质电厂的盈利能力。

**拟注入林地资产盈利能力较强,公司可以通过销售成型产品、实施园林绿化等方式提升业绩。**截至2014年6月30日,公司累计签订林地流转合同1004万亩,取得了林权证的林地面积为848万亩,其余156万亩林地均已达到办证条件,公司已向所在地林业主管部门提交了办理林权证的申请,林权证正在办理过程中。拟注入林地资产包括用材林、薪炭林、竹林、经济林、灌木林、芭茅地、无林地等,公司可以通过销售成型产品提升业绩;另外,公司可以根据拟注入林地资产丰富的种质资源进行开发利用,培育大规格苗林,为园林公司生存和发展创造有利条件。

**表 7: 拟注入林地资产未来盈利能力较强 (亿元)**

	2014年7-12月预计	2015年预计
营业总收入	1.31	3.72
归属母公司净利润	0.35	0.81

数据来源:凯迪电力公告,国泰君安证券研究

### 4.3. 生物质制油获重磅政策支持, 想象空间打开

**生物柴油受国家能源局支持, 想象空间打开。**发展生物柴油对于改善大气质量、探索石油替代途径、推动“地沟油”回流餐桌问题的解决具有重要意义。2015年1月23日,国家能源局发布《生物柴油产业发展政

策》，其中明确要求：“构建……以废弃油脂为主，木（草）本非食用油料为辅的可持续原料供应体系”、“初步建立能源作（植）物油料供应模式”、“积极开展非食用木本油料能源林建设”、“积极建设油料能源林地”。公司在生物质制油基地，阳光凯迪在林地方面分别有布局。待资产注入完成之后，公司将拥有生物质制油的全套业务链条，想象空间打开。

**表 8: 生物柴油产业发展政策要点**

项目	主要内容
政策目标	构建适合我国资源特点，以废弃油脂为主，木（草）本非食用油料为辅的可持续原料供应体系
原料保障	结合餐厨废弃物资源化利用和无害化处理试点工作，建设废弃油脂回收供应体系 积极建设油料能源林基地，合理开发利用宜林荒山荒地及其它宜能非耕地，定向培育油料能源树种，开展规模化种植
产业布局	产业布局原则，一是体现原料优势，靠近废弃油脂资源较为丰富的大中城市；二是统筹兼顾当地现有原料利用规模及收购半径，避免原料收购恶性竞争；三是体现集约化、规模化经营要求，防止小、散、乱；四是贴近消费市场，就近销售。鼓励项目在依法合规设立的产业园区内建设。优先布局京津冀、长三角、珠三角经济圈生物柴油项目
行业准入	生物柴油生产企业在工艺技术与装备、资源综合利用、清洁生产、环境保护和消防安全等方面应达到国内先进水平，应通过质量管理体系认证，达到企业安全生产标准化基本规范三级要求。生物柴油产品收率（以可转化物计）达到 90% 以上，吨生物柴油产品耗甲醇不高于 125 千克、新鲜水不高于 0.35 立方米、综合能耗不高于 150 千克标准煤；副产甘油须回收、分离与纯化；“三废”达标排放
生产供应	按照以产定销原则，实行生物柴油生产和推广目标责任考核制度
推广应用	第二十九条 生物柴油推广使用地区省级政府主管部门应根据依法行政的要求，协调并落实本省推广使用生物柴油调合燃料的地方性法规，以及各项相关配套方案和措施，确定推广使用时间和区域。鼓励京津冀、长三角、珠三角等大气污染防治重点区域推广使用生物柴油
技术创新	开发原料适应性广、生物柴油产品收率 95% 以上的加工技术与成套装备。开展饼粕综合利用技术研究，开发副产甘油生产 1,3-丙二醇、2, 3-丁二醇等化工产品技术，实现资源利用最大化 第三十七条 适时调整《柴油机燃料调合用生物柴油（BD100）》和《生物柴油调合燃料（B5）》国家标准为强制性标准

数据来源：国家能源局，国泰君安证券研究

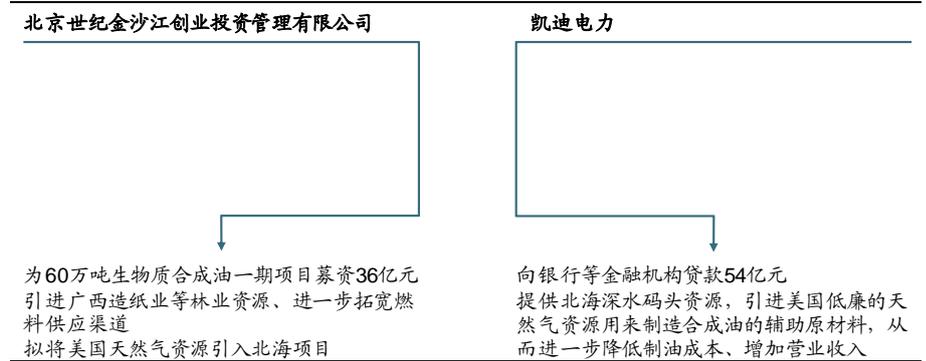
**公司提前布局生物柴油产业。**公司全资子公司北海凯迪生物能源有限公司在 2007 年成立。公司规划建设年产 200 万吨生物质合成油厂，将从东南亚国家进口棕榈油加工废弃物棕榈树空果串、老棕榈树杆、树枝等生物质原材料，制造生物质合成油。根据第一财经日报，假设目前国内生物柴油平均价格维持在 6500 元/吨

（<http://www.yicai.com/news/2014/06/3985763.html>），则该生物质合成油厂项目达产后将可能给公司带来营业收入 130 亿元，按照毛利率 20%、净利率 10% 估算，该项目将可能为公司带来毛利约 2.6 亿元，净利约 1.3 亿元。

**公司积极引进战略合作伙伴，推动生物柴油业务板块进展。**2014 年 3 月，公司与北京世纪金沙江创业投资管理有限公司（以下简称“金沙江创投”）签署了《关于投资北海生物质综合项目合作框架协议》。我们认为，尽管项目技术（自主研发的生物质气化合成液体燃料技术）成熟度不高、生物柴油行业产业化不足，但生物柴油板块属于朝阳行业，纲领性文件《生物柴油产业发展政策》的推出打开了更多市场想象空间。公

司提前布局、积极引进生物柴油战略合作伙伴,实现优势互补,将推动公司生物柴油板块的进展,为公司业绩增厚带来更多可能。

**图 8: 关于投资北海生物质综合项目合作框架协议**



数据来源: 凯迪电力公告, 国泰君安证券研究

## 5. 盈利预测与投资建议

假设公司生物质发电燃料维持在 300 元/吨, 利用小时数稳定在约 6000 小时水平; 公司一代电厂 (2.4 万千瓦装机) 度电燃料消耗 1.6kg, 二代电厂 (3 万千瓦装机) 度电燃料消耗 1.2kg。

由于阳光凯迪资产注入, 仍需要通过证监会核准, 存在一定不确定性。谨慎起见, 我们不考虑阳光凯迪资产注入对公司盈利的影响, 则公司的业绩增量主要来自在建的 4 家生物质电厂的投产。预计公司 2014 - 2016 年收入分别为 31、34、38 亿元, 净利润分别为 2.1、2.2、2.8 亿元, 对应 EPS 分别为 0.22、0.23、0.29 元。

假设阳光凯迪资产完成注入上市公司 (生物质发电、风电、水电项目投产进度参考公司公告), 我们预计公司 2014 - 2016 年收入分别为 31、56、70 亿元, 净利润分别为 2.1、8.1、12.6 亿元, 对应 EPS 分别为 0.22、0.54、0.84 元。

按照 PE 估值法, 公司目前股价对应 2014 - 2016 年 PE 水平分别为 59、56、45 倍 PE (对应资产注入后分别为 59、24、15 倍 PE)。从事生物质利用业务的可比公司主要包括迪森股份、长青集团、韶能股份等。上述公司 2014 - 2016 年平均 PE 水平分别为 49、32、22 倍。参考可比公司, 考虑公司资产注入之后, 盈利规模将大幅增加, 未来数年将保持高增速, 给予公司 2016 年 69 倍 PE 估值 (对应重组完成后 2016 年 24 倍 PE 水平), 对应目标价 20 元。

按照 PB 估值方法, 公司目前股价对应 2014 - 2016 年 PB 水平分别为 4.6、4.3、4.0 倍, 公司生物质发电业务, 参考环保行业平均 PB 水平分别为 4.7、4.1、3.6 倍。我们认为, 公司大股东完成资产注入之后, 2014 - 2016 年每股净资产将达到 2.8、5.7、6.4 元, 较重组之前的 2.8、3.0、3.3 元有大幅增加, 且盈利规模增加, 盈利增速大幅提高, 应当给予一定溢

价。我们给予公司 2016 年 6 倍 PB 水平，对应目标价 20 元，首次覆盖，“增持”评级。

**表 9: 凯迪电力与环保行业 PE 水平对比**

	股价	EPS			PE		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
凯迪电力	13.00	0.22	0.23	0.29	59	56	45
长青集团	28.38	0.35	0.63	1.07	81	45	26
迪森股份	13.33	0.31	0.41	0.54	43	32	24
雪迪龙	27.36	0.74	1.04	1.35	37	26	20
龙净环保	32.97	0.95	1.20	1.30	35	27	25
三维丝	22.16	0.41	0.54	0.62	54	41	36
高能环境	47.20	0.79	1.21	1.78	59	39	27
环保行业							
平均值					47	33	26
环保行业							
中值					41	32	25

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (股价对应 1 月 23 日收盘价, 长青集团盈利预测来自 wind 一致预期)

**表 10: 凯迪电力与环保行业 PB 水平对比**

	股价	每股净资产			PB		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
凯迪电力	13.00	2.8	3.0	3.3	4.6	4.3	4.0
长青集团	28.38	6.2	7.0	8.2	4.6	4.1	3.5
迪森股份	13.33	2.6	3.0	3.5	4.5	3.9	3.4
雪迪龙	27.36	5.0	5.9	7.0	5.5	4.7	3.9
龙净环保	32.97	7.4	8.4	9.4	4.5	3.9	3.5
三维丝	22.16	3.1	4.2	4.9	7.2	5.3	4.5
高能环境	47.20	10.6	11.6	13.0	4.5	4.1	3.6
环保行业							
平均值					4.7	4.1	3.6
环保行业							
中值					4.5	4.0	3.5

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (股价对应 1 月 23 日收盘价, 长青集团盈利预测来自 wind 一致预期)

## 6. 风险因素

阳光凯迪资产注入之后, 电厂数量增加, 对生物质燃料的需求将大幅增加, 公司的燃料收集效率可能低于预期;

阳光凯迪此次注入资产中包括众多在建、拟建电厂, 未来建成投产进度存在低于预期的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		