

2014年10月23日

天壕节能 (300332)

——前三季度净利润增速 10%略低于预期，未来看天然气余热发电及其他新领域拓展

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年10月22日

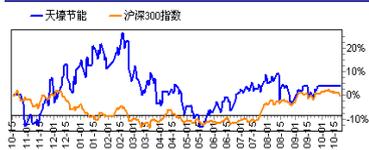
收盘价(元)	14.06
一年内最高/最低(元)	15.97/10.6
上证指数/深证成指	2327/8063
市净率	3.4
息率(分红/股价)	0.57
流通A股市值(百万元)	3224

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	4.19
资产负债率%	22.72
总股本/流通A股(百万)	329/229
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天壕节能(300332)——收购力拓100%股权，进军天然气余热发电蓝海打开估值成长空间》 2014/09/29

《天壕节能(300332)点评——中报净利润同比增长 28%，符合预期，维持买入评级》 2014/08/26

《天壕节能(300332)点评报告——与金源再生资源签订战略合作协议，环保业务取得积极进展》 2014/07/21

证券分析师

赵隆隆 A0230511070002
zhaoll@swsresearch.com

联系人

薄婷婷
(8621)23297818x7372
bopt@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2013A	326	26	116	28	0.36	54	9.2	39
14Q1-Q3	267	22	86	10	0.26	49.6	6.2	
2014E	424	30	159	36	0.50	54	9.1	28
2015E	524	24	198	25	0.62	54	8.9	23
2016E	603	15	215	9	0.67	53	7.5	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

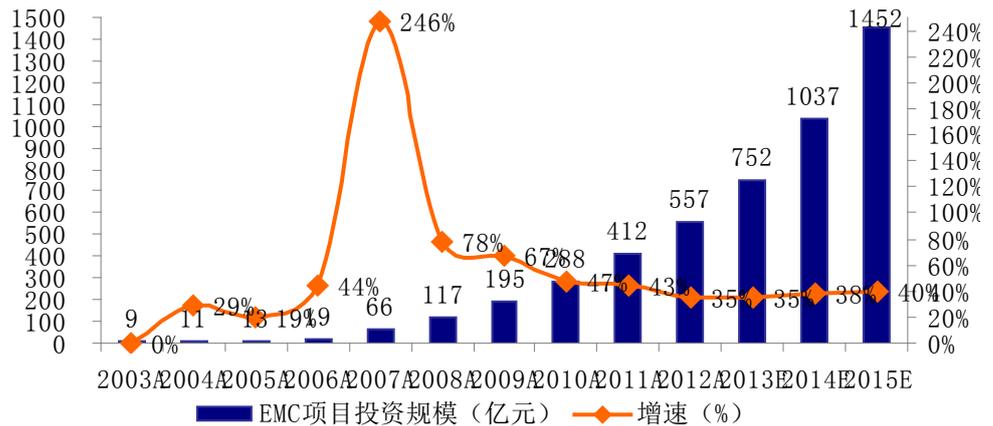
- **公司公告前三季度实现收入 2.67 亿元，同比增长 22%，实现净利润 0.85 亿元，同比增长 10%，略低于预期。**报告期内合同能源管理项目售电量为 2.3 亿度，同比去年增长了 2%，主要源于部分项目开工不足以及个别客户生产线停窑冷修，工程技术服务收入增加了 1022 万元，构成重要增量，2013 年收购的天壕机电目前仍处于亏损状态，略低于预期。2013 年新增投产 5 个余热发电 EMC 项目（兴山、滕州、安全二期、智慧和元华），2014 年上半年天壕金彪部分投产发电，天壕宜昌扩容改造工程完工，天壕丰城烟道气工程投产供气。4 月公司通过参股方式进入铁合金余热发电 EMC 领域，同时成立环保公司进入烟气治理，三季报明确表示“将密切关注清洁能源发展”，未来环保业务值得期待。
- **以现金 3.8 亿元收购北京力拓节能 100% 股权，进军天然气输气管道余热发电。**股权转让已经公司董事会审议通过生效，无需股东大会审议，也不构成重大资产重组。北京力拓是国家发改委认定的节能企业，主要以合同能源管理模式从事石油钻机电网改造和天然气输气管道的余热利用业务。在天然气输气管道余热利用领域，公司具备绝对领先优势。
- **北京力拓丰富的项目储备为天壕打开成长和估值空间。**力拓已与中石油西北联合管道有限责任公司等签署了 17 座西气东输管道压气站余热利用项目合作协议，以及 5 座压气站余热利用项目排他意向性协议。目前已有 1 个压气站余热利用项目拟于 2014 年底投产，其他项目处于在建或前期筹备阶段。公司虽然 2013 年收入 5718 万元，净利润仅 256 万元，2014 年上半年无收入，净利-294 万元，收购完成后，储备项目还需投入约 9 亿元建设资金，但是项目全部达产后预计年营业收入将超过 3 亿元，年净利润将超过 1.5 亿元。
- **暂不调整盈利预测，维持买入评级。**我们暂维持公司 2014-2015 年 EPS 0.50/0.62 元的判断，2016 年 EPS0.67 元，复合增速 24%（尚未考虑天然气余热发电贡献），对应 PE28/23/21 倍。我们认为天壕是 A 股节能环保领域中具备独特商业模式、核心竞争力强、北京力拓丰富的项目储备带来未来确定性高增长，业绩上调概率大的稀缺标的，维持“买入”评级。

表 1：宁夏节能投资有限公司目前已成功运营两个铁合金余热发电项目

	规模	投资额	建设期	合作方	盈利能力
1	宁夏节能新华 9MW 铁合金余热发电示范项目	9MW 6500 万元	2013 年 3 月 7 日开工，仅用 260 天完工，11 月 28 日投产	宁夏新华实业集团 4 台 25500KVA 硅铁矿热炉的烟气余热	年发电量 6000 万千瓦时，每年可节约标煤 2 万吨，实现温室气体减排 5 万吨
2	宁夏石嘴山荣华缘余热发电	4.5MW 3000 万元	2012 年 11 月 28 日投产，建设期两年	荣华缘公司 1 台 25500 千伏安和 2 台 12500 千伏安硅铁矿热炉的烟气余热实现发电	年发电量约 3000 万千瓦时，每年可节约标煤 1.1 万吨，实现温室气体减排 2.7 万吨

资料来源：公开资料、申万研究

图 1：预计未来三年我国 EMC 项目投资规模将保持 30%-40%的增速（亿元，%）



资料来源：中国节能协会节能服务产业委员会、申万研究

表 2：近年来合同能源管理扶持政策持续出台

时间	法规	具体扶持政策
2012 年 8 月	《节能减排十二五规划》	要求到 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
2012 年 8 月	《工业节能十二五规划》	余热余压利用列为九大重点工程之一。要求在钢铁、有色金属、化工、建材、轻工等余热余压资源丰富行业，全面推广余热余压回收利用技术，推进低品质热源的回收利用，形成能源的梯级综合利用
2011 年 12 月	《“十二五”资源综合利用指导意见》	明确“以工业窑炉余热余压发电和低温废水余热发电开发利用为重点，实现余热余压的梯级利用”的指导意见
2011 年 6 月	《节能技术改造财政奖励资金管理暂行办法》	规定东部地区节能技术改造项目根据项目完工后实现的年节能量按 240 元/吨标准煤给予一次性奖励，中西部地区按 300 元/

<p>《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》</p> <p>2010年12月</p>	<p>吨标准煤给予一次性奖励</p> <p>决定自2011年1月1日起对符合条件的节能服务公司实施合同能源管理项目，取得的营业税应税收入，暂免征收营业税；同时，节能服务公司实施符合条件的合同能源管理项目，将项目中的增值税应税货物转让给用能企业，暂免征收增值税；对符合条件的节能服务公司，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</p>
<p>《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的通知》</p> <p>2010年</p>	<p>提出到2015年，建立比较完善的节能服务体系，专业化节能服务公司进一步壮大，服务能力进一步增强，服务领域进一步拓宽，合同能源管理成为用能单位实施节能改造的主要方式之一</p>

资料来源：申万研究

表 3：典型 1*5000t/d 两条新型干法水泥窑配套纯低温余热发电项目

类别/指标	数量/金额
装机规模	9000kW
平均发电功率	8490kW
余热电站自用电率	6.0-7.0%
年平均功率运行时数	7000h
达产年年发电量	5940 万 kWh
达产年年供电量	5560 万 kWh
年节标煤量	1.95 万吨
年减排 CO2 量	5.07 万吨

资料来源：天壕节能网站、申万研究

表 4：典型 1×450t/d, 2×600t/d 浮法玻璃生产线余热发电项目

电站装机规模	9MW
平均发电功率（抽 4t/h 蒸汽）	8.4MW
平均发电功率（纯凝工况、不抽汽）	9.3MW
供汽能力	4t/h
综合自用电率	14%
年运行时数	8400h
年发电量	7056 万 kWh
年供电量	6068 万 kWh
年供汽量（4t/h、0.6MPa）	33600 蒸吨
年节标煤量	2.15 万吨
年减排 CO2 量	5.59 万吨

资料来源：天壕节能网站、申万研究

表 5：我国玻璃、水泥、钢铁等行业余热发电存量潜在市场规模预计达 17890MW

行业	存量生产线装机潜力	
玻璃	500	
水泥	4800	
钢铁	干熄焦	2200
	烧结机	1100
	炉顶压差	900
	转炉、加热炉、电炉	1290
	燃气-蒸汽联合循环发电	1500
化工	3600	
有色	1000	
造纸	1000	
总计	17890	

资料来源：《中国余热发电行业的现状和发展趋势分析》、申万研究

表 6：钢铁领域余热、余压及放散性气体回收利用主要发展状况

发电环节	原理	特点	市场容量
干熄焦余热发电 (CDQ)	利用冷的惰性气体吸收焦炭的热量使焦炭冷却，高温惰性气体加热干熄焦锅炉，产生的水蒸气送去蒸汽管网或者发电，惰性气体冷却后循环用于焦炭冷却	节水，减少大气污染物排放，提高能源利用效率和焦炭质量，降低炼铁工序能耗	20%焦炭企业配备了干熄焦，对应装机1200MW；独立焦化厂对应装机1000MW；等量淘汰产能
烧结机余热发电	烧结矿在带冷机或环冷机上是通过鼓风进行冷却，由底部鼓入的冷风在穿过热烧结矿层时被加热，成为高温废气。通过引风机引入锅炉，加热锅炉内的水产生蒸汽，蒸汽推动汽轮机转动带动发电机发电	上世纪80年代，日本烧结机主烟道烟气余热利用普及率已达26%。市场前景好，但技术还有待改进和发展	现存1021台烧结机仅约10%配备余热发电，若普及率达30%则存量对应装机约1100MW
炉顶压差发电 (TRT)	利用高炉顶煤气具有的压力能及热能，使煤气通过透平膨胀机做功，驱动发电机发电	提高能源利用效率且改善炼铁厂环境，节水；	重点钢企1000m ³ 以上高炉（近200座）干式TRT配置率由58%升至100%，对应装机容量约900MW
高炉冲渣水余热发电	其原理是冲渣水排出温度约85~90℃，经过沉淀除杂后进入特殊设计的换热器，将热量传递给有机工质，温度降到50℃左右，再送到高炉供冲渣之用，回收余热	目前在国际上尚处于起步阶段，技术开发单位都停留在技术论证阶段	-
燃气—蒸汽联合循环发电 (CCPP)	利用高炉煤气进入燃气轮机发电，燃气轮机排放的烟气进入余热锅炉产生水蒸气，进行二次发电	发电效率达60%；CCPP中的锅炉和汽机都可以外供蒸汽，联合循环可灵活组成热电联产工厂	单套装机容量150MW以上，若新增10套装置，即达1500MW
转炉蒸汽发电	转炉在吹炼过程中，产生高温烟气进入汽化冷却烟道，经换热后产生饱和蒸汽发电	将转炉、电炉、加热炉三种工业设备的余热资源在一定范围组合，进行综合利用发电，降低余热电站总投资，提高发电效率	吨钢可产生80kg饱和蒸汽，按吨饱和蒸汽发电150kWh计算，对应装机容量1290MW
加热炉余热发电	利用加热炉汽化冷却器产生的饱和蒸汽发电；将汽化冷却器产生的饱和蒸汽与加热炉烟气余热回收组合一起发电		
电炉余热发电	利用电炉烟气余热回收发电		

资料来源：公开资料、申万研究

表 7：截止 2013 年 6 月天壕节能主要研发项目进展

课题名称	研发目的 (创新应用、优化提高、基础理论研究)	进展情况 (依次课题立项、资料收集调研、试验及研究、研发成果总结、技术方案、示范项目实施)
1 干熄焦余热发电梯级利用	优化提高	示范项目实施
2 玻璃行业退火窑余热梯级利用	创新应用	示范项目实施

3	玻璃窑补燃式 SNCR 脱硝方法	创新应用、基础理论研究	资料收集、调研
4	流化床锅炉炉渣显热的回收	创新应用	示范项目实施
5	冷能的利用	基础理论研究	资料收集、调研
6	压气站的余热发电	优化提高	资料收集、调研
7	超临界 CO2 发电循环	基础理论研究	资料收集、调研

资料来源：公司公告、申万研究

表 8：盈利预测（单位：百万）

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	90	183	257	326	424	524	603
营业收入	90	183	257	326	424	524	603
增速%	82%	103%	41%	26%	41%	24%	15%
二、营业总成本	63	132	183	229	277	338	398
营业成本	37	73	107	156	194	240	283
毛利率%	59%	60%	59%	54%	54%	54%	53%
营业税金及附加	0	1	2	3	3	4	5
%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
销售费用	0	0	0	0	0	0	3
占比%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
管理费用	19	31	48	56	64	73	84
占比%	21%	17%	19%	17%	15%	14%	14%
财务费用	8	27	26	12	16	20	23
占比%	8%	15%	10%	4%	4%	4%	4%
资产减值损失				2			
四、营业利润	27	51	75	97	146	186	205
加：营业外收入	4	2	25	24	28	32	32
减：营业外支出	1	1	4	2	3	4	4
五、利润总额	30	51	96	119	171	214	233
减：所得税	0	0	6	6	14	17	19
六、净利润	30	51	90	113	158	197	214
减：少数股东损益	0.00	-0.30	-0.26	-3	-2	-2	-1
%	0%	-1%	0%	-3%	-1%	-1%	-1%
净利润	30	52	91	116	159	199	215
净利润率%	33%	28%	35%	36%	38%	38%	36%
七、每股收益（元）：	0.09	0.16	0.28	0.36	0.50	0.62	0.67
总股本	32000	32000	32000	32000	32000	32000	32000

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。