

天壕节能 (300332)
环保工程及服务/公用事业
发布时间: 2012-10-09

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 首次

天壕节能公司调研报告

余热发电 EMC 模式的市场开拓者和引领者

报告摘要:

我国高耗能行业的余热尚未得到充分利用。根据《节能减排“十二五”规划》，余热发电领域市场前景广阔，到 2015 年新增余热发电能力 2000 万千瓦。EMC 模式以其市场竞争优势和国家政策的大力扶持，成为未来我国余热发电市场的新趋向，增速保持在 30%-40%。

公司是较早采用 EMC 模式投运余热发电项目的节能服务商。经过多年积累，公司在玻璃和水泥行业已签约 EMC 项目 29 个，市场份额领先主要竞争对手，是余热发电 EMC 模式的市场开拓者和引领者。

在巩固玻璃和水泥等行业优势地位的同时，公司也关注到了钢铁等行业在余热余压利用领域的潜力，目前正在开发相关 EMC 项目。公司在上述行业已经积累了足够的技术储备，核心问题是如何挖掘和筛选项目。公司已经建立起了一套严格的客户筛选标准，在宏观经济下滑的大环境下，公司将积极并谨慎地开拓新的市场领域。

今年上半年，宏观经济持续疲软，水泥、玻璃等周期性行业景气不振，公司项目依附于合作方的生产线，开工率的下降对公司发电量产生了一定的影响，盈利能力下滑。同时公司在建和拟建项目工期受合作方生产线点火时间的推迟有所延误，项目进度低于预期。不过，由于公司 2011 年新投产项目较多，大部分项目上半年已进入稳定运行期，因而我们认为公司 2012 年业绩仍将实现较高增长。

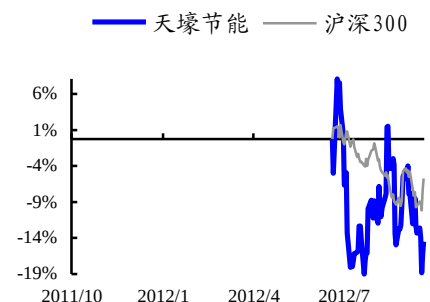
盈利预测和投资建议: 我们预计，公司 2012-2014 年每股收益为 0.24 元、0.36 元和 0.52 元，目前股价对应的 2012-2014 年市盈率分别为 38.9 倍、25.5 倍和 17.8 倍。首次给予“谨慎推荐”评级。**风险提示:** 1) 下游需求不振，发电量降低；2) 新项目工期低于预期；3) 公司税收优惠政策发生变化。

股票数据

2012-9-28

收盘价(元)	9.37
12个月股价区间(元)	8.50 ~ 12.39
总市值(百万元)	2,998
总股本(百万股)	320
A股(百万股)	320
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-12%	-14%	0%
相对收益	-14%	-9%	12%

相关报告

证券分析师: 王师

 执业证书编号: S0550511030001
 021-20361109 wangs@nesc.cn

研究助理: 马斌博

021-20361120 mabb@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	90	183	265	339	438
(+/-)%	82.30%	103.37%	44.50%	28.27%	29.19%
归属母公司净利润	30	52	75	115	165
(+/-)%	168.07%	73.51%	46.42%	52.78%	43.23%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.24	0.36	0.52
市盈率	98.76	56.92	38.88	25.45	17.77
市净率	7.12	6.33	2.59	2.41	2.18
净资产收益率(%)	7.20%	11.11%	6.66%	9.47%	12.29%
股息收益率(%)	—	—	0.52%	1.05%	1.33%
总股本(百万股)	240	240	320	320	320

目 录

1. 公司是采用合同能源管理模式从事余热发电的连锁运营商	3
1.1. 公司简介.....	3
1.2. 余热发电领域市场前景广阔.....	3
1.3. 合同能源管理模式未来比重将加大.....	4
1.4. 公司在合同能源管理余热发电领域的竞争优势.....	4
2. 公司合同能源管理业务分析	5
2.1. 成本相对固定，盈利能力主要取决于利用小时数和电价.....	5
2.2. 在运项目整体运转良好，玻璃行业项目明显好于水泥.....	6
2.3. 公司在手 EMC 项目饱满，可保证未来 2-3 年增长.....	7
2.4. 上市后融资压力逐渐缓解，为业务拓展提供了资金保障.....	8
2.5. 配套的税收优惠政策助力公司盈利提升.....	8
3. 积极筹备跨行业扩张，严格的项目筛选标准规避风险	9
4. 盈利预测和投资建议	9
4.1. 盈利预测核心假设.....	9
4.2. 盈利预测.....	9
4.3. 投资建议.....	11
5. 风险因素	11

图表

表 1: 余热发电市场规模及增长前景	3
表 2: 余热发电各商业模式比较	4
表 3: 公司在运 EMC 项目情况	6
表 4: 公司在建拟建 EMC 项目情况	7
表 5: 所得税和增值税退税对公司当期净利润的影响	8
表 6: 公司 EMC 业务分项目发电量预测	10
表 7: 公司分业务盈利预测	10
图 1: 2011 年底公司主要竞争对手及其 EMC 项目	5
图 2: 公司 EMC 业务毛利率和利用小时数	6
图 3: EMC 项目主要成本构成	6

1. 公司是采用合同能源管理模式从事余热发电的连锁运营商

1.1. 公司简介

公司是国内较早余热发电领域采用合同能源管理模式（EMC）连锁投资运营余热发电项目的综合节能服务商，通过投资、设计、建设和运营余热电站，将合作方提供的余热资源转化为电能，再供给合作方使用。公司按合同约定的电价收取电费，分享节能收益，约定电价一般远低于向电网外购电力的价格，合作方在零投资的情况下节省了能源成本，实现双赢的结果。经过多年积累，公司已发展成为国内具有一定影响力的余热发电项目连锁运营商。

2012 年 6 月，公司登陆资本市场，发行普通股 8000 万股，募集资金 6.1 亿元，超募 3.3 亿元。发行后公司第一大股东仍为德之宝投资公司（实际控制人陈作涛），持股比例由 34.3% 下降到 25.73%。

1.2. 余热发电领域市场前景广阔

国内余热发电技术最先在水泥行业得到发展和广泛应用，近年来在水泥、玻璃等行业陆续建成投运了一大批余热电站。“十一五”末，水泥行业低温余热发电普及率已达 55%，已有近 700 条新型干法水泥生产线建设了余热发电系统；截至 2010 年 6 月全国有浮法玻璃生产线 216 条，已有超过 50 条浮法玻璃生产线已建或在建配套余热电站。不过，我国高耗能行业的余热还没有得到充分利用，带着余热余压的尾气大量放空，造成能源的严重浪费，同时也污染了环境。

根据国务院近期发布的《节能减排“十二五”规划》等文件，“十二五”期间将继续推进余热余压利用重点工程，余热发电领域市场前景广阔。水泥行业推行新型干法水泥纯低温余热发电，到 2015 年水泥纯低温余热发电比例提高到 70% 以上。玻璃行业推进玻璃熔窑余热发电，到 2015 年余热发电比例提高到 30% 以上。钢铁行业推广干熄焦、干式炉顶压差发电、高炉和转炉煤气回收发电、烧结机余热发电，到 2015 年重点大中型企业余热余压利用率达到 50% 以上。有色金属行业推广冶金炉窑余热回收。化工行业推行炭黑余热利用、硫酸生产低品位热能利用。同时积极利用工业低品位余热作为城市供热热源。到 2015 年新增余热余压发电能力 2000 万千瓦。

表 1: 余热发电市场规模及增长前景

行业	产能/生产线	余热发电潜力
水泥	折 2,500t/d 生产线约 500 条	约 4,500MW
玻璃	折 500t/d 浮法生产线约 150 条	约 300MW
转炉	499 座 (<120t)、52 座 (>120t)	约 1,000MW
烧结机	300~400m ² 烧结机约 300 台	约 2,600MW
高炉	1,100 座 (<1,000m ³)、100 座 (>1,000m ³)	约 600MW
干熄焦	404 座焦炉、年产焦炭 5,019 万吨；另有独立焦化企业 100 家左右	约 2,200MW
化工	2009 年硫酸、合成氨、烧碱产量共计过亿吨	约 2,800MW
有色	2009 年精炼铜产量 411 万吨，镍产量 21.6 万吨	约 1,000MW

数据来源：公司招股说明书，东北证券

1.3. 合同能源管理模式未来比重将加大

余热发电行业主要有三种商业模式，分别为传统设计模式、工程总承包模式（EPC）和合同能源管理模式（EMC）。目前各个模式都有运用，但从发展历程来看，传统设计模式最早出现，随后工程总承包模式随着余热发电行业的发展出现，而合同能源管理模式在 2007 年前后快速崛起，因其具有合作方风险低、节能效率高等特点，更能适应市场需求，从而得到快速发展。

表 2：余热发电各商业模式比较

	合同能源管理模式	工程总承包模式	纯设计模式
投资	节能服务商负责投融资	用能企业负责投融资	用能企业负责投融资
研发设计	节能服务商进行技术研发，并总体负责设计	工程总包方总体负责设计	设计承包方负责设计
工程建设	节能服务商总体负责建设	工程总包方总体负责建设	用能企业自行负责建设
运营管理	节能服务商负责运营	用能企业自行运营	用能企业自行运营
合作期	长期（如 20 年）	一次性	一次性
模式实施方关注点	长期节能效益、技术先进性、电站整体质量、性能稳定性及可靠性、余热利用效率	工程总承包施工利润	技术服务利润
用户体验比较	全过程的、综合性的节能服务，合作方零投资，风险较低，但共享节能收益，期满获得项目所有权，长期合作，实现共赢	提供一次性的“交钥匙”工程总包服务；余热电站运行与检修等由用能企业自行负责；用能企业承担投资和运营风险	提供一次性的余热发电项目设计服务；余热电站建设、运行与检修等由用能企业自行负责；用能企业承担全部风险

数据来源：公司招股说明书，东北证券

在“十一五”末期，随着国家政策对余热余压利用和合同能源管理模式的支持力度不断加大、细化，余热发电领域合同能源管理业务开始大规模发展，以合同能源管理模式投建的余热发电项目已超过已投建项目总数的 10%。由于合同能源管理模式强大的市场竞争优势和国家政策的大力扶持，未来比重将不断增加。根据中国节能协会节能服务产业委员会的估算，合同能源管理模式将是未来我国余热发电市场的新趋向，增速保持在 30%-40%，市场发展空间广阔。

1.4. 公司在合同能源管理余热发电领域的竞争优势

公司是余热发电领域合同能源管理服务的市场开拓者和引领者。目前已经在水泥、玻璃等行业以合同能源管理模式连锁投资了 29 个余热发电项目，推动了余热发电行业合同能源管理运营模式的发展。

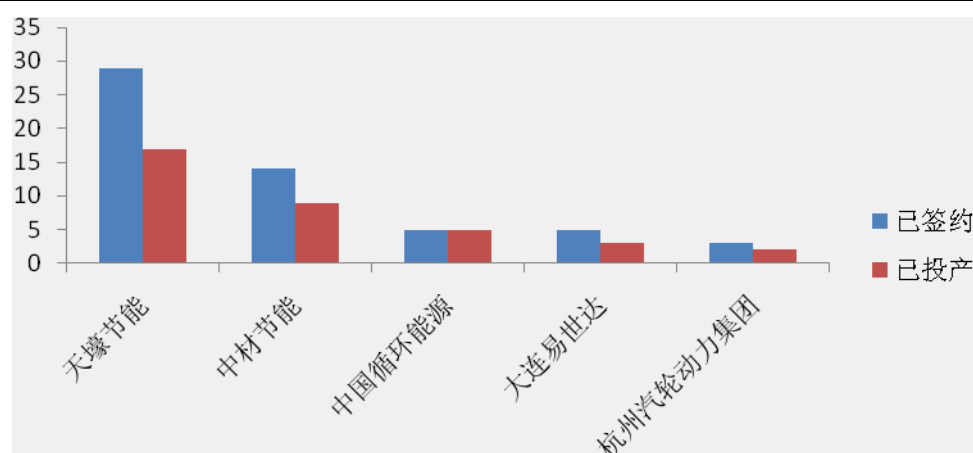
水泥行业余热发电技术发展较早，公司早期项目以水泥行业客户居多，截止目前总共签订 13 个项目，其中在运 10 个，在建 3 个。

玻璃行业余热发电在“十一五”中后期才开始起步并逐步发展，与水泥行业相比，玻

璃行业余热电站更适合采用合同能源管理模式，公司在玻璃窑余热发电技术方面起步较早，依靠先发优势和核心技术壁垒，公司将余热发电与浮法玻璃生产线实现了良好的嫁接，所投资的项目也取得了较高的经济效益。截至 2011 年底，全国有在产浮法玻璃生产线约 245 条，其中公司已签约为 48 条浮法玻璃生产线配建余热电站，占全国在产浮法玻璃生产线总数的 19.59%。公司在玻璃行业余热发电合同能源管理市场已形成一定的品牌美誉度，行业地位不断巩固。

截至 2011 年末，公司在余热发电合同能源管理市场主要竞争对手有中材节能、杭州汽轮动力集团设备成套工程有限公司、大连易世达和中国循环能源有限公司，从签约和投运的项目来看，公司遥遥领先主要竞争对手。

图 1：2011 年底公司主要竞争对手及其 EMC 项目



数据来源：公司招股说明书，东北证券

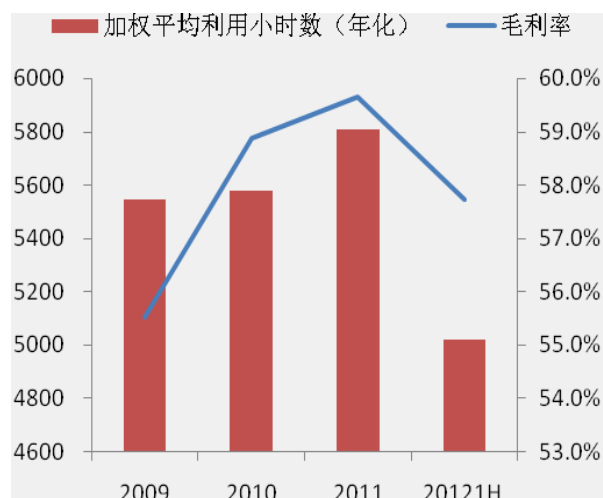
2. 公司合同能源管理业务分析

2.1. 成本相对固定，盈利能力主要取决于利用小时数和电价

公司合同能源管理的商业模式决定了项目投运后直接依附于合作方的生产线，合作方的开工率（如水泥行业的窑运转率）越高，余热电站的利用小时数越高，公司相应能获得更高的电费收入。而营业成本主要包括固定资产折旧、人工费用和水、电、药剂等其他运营成本，由于不需要燃料投入，成本中可变部分占比较小，合作方开工率的高低对公司营业成本影响不大。因此余热电站利用小时数是公司 EMC 项目毛利率高低主要决定因素。

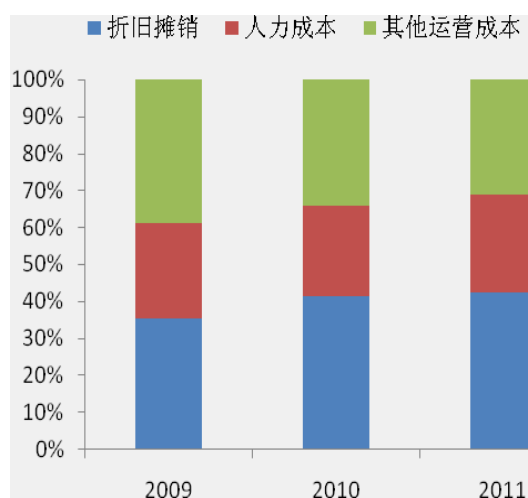
公司与合作方的电价是以合作方向电网购电的平均价为基础，按一定比例确定。当电网调价时，约定电价也作相应调整。电价调整也将显著影响公司项目的毛利。

图 2: 公司 EMC 业务毛利率和小时数



数据来源：公司公告，东北证券测算

图 3: EMC 项目主要成本构成



数据来源：公司公告，东北证券

2012 年上半年，受宏观经济持续下行影响，公司客户所在的水泥、玻璃行业整体景气度向下，特别是水泥行业在一季度为限产保价，窑运转率偏低，余热电站利用小时数下降明显，导致公司发电收入受到了一定影响，整体盈利能力有所下滑。

2.2. 在运项目整体运转良好，玻璃行业项目明显好于水泥

今年 4 月份，公司重庆项目天壕渝琥正式投运，截止目前，公司在运项目 18 个，其中水泥行业 10 个，玻璃行业 8 个。

表 3: 公司在运 EMC 项目情况

项目名称	行业	投产时间	投资总额 (万元)	装机容量 (MW)	2011 产 能利用率	2012H1 营收 (万元)	2012H1 净 利润(万元)
天壕韶峰	水泥	2008 年 9 月	5042	9.0	33.0%	179	(61)
天壕宜昌	玻璃	2009 年 6 月	5657	9.0	114.5%	1550	710
天壕邯郸一期	水泥	2009 年 3 月	4200	7.5	98.2%	960	203
天壕和益	水泥	2009 年 10 月	3678	6.0	107.0%	349	6
天壕前景	水泥	2009 年 1 月	4554	6.0	106.4%	588	182
天壕安全	玻璃	2010 年 3 月	8192	15.0	97.1%	1346	608
天壕东台	玻璃	2010 年 10 月	4298	6.0	103.2%	757	486
天壕宿迁	玻璃	2011 年 1 月	4945	6.0	92.9%	463	65
天壕平水	水泥	2011 年 3 月	3082	3.5	99.3%	322	23
天壕宜城	水泥	2011 年 1 月	5100	9.0	67.6%	554	168
天壕荆门	水泥	2011 年 4 月	5110	9.0	83.3%	571	160
天壕老河口	水泥	2011 年 6 月	6006	12.0	79.9%	612	252
天壕邯郸二期	水泥	2011 年 4 月	5150	9.0	94.0%	并入一期	并入一期
天壕沙河	玻璃	2011 年 7 月	7300	12.0	77.2%	867	366
天壕咸宁	水泥	2011 年 10 月	4945	9.0	72.8%	504	144
天壕芜湖	玻璃	2011 年 9 月	7545	12.0	84.3%	864	311

天壕淄博	玻璃	2011 年 8 月	7300	12.0	73.6%	849	291
天壕渝琥	玻璃	2012 年 4 月	4500	6.0	N/A	193	25

数据来源：公司公告，东北证券

从公司各 EMC 项目产能利用率来看，除天壕韶峰外，各项目运转正常。天壕韶峰于 2008 年 9 月投产，是公司首个 EMC 项目，初期运转良好。2010 年，项目合作方韶峰水泥新投产一条 5000 吨/天的水泥生产线，公司配建余热发电机组的两条生产线产能利用率大幅下降，远低于合作协议约定的最低运行天数，导致该项目自 2010 年来持续亏损。目前，公司正与韶峰水泥协商，由合作方回购该项目全部资产。预计待相关资产处置后，公司能够收回项目成本并稍有盈利。

分行业看，玻璃行业项目整体盈利能力明显好于水泥行业。玻璃制造生产工艺的特点是玻璃熔窑点火后需要连续作业，24 小时不间断生产，如停产需要较长时间冷修才能再次恢复生产，并将发生较大支出，因此，尽管受宏观经济下行影响，玻璃行业波动较大，但对公司相关项目发电量影响不大，保持较高的盈利。

从机组容量来看，9MW 以上的大机组盈利能力稍强，而 6MW 以下的小机组由于单位建设成本较高，折旧摊销占比较大，整体净利率不高。

2.3. 公司在手 EMC 项目饱满，可保证未来 2-3 年增长

公司目前在建和拟建项目共 11 个，装机容量 85MW。从项目工期推算，大部分在建和拟建项目将于 2013-2014 年实现投产，届时装机容量将提高 50%左右至 230-240MW。即使公司未来 2-3 年无新签合同，也能保证未来 2-3 年的稳定增长。

表 4: 公司在建拟建 EMC 项目情况

项目名称	状态	行业	在建投运/拟建启动时间	投资总额 (万元)	装机容量(MW)
天壕贵州	在建	水泥	2012 年 9 月	3800	6
天壕兴山	在建	水泥	2012 年 8 月	3409	4.5
北京金晶项目	拟建	玻璃	2012 年 4 月	3855	4
滕州金晶项目	拟建	玻璃	2012 年 4 月	6861	12
天壕安全二期	拟建	玻璃	2012 年 4 月	7500	12
耀华项目	拟建	玻璃	2012 年 5 月	4075	4.5
鲁元项目	拟建	水泥	2012 年 6 月	3740	6
天壕六安	拟建	玻璃	2012 年 6 月	4295	6
弘耀项目	拟建	玻璃	2012 年 10 月	6747	12
洛玻项目	拟建	玻璃	2012 年 10 月	5966	9
元华项目	拟建	玻璃	2013 年 3 月	5032	9

数据来源：公司招股说明书，东北证券

公司计划拟建的 9 个项目中绝大多数是玻璃行业项目，待项目投产后，公司将进一步巩固其在玻璃行业余热发电的优势。同时，根据我们前文分析，由于玻璃生产线停产成本较高，玻璃行业项目盈利能力明显好于水泥行业，随着玻璃行业投运项目

占比的增加，公司资产质量也将得到优化。

今年上半年，受宏观经济的影响，公司部分客户的生产线点火时间推迟，配建的余热电站工期也被动延后，部分在建和拟建项目进度低于预期。同时，公司也在持续关注水泥和玻璃行业的周期性风险，对部分项目也有意放缓了节奏，优化资产质量。我们预计，公司新项目投产进度可能会低于公司招股说明书中的时间安排，部分 2012 年规划投产的项目可能要推迟到 2013 年。

2.4. 上市后融资压力逐渐缓解，为业务拓展提供了资金保障

合同能源管理属资本密集型商业模式，公司业绩的增长需要大量的资本投入作为保障。上市之前公司主要的融资方式为银行贷款，但随着公司签约项目的不断增多，对资金的需求大幅增加，银行贷款单一的融资模式很难满足公司资金的需求，而且银行贷款资金成本较高，公司的财务费用也大幅增加。

公司 IPO 募集资金 6.1 亿，超募 3.3 亿。我们以一个 9MW 项目投资 5000 万元、自有资金占 40% 计，单超募资金就能满足公司 10 余个项目的资金需求。可以说公司完成上市后融资压力得到缓解，资本结构得到优化，上市募集资金为公司未来业务拓展提供了资金保障。

2.5. 配套的税收优惠政策助力公司盈利提升

节能环保领域作为国家七大战略新兴产业之一，国家在税收方面给予相关企业较大的优惠措施。目前，公司绝大多数 EMC 项目子公司已取得所得税“三免三减半”税收优惠，从取得营业收入的第 1 年起至第 3 年免征企业所得税，第 4 年至第 6 年按 25% 法定税率减半征收。2009-2011 年，与按法定税率（25%）相比，所得税优惠对公司净利润的影响比例分别达到 32.40%、27.76% 和 34.93%，低所得税率奠定了公司过去高盈利的基础。

随着首批投产项目所得税免征期限逐步到期，公司未来所得税费用将有一定程度的增加。按照 2009-2011 年项目投产时间估算，2012-2014 年公司所得税率将由 2011 年的 0.16% 分别提升至 5.17%、6.17% 和 8.33%。

不过，增值税优惠政策将抵消上述费用的增加，税收政策还将助力公司盈利的提升。根据《关于调整完善资源综合利用产品及劳务增值税政策的通知》规定，公司 EMC 余热发电业务符合“利用余热生产电力，实行增值税即征即退 100%”的政策。如果增值税退税进度正常，我们预计 2012-2014 年退税将为公司带来营业外收入为 500 万元、1500 万元和 2500 万元。

表 5: 所得税和增值税退税对公司当期净利润的影响

(人民币万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
所得税税率	-0.50%	0.16%	5.17%	6.17%	8.33%
所得税费用	-15	8	410	757	1499
增值税退税	0	0	500	1500	2500
净利润影响	15	-8	90	743	1001

占当期净利润比	0.5%	-0.2%	1.2%	6.5%	6.1%
---------	------	-------	------	------	------

数据来源：公司公告，东北证券测算

3. 积极筹备跨行业扩张，严格的项目筛选标准规避风险

在巩固玻璃、水泥等行业优势地位的同时，公司也关注到了钢铁、有色、化工等行业在余热余压利用领域的潜力，目前正在开发相关行业 EMC 项目。公司在上述行业已经积累了足够的技术储备，核心问题是如何挖掘和筛选项目，如何找到能够长期、稳定合作的客户，优质的合作方是公司 EMC 业务发展的关键。

公司在合作方的选择上已经建立起了一套严格的筛选标准。公司主要选择行业地位突出、持续经营能力强、公司治理规范、市场信誉良好的大中型企业作为合作方，同时要求合作方的主要工艺符合产业政策要求并具有行业竞争优势。公司还建立健全了合作方尽职调查的操作规范，对合作方的基本情况、所处行业状况、所在地的供需等方面进行详尽的调查。

在目前宏观经济下行的环境下，公司在跨出玻璃、水泥等行业选择客户时会非常谨慎，将持续关注相关能耗企业的生存能力、支付能力和抗风险能力，通过严格的项目筛选标准来规避存在的风险。

4. 盈利预测和投资建议

4.1. 盈利预测核心假设

- 1) 公司在建和拟建项目除元华项目外，其余项目将于 2013-2014 年间陆续投产。考虑到新项目工期，2012-2014 年未考虑公司未来新签订合同对业绩的影响；
- 2) 2012-2014 年，公司在运项目运转正常，除天壕韶峰外没有大幅低于合同规定最小运行天数的情况；
- 3) 2012-2014 年各项目平均供电电价保持 2011 年末的水平，各项目平均厂用电率为 11%；
- 4) 除天壕平水外，公司其他所有项目所得税均享受“三免三减半”政策。增值税享受资源综合利用“即征即退 100%”政策。

4.2. 盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2012-2014 年末余热电站装机容量分别为 158MW、201MW、234MW，2012-2014 年发电量分别为 8.2 亿千瓦时、10.5 亿千瓦时和 13.7 亿千瓦时，合同能源管理业务收入为 2.56 亿、3.29 亿和 4.25 亿。

表 6: 公司 EMC 业务分项目发电量预测

项目名称	行业	装机容量 (MW)	年化利用小时数 (小时)						发电量 (万千瓦时)		
			2009 A	2010 A	2011 A	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
天壕韶峰	水泥	9.0	4846	1720	1669	1750	1750	1750	1575	1575	1575
天壕宜昌	玻璃	9.0	6374	7463	8139	8200	8100	8100	7380	7290	7290
天壕邯郸一期	水泥	7.5	4495	6088	5155	4200	5000	5500	3150	3750	4125
天壕和益	水泥	6.0	4345	4908	5242	4000	4500	4800	2400	2700	2880
天壕前景	水泥	6.0	6078	5503	6208	5000	5500	5800	3000	3300	3480
天壕安全	玻璃	15.0		6612	6215	6100	7000	7200	9150	10500	10800
天壕东台	玻璃	6.0		5776	6327	6400	7000	7000	3840	4200	4200
天壕宿迁	玻璃	6.0			6432	6500	6600	6800	3900	3960	4080
天壕平水	水泥	3.5			5645	4200	5500	5800	1470	1925	2030
天壕宜城	水泥	9.0			3761	4000	5500	5800	3600	4950	5220
天壕荆门	水泥	9.0			5312	4500	5500	6000	4050	4950	5400
天壕老河口	水泥	12.0			5682	5200	5800	6200	5720	6960	7440
天壕邯郸二期	水泥	9.0			5404	4800	5500	6000	4320	4950	5400
天壕沙河	玻璃	12.0			6756	7000	7800	8000	7933	9360	9600
天壕咸宁	水泥	9.0			3518	4600	5500	6000	4140	4950	5400
天壕芜湖	玻璃	12.0			4931	5800	6800	7200	6960	8160	8640
天壕淄博	玻璃	12.0			5481	5800	7000	7200	6960	8400	8640
天壕渝琥	玻璃	6.0				5500	6000	6500	2477	3600	3900
天壕贵州	水泥	6					4500	5000		2256	3000
天壕兴山	水泥	4.5					4300	5000		1765	2250
北京金晶项目	玻璃	4					5500	6500		1103	2600
滕州金晶项目	玻璃	12					6500	7000		2586	8400
天壕安全二期	玻璃	12					6500	7000		1945	8400
耀华项目	玻璃	4.5					4300	5000		318	2250
鲁元项目	水泥	6						4300			2156
天壕六安	玻璃	6						5000			2507
弘耀项目	玻璃	12						5500			3309
洛玻项目	玻璃	9						5300			1581
元华项目	玻璃	9									
发电量合计									82026	105453	136553

数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 2009-2011 年利用小时数为东北证券根据当年发电量和装机容量测算, 当年投产机组根据投产时间作年化处理

合同能源管理业务作为公司主要商业模式, 未来仍将是公司收入的主要来源。此外公司对工程技术服务业务的定位是对 EMC 模式的补充, 对于不合适 EMC 模式的项目, 公司将考虑以提供工程技术服务方式开展合作, 我们预计该部分业务未来也将实现小幅增长。

表 7: 公司分业务盈利预测

(人民币百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
合同能源管理业务					

收入	83.2	179.8	255.5	328.5	425.4
成本	34.2	72.5	105.9	131.1	166.2
毛利率	58.9%	59.7%	58.6%	60.1%	60.9%
工程技术服务业务					
收入	6.8	3.1	9.0	10.8	13.0
成本	2.6	0.5	4.4	5.6	7.1
毛利率	62.0%	83.7%	50.8%	48.7%	45.3%
营业利润	27.0	50.9	74.3	107.7	155.0
归属母公司净利润	29.7	51.6	75.5	115.3	165.2

数据来源：公司公告，东北证券

4.3. 投资建议

公司是余热发电领域合同能源管理模式的开拓者和引领者，通过多年的积累，公司已发展成国内颇具影响力的综合节能服务商，已签约水泥、玻璃行业 EMC 项目达 29 个。未来余热发电领域前景广阔，除水泥、玻璃行业尚有不小的市场空间外，钢铁、冶金、化工等行业余热利用才刚刚起步，潜力巨大。公司凭借丰富的行业经验以及 EMC 模式的先发优势，未来将在钢铁、冶金、化工等领域积极拓展，我们看好公司的长期发展前景。

今年上半年以来，随着宏观经济的持续疲软，水泥、玻璃等周期性行业景气不振，公司余热电站依附于合作方的生产线，开工率的下降对公司发电量产生了一定的影响。同时公司在建和拟建项目工期受合作方生产线点火时间的推迟而有所延误，新增项目进度低于预期。

不过,由于公司 2011 年新投产项目较多,大部分项目今年上半年已进入稳定运行期,因而我们认为,公司 2012 年业绩仍将实现较高增长。

综合以上分析,我们预计,公司 2012-2014 年将实现净利润分别为 7550 万、1.15 亿和 1.65 亿,每股收益为 0.24 元、0.36 元和 0.52 元,目前股价对应的 2012-2014 年市盈率分别为 38.9 倍、25.5 倍和 17.8 倍。首次给予“谨慎推荐”评级。

5. 风险因素

- 1) 受水泥、玻璃行业景气不振影响,公司在运项目发电量大幅降低
- 2) 在建拟建项目工期大幅低于预期
- 3) 公司税收优惠政策发生变化

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	66	648	358	330
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	26	43	42	50
存货	1	1	2	2
其他流动资产	8	8	6	7
流动资产合计	143	798	516	528
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	4	4	4	4
固定资产	711	782	1097	1297
无形资产	0	1	1	1
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	904	936	1242	1395
资产总计	1047	1734	1757	1923
短期借款	60	60	0	0
应付款项	112	91	75	95
预收款项	14	15	15	20
一年内到期的非流动负债	148	147	128	135
流动负债合计	317	305	243	283
长期借款	265	295	295	295
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	265	295	295	295
负债合计	582	600	538	578
归属于母公司股东权益合计	464	1134	1218	1344
少数股东权益	1	1	1	1
负债和股东权益总计	1047	1734	1757	1923

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	183	265	339	438
营业成本	73	110	137	173
营业税金及附加	1	1	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	31	45	57	74
财务费用	27	34	36	34
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	51	74	108	155
营业外收支净额	0	5	15	25
利润总额	51	79	123	180
所得税	0	4	8	15
净利润	51	75	115	165
归属于母公司净利润	52	75	115	165
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	51	75	115	165
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	33	43	55	70
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	27	26	23
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	-23	-100	-5	-15
其他	-23	0	2	0
经营活动净现金流量	88	41	175	218
投资活动净现金流量	-305	-71	-345	-198
融资活动净现金流量	233	612	-120	-47
企业自由现金流	-176	-23	-162	31

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.21	0.24	0.36	0.52
每股净资产 (元)	1.93	3.54	3.81	4.20
每股经营性现金流量 (元)	0.37	0.13	0.55	0.68
成长性指标				
营业收入增长率	103.37%	44.50%	28.27%	29.19%
净利润增长率	73.51%	46.42%	52.78%	43.23%
盈利能力指标				
毛利率	60.03%	58.29%	59.73%	60.45%
净利率	28.16%	28.53%	33.99%	37.68%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	38.14	60.00	45.00	42.00
存货周转率 (次)	3.83	4.60	4.56	4.45
偿债能力指标				
资产负债率	55.57%	34.58%	30.64%	30.06%
流动比率	0.45	2.62	2.12	1.87
速动比率	0.33	2.42	1.86	1.58
费用率指标				
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	16.90%	17.00%	16.90%	16.80%
财务费用率	14.79%	12.70%	10.57%	7.79%
分红指标				
分红比例	—	0.52%	1.05%	1.33%
股息收益率	—	0.52%	1.05%	1.33%
估值指标				
P/E (倍)	56.92	38.88	25.45	17.77
P/B (倍)	6.33	2.59	2.41	2.18
P/S (倍)	12.02	11.09	8.65	6.69
净资产收益率	11.11%	6.66%	9.47%	12.29%

资料来源：东北证券

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所涉及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