



项目储备丰富，风险控制谨慎

——天壕节能（300332）调研快报

2012年8月27日

推荐/首次

天壕节能

调研快报

王明德

执业证书编号：S1480511100001

联系人：李根 弓永峰 陈鹏 侯建峰

ligen@dxzq.net.cn

010-66554021

事件：

近日到天壕节能进行了调研，并就公司的未来发展经营情况与公司进行了沟通交流，现将主要观点汇总如下：

1. 节能减排“十二五”规划出台，余热发电市场空间巨大

节能减排“十二五”规划出台，余热发电将迎来大发展。2012年8月6日，节能减排“十二五”规划正式出台。规划提出，到2015年，全国万元国内生产总值能耗下降到0.869吨标准煤，比2010年下降16%。

“十二五”期间，实现节约能源6.7亿吨标准煤。同时，《规划》特别明确了“十二五”节能减排的十项重点工程，余热余压利用在节能改造工程中被重点提及。

在具体行业推广上，《规划》指出，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；有色金属行业推广冶金炉窑余热回收；建材行业推行新型干法水泥纯低温余热发电、玻璃熔窑余热发电；化工行业推行炭黑余热利用、硫酸生产低品位热能利用；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，“十二五”时期形成5700万吨标准煤的节能能力。

表1：“十二五”节能减排规划投资需求

工程名称	投资需求（亿元）	节能减排能力（万吨）
节能重点工程	9820	30000（标准煤）
减排重点工程	8160	420（化学需氧量）、277（二氧化硫）、40（氨氮）、358（氮氧化物）
循环经济重点工程	5680	支撑实现上述节能减排能力
总计	23660	

资料来源：“十二五”节能减排规划，东兴证券

政策支持力度大，税收优惠助力企业成长。节能减排是国家在“十二五”期间的重点扶持行业，税收政策相应有所倾斜。2011年11月，财政部、国家税务总局发布《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》，销售自产的符合一定条件的利用工业生产过程中产生的余热、余压生产的电力或热力，可以享受增值税即征即退100%的政策。根据《财政部国家税务总局关于促进节能服务产业发展增值税营业税和企业所得税政策问题的通知》，对符合条件的节能服务公司实施合同能源管理项目，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年按照25%的法定税率减半征收企业所得税。

2. 公司项目储备丰富，多重手段控制项目风险

公司项目集中于水泥、玻璃行业，项目储备丰富。2012年上半年，公司实现营业收入11,956.77万元，同比增长65.64%；实现归属于上市公司股东的净利润2,539.59万元，同比增长17.19%。截至2012年上半年，公司累计已投产合同能源管理项目18个，总装机容量达158MW；在建及拟建的合同能源管理项目11个，

总装机容量达 85MW。上述项目全部建成后，公司余热发电机组总装机容量将达到 243MW。公司目前已签约的项目主要分布于水泥、玻璃行业，其中水泥行业 13 个，玻璃行业 16 个，正在开发钢铁、冶金和化工等行业合同能源管理项目。

仔细甄别合作伙伴，严格筛选优质项目。在经济增速放缓的背景下，建材、钢铁、有色、化工等行业产品市场需求不振，导致企业开工率不足，对 EMC 项目的受益将产生一定影响。为规避该风险，公司通过多种手段对合作伙伴和拟投资项目进行严格筛选。首先，在合作伙伴的选择上，公司主要选取规模较大、业务种类较多的国企和央企，这些企业经营风险很小，资金实力雄厚，且多元化的经营策略使得自有资金很少用于余热发电项目建设。另外，公司对于项目的测算十分详细谨慎，项目的内部收益率、投资回收期等指标将作为项目评价的重要指标，保证在风险可控的前提下实现更大收益。

3. 盈利预测与投资建议

公司是国内余热发电行业的标杆企业，项目合作方式以 EMC 为主。通过优秀的技术团队、精细化的管理模式、以及专业的项目运营维护手段，公司在余热发电领域享有较好的口碑和较强的竞争实力。目前，公司项目储备丰富，受益于余热发电在“十二五”期间的大规模发展，公司将面临非常广阔的市场空间。此外，公司通过多层次的项目筛选体系，合理选择合作伙伴，有效控制项目风险，有利于公司的长期健康发展。

综合考虑以上因素，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.28 元、0.37 元和 0.48 元，目前股价对应 PE 分别为 37 倍、28 倍和 22 倍，给予公司 2012 年 40 倍 PE，对应目标价 11.2 元，首次给予“推荐”评级。

表 2：公司财务预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	183.07	273.73	369.34	479.62
增长率（%）	103.37%	49.52%	34.93%	29.86%
净利润（百万元）	51.55	90.10	118.95	153.40
增长率（%）	73.51%	74.77%	32.03%	28.96%
每股收益(元)	0.161	0.282	0.372	0.479
净资产收益率（%）	11.11%	15.41%	18.64%	21.70%
PE	65.05	37.22	28.19	21.86
PB	5.42	5.74	5.26	4.74

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎，曾在三大报及《证券市场周刊》等主要刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。