

新股研究

余热发电全方位服务提供商

报告日期: 2010-09-21

评级: 无评级 (首次)

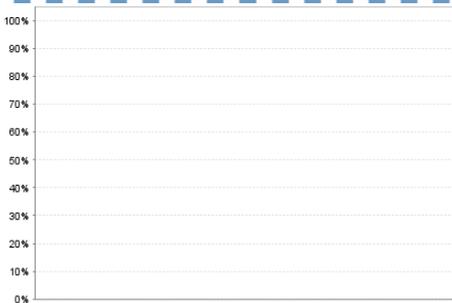
上次评级:

估值区间: 55.40-63.08

上次预测:

IPO 价格 (元)	55.00
发行前总股本 (万股)	4400
首发数量 (万股)	1500
发行后总股本 (万股)	5900
首发市盈率 (倍)	66.91
每股净资产 (元)	4.97
公司网址	www.dleat.cc

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
易世达	—	—	—
上证综合指数	-2.03	3.00	-12.75

财富证券研究发展中心

邹建军

0731-84403452

zoujj@cfzq.com

S0530210010079

相关研究报告:

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	391.96	577.53	773.89
净利润 (百万元)	38.11	68.81	90.62
每股收益-摊薄 (元)	1.07	1.17	1.54
每股净资产 (元)	4.97	17.09	19.81
发行市盈率	66.91	47.01	35.71
P/B	11.07	3.22	2.78

资料来源: 财富证券

投资要点

- 公司业务已涵盖余热发电全过程。**公司成立于 2005 年 12 月, 最初主要为水泥生产企业提供水泥窑余热电站的技术服务和成套设备, 凭借自有核心技术和自主研发能力, 09 年, 公司业务扩展至工程设计、安装调试、工程总承包及合同能源管理, 业务范围已涵盖余热发电业务全过程。目前, 总承包业务模式为公司的主要业务模式。
- 公司的纯低温余热发电技术处国际领先水平, 市场地位已跻身行业前三。**公司已拥有与余热发电技术相关的 6 项实用新型专利和 3 项专有技术, 06 年独立开发完成的第二代水泥窑纯低温余热发电技术, 实现废气余热的梯级利用, 使发电能力比第一代水泥窑纯低温余热发电技术提高 14%-32.5%, 而余热电站的投资只增加 7%-9%。目前该项技术处于国际领先水平, 并在国内得到广泛应用。06-09 年公司在水泥余热发电市场的累计占有率达 13.76%, 位居行业第三。
- 受益政策推动, 余热发电需求有望持续旺盛。**受淘汰落后产能和新建产能需求推动, 预计 2010 至 2015 年间, 国内水泥窑余热电站投资需求约 270 亿元, 平均每年约 45 亿元; 除了水泥行业, 我国钢铁、冶金、化工、玻璃等高能耗行业目前只对部分高温余热进行了回收利用, 中低温废气余热的利用尚处于起步阶段, 未来发展潜力巨大; 此外, 合同能源管理亦面临良好发展机遇, 有关专家预计未来几年国内合同能源管理投资将保持 30%~40% 的年均增速。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司 2010~2012 年营业收入分别为 5.78 亿元、7.74 亿元和 10.06 亿元, 每股收益分别为 1.17 元、1.54 元、2.00 元, 给予公司 2011 年 30-35 倍 PE, 则公司合理估值区间 46.08-53.76 元; 考虑本次超募资金约 5.5 亿元暂时闲置, 折合每股约 9.32 元; 则公司价值区间 55.40-63.08 元。

目 录

一、起步于水泥行业，近几年业务迅速发展	- 3 -
1、公司业务范围扩展迅速，已涉足余热发电全过程	- 3 -
2、盈利水平保持稳定，收入呈暴发式增长态势	- 4 -
二、技术优势明显，市场地位居前	- 4 -
1、依托优秀技术团队，公司的纯低温余热发电技术处国际领先水平	- 4 -
2、市场份额已跻身行业前三	- 5 -
三、受益政策推动，余热发电需求有望持续旺盛	- 6 -
1、水泥行业余热利用仍有发展空间	- 6 -
2、钢铁、冶金、化工等行业需求潜力巨大	- 7 -
3、合同能源管理呈快速增长趋势	- 7 -
四、募投资金解决公司燃眉之急	- 7 -
1、募集资金投向	- 7 -
2、募投项目效益测算	- 8 -
五、盈利预测与估值	- 9 -
六、风险提示	- 9 -

图表目录

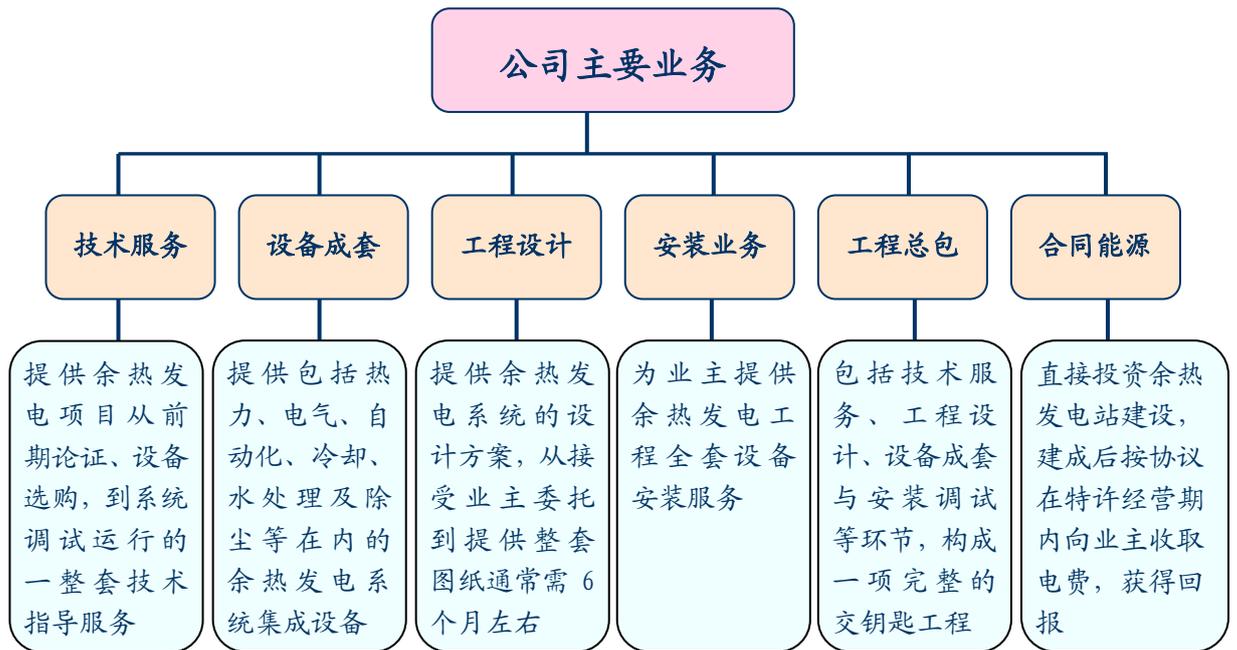
图表 1：公司主营业务内容	- 3 -
图表 2：2010 年 1-6 月公司收入构成（万元）	- 4 -
图表 3：公司近 4 年收入迅速增长	- 4 -
图表 4：2006-2009 年国内水泥行业余热利用领域累计市场占有率	- 6 -
图表 5：公司预收账款保持快速增长（单位：万元）	- 8 -
图表 6：募集资金拟投入项目（单位：万元）	- 8 -

一、起步于水泥行业，近几年业务迅速发展

1、公司业务范围扩展迅速，已涉足余热发电全过程

公司成立于 2005 年 12 月，最初主要为水泥生产企业提供水泥窑余热电站的技术服务和成套设备，凭借自有核心技术和自主研发能力，09 年，公司业务扩展至工程设计、安装调试、工程总承包及合同能源管理，业务范围已涵盖余热发电业务全过程。目前，总承包业务模式为公司的主要业务模式。

图表 1: 公司主营业务内容



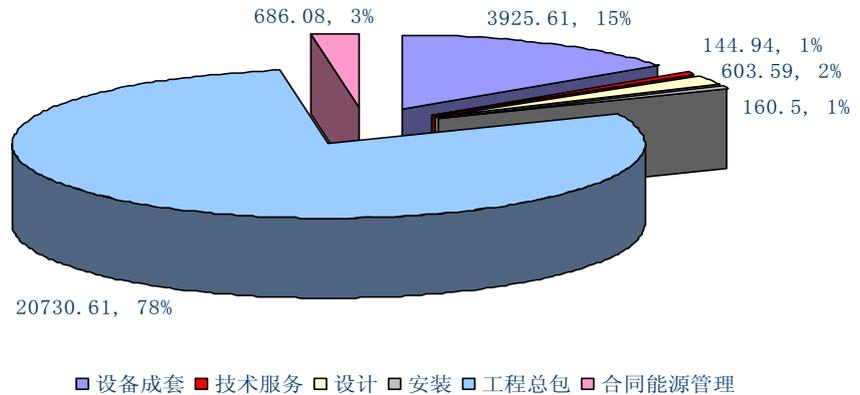
资料来源: 招股说明书

在巩固和提高水泥窑余热发电行业竞争优势的同时，公司从 2009 年开始也积极拓展钢铁、冶金、化工、玻璃等行业的余热发电市场，至 2010 年上半年，公司已在化工、冶金等领域取得突破，承揽了氮肥生产企业汨罗市金成实业有限公司、碳素生产企业湖南创元新材料有限公司和氧化镁生产企业营口易洁节能有限公司的余热电站工程设计项目，并与淄博市焦化煤气公司、淄博市城市资产运营有限公司共同出资成立“淄博鑫港新能源有限公司”，以投资建设干熄焦余热综合利用发电项目。

在合同能源管理市场，公司目前已完成了 4 个项目的开发，其中 2009 年 11 月正式投产运营的云浮易世达、2009 年 11 月签署的湖北世纪新峰和河南世纪新峰等 3 个项目属于水泥行业，2010 年 7 月签署合作协议的淄博鑫港干熄焦余热综合利用项目属于钢铁行业。

至 2010 年 6 月 30 日，公司已投产和在建的余热发电项目生产线条数达 130 条。

图表 2: 2010 年 1-6 月公司收入构成 (万元)



资料来源: 招股说明书

2、盈利水平保持稳定, 收入呈暴发式增长态势

随着业务范围的扩大, 近几年公司的收入规模呈暴发式增长态势。2007 年, 公司营业收入仅 3339.18 万元, 当年实现净利润 434.85 万元; 2008 年, 公司营业收入迅速增至 2.53 亿元, 增长 6.59 倍, 实现净利润 2803.86 万元, 增长 5.45 倍; 到 2009 年, 公司营业收入已达到 3.82 亿元, 同比增长 54.63%, 实现净利润 3811.48 万元, 同比增长 35.94%。2010 年上半年, 公司已实现收入 2.63 亿元、实现净利润 3398.91 万元。

2008-2010 年, 公司业务盈利水平稳定, 毛利率稳定在 20% 左右, 2007 年毛利率较高主要是由于当年业务构成中, 技术服务占比较大, 达 31%, 技术服务毛利率高达 95.52%, 导致整体毛利率较高。

图表 3: 公司近 4 年收入迅速增长



资料来源: 招股说明书

二、技术优势明显, 市场地位居前

1、依托优秀技术团队, 公司的纯低温余热发电技术处国际领先水平

公司拥有一支以唐金泉先生为核心的优秀技术队伍, 共有研发与技术人员 113 人, 全部为本科以上学历, 其中高级职称 15 人, 中级职称 61 人, 专家 1 人, 拥有

掌握水泥工艺、钢铁工艺、冶金工艺和发电工艺的复合型人才。总工程师唐金泉先生是原国家建材局“八五”国家攻关组组长及余热发电“八五”国家攻关课题技术总负责人，1995 年被原国家建材局确定为中国跨世纪青年学术带头人，是国家余热发电技术领域的权威专家。

2006 年，公司独立开发完成并成功应用的第二代水泥窑纯低温余热发电技术，实现废气余热的梯级利用，使发电能力比第一代水泥窑纯低温余热发电技术提高 14%-32.5%，而余热电站的投资只增加 7%-9%，吨熟料发电能力提高至 38-45Kwh(在每公斤熟料热耗为 750KCal 的条件下)。目前该项技术处于国际领先水平。同时，公司也正在研发第三代水泥窑纯低温余热发电技术，其目标为：将水泥窑窑胴体的余热回收并用于发电；窑头熟料冷却机废气余热 100%回收并用于发电；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。

目前，公司已拥有与余热发电技术相关的 6 项实用新型专利和 3 项专有技术，另有 3 项专利正在申请。同时，公司亦积极参与余热发电工程行业的技术标准与规范的起草。

2、市场份额已跻身行业前三

➤ 行业已形成垄断竞争格局

目前，国内从事水泥窑余热发电行业的企业分为两类：一类是隶属于大型水泥集团的余热发电工程技术服务公司，如中材集团下属的中材节能发展有限公司、中国建筑材料集团下属南京凯盛开能环保能源有限公司和杭州中科节能技术有限公司、海螺集团下属的安徽海螺川崎工程有限公司等；另一类是完全独立的工程技术服务公司，主要包括易世达、中信重工机械股份有限公司、昆明阳光基业股份有限公司等。

根据中国水泥网的统计，截至 2009 年底，海螺集团、中材集团和中国建筑材料集团的熟料产能约占全国水泥熟料产能的 16%，由于这三个集团都有自己的节能公司，这部分市场存在一定的进入壁垒。其余全国大部分的余热电站工程建设普遍采用招投标的形式，所有余热发电工程技术服务公司将直接参与竞争。

由于水泥窑余热发电存在较高的技术门槛，目前行业已形成垄断竞争格局，国内从事水泥窑余热发电行业的企业共有 14 家，其中：海螺川崎、中材节能、易世达和凯盛开能四家公司占据了全国水泥行业余热发电工程的主要市场，根据装机容量计算，2006 年至 2009 年这四家公司的累积市场份额为 71.8%。

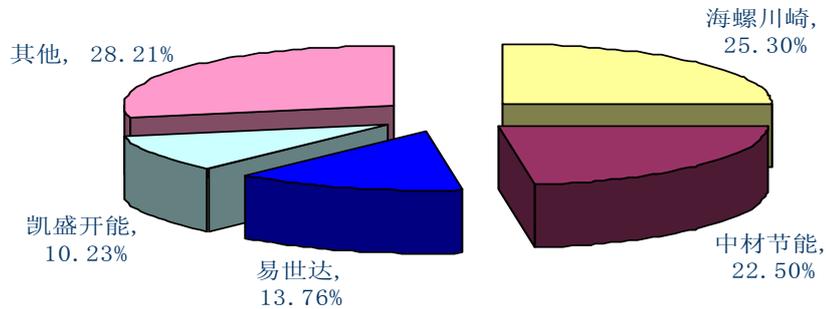
➤ 公司市场份额位居第三

根据水泥协会统计，在国内水泥行业余热发电市场，按 2006 年至 2008 年累计的余热电站投产装机容量统计，公司的市场占有率为 10.6%，排名第四位，位于海螺川崎、中材节能和中信重工之后。

2006 年至 2009 年公司累计市场占有率为 13.76%，较 2006、2007 和 2008 三年

累计市场占有率增长 3.16%，累计排名上升至第三位。

图表 4: 2006-2009 年国内水泥行业余热利用领域累计市场占有率



资料来源: 招股说明书

三、受益政策推动，余热发电需求有望持续旺盛

1、水泥行业余热利用仍有发展空间

水泥熟料煅烧过程需要消耗大量的煤炭，每生产一吨水泥熟料约消耗 110 公斤标煤，消耗电力 60-80 千瓦时。在整个水泥生产成本中电费接近总成本的 1/3。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，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。其发电综合成本约为 0.15 元/每千瓦时，仅是电网电价的 25% 左右。

2010 年 1 月，国家工业和信息化部发布了《新型干法水泥窑纯低温余热发电技术推广实施方案》，提出“计划用 4 年时间（2010~2013 年），对日产量 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。

根据中国水泥协会主办的数字水泥网统计，2009 年底全国累计已投产的新型干法熟生产线达 1086 条，其中已投运余热电站的生产线约 498 条。考虑目前投产的新型干法熟料生产线中约有 200 条左右不宜配套建设余热电站，尚有 388 条生产线需要建设余热电站。

另据数字水泥网预计，2010 年我国新投产的新型干法熟料生产线约 150 条。“十二五”期间，尚有 4 亿吨左右的熟料生产能力需要淘汰，需建设近 300 条新型干法生产线实现等量淘汰。再动态考虑水泥市场需求，按“十二五”期间熟料以每年 2% 的速度增长，共新增生产能力 1 亿吨，约新建 70 条左右新型干法熟料生产线。

综合测算，到 2015 年，国内水泥行业余热电站工程的需求将达到 900 多条。保守按每条生产线规模 2500t/d、余热电站投资额 3000 万元计算，到 2015 年国内水泥

窑余热电站投资需求约 270 亿元，平均每年约 45 亿元。

此外，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。公司近年在印度获得的五条新型干法水泥生产线余热电站将于 2010 年投运，为公司后续业务扩展奠定了基础。

2、钢铁、冶金、化工等行业需求潜力巨大

目前，我国钢铁、冶金、化工、玻璃等高能耗行业只对部分高温余热进行了回收，中低温废气余热的利用尚处于起步阶段。随着国家节能环保政策力度的不断加强，以及上述行业企业间竞争的不断加剧，预计这些行业对余热发电的需求将逐步增强。

国内水泥窑纯低温余热发电技术装备比较成熟，水泥窑余热发电系统与钢铁、冶金、化工、玻璃等行业余热发电系统的主要区别在于废气成分、产生方式和温度的不同，钢铁、冶金、化工、玻璃等行业废气温度较高（废气余热温度越高，余热发电技术要求越低），因此，从水泥窑余热发电技术向钢铁、冶金、化工、玻璃等行业余热发电技术转化时不存在技术障碍。

3、合同能源管理呈快速增长趋势

2009 年，我国合同能源管理项目投资达到 195.32 亿元，同比增长 67%；节能服务产业产值达 588 亿元，同比增长 40.9%；合同能源管理产业呈快速增长态势。

由于节能减排压力巨大，2010 年以来，我国政府加大了对合同能源管理的支持力度。2010 年 4 月，国务院办公厅发布《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》，提出将对合同能源管理在资金、税收、会计政策、金融服务等方面给予支持；6 月财政部发布《合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》，明确奖励资金的支持范围、支持条件和具体金额；9 月，发改委发布首批节能服务公司名单，落实具体支持对象。

受上述政策推动，预计我国合同能源管理市场有望继续保持快速增长。相关专家预计，未来几年，国内合同能源管理投资将保持 30%~40% 的年均增速，未来行业市场容量有望高达 4000 亿元。

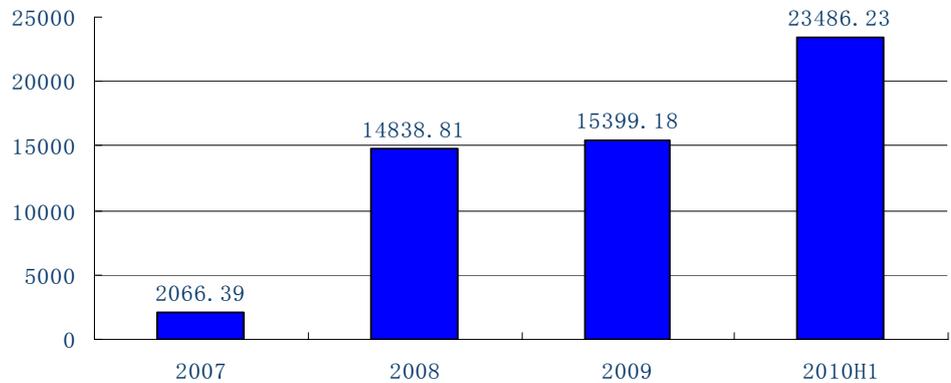
四、募投资金解决公司燃眉之急

1、募集资金投向

公司业务内容以工程设计、技术服务为主，承担项目所需设备均采用委托加工方式，通常公司根据每个项目的具体生产条件向设备供应商提出余热锅炉和汽轮机设计的各项技术要求及参数指标，并对部分核心部件提供设计图纸，由设备供应商根据公司要求进行设计、制造。因此，公司业务发展所需固定资产少，2010 年 6 月

末, 公司固定资产净值仅 532.90 万元。作为一家轻资产企业, 公司通过债权方式融资受到较大局限。至 2010 年 6 月末, 公司的资产负债率高达 59%, 但主要负债为预收账款, 银行借款很少。

图表 5: 公司预收账款保持快速增长 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书

从预收账款的增长可以看出公司业务目前增长势头良好。随着业务规模的扩大, 公司所需要的投标保证金、预付设备采购款、预留工程质量保证金等随之增长, 公司目前的营运资金已不能满足业务快速发展的需要。

公司本次以 55 元/股的价格向社会公开发行人 A 股 1500 万股, 募集资金将用于补充公司营运资金、投资湖北世纪新峰雷山水泥有限公司合同能源管理项目、筹建研发中心等。预计本次超募资金额将达到 5.5 亿元左右。募集资金到位后, 将极大缓解公司的资金压力, 为公司承接大型余热发电项目提供有力的资金保障。

图表 6: 募集资金拟投入项目 (单位: 万元)

序号	项目名称	核准项目编号	总投资额	投入募集资金
1	补充公司营运资金	——	8000	8000
2	湖北世纪新峰雷山水泥有限公司合同能源管理项目	鄂发改能源[2009]1433 号 鄂发改能源[2007]1100 号 鄂发改能源函[2009]834 号	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资金	——	——	——
	合计		20831	20831

资料来源: 招股说明书

2、募投项目效益测算

本次拟投资的湖北世纪新峰雷山水泥有限公司合同能源管理项目, 主要为湖北世纪新峰两条水泥生产线 (2,500t/d、4,000t/d) 投资建设两座余热电站 (4.5MW、9MW 共计 13.5MW) 并负责运营。

余热电站工程的造价约 10900 万元, 其中土建工程 2400 万元, 由湖北世纪新峰

负责完成，电站其他工程共计 8500 万元，其中湖北世纪新峰投资 740 万元，公司投资 7760 万元并负责该电站工程（土建工程除外）的建设工作。项目建设期原则上为一年，能源服务经营期限为六年。

在能源服务经营期限内，湖北世纪新峰按照 0.478 元/度（协议电费价格）的价格购买该电站生产的全部电力，湖北世纪新峰须提供合格热源不少于每年 7200 小时，若少于该时间，湖北世纪新峰以延长公司经营期的方式给予公司补偿。具体方法为：若年累计供气时间在 6000—7200 小时之间，不足 7200 小时差额部分等量顺延公司经营期限；若年累计供气时间不足 6000 小时，按照不足 6000 小时差额部分 1.5 倍时间顺延公司经营期限。若年累计供气时间不足 4800 小时，公司有权要求湖北世纪新峰回购该电站。

按发电功率 12.70 兆瓦、年发电时间 7200 小时、结算电价 0.478 元/度、运营成本 0.07 元/度、所得税率 25% 计算，项目达标后正常运营年份可实现营业收入 3735.75 万元、净利润 1351.76 万元。

五、盈利预测与估值

受节能减排政策推动，公司业务未来 2 年保持 30% 左右的增速应问题不大，假设公司盈利水平保持稳定，我们预测公司 2010~2012 年营业收入分别为 5.78 亿元、7.74 亿元和 10.06 亿元，每股收益分别为 1.17 元、1.54 元、2.00 元，给予公司 2011 年 30-35 倍 PE，则公司合理估值区间 46.08-53.76 元；考虑本次超募资金约 5.5 亿元暂时闲置，折合每股约 9.32 元；则公司价值区间 55.40-63.08 元。

六、风险提示

对国内水泥行业依赖度过高的风险。公司目前营业收入和利润主要来自对国内水泥行业余热发电领域的相关服务，虽已开始涉足钢铁、化工等其他行业的余热发电市场，但目前仍处于起步阶段，短期内公司业务仍主要依赖国内水泥行业。若水泥行业整体景气下降，将对公司业务发展造成不利影响。

合同能源管理业务面临的客户经营风险。公司的合同能源管理主要为相关企业提供电力服务，若客户生产经营发生困难，可能出现电费不能按期支付甚至电站停运的风险。

■ 投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.