



王昊

021-53519888-1957

wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

基本数据 (2013H1)

报告日股价 (元)	11.73
12mth A 股价格区间 (元)	7.47/14.50
总股本 (百万股)	320.00
无限售 A 股/总股本	71%
流通市值 (亿元)	26.95
每股净资产 (元)	3.79
PBR (X)	3.09
DPS (Y2012, 元)	10 派 0.6

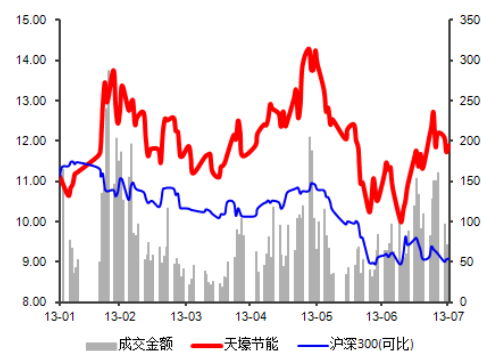
主要股东 (2013H1)

北京德之宝投资有限公司	25.73%
北京中诚信方圆创业投资中心	5.63%

收入结构 (2013H1)

合同能源管理收入	94.31%
工程技术服务收入	5.67%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WH13-CT05

首次报告日期: 2013年7月31日

相关报告:

财务费用降低致业绩大幅提升

■ 公司动态事项

天壕节能发布2013年半年报, 报告期中公司共实现营业收入13950.51万元, 实现归属于上市公司股东的净利润4692.44万元, 同比增幅分别为16.67%和84.77%, 实现每股收益0.15元, 同比增长36.36%。

■ 主要观点

存量项目和新建项目共推业绩稳步增长

公司主要收入来自EMC余热发电项目售电收入, 售电量和结算电价是影响收入的主要因素, 但在结算电价相对固定的周期里, 收入变化主要取决于售电量的变化。公司上半年共实现销售电量3.87亿千瓦时, 同比增长16.97%。

具体来看, 上半年天壕兴山余热发电EMC项目全部投产, 天壕滕州、天壕远华部分投产发电, 我们估算新增发电量在0.3亿千瓦时左右。存量项目大约贡献3.57亿千瓦时左右, 相比去年同期的3.3亿千瓦时, 增长8.18%。鉴于此, 我们判断虽然公司主要客户来自产能严重过剩的行业, 但是公司相对严格的客户选取标准, 保证了售电量的持续稳定增长。

持续拿单保证未来业绩 逐步开拓业务新领域

天壕节能上半年新签金彪玻璃、萍乡焦化干熄焦、恒坤化工干熄焦、新高焦化干熄焦余热发电合同能源管理项目, 截止目前, 公司投产的合同能源管理项目20个, 水泥、玻璃各有10个; 在建及拟建的合同能源管理项目13个, 其中, 水泥2个, 玻璃8个, 干熄焦3个。现有项目支持公司业绩在未来的两三年内持续增长。

公司现有项目主要分布于水泥、玻璃, 以水泥为例, 其电费占总成本的比重高达30%以上, 余热发电的需求较高。目前这两个行业产能过剩严重, 但仍有开拓空间, 只是需要注意优质客户的选择。公司今年新签干熄焦合同能源管理项目3个, 装机总容量54MW, 正式进军煤化工领域。同期公司收购远东新世纪机电60%的股权, 逐步布局工业节能领域; 与新汶矿业集团签订战略合作框架协议, 计划在焦炭余热发电、煤气发电、火电机组效能提高、废水废气治理和新能源领域开展合作。

财务费用大幅下降 现金流改善明显

上半年, 公司期间费用控制较好, 管理费用率回落两个百分点至14.90%; 受益于去年下半年成功IPO, 目前公司资金充裕, 上半年财

务费用仅541万元，同比去年同期的2057万元下降74%，是报告期公司业绩大幅提升的主要原因。同时，公司现金流明显得到改善，经营活动产生的现金流净额同比增幅高达208%，收现比为79%，表明公司电费回款情况良好。

■ 投资建议

预计13年、14年公司的EPS为0.40元、0.52元，以7月30日收盘价11.73元计算，动态PE分别为28.97倍和22.42倍。环保行业上市公司13年、14年市盈率中值分别为30.35倍和23.66倍。公司目前的估值水平稍低于行业平均水平，有一定的估值修复要求。

公司作为国内合同能源管理项目的龙头，掌握了余热锅炉设计与相应系统建设等余热发电核心技术，拿单能力较强。公司在现已涉足的水泥、玻璃能源管理领域外，进一步拓展业务范围，积极进入煤化工、钢铁能源管理领域，未来业绩有望持续增长。公司6月份解禁1.47亿股，小非持续减持压制了股价提升。

综合考虑，我们认为公司拿单能力较强，受经济周期的影响有限，看好其未来发展，在小非减持的逐步结束后，公司股价有望重回基本面主导的节奏，给予“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	257.37	341.38	468.78	666.68
年增长率	40.58%	32.64%	37.32%	42.21%
归属于母公司的净利润	90.50	129.56	167.40	211.24
年增长率	75.55%	43.16%	29.21%	26.19%
每股收益 (元)	0.28	0.40	0.52	0.66
PER (X)	41.48	28.97	22.42	17.77

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表

表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013	2014E	2015E
合同能源管理收入	252.26	332.98	456.19	647.79
工程技术服务收入	5.09	8.40	12.60	18.90
合计	257.35	341.38	468.78	666.68
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
合同能源管理收入	104.09	139.85	205.28	304.46
工程技术服务收入	2.62	5.46	8.82	14.17
合计	106.71	145.31	214.10	318.63
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
合同能源管理收入	40.29%	32.00%	37.00%	42.00%
工程技术服务收入	64.72%	65.00%	50.00%	50.00%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
合同能源管理收入	58.74%	58.00%	55.00%	53.00%
工程技术服务收入	48.53%	35.00%	30.00%	25.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 2 利润表预测 (单位: 百万元人民币)

	2012A	2013E	2013E	2013E
一、营业总收入	257.37	341.38	468.78	666.68
二、营业总成本	182.87	222.98	311.38	463.97
营业成本	106.72	145.31	214.10	318.63
营业税金及附加	2.43	2.56	3.52	5.33
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.05	58.03	70.32	100.00
财务费用	25.67	17.07	23.44	40.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	74.50	118.41	157.41	202.71
加: 营业外收入	25.42	25.00	30.00	35.00
减: 营业外支出	3.84	3.00	4.00	5.00
五、利润总额	96.08	140.41	183.41	232.71
减: 所得税	5.84	11.23	16.51	22.11
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	90.24	129.17	166.90	210.61
减: 少数股东损益	-0.26	-0.39	-0.50	-0.63

归属于母公司所有者的净利润	90.50	129.56	167.40	211.24
七、每股收益	0.28	0.40	0.52	0.66

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 王昊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。