

公司研究

新股研究

建议询价区间：6.27-7.41元

EMC余热发电领军者

——天壕节能(300332)新股研究

核心观点

申购建议：

公司合理股价为合理价 6.97-8.24 元，建议申购价 6.27-7.41 元。

主要依据：

公司主营业务为以合同能源管理(EMC)模式从事余热发电项目的连锁投资、研发设计、工程建设和运营管理，其盈利模式是将水泥、玻璃、钢铁与冶金等高能耗行业内大型企业的余热资源转化为电能，并在约 20 年的合作期限内按合同约定电价与实际供电量结算与分享节能收益。该模式较工程总承包(EPC)模式更具持续稳定的盈利现金流回报。

公司为国内 EMC 余热发电领军企业。公司作为国内 EMC 余热发电倡导先行者，凭借经验丰富的管理团队及高效专业的连锁化复制扩张运营模式，近 5 年经历跨越式发展；截至 2011 年底，公司已投入运营的 EMC 余热电站项目共计 17 个、装机容量 152MW，2011 年 EMC 项目的供电量达 5.13 亿 kWh 实现营收 1.79 亿元；在建、拟建项目各为 3、9 个，对应装机容量 16.5MW、74.5MW。2011 年公司占我国投入运营的 EMC 余热发电容量约 50%，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%。

余热发电行业前景广阔。我国《工业节能“十二五”规划》规定十二五期间单位工业增加值能耗标煤需降低 21%，要求全面推广余热发电这项节能工程，并具体规定到 2015 年水泥、玻璃行业及大中型钢铁企业的余热发电配套率达 65%、30% 及 50% 以上。预计以上三大行业内尚待开发投建的余热发电装机容量合计高达 12000MW 或 1200 万 KW。

公司此次 IPO 拟发行 8,000 万股（占发行后总股本 32,000 万股的 25.00%），募投 2.81 亿元用于建设 4 个水泥、1 个玻璃 EMC 余热发电项目，合计装机容量 51MW；其中 3 个 9MW 的项目已建成投运，1 个 12MW 项目部分建成投运，1 个 12MW 项目已开始初期筹备，项目建设期 10-12 个月。募投项目全部投产后新增年电价收入、净利润预计可达 0.93 亿元、0.23 亿元，各相当于公司 2011 年的 51%、45%。

预计 2011-14 年公司营收、净利润年均复合增长分别为 37.58%、44.58%；对应 2012-14 年每股收益分别为 0.32 元、0.42 元、0.49 元，参照可比上市公司的估值水平，给予公司 2012 年 22-26 倍的动态估值较为合理，合理价 6.97-8.24 元，建议申购价 6.27-7.41 元。

风险提示：合作方经营及其行业波动、市场竞争激烈化等风险。

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	183	317	401	477
同比增速(%)	103.37%	73.26%	26.37%	18.94%
净利润(百万)	52	101	134	156
同比增速(%)	73.51%	96.64%	31.85%	16.56%
EPS(元)	0.16	0.32	0.42	0.49

基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	10.47
每股净资产(元)	1.93

建议询价区间(元) 6.27-7.41

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email：xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图表 1: 天壕节能 (300332) 盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	4,938	9,002	18,307	31,719	40,084	47,675
YOY%		82.30%	103.37%	73.26%	26.37%	18.94%
减: 营业成本	2,195	3,681	7,317	14,565	18,695	22,531
毛利率	55.55%	59.11%	60.03%	54.08%	53.36%	52.74%
营业税金及附加	30	41	93	127	160	191
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	1,342	1,850	3,094	4,288	4,877	4,641
财务费用	574	752	2,708	2,111	2,001	3,570
期间费用率 (%)	38.81%	28.91%	31.69%	20.18%	17.16%	17.22%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	18	0	0	0	0
二、营业利润	804	2,695	5,094	10,627	14,350	16,742
YOY%		235.13%	89.01%	108.60%	35.03%	16.67%
加: 营业外收入	199	375	155	300	300	300
减: 营业外支出	2	114	116	200	200	200
三、利润总额	1,001	2,956	5,134	10,727	14,450	16,842
减: 所得税	-86	-15	8	590	1,084	1,263
四、净利润	1,087	2,971	5,125	10,137	13,366	15,579
归属于母公司的净利润	1,108	2,971	5,155	10,137	13,366	15,579
YOY(%)		168.07%	73.51%	96.64%	31.85%	16.56%
少数股东损益	-21	0	-30	0	0	0
净利率 (%)	22.02%	33.01%	28.00%	31.96%	33.35%	32.68%
总股本 (万股)	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000	32,000
五、每股收益(元)	0.03	0.09	0.16	0.32	0.42	0.49

资料来源：国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiadong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			