

易世达(300125.) 热电行业

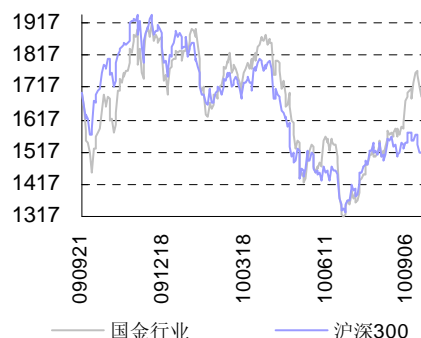
新股研究

目标价格(人民币): 51.00-59.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	55.00
发行A股数量(百万股)	15.00
总股本(百万股)	44.00
国金热电指数	1691.59
沪深300指数	2861.37



余热发电项目服务提供商

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.850	0.866	1.196	1.688	2.136
每股净资产(元)	1.68	4.06	17.93	19.52	21.65
每股经营性现金流(元)	-0.26	0.54	0.56	1.28	1.78
市盈率(倍)	N/A	N/A	45.98	32.58	25.75
行业优化市盈率(倍)	20.21	46.75	46.75	46.75	46.75
净利润增长率(%)	544.79%	35.94%	85.18%	41.12%	26.50%
净资产收益率(%)	50.61%	21.35%	6.67%	8.65%	9.86%
总股本(百万股)	33.00	44.00	59.00	59.00	59.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是目前中国余热发电工程领域的技术领先企业, 是余热发电系统整体解决方案提供商。目前公司余热发电系统主要运用于水泥生产线;
- **经济性推动外加政策配合将推动水泥余热发电行业快速增长:** 我们测算水泥余热发电项目将降低生产线 40% 的电力成本。项目内部收益率达 25-30%。上线后, 余热发电将贡献提升水泥生产线的净利率 2-3%, 相当于增加每吨水泥 15% 的净利润。这对于长期处于完全竞争状况下的水泥企业具备相当的吸引力。同时节能减排也为余热发电市场全面发展提供了良好的政策环境。我们预计未来 3 年水泥余热发电的平均市场容量接近 100 亿/年;
- **公司项目总包业务将收益行业高速增长:** 工程总包(EPC)是一种提供一体化项目解决方案的专业化模式。目前运用 EPC 模式实施的余热发电项目占比约为 60%。我们认为由于该模式对技术和实施经验要求较高, 且覆盖余热发电工程的各个子环节, 所以包括公司在内的 EPC 运营商将是在行业高速成长期中弹性最大的受益者;
- **合同能源管理的推广将进一步促进下游需求, 提升毛利率:** 公司增发项目主要投向合同能源管理和补充资本金。运用合同能源管理将有利于减小下游企业的余热项目投资风险, 从而促进公司在水泥余热发电的市场开拓。虽然合同能源管理业务的扩张一定程度上增加了企业的资金需求, 但却有利于提升整体的毛利率;
- **不断提升技术能力, 实现“纵横”发展:** 余热发电属于技术密集型产业, 技术能力是项目实施的前提。公司在水泥余热发电领域具有丰富的从业经历和较强的专业技术能力, 目前已经开始新一轮从二代向三代技术的产业升级。同时公司致力于拓展余热发电在冶金等其它领域的运用, 并积极开拓国际市场寻求新的盈利增长点;

投资建议

- 我们测算公司 2010~2012 年净利将达到 7058 万, 9960 万和 1.26 亿, 对应摊薄后的 EPS 分别为 1.20, 1.69 和 2.14 元;
- 比较同行业其它公司估值, 我们认为公司的合理估值区间在 2011 年 30-35 倍 P/E, 对应合理股价区间为 51~59 元。55 元的发行价格处于合理股价区间的中端。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测和估值.....	4
主营业务和募投项目	4
盈利预测	4
估值和定价.....	5
水泥窑余热发电将步入快速发展期.....	7
政策：节能减排目标促成良好的政策环境.....	7
需求：经济性创造了下游巨大的市场需求，年市场容量将达到 60~80 亿元..	8
经济性：4 年回本；内部收益率达 25%.....	9
未来 3 年年均市场容量将达 100 亿/年.....	9
技术领跑，实行“纵横”拓展，有望提升市场份额	11
技术升级，优势将保持.....	11
“纵横”全方位拓展，提升市场份额	12
合同能源管理的引入将提升盈利能力	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

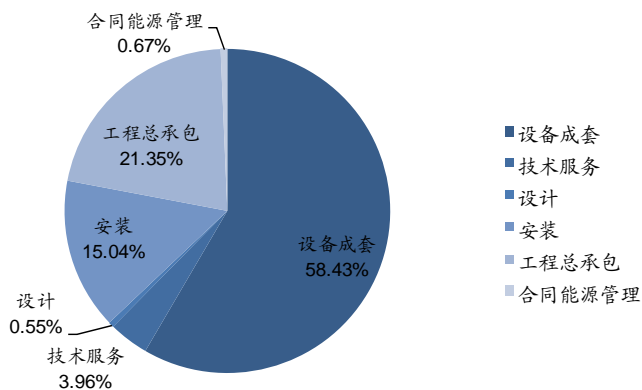
图表 1: 2009 年公司主营业务收入占比	4
图表 2: 2007-2009 年公司主营业务收入占比	4
图表 3: 募投项目总结	4
图表 4: 模型假设	5
图表 5: 估值比较	6
图表 6: 中国 CO ₂ 排放不断增加	7
图表 7: 推广余热发电项目的节能潜力	错误! 未定义书签。
图表 8: 国家近年来余热发电相关政策	8
图表 9: 水泥生产线成本结构	8
图表 10: 我国历年投入的低温余热电站	9
图表 11: 水泥窑余热项目经济性模型	9
图表 12: 水泥余热发电市场容量测算	10
图表 13: 新型干法水泥窑纯低温余热发电系统构成示意图	11
图表 14: 第一代、第二代水泥窑发电技术比较	12
图表 15: 纵向开拓产品应用范围	13
图表 16: 公司在市场开拓的进展	13
图表 17: 目前公司的海外项目情况	13
图表 18: 2006-2008 累计市场份额 (国内)	14
图表 19: 2006-2009 累计市场份额 (国内)	14
图表 20: 合同能源管理优于传统方法	15
图表 21: 公司目前合同能源管理项目情况	15

盈利预测和估值

主营业务和募投项目

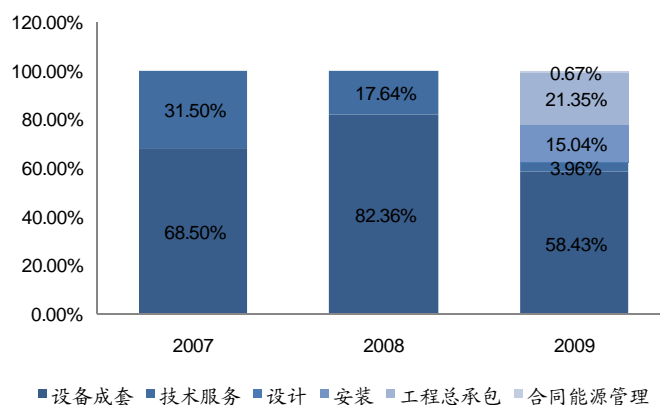
- 公司是目前是国内余热发电工程领域技术领先的专业从事余热发电系统研发、工程设计、技术服务、设备成套、工程总承包、合同能源管理的新型能源技术服务公司。

图表 1: 2009 年公司主营业务收入占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 2: 2007-2009 年公司主营业务收入占比



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 公司本次募集资金共 20831 万元, 将用于补充运营资金、湖北世纪新峰合同能源管理项目和建立办公研发中心项目, 募集资金投入后, 将很大程度上解决公司在合同能源管理业务开拓和新产品研发上所需的资金问题。

图表 3: 募投项目总结

序号	项目名称	总投资额 (万元)	投入募集资金 (万元)
1	补充公司运营资金	8000	8000
2	湖北世纪新峰合同能源管理项目	7760	7760
3	易世达科技园-研发中心项目	5071	5071
4	其他与主营业务相关的营运项目		
总计		20831	20831

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

盈利预测

- 我们认为公司很好的利用了节能减排政策的契机, 通过深化合同能源管理的操作模式, 提升了公司在水泥余热发电项目整体解决方案领域的市场地位, 同时逐步将余热发电推向其它行业应用, 形成企业新的利润增长点。
- 主要成长点在合同能源管理和项目总包环节: 在行业整体逐步向合同能源管理和项目成套方向发展的大背景下, 我们判断公司在单个设备成套、技术服务和安装领域的收入占比将不断减小; 取而代之的是在项目总包、合同能源管理和解决方案设计上的收入将迅速上升。

图表4: 模型假设

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
设备成套						
销售收入 (万元)	2,287	20,877	22,903	11,451	11,451	11,451
增长率 (YOY)		812.77%	9.70%	-50.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.28%	8.46%	12.92%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (万元)	2,098	19,111	19,944	10,306	10,306	10,306
毛利 (万元)	189	1,766	2,959	1,145	1,145	1,145
增长率 (YOY)		832.6%	67.5%	-61.3%	0.0%	0.0%
占总销售额比重	68.50%	82.36%	58.43%	19.46%	15.63%	13.17%
占主营业务利润比重	15.86%	31.35%	37.94%	9.85%	7.55%	5.98%
技术服务						
销售收入 (万元)	1,051.97	4,471	1,551	900	900	900
增长率 (YOY)		325.03%	-65.32%	-41.97%	-86.15%	0.00%
毛利率	95.52%	86.50%	93.23%	93.00%	93.00%	93.00%
销售成本 (万元)	47.13	604	105	63	63	63
毛利 (万元)	1,004.84	3,868	1,446	837	837	837
增长率 (YOY)		284.89%	-62.62%		0.00%	0.00%
占总销售额比重				1.53%	1.23%	1.04%
占主营业务利润比重				7.20%	5.52%	4.37%
设计						
销售收入 (万元)			215	1,000	1,300	1,560
增长率 (YOY)				365.12%	30.00%	20.00%
毛利率			80.7%	81.00%	81.00%	81.00%
销售成本 (万元)			41	190	247	296
毛利 (万元)			174	810	1,053	1,264
增长率 (YOY)				366.61%	30.00%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.55%	1.70%	1.77%	1.79%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	2.23%	6.97%	6.94%	6.60%
安装						
销售收入 (万元)			5,896	2,000	2,000	2,000
增长率 (YOY)				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率			26.6%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)			4,330	1,560	1,560	1,560
毛利 (百万元)			1,565	440	440	440
增长率 (YOY)					0%	0%
占总销售额比重				3.40%	2.73%	2.30%
占主营业务利润比重				3.79%	2.90%	2.30%
工程总承包						
销售收入 (万元)			8,370	42,000	54,600	65,520
增长率 (YOY)				401.80%	30.00%	20.00%
毛利率			17.44%	17.30%	17.30%	17.30%
销售成本 (万元)			6,910	34,734	45,154	54,185
增长率 (YOY)				4	0	0
毛利 (万元)			1,460	7,266	9,446	11,335
占总销售额比重			21.35%	71.37%	74.54%	75.37%
占主营业务利润比重			18.71%	62.51%	62.26%	59.20%
合同能源管理						
销售收入 (万元)			262	1,500	3,000	5,500
增长率 (YOY)				473.31%	100.00%	83.33%
毛利率			75.14%	75.0%	75.0%	75.0%
销售成本 (万元)			65	375	750	1,375
毛利 (万元)			197	1,125	2,250	4,125
占总销售额比重			0.67%	2.55%	4.10%	6.33%
占主营业务利润比重			2.52%	9.68%	14.83%	21.55%

来源: 国金证券研究所, 招股说明书

估值和定价

- 我们测算公司 2010~2012 年净利将达到 7058 万, 9960 万和 1.26 亿, 对应摊薄后的 EPS 分别为 1.20, 1.69 和 2.14 元;
- 比较同行业其它公司估值, 我们认为公司的合理估值区间在 2011 年 30-35 倍 P/E, 对应合理股价区间为 51~59 元。发行价格 55 元处于合理股价区间的中端。

图表5: 估值比较

公司	代码	P/E		PB最新
		2010	2011	
工程承包				
中工国际	002051.SZ	34	27	7.0
工程技术服务				
中国海诚	002116.SZ	33	27	4.8
东华科技	002140.SZ	39	28	9.1
延华智能	002178.SZ	113	97	6.7
电子工程				
银江股份	300020	49	33	5.9
余热发电工程系统集成				
荣信股份	002123.SZ	54	39	9.3
余热锅炉				
海陆重工	002255.SZ	41	31	5.2
川润股份	002272.SZ	42	31	4.1
平均		50	39	6.5
中位数		41	31	6.3

来源: 国金证券研究所

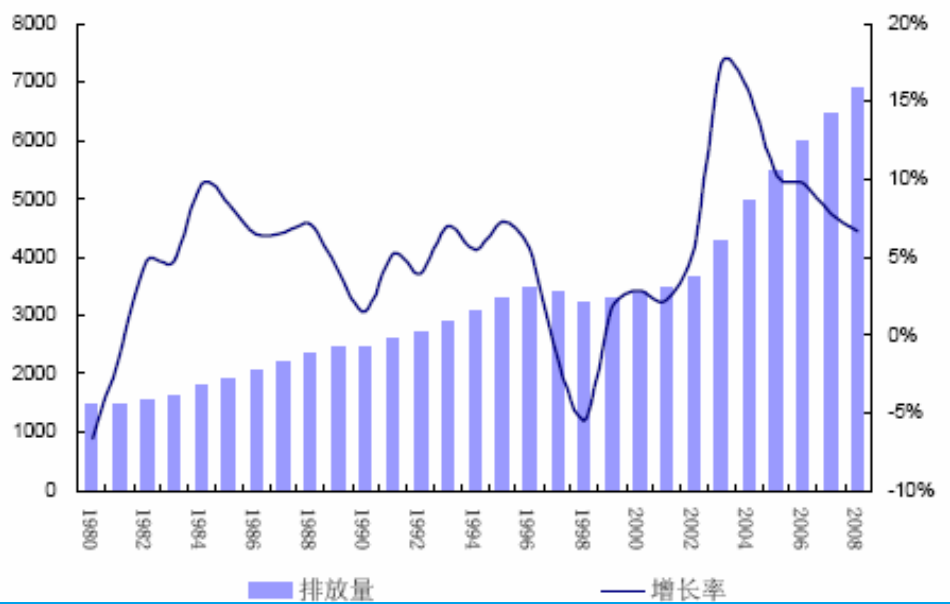
水泥窑余热发电将步入快速发展期

- 我们认为短期内公司主要业务主体仍然是以水泥余热发电解决方案为主。所以认清水泥余热发电的行业发展是最为重要的。我们判断在行业政策推动，下游需求拉动，同时经济性优良的大背景下，水泥余热发电产业必将进入快速成长的轨道，其市场容量将达 60-80 亿/年。

政策：节能减排目标促成良好的政策环境

- 国家节能减排的政策目标明确，这将推动对高耗能的水泥产业节能减排的执行力度。
 - ◆ 2001-2008 年中国 CO₂ 排放量年均增长率 24.9%，2008 年中国 CO₂ 排放量 68.9 亿吨，超过美国 63.7 亿吨，成为全球最大的 CO₂ 排放国，环境压力不断提高。

图表6：中国 CO₂ 排放不断增加



来源：国金证券研究所

- ◆ 09 年国家确定 2020 年单位 GDP 二氧化碳排放较 2005 年水平减少 40%至 50%的减排目标；而水泥行业作为传统高耗能产业，每生产一吨水泥熟料约消耗 120 公斤标煤，CO₂ 的排放量占我国 CO₂ 排放总量的 20%。
- ◆ 水泥生产过程中由窑头熟料冷却机和窑尾预热器排掉的 350℃以下废气，其热量约占水泥熟料烧成系统总热耗量的 30%以上，而充分利用这部分低温废气进行余热发电改造，已经成为目前国内水泥工业节能降耗的有效途径之一。
- 节能减排成为国家长期战略方针，各项政策鼓励推动节能产业发展，相关部门制定了明确的目标和具体措施鼓励余热发电工程行业的发展。
 - ◆ 低温余热发电是国家节能环保支持项目，国家规定，对于容量大于 1MW 的余热电站，应该无条件上网并给与优惠上网电价补贴。

图表7: 国家近年来余热发电相关政策

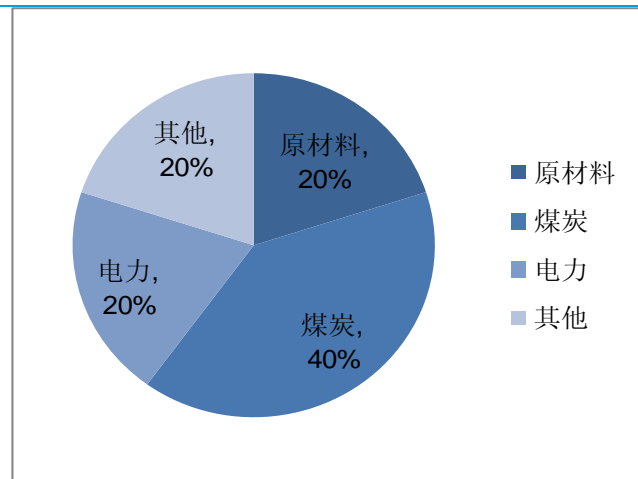
时间	政策及会议	主要内容
2006年	《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	“十一五”末，水泥行业的目标是40%的生产线要求安装余热电站，大力推广在钢铁、建材行业实施余热余压利用等节能技术
2007年	《节能减排综合性工作方案》	各省、自治区、直辖市均制定了相关措施，包括落实节能减排专项资金等
2007年	《节能企业改造财政奖励资金管理办法》	年节能量达到1万吨标准煤以上的节能改造项目可获得中央财政的奖励，每节约1吨标准煤将获200~250元奖励
2008年	《国家重点节能技术推广目录(第一批)》	将水泥窑纯低温余热发电技术列入其中
2009年	国务院常务会议	到2020年我国单位GDP二氧化碳排放比2005年下降40%~45%，节能减排将成为我国的一项长期战略
2010年	《新型干法水泥窑纯低温余热发电技术推广实施方》	用4年时间(2010~2013年)，对日产2000吨以上的新型干法水泥窑推广纯低温余热发电改造项目，使日产量2000吨以上的新型干法水泥生产线余热发电配套率达到95%以上，形成427万吨标准煤的节能能力。

来源: 国金证券研究所

需求: 经济性创造了下游巨大的市场需求, 年市场容量将达到 60~80 亿元

- 充分竞争下的水泥企业压缩成本动力巨大, 而电力是水泥生产的主要成本之一: 水泥行业在全国多数地区处于充分竞争的状态, 属于成本敏感性产业, 电力是水泥行业成本的主要组成部分之一(约占水泥制造总成本的20%), 而低温余热发电则是有效降低水泥电力成本的途径。所以我们认为水泥企业投资余热发电的热情巨大。

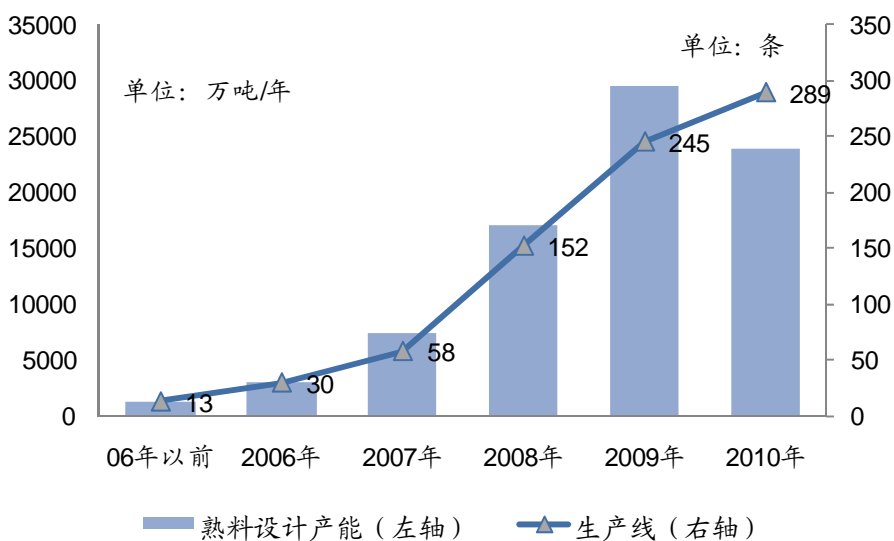
图表8: 水泥生产线成本结构



来源: 国金证券研究所

- 新型干法生产线将逐步取代其他水泥生产方式, 为余热发电推行提供条件: 新型干法熟料生产线可以加装余热发电设备, 从而降低成本, 大大刺激了近年水泥产业建设余热电站的热情。
- ◆ “十一五”期间是新型干法熟料生产线发展最快时期, 至 2009 年投产的生产线达到 1,086 条, 而到 09 年底投运电站的生产线达到 498 条左右。已建成的新型干法熟料生产线中仍需要建设余热电站的生产线为 388 条。

图表9：我国历年投入的低温余热电站



来源：国金证券研究所

经济性：4年回本；内部收益率达25%

- 回报周期短进一步拉动余热发电需求：2500t/d 的水泥生产线余热发电厂投资大概在 3000 万，而装机容量达到 4.5~5MW，大概 2.5~4 年收回成本。

图表10：水泥窑余热项目经济性模型

项目条目	注释	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
总投资 (万元)	以湖北世纪新峰雷山水泥4000t/d 项目为例, 装机9MW	5800									
发电机 (万元)	9MW发电机2007、2008采购价	170									
汽轮机 (万元)	9MW汽轮机近三年平均采购价	405									
设计总包 (万元)	设计、安装费用	880									
贷款比例 (万元)	假设70%，5年	4060									
剩余贷款		4060	3248	2436	1624	812	0	0	0	0	0
装机容量 (MW)		9									
发电量 (万Kwh)	自用电率按7%计 假设一年建设期50%效率 发电时间6000~7200	7200	3013	6026	6026	6026	6026	6026	6026	6026	6026
上网电价 (元)	协议电价0.478元	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
销售收入 (万元)		1507	3013	3013	3013	3013	3013	3013	3013	3013	3013
期间费用	运营成本0.07元/Kwh	0.07	211	422	422	422	422	422	422	422	422
折旧	折旧年限7年, 可延长, 剩余价值10%; 按10年折	10	522	522	522	522	522	522	522	522	522
利息费用	5年以上贷款基准利率5.94%	5.94%	241	193	145	96	48	0	0	0	0
毛利			533	1876	1925	1973	2021	2069	2069	2069	2069
税率%		25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税费			133	469	481	493	505	517	517	517	517
净利			399	1407	1443	1480	1516	1552	1552	1552	1552
投资回收期		4.71									
总现金流		-5800	921	1929	1965	2002	2038	2074	2074	2074	2074
贷款本金			812	812	812	812	812	0	0	0	0
内部收益率		25%									

来源：国金证券研究所

未来3年年均市场容量将达100亿/年

- 根据我们测算水泥行业余热发电未来三年市场容量超过300亿元：到2009年底，全国新型干法水泥生产线约1105条，已有473条生产线累计建成纯低温余热电站。具有余热发电开发价值的日产量2000吨以上的新型干法水泥窑有500条左右。假设这500条将在2015年左右改建完成，同时考虑2010~2015年新增的水泥生产线，测算得到未来3年每年水泥行业余热发电的市场容量约在100亿元。

图表11: 水泥余热发电市场容量测算

	2009 (估计)	2010E	2011E	2012E
新投产 (假设都需要配余热发电)	170	160	80	30
有待余热改造的水泥生产线 (2009年底有400条需要改造)	100	150	80	50
需要建设余热发电项目	270	310	160	80
余热发电市场 (按5000万/套)	135	155	80	40
单位: 亿				

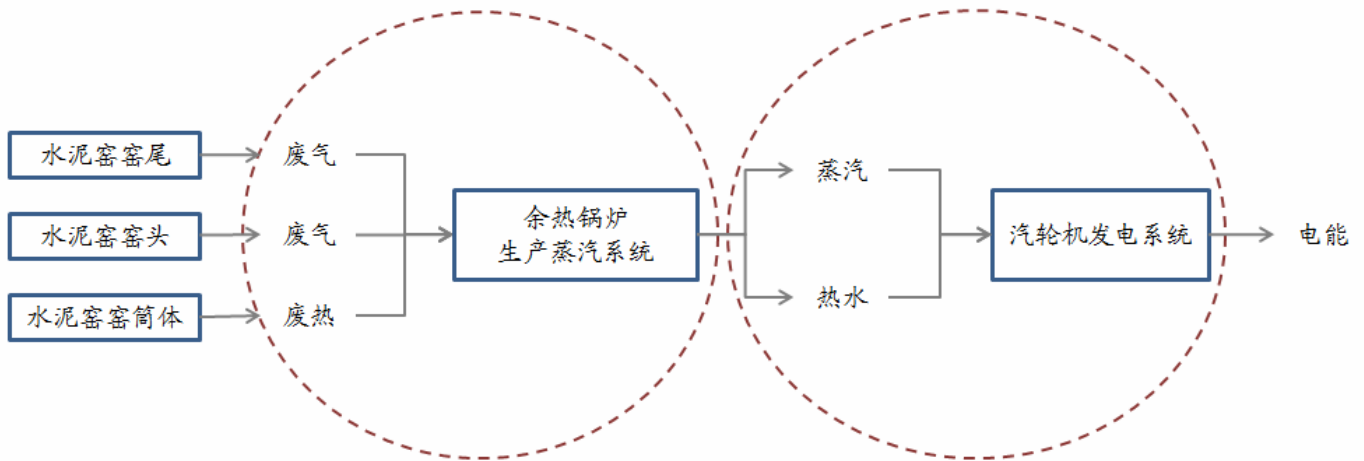
来源: 国金证券研究所

技术领跑，实行“纵横”拓展，有望提升市场份额

技术升级，优势将保持

- 新型干法水泥窑纯低温余热发电技术是将水泥窑窑尾预热器、窑头熟料冷却机排出的 350℃以下低温废气余热及水泥窑窑筒体产生的 350℃以下废热回收并用于发电的技术，由两大关键系统组成：
 - ◆ 余热锅炉生产蒸汽系统：利用余热锅炉将水泥生产线排出的废气、废热回收产生蒸汽和热水；
 - ◆ 汽轮机发电系统：将余热锅炉产生的蒸汽和热水转化为电能，汽轮机进气压力和参数越高，发电效率越高。

图表 12：新型干法水泥窑纯低温余热发电系统构成示意图



来源：国金证券研究所

第二代余热发电技术的发电能力比第一代提高 14%-32.5%，而余热电站投资仅提高 7%-9%，吨熟料发电能力提高至 38-45KWH

- 公司技术不断升级，保持着领先优势：余热发电行业作为新近发展起来的技术密集型行业，对技术的依赖性很高，公司 2006 年率先研发并应用了第二代水泥窑纯低温余热发电技术，目前正在积极研发第三代水泥窑纯低温余热发电技术。
 - ◆ 第二代技术的发明，使得水泥窑余热发电的利用技术提高到新的层次，目前属于国际领先水平，公司目前为 130 条水泥生产线提供服务，其中 128 条均采用了第二代技术。
 - ◆ 目前公司正在研发第三代技术，届时余热利用水平和发电效率都将得到突飞猛进的发展，公司无疑又将成为行业技术的先行者。
 - 1) 第三代技术主要将水泥窑窑筒体的余热回收并用于发电，窑头熟料冷却机的废气余热 100%回收并用于发电；
 - 2) 同时继续提高蒸汽参数以提高汽轮机发电效率，物料烘干系统与发电系统进一步结合。

图表 13: 第一代、第二代水泥窑发电技术比较

技术类型	第一代技术	第二代技术
采用的技术	单压、双压、复合闪蒸式 纯低温余热发电技术	单压、双压、复合闪蒸式 纯低温余热发电技术
技术特点	系统主蒸汽参数采用0.689Mpa ~ 1.27Mpa - 280 ~ 330度低压 低温蒸汽	系统主蒸汽参数采用1.57Mpa ~ 3.43Mpa - 340 ~ 435度次中 压中温蒸汽;
	冷却机设一个用于发电的抽废 气口	冷却机设两个或两个以上用于 发电的抽废气口(梯级取 气);
	窑头、窑尾余热锅炉本体均设 有各自的蒸汽过热器	窑头、窑尾余热锅炉均不设蒸 汽过热器,在窑头或窑尾设置 独立的蒸汽过热器,控制汽轮 机主蒸汽的温度
	汽轮机采用单级或多级小补汽 混压进汽方式	汽轮机采用多级大补汽混压进 汽方式
	窑头、窑尾余热锅炉给水系统 为串联系统	窑头、窑尾余热锅炉给水系统 为并联系统
	锅炉给水除氧采用化学加药或 真空	锅炉给水除氧系统采用低温废 气热力除氧或化学加药,或真 空;
	系统汽水管路较简单	系统汽水管路较复杂
		窑头冷却机冷却风为循环风, 在不影响熟料冷却效果的前 提下,提高冷却机用于发电的 废气出口废气温度,以提高发 电能力
	窑尾余热锅炉设置出口废气温 度可调装置可满足不同季节、 不同湿度的物料烘干要求	
适应水泥生产 波动的能力	电站适应水泥生产的大范围波 动能力、电站的运转率、可靠 性、安全性、汽轮机寿命弱于 第二代技术	电站适应水泥生产的大范围波 动能力强,电站的运转率、可 靠性、安全性强,汽轮机寿命 长
汽轮发电机 进汽参数	蒸汽压力0.689 ~ 1.27Mpa, 蒸汽温度280 ~ 330℃	蒸汽压力1.57 ~ 3.43Mpa, 蒸汽温度340 ~ 435℃
吨熟料发电 量(KWh)	750Kcal/kgcl-28 ~ 35	750Kcal/kgcl-38 ~ 45

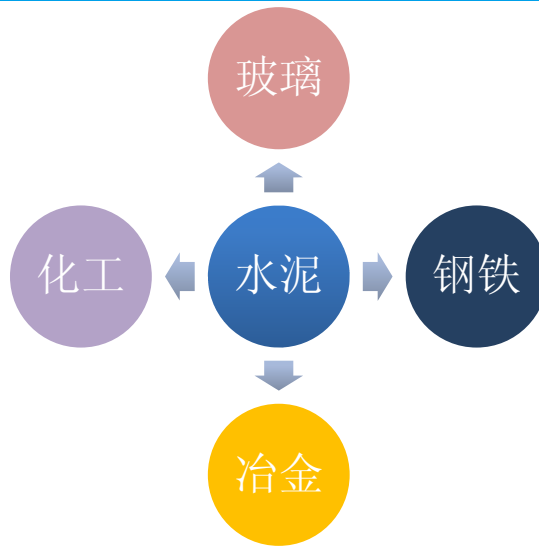
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

“纵横”全方位拓展, 提升市场份额

- **纵向拓展产品应用领域:** 近年来从事水泥窑余热发电技术的设计公司开始向钢铁、冶金、化工、玻璃等行业拓展, 由于不存在技术障碍, 随着国家节能减排要求的提高, 这些领域有着广阔的市场前景。需要指出的是余热发电原理都是使用工业废气进行热交换, 通过余热锅炉发电, 所以对于余热发电不同领域的拓展是不具有特别高的技术障碍, 只是设计细节的问题;

图表 14: 纵向开拓产品应用范围

由于钢铁、化工等行业废气温度比水泥行业高，所以从水泥余热发电技术向其他行业余热发电技术转换基本不存在技术障碍



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 15: 公司在市场开拓的进展

行业	合作公司	进展情况
化工	氮肥生产企业汨罗市金成实业有限公司	项目开始执行
	碳素生产企业湖南创元新材料有限公司	项目开始执行
钢铁	淄博鑫港燃气有限公司	签订合作协议
冶金	氧化镁生产企业营口易洁节能有限公司	项目开始执行

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **横向拓展-走向国际市场:** 为了实现新的利润增长点，公司正在不断开拓国际市场。目前除日本和我国台湾外，其他国家水泥窑余热发电的普及率不高，技术设备相对落后，而我国的水泥窑余热发电系统无论从技术装备水平还是发电效率，都处于国际领先水平，同时具有一定的成本优势，未来发展潜力很大。公司是纯粹的余热发电解决方案提供商，相比国内其它综合性余热发电公司相比，不存在和客户的业务竞争关系，所以较容易进行合作建设。

图表 16: 目前公司的海外项目情况

项目名称	合同名称	签署日期	服务内容	合同金额 (万元)	工程进度	备注
查德利亚博拉有限公司 7.5MW余热发电项目	设计及供货合同	2008.5.28	工程设计、设备成套、调试	USD823.25	工程设计已完成、设备已全部交付，安装已完成75%	工程进度指截止2010年6月30日的进度
	技术服务合同	2008.5.28	技术服务	USD20.52		
	设计及供货合同补充协议	2008.12.24	设备成套的IBR检测服务	USD13.00		
萨特那博拉有限公司 7.5MW余热发电项目	设计及供货合同	2008.5.28	工程设计、设备成套、调试	USD1376.70	工程设计主体已完成，汽轮机、发电机、锅炉主体已到现场。其中一个水泥厂安装已完成80%，另一个水泥厂安装已完成40%	
	技术服务合同	2008.5.28	技术服务	USD20.52		
	设计及供货合同补充协议	2008.12.25	设备成套的IBR检测服务	USD19.01		
合计				USD2273.00		

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **公司市场份额不断提高:** 目前国内水泥行业余热发电领域主要有 5 家公司，易世达市场份额长期保持在 10%左右，2008 年市场占有率第四，2009 年累计排名上升至第三，仅次于海螺川崎和中材节能。我们认为随着

公司海外业务开拓和产品线的拓展，公司整体的市场占有率稳步提升将是大概率事件，而公司的增长速度也将超过行业增速。

图表 17: 2006-2008 累计市场份额 (国内)

排名	公司	累计装机(MW)	市场占有率 (%)
1	安徽海螺川崎工程有限公司	552.6	35.70%
2	中材节能发展有限公司	343	22.10%
3	中信重工机械股份有限公司	180.5	11.70%
4	易世达股份有限公司	164.3	10.60%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 2006-2009 累计市场份额 (国内)

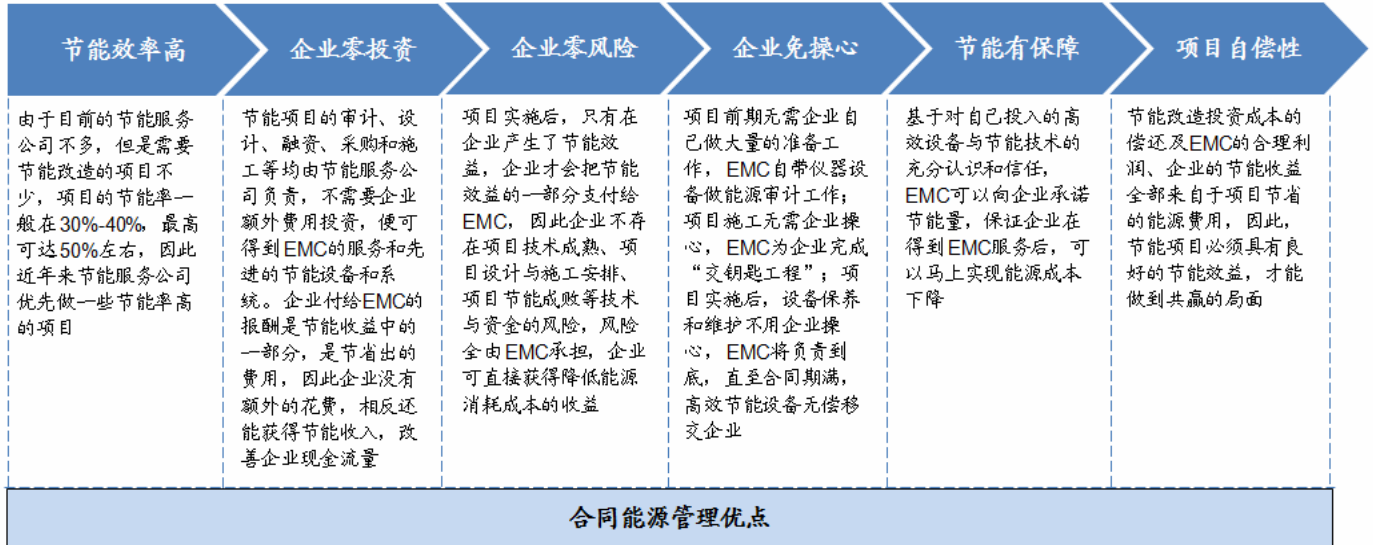
排名	公司	累计装机(MW)	市场占有率 (%)
1	安徽海螺川崎工程有限公司	823.1	25.30%
2	中材节能发展有限公司	732	22.50%
3	易世达股份有限公司	447.8	13.76%
4	南京凯盛开能环保能源	333	10.23%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

合同能源管理的引入将提升盈利能力

- 合同能源管理作为一种节能减排的市场模式，是一种以减少的能源费用来支付节能项目全部成本的节能投资方式，有优于传统方式的很多特点：

图表 19: 合同能源管理优于传统方法



来源：国金证券研究所-中小盘股票分析组

- 我们认为合同能源管理在余热锅炉领域运用具有一定的量化优势：余热发电合同能源管理一大优势在于节能效果易于量化，直接监测发电电量，减去自用电，生产出的电能就是为企业产生的电能。
- 合同能源管理的推出将缓解企业的资金紧张局面：政策支持下，合同能源管理项目最高贷款可达项目总投资的60%~70%，大大降低了企业的资金来源问题。

图表 20: 公司目前合同能源管理项目情况

项目	权益 (%)	经营期限 (年)	投资总额 (万元)	本公司投资总额 (万元)	备注
广信青洲	51%	6	3358	1712.56	2009年11月运营
湖北世纪新峰	100%	6	10900	7760	募投项目，预计2011年1月开始试运营
河南世纪新峰	100%	6	2740	2466	2009年底开建，预计2011年开始运营

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 合同能源管理的实施将全面提升公司的盈利能力：公司的第一个合同能源管理项目是对广东广信青洲水泥有限公司合同能源管理项目。目前合同能源管理在公司收入占比不到1%，但是毛利率达到75.14%。而未来两年，公司的目标是合同能源管理的收入占比达到5%，这将有效的提高公司的盈利水平。伴随着公司市场不断的开拓，合同能源管理业务将为公司提供一个高速增长的跳板。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	33	253	392	589	733	869	货币资金	7	33	78	879	912	981
增长率		659.1%	54.6%	50.1%	24.5%	18.7%	应收账款	13	99	187	229	285	338
主营业务成本	-21	-197	-314	-472	-581	-678	存货	8	111	102	155	191	223
%销售收入	64.2%	77.8%	80.1%	80.3%	79.3%	78.0%	其他流动资产	16	54	63	96	118	138
毛利	12	56	78	116	152	191	流动资产	43	297	430	1,360	1,506	1,680
%销售收入	35.8%	22.2%	19.9%	19.7%	20.7%	22.0%	%总资产	82.6%	96.5%	93.0%	95.0%	93.3%	92.1%
营业税金及附加	0	-1	-3	-5	-6	-7	长期投资	6	5	0	1	0	0
%销售收入	1.3%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1	2	5	45	82	118
营业费用	0	-1	-2	-4	-4	-5	%总资产	1.1%	0.6%	1.0%	3.1%	5.1%	6.5%
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	无形资产	2	3	25	24	24	23
管理费用	-5	-15	-20	-35	-44	-52	非流动资产	9	11	32	72	108	144
%销售收入	16.0%	6.1%	5.2%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	17.4%	3.5%	7.0%	5.0%	6.7%	7.9%
息税前利润 (EBIT)	6	39	53	73	98	127	资产总计	52	308	462	1,432	1,614	1,823
%销售收入	18.1%	15.5%	13.4%	12.3%	13.3%	14.6%	短期借款	0	20	0	0	0	0
财务费用	0	-1	0	10	19	20	应付款项	37	222	278	361	447	527
%销售收入	0.0%	0.4%	0.1%	-1.7%	-2.5%	-2.2%	其他流动负债	1	6	0	7	8	10
资产减值损失	-1	-4	-9	-1	0	0	流动负债	38	247	279	368	456	537
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	-1	-1	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	38	247	279	368	456	538
营业利润	4	33	43	81	116	146	普通股股东权益	14	55	179	1,058	1,151	1,277
营业利润率	12.9%	13.1%	11.1%	13.8%	15.8%	16.8%	少数股东权益	0	5	5	6	6	7
营业外收支	0	0	2	3	2	3	负债股东权益合计	52	308	462	1,432	1,614	1,823
税前利润	4	33	45	84	118	149							
利润率	12.9%	13.1%	11.5%	14.2%	16.1%	17.2%	比率分析						
所得税	0	-5	-7	-13	-18	-22		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税率	-0.9%	15.4%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	4	28	38	71	100	127	每股收益	0.435	0.850	0.866	1.196	1.688	2.136
少数股东损益	0	0	0	1	1	1	每股净资产	1.402	1.679	4.058	17.931	19.516	21.651
归属于母公司的净利润	4	28	38	71	100	126	每股经营现金净流	0.684	-0.258	0.543	0.560	1.276	1.782
净利率	13.0%	11.1%	9.7%	12.0%	13.6%	14.5%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	31.01%	50.61%	21.35%	6.67%	8.65%	9.86%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	8.35%	9.12%	8.25%	4.93%	6.17%	6.91%
净利润	4	28	38	71	100	127	投入资本收益率	43.60%	41.46%	24.40%	5.81%	7.16%	8.40%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	5	12	3	3	5	主营业务收入增长率	N/A	659.11%	54.63%	50.15%	24.47%	18.68%
非经营收益	1	2	-2	-1	-2	-3	EBIT增长率	N/A	550.01%	33.49%	38.28%	34.15%	30.38%
营运资金变动	0	-43	-25	-40	-26	-23	净利润增长率	N/A	544.79%	35.94%	85.18%	41.12%	26.50%
经营活动现金净流	7	-9	24	33	75	105	总资产增长率	N/A	490.47%	50.31%	209.74%	12.71%	12.97%
资本开支	0	-2	-19	-40	-37	-37	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	36.5	59.2	93.8	90.0	90.0	90.0
其他	0	0	-32	0	0	0	存货周转天数	67.3	109.7	123.4	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	0	-2	-51	-41	-37	-37	应付账款周转天数	75.4	68.7	102.0	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	18	88	809	-6	0	固定资产周转天数	6.0	2.5	4.5	14.7	20.6	24.1
债权募资	0	20	-12	0	0	1	偿债能力						
其他	0	-1	-11	0	0	0	净负债/股东权益	-50.17%	-21.60%	-42.71%	-82.67%	-78.75%	-76.27%
筹资活动现金净流	0	37	66	809	-6	1	EBIT利息保障倍数	-500.9	42.0	143.6	-7.3	-5.3	-6.5
现金净流量	7	26	39	801	33	69	资产负债率	73.07%	80.39%	60.26%	25.71%	28.25%	29.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室