

工业余热发电 EMC 模式的最佳践行者

报告摘要:

公司是工业余热发电领域 EMC 模式的领导者。国内介入工业余热资源利用的主要有设计院、工程公司、设备供应商、投资商这四大类,开展的模式有参与单个模块环节的、也有 EPC 工程总承包和 EMC 合同能源管理模式。天壕节能虽然在从已实施项目总装机容量上排名并不靠前,但确实是 EMC 模式最好的践行者,公司在投资/设计/建设/运营这 4 个环节全面参与,综合实力没有短板,也容易拓展 EPC 模式。水泥玻璃行业的余热发电比例已较高,下一主战场在钢铁煤化工等。从市场空间看,水泥行业已建成约 70%的余热发电线,还有 30%的存量市场;同时国内水泥总产量中还有 20%是落后产能,未来要等量置换成新型干法水泥生产线,预计未来每年新增产能增速为 3.3%。玻璃行业总量约 250-250 条浮法玻璃生产线,未配套余热的在 150 条左右。而钢铁行业的余热发电处于起步阶段,尚有广阔的市场发展空间。

EMC 模式具有较丰厚的盈利,但初期扩张得有较强融资能力,同时筛选并获取优质客户以保证后续可持续经营。EMC 以项目建成后与工业企业共同分享节约电价的模式,一般具有 60%的毛利率和 20%的 IRR,但由于这种模式合作的工业企业只提供余热资源和厂区空间,专业 EMC 公司需要自掏全部投资,对现金流周转和融资成本要有严格控制。同时,公司签订 20 年的合同年限分享期,注定了大型能耗企业的附着性,有赖于合作企业的可持续盈利能力和合约履行信用。

公司在获取优质客户和项目资源及外部沟通协调方面具有突出优势。在投资环节,EMC 企业用标准甄别合适的客户群和项目资源后,很关键的是真正拿下该项目并让对方接受合同条款的关键项,在这个阶段公司高管与客户高层之间的营销和沟通非常关键,这或许也是天壕区别于其他企业较核心的一个方面。此外,余热电厂投产前需要走繁琐的审批手续,专业团队需摸清政策规则高效办事,确保上网前就绪。

盈利预测与投资建议。考虑已签约项目按期建设投产,且现有电价水平维持不变,预计公司 2012-2014 年可实现净利润为 0.95 亿、1.41 亿和 1.68 亿,对应摊薄后 EPS 为 0.30 元、0.44 元、0.53 元,短期成长确定,给予 2012 年 20-25 倍的市盈率区间,建议询价区间为 6~7.5 元。

风险提示: 业绩依赖于合作方运营效率、高耗能重工业自身景气度

发行数据

发行价(元)	
发行规模(百万股)	80.00
发行后总股本(百万股)	320.00
B 股/H 股(百万股)	
网上申购日期	2012-6-18
上市日期	
主承销商	国泰君安证券股份有限公司

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	90	183	308	397	420
(+/-)%	82%	103%	68%	29%	6%
净利润	30	52	95	141	168
(+/-)%	168%	74%	85%	48%	19%
每股收益(元)	0.09	0.16	0.30	0.44	0.53
市盈率	-	-	-	-	-
总股本(百万股)	240	240	320	320	320

证券分析师: 杨佳丽

执业证书编号: S0550512050001

(021)20361130 yangjl@nesc.cn

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760