

证券研究报告

公司研究——年报点评

天壕节能（300332.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.04.04

左志方 行业分析师
执业编号：S1500512070002
联系电话：+86 10 63081269
邮箱：zuozhifang@cindasc.com

相关研究

《长效激励机制有利于公司长期稳定增长》2014.04
《资产重组计划终止，增长继续依赖原有业务》
2013.10
《财务费用减少提升公司业绩》2013.07
《增值税返还获得实质性进展》2013.01
《余热发电项目运转效率稳定》2012.10
《合同能源管理的标杆企业》2012.09

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

业绩如期增长，超预期还在于对其他余热利用领域的拓展

2014 年 04 月 25 日

事件 1: 公司公告，2013 年实现收入和归属上市公司股东的净利润为 3.26 亿元、1.16 亿元，同比增长 26.47%、28.22%，EPS 为 0.36 元/股，分配预案：每 10 股派息 0.80 元（含税），基本符合预期。

事件 2: 公司公告，2014 年 1 季度实现收入和归属上市公司股东的净利润为 0.76 亿元、0.21 亿元，同比增长 37.54%和 69.48%。
点评:

- **2013 年新增投产 5 个余热发电合同能源管理项目以及 EPC 工程收入，导致收入继续稳定增长。**2013 年，公司新投产 5 个余热发电项目，装机容量为 41.5MW；截止 2013 年底，公司已经投产的装机容量为 187MW，投产、在建和在手项目总装机容量为 289MW，随着未来逐步投入运行，公司未来业绩将持续稳定地增长。另外，公司开展了部分 EPC 工程项目，贡献了 3116 万元的收入，还有超过 3000 万元的工程存货，预计 2014 年会贡献部分收入。
- **2013 年增值税退税 2000 万元，贡献利润的 17%。**公司继续享受合同能源管理增值税返还的优惠政策，2013 年退税 2000 万元，相对 2012 年增加近 800 万元，利润贡献度 17%，我们预计，公司在 2014 年将会有更多的增值税返还。
- **2014 年 1 季度营收大幅增长得益于新投产机组的运行和增值税返还。**公司在 2013 年新投入运行的 5 台机组，在 1 季度贡献了利润的增量部分，同时公司获得增值税返还大幅增长，导致公司营收快速增长。另外，公司大部分水泥余热发电机组在 1 季度的运行效率有所提高，意味着公司投产项目的运行效率基本没有受到经济下滑的影响，不会拖累公司的收入增长。
- **公司超预期的发展将来自于对其它余热利用领域的拓展。**公司在水泥和玻璃行业的余热发电市场具有很强的竞争力，同时为了避免受这两个行业的影响过大，公司积极开拓其他余热发电市场，2013 年新签定了 3 个干熄焦余热发电项目，预计将会逐步投产运行。除此之外，公司还通过参股方式进入了宁夏铁合金余热发电合同管理领域，以及烟气综合治理领域。未来，公司超预期的发展将来自于对其他领域余热发电的拓展。
- **盈利预测和投资评级：**由于公司在建机组投产时间发生变化，我们小幅调整公司的盈利预测，预计 14~16 年 EPS 分别为 0.47（-4.81%）、0.53（-7.22%）、0.61 元，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**余热发电项目利用率低于预期；新领域拓展缓慢。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	257.37	325.50	386.98	458.77	543.87
增长率 YoY %	40.58%	26.47%	18.89%	18.55%	18.55%
归属母公司净利润(百万元)	90.50	116.04	150.63	169.69	195.71
增长率 YoY%	75.55%	28.22%	29.81%	12.65%	15.34%
毛利率%	58.54%	52.21%	55.75%	56.10%	56.10%
净资产收益率 ROE%	11.12%	9.57%	11.38%	11.54%	11.84%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.36	0.47	0.53	0.61
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.53	0.67	--
市盈率 P/E(倍)	45	35	27	24	21
市净率 P/B(倍)	3.48	3.21	2.92	2.60	2.31

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2014 年 04 月 24 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	570.89	468.86	345.17	287.06	468.58
货币资金	358.30	219.31	90.88	-10.64	117.84
应收票据	62.76	15.60	18.55	21.99	26.07
应收账款	32.15	47.75	56.77	67.30	79.79
预付账款	58.12	136.29	150.06	176.48	209.22
存货	5.80	38.12	17.13	20.14	23.88
其他	53.76	11.78	11.78	11.78	11.78
非流动资产	974.55	1,188.83	1,392.68	1,631.48	1,696.45
长期投资	3.60	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	693.56	924.27	1,096.89	1,297.20	1,509.61
无形资产	1.05	14.51	13.85	13.20	12.55
其他	276.34	250.05	281.94	321.08	174.29
资产总计	1,545.44	1,657.69	1,737.85	1,918.54	2,165.03
流动负债	287.47	293.15	248.78	259.78	310.55
短期借款	109.40	84.65	84.65	84.65	84.65
应付账款	78.98	106.97	117.77	138.51	164.20
其他	99.09	101.53	46.35	36.62	61.70
非流动负债	92.69	83.07	83.07	83.07	83.07
长期借款	92.45	76.77	76.77	76.77	76.77
其他	0.24	6.30	6.30	6.30	6.30
负债合计	380.16	376.22	331.85	342.85	393.63
少数股东权益	0.94	20.46	20.46	20.46	20.46
归属母公司股东权益	1,164.35	1,261.01	1,385.54	1,555.23	1,750.94
负债和股东权益	1545.44	1657.69	1737.85	1918.54	2165.03

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	257.37	325.50	386.98	458.77	543.87
同比	40.58%	26.47%	18.89%	18.55%	18.55%
归属母公司净利润	90.50	116.04	150.63	169.69	195.71
同比	75.55%	28.22%	29.81%	12.65%	15.34%
毛利率	58.54%	52.21%	55.75%	56.10%	56.10%
ROE	11.12%	9.57%	11.38%	11.54%	11.84%
每股收益(元)	0.28	0.36	0.47	0.53	0.61
P/E	45	35	27	24	21
P/B	3.48	3.21	2.92	2.60	2.31
EV/EBITDA	24.73	22.18	17.04	14.86	12.64

利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	257.37	325.50	386.98	458.77	543.87
营业成本	106.72	155.54	171.26	201.41	238.77
营业税金及附加	2.43	2.84	2.93	3.30	3.56
营业费用	0.00	0.39	0.47	0.56	0.66
管理费用	48.05	55.91	65.79	77.99	92.46
财务费用	25.67	11.86	12.33	14.76	17.50
资产减值损失	0.00	2.15	0.42	0.66	1.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.50	96.81	133.79	160.09	189.89
营业外收入	25.42	23.91	33.78	31.30	36.10
营业外支出	3.84	2.32	2.32	2.32	2.32
利润总额	96.08	118.41	165.25	189.07	223.67
所得税	5.84	5.78	14.62	19.38	27.96
净利润	90.24	112.63	150.63	169.69	195.71
少数股东损益	-0.26	-3.42	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	90.50	116.04	150.63	169.69	195.71
EBITDA	174.78	193.00	251.22	288.09	338.53
EPS (加权平均)	0.28	0.36	0.47	0.53	0.61

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	39.54	28.93	187.96	236.74	308.69
净利润	90.24	112.63	150.63	169.69	195.71
折旧摊销	49.01	56.84	68.99	82.64	98.17
财务费用	29.68	17.75	16.98	16.38	16.68
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-119.10	-163.16	-49.53	-33.07	-3.30
其它	-10.30	4.86	0.89	1.10	1.42
投资活动现金流	-127.61	-109.17	-273.31	-321.88	-163.52
资本支出	-127.61	-113.98	-273.31	-321.88	-163.52
长期投资	0.00	14.73	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-9.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	380.09	-59.15	-42.58	-16.38	-16.68
吸收投资	618.65	13.00	0.00	0.00	0.00
借款	-198.85	-42.05	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	30.84	36.88	42.58	16.38	16.68
现金净增加额	292.02	-139.39	-127.93	-101.52	128.48

行业研究员简介

左志方，中国人民大学经济学博士，对经济周期、资产定价理论有深入的研究。2010 年加盟信达证券，从事机械行业研究。

重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
郑煤机	601717	山东矿机	002526	杰瑞股份	002353	杭氧股份	002430
陕鼓动力	601369	长荣股份	300195	杭齿前进	601177	利君股份	002651
康力电梯	002367	黄海机械	002680	杭锅股份	002534	惠博普	002554
天壕节能	300332	万邦达	300055	津膜科技	300334	维尔利	300190
开能环保	300272	中电环保	300172				

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。