

凯迪生态 (000939)

再生能源补贴若现分化，生物质标的受益

——凯迪生态更新报告

 王威 (分析师)	 王锐 (研究助理)	 车玺 (分析师)
021-38676694	010-59312725	010-59312829
wangw@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com	chexi@gtjas.com
证书编号 S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读:

若光伏、风电电价调整方案报道信息属实，可再生能补贴支持力度将出现分化，生物质能标的受益。维持凯迪生态增持评级。

投资要点:

- **投资建议。**若光伏、风电电价调整方案属实，再生能源支持力度将现分化，生物质标的受益。维持凯迪生态 2015-2016 年盈利预测，预计 EPS 为 0.39、0.50 元（若方案通过，预计 2016 年并表，2015-2016 年 EPS 为 0.39、0.53 元），维持目标价 17.16 元，维持增持评级；
- **事件：**根据光伏們网站报道，2016 年中国光伏、风电电价调整方案已获国家审核
- **若报道信息属实，可再生能支持力度将现分化。**2013 年以来，西部电站高 IRR、稳定现金流吸引大量社会资本进入，造成甘肃、新疆等地出现严重限电、弃风弃光；调整方案体现政府引导企业理性投资理念。相比光伏风电，政府对生物质慷慨有度：10 月 26 日湖北给予生物质电价 0.081 元/KW 支持；日前安徽财政厅会同能源局向全省 16 座生物质电厂下达生物质发电财政奖补资金 6000 万元（首次安排），若按燃料价格 200-300 元/吨计算，则补贴资金已达 10-40% 之多；
- **国家在进行有计划有步骤电价改革，生物质能基于成本及燃料等资源特性而受益政策分化。**可再生能扶持政策根据成本及自然条件动态制定。发达国家经验显示，随着技术不断进步，风电光伏补贴将先升后降，且风电光伏受自然条件约束，间歇性、不连续性使其电力产品品质短期发展受阻（弃风弃光）；生物质发电受燃料供应约束，成本空间短期下降有限，具备生物质燃料精细化管理经验标的受益；
- **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。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,209	2,849	6,508	8,233	11,989
(+/-)%	-16%	29%	128%	27%	46%
经营利润 (EBIT)	267	467	970	1,377	1,941
(+/-)%	-27%	75%	108%	42%	41%
净利润	65	205	583	760	1,004
(+/-)%	88%	217%	184%	30%	32%
每股净收益 (元)	0.04	0.14	0.39	0.50	0.67
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.27	0.35	0.46

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	12.1%	16.4%	14.9%	16.7%	16.2%
净资产收益率 (%)	2.6%	7.4%	18.8%	21.6%	24.5%
投入资本回报率 (%)	2.9%	3.8%	6.6%	7.2%	7.5%
EV/EBITDA	37.0	26.5	17.6	14.9	13.2
市盈率	321.9	101.6	35.8	27.5	20.8
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.9%	2.5%	3.3%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 17.16

上次预测: 17.16

当前价格: 13.84

2015.12.21

交易数据

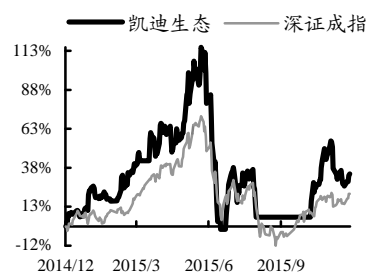
52 周内股价区间 (元)	9.62-22.77
总市值 (百万元)	20,861
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,507/941
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	62%
日均成交量 (百万股)	2192.31
日均成交值 (百万元)	309.21

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,234
每股净资产	4.80
市净率	2.9
净负债率	163.13%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.08
Q3	0.03	0.05
Q4	0.05	0.21
全年	0.14	0.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	26%	21%
相对指数	-11%	-4%	0%

相关报告

《有一种价值叫专注》2015.10.29

《资产注入完成在即，进入加速成长通道》2015.04.27

《活力恢复，跨步向前》2015.01.26

模型更新时间: 2015.12.21

股票研究

能源
煤炭

凯迪生态 (000939)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 17.16

上次预测: 17.16

当前价格: 13.84

公司网址

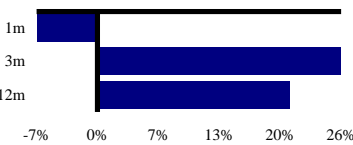
www.china-kaidi.com

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的投资与管理、技术研发、综合利用;承包境外环境工程的勘测、咨询、设计和监理项目。

绝对价格回报 (%)

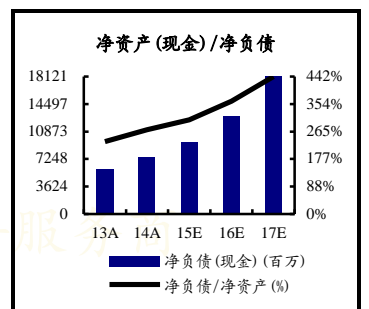
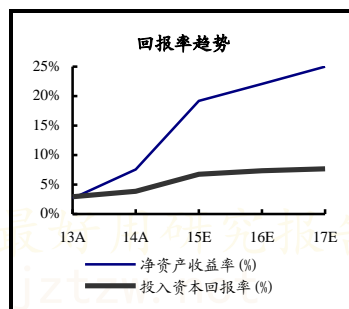
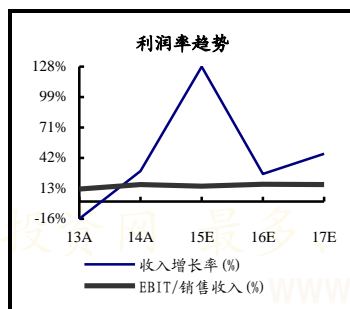
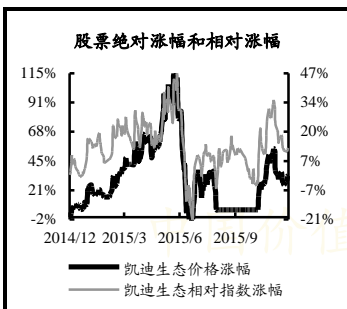


52 周价格范围 9.62-22.77

市值 (百万) 20,861

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	2,209	2,849	6,508	8,233	11,989
营业成本	1,711	2,162	4,874	6,016	8,825
税金及附加	25	27	62	78	114
销售费用	10	8	26	33	48
管理费用	196	185	576	729	1,061
EBIT	267	467	970	1,377	1,941
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	44	-10	0	0	0
财务费用	202	286	401	612	905
营业利润	53	150	569	765	1,036
所得税	5	28	78	102	135
少数股东损益	-1	-5	-15	-19	-25
净利润	65	205	583	760	1,004
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	820	620	651	761	997
其他流动资产	3	0	0	0	0
长期投资	274	141	141	141	141
固定资产合计	6,959	8,360	9,031	11,695	16,452
无形及其他资产	1,444	1,475	1,077	1,062	1,047
资产合计	11,956	14,181	18,836	23,722	33,215
流动负债	4,689	5,733	10,627	15,098	24,042
非流动负债	4,152	5,079	4,524	4,526	4,529
股东权益	2,505	2,762	3,094	3,526	4,097
投入资本(IC)	8,693	10,739	12,905	16,722	22,612
现金流量表					
NOPLAT	249	410	852	1,210	1,706
折旧与摊销	243	307	303	355	418
流动资金增量	29	-952	-1,618	-1,245	-1,252
资本支出	-968	-1,523	-498	-2,927	-5,084
自由现金流	-446	-1,757	-960	-2,606	-4,211
经营现金流	712	134	-456	401	993
投资现金流	-752	-1,268	-498	-2,927	-5,084
融资现金流	-51	934	985	2,636	4,327
现金流净增加额	-91	-200	31	110	236
财务指标					
成长性					
收入增长率	-16.3%	29.0%	128.4%	26.5%	45.6%
EBIT 增长率	-27.0%	74.7%	107.7%	42.0%	41.0%
净利润增长率	88.2%	216.8%	183.8%	30.4%	32.1%
利润率					
毛利率	22.5%	24.1%	25.1%	26.9%	26.4%
EBIT 率	12.1%	16.4%	14.9%	16.7%	16.2%
净利润率	2.9%	7.2%	9.0%	9.2%	8.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	2.6%	7.4%	18.8%	21.6%	24.5%
总资产收益率(ROA)	0.5%	1.4%	3.1%	3.2%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.9%	3.8%	6.6%	7.2%	7.5%
运营能力					
存货周转天数	45	94	65	100	100
应收账款周转天数	266	220	190	230	210
总资产周转天数	1949	1674	926	943	867
净利润现金含量	10.99	0.65	-0.78	0.53	0.99
资本支出/收入	44%	53%	8%	36%	42%
偿债能力					
资产负债率	73.9%	76.2%	80.4%	82.7%	86.0%
净负债率	233.0%	270.8%	302.9%	362.4%	442.3%
估值比率					
PE	321.9	101.6	35.8	27.5	20.8
PB	5.2	4.7	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	37.0	26.5	17.6	14.9	13.2
P/S	5.9	4.6	2.0	1.6	1.1
股息率	1.4%	1.4%	1.9%	2.5%	3.3%



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作为作出投资决策的唯一参考因素，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:	gt.jaresearch@gt.jas.com		