

电气设备

报告原因：调研简报

2012年6月19日

市场数据：2012年6月19日

总股本/流通股本(亿股)	1.18/0.36
收盘价(元)	16.45
流通市值(亿元)	5.92

基础数据：2011年12月31日

资产负债率	17.60%
毛利率	20.77%
净资产收益率(摊薄)	4.87%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

请务必阅读正文之后的特别声明部分

易世达 (300125)

技术进步打开存量改造空间，合同能源贡献可观
利润

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

④ **水泥余热市场仍值得期待。**据统计目前国内水泥生产线约 1300 条，其中 800 条左右建了余热发电设施，剩余约 500 条生产线尚未建余热发电设施，考虑到未来置换 300-400 条淘汰落后产能，预计国内尚有 800 条左右生产线需要安装余热发电设施，以每条生产线投资额 3000 万元计算，总投资额约 240 亿元，按 20% 的市场份额计算，公司潜在订单 48 亿元的订单。

④ **技术进步打开存量改造空间。**公司在水泥余热余压利用方面研发实力较强，公司研发的第三代水泥窑纯低温余热发电技术，除了窑头窑尾以外，将覆盖水泥窑胴的热量回收，进一步提升热利用率，吨熟料发电量可达到 50 度电，比行业平均水平提高 20 度电的水平。技术突破可以使得公司在未来水泥市场具备更强的竞争实力，进一步提高市场份额。由于吨熟料发电量提高了 20 度，这也打开了存量市场改造空间。假设已完成余热发电建设的 800 条线路均需改造，按平均每条生产线规模 2500t/d 计算，我们预计存量改造市场空间在 40 亿空间。由于公司技术领先于行业平均水平，在其他公司技术突破前，公司将主导存量改造市场。

④ **海外市场空间广阔。**国际水泥行业余热发电市场，除日本外，其他国家水泥窑余热发电的普及率不高，技术装备相对落后。我国水泥窑余热发电系统无论从技术装备水平还是发电效率都处于全球领先地位，近两年刚刚进入国际市场，未来的前景十分广阔。印度等发展中国家的基础建设水平落后，水泥行业还有较大发展空间，公司已经承接了印度的 5 条水泥产线余热电站项目，并与巴基斯坦、土耳其、伊朗、越南等多个国家的水泥公司接洽。海外市场将可能成为公司业务的新增长点。

④ **钢铁行业潜力巨大，短期受制于钢铁行业盈利不佳。**钢铁行业的余热利用处于起步期，具有较为广阔的发展空间，大型钢铁企业余热利用率约为 30%~50%，中小钢铁企业的利用率则更低。目前钢铁行业部分处于亏损状态，资金链比较紧张，银行受信难度较大，钢铁企业愿意采用合同能源管理的模式来做余热发电，但由于钢铁行业盈利能力不佳，资金紧张，公司在合同能源选择标底上比较谨慎。但随着钢铁行业整合的完成，行业盈利能力回归正常，钢铁行业余热余压利用空间较大，支撑行业的中长期发展。

④ **在手合同能源管理项目贡献可观利润。**目前公司在手未投产的合同能源管理项目有 4 个，详见表 1，经过我们简单测算每年贡献公司利润约 3000 万左右，对应每股收益 0.25 元，预计年内有望投产 3 个项目，金银岛项目有望在明年年初投产。合同能源管理项目的投产是公司明年业绩增长的核心动力。此外，公司仍在努力拓展其他合同能源管理项目。

④ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012-2013 年每股收益分别为 0.64、1.00 元，对应市盈率分别为 25、16 倍，考虑到公司 4 个合同能源管理项目即将投产贡献可观业绩以及公司技术进步打开存量市场改造市场，我们给予“增持”的投资评级。

④ **风险提示。**下游过于依赖国内水泥行业，水泥行业不景气将影响公司业绩；海外业务拓展存在不确定性；B O T 模式中业主可能不正常经营或者不按期付款，导致达不到预期回报。

表 1：公司在手合同能源管理项目情况

	持股比例	电价（元/度）	水泥产能情况	电站容量（MW）
湖北世纪新峰雷山水泥有限公司合同能源管理项目	100%	0.48	2,500t/d、4,000t/d	13.5
喀什飞龙 2000 吨新型干法水泥生产线余热发电合同能源管理	75%	0.48	2000t/d	7.5
河南世纪新峰水泥有限公司合同能源管理项目	100%	0.478		4.5
福建省永安金银湖水泥有限公司合同能源管理项目	100%	0.525	2500t/d	7.5

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测假设（单位：万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
建造合同	47232.65	49091.86	58910.23	64801.25
能源服务	1525.32	1350.17	4050.52	10126.30
余热发电设备成套	8832.44	1322.01	2644.03	7932.09
余热发电技术服务	181.42	957.78	1915.56	3831.11
余热发电项目设计服务	1277.11	762.88	1525.76	3051.53
余热发电设备安装	160.50	0.00	0.00	0.00
营业收入增速				
建造合同	464.31%	3.94%	20%	10%
能源服务	482.99%	-11.48%	200%	150%
余热发电设备成套	-61.43%	-85.03%	100%	200%



余热发电技术服务	-88.30%	427.94%	100%	100%
余热发电项目设计服务	494.01%	-40.27%	100%	100%
余热发电设备安装	-97.28%			
毛利率				
建造合同(%)	19.49%	18.12%	18.00%	18.00%
能源服务(%)	60.11%	60.47%	60%	60%
余热发电设备成套(%)	19.80%	-6.54%	20%	20%
余热发电技术服务(%)	-34.90%	92.69%	90%	90%
余热发电项目设计服务(%)	69%	69.52%	70%	70%
余热发电设备安装(%)	-7.47%			

资料来源：山西证券

表 3：盈利预测（单位：万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	59,237.65	53,591.61	69046.1	89742.284
营业收入增速	51.13%	-9.53%	28.84%	29.97%
营业成本	46,559.51	42,460.12	52691.105	64831.788
毛利率	21.40%	20.77%	23.69%	27.76%
营业税金及附加	556.21	757.66	976.15	1268.75
销售费用	664.63	915.67	1179.73	1533.34
管理费用	3,604.32	4383.09	5647.06	7339.74
财务费用	-403.9	-1729.98	-1500.00	-800.00
资产减值损失	363.77	926.94	900.00	900.00
公允价值变动净收益				
投资净收益	-9.18	106.8	110	200
营业利润	7,883.93	5984.91	9262.05	14868.67
营业外收入	391	332.20	0.00	0.00
营业外支出	0.05	2.27	0.00	0.00
利润总额	8,274.87	6314.84	9262.05	14868.67
所得税	1,399.95	902.35	1389.31	2527.67
净利润	6,874.92	5412.49	7872.75	12340.99
少数股东损益	258.12	233.44	300.00	500.00
归属于母公司所有者的净利润	6,616.80	5179.06	7572.75	11840.99
每股收益	0.56	0.44	0.64	1.00
增速	73.60%	-21.73%	46.22%	56.36%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。