了在余热发电领域开拓辽阔

-易世达(300125)投资价值分析报告

深圳市怀新企业投资顾问有限公司

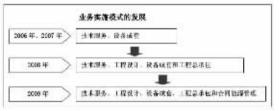
1、公司概况: 技术领先的余热发电行业领跑者

1.1 公司简介:快速成长的环保新锐

大连易世达新能源发展股份有限公司 以下简称 易世达"或 公 司")是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。目前公司主要 服务于水泥行业余热发电领域,并已开始为化工、干熄焦等行业内企 业提供余热节能服务。公司拥有电力行业 新能源发电)专业乙级工程 设计资质、机电设备安装专业承包三级资质。

易世达成立于2005年,依托自主研发的处于国际领先水平的第 二代水泥窑纯低温余热发电技术,短短几年时间就从最初的只提供单 一技术服务发展成为目前以工程总承包、合同能源管理为主的综合节 能服务商。08 年以来,公司的业务延伸到海外,承揽了印度博拉5条 水泥生产线的余热电站项目,成为国内第一家进入印度水泥行业余热 发电市场的企业;09年公司与中国航空技术进出口总公司签订了开 拓国际余热发电市场的战略合作协议。

图 1:公司成立以来不断延伸节能产业服务链



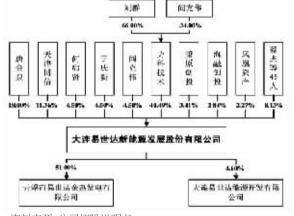
资料来源:公司招股说明书

技术领先优势成就了公司的飞速发展,07~09年公司的收入和利 润复合增长率高达 243%和 196%。根据中国水泥协会统计,09 年公司 投产余热电站装机容量市场占有率为16.60%;06~09年累计市场占有 率为13.76%,累计市场占有率排名第三。

1.2 公司股权结构:核心员工持股,有利于保持人才优势

公司此次 IPO 拟发行 1500 万股,发行后总股本为 5900 万股。力 科技术是第一大股东,持有公司发行后30.20%的股份,公司总工程师 唐金泉先生是第二大股东,持有公司发行后13.42%的股份,唐金泉先 生曾担任原国家建材局余热发电 "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,并曾获原国家建材局授予的 中 国跨世纪青年学术带头人称号"。此外,公司中高层以上的技术和管理 骨干也持有公司的股份,余热发电工程行业是技术密集型和人才密集 型行业,员工持股有利于公司团队的稳定以及人才优势的持续。

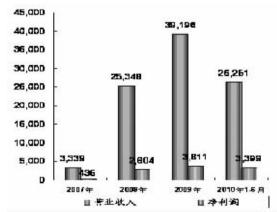
图 2:公司股权结构图 发行前)



资料来源:公司招股说明书

1.3 公司处在高速成长期,未来收入和盈利仍有望持续高增长 公司自成立以来,不断地在拓宽和延伸节能产业服务链,近几年 取得了优异的经营业绩。公司的资产规模、收入和利润飞速增长,07~ 09年以及今年上半年分别实现营业收入3,339.18万元、25,348.08万 元、39,195.51万元、26,251.32万元,最近三年分别比上年增长1, 040.64%、659.11%、54.63%,头蚬归禹丁母公司所有者的净利润分别 为 434.85 万元、2,803.86 万元、3,811.48 万元、3,398.91 万元,最近三 年同比增长了 679.04%、544.79%、35.94%。

图 3:近年来公司收入和利润飞速增长



数据来源:公司招股说明书

随着公司业务规模的不断扩大和综合业务能力的不断提高,今年 上半年工程总承包已经成为公司的业务主体,收入和毛利分别占公司 同期营业收入和毛利的 78.97%和 65.81%; 合同能源管理项目贡献的 收入和毛利分别占公司同期营业收入和毛利的 2.61%和 5.51%, 预计 未来随着募投项目的建成,合同能源管理贡献的收入和毛利将有较大 增长,该业务将成为公司未来重要的利润来源之一。我们认为,随着毛 利率较高的合同能源管理业务收入占比的上升,公司将来的盈利结构 会进一步优化,综合毛利率水平还有进一步上升的空间。我们看好公 司的发展前景,认为在未来的3~5年公司收入和利润仍将高速增长。

图 4:目前工程总承包是公司最主要的收入来源,合同能源管理 是公司未来业务的重心



数据来源:公司招股说明书

2、余热发电,前景火热

公司从事的水泥窑余热发电业务属于近年来发展起来的新兴行 业,余热发电与传统的火电、核电在发电工艺上存在实质差别。传统的 发电工艺需要利用燃料进行燃烧例如燃煤、燃油、燃气、核能等)产生 可控制的热量,再将热能转化为电能发电,其生产过程消耗大量能源; 而余热发电是利用工业生产过程中排放出的废气余热进行发电,生产 过程中不消耗新的能源。余热电站每生产一吨水泥熟料可发电约

投资要点

- ◆ 易世达是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。目前公司在水 泥行业余热发电领域技术领先,市场份额逐年提高。按余热电站装机容量计算,公司累计市场占有率排名第三。
- ◆ 公司依托自主研发的具有国际领先水平的水泥窑纯低温余热发电技术,近年来不断地拓宽和延伸服务领域,08年公司业务延伸到海外,是 国内第一家进入印度水泥行业余热发电市场的企业;在新业务拓展上,公司已开展干熄焦、化工等行业余热利用项目。
- ◆ 公司以领先的技术优势在余热发电领域高速成长。国内余热发电技术权威组成的研发团队、良好的激励机制、勇于创新的精神和积极的市 场开拓策略都是公司可持续竞争优势的源泉。
- ◆ 余热利用是节能减排增效的核心手段,行业景气度极高。一方面,国家政策红利不断,大力予以扶持;另一方面,国内外市场对余热利用的需 求旺盛,节能减排改造的市场空间巨大,未来的发展前景十分广阔。
- ◆ 本次 IPO 募集资金主要用于合同能源管理项目的建设,设立研发中心,以及补充营运资金。募投项目有助于公司进一步扩大市场份额,增强 公司的竞争实力。
- ◆ 本次公司发行 1500 万股,发行后总股本为 5900 万股。我们预计公司 2009~2012 年净利的复合增长率为 49.6%,每股收益 雠薄 分别为 1.3、1.83 和 2.16 元。给予公司 2010 年 40-45 倍市盈率,公司的每股价值为 52-58.5 元。

42Kwt, 可节约电力成本 40%,3 年左右即可收回余热电站的全部投 资,节能效益十分明显。余热发电既可以有效降低能耗,节约生产成 本,还可以大量减少粉尘污染和废气排放,改善生态环境。

目前余热发电行业处于良好的市场环境之中,一方面,国家政策 红利不断;另一方面,国内外市场需求旺盛,市场空间巨大,我们认为 该行业未来的发展前景十分广阔。

2.1 余热发电是国家大力扶持的产业,政策红利不断

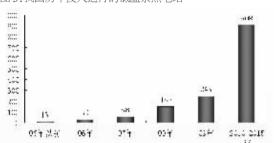
节能减排是我国乃至全球的一项长期战略,余热发电行业的发展 对于国家实现节能减排的目标作用显著,具有良好的经济效益和社会 效益,属于国家大力鼓励发展的行业。近年来,国家先后颁布了多项利 好政策予以扶持。如:今年1月,国家工业和信息化部发布了《新型干 法水泥窑纯低温余热发电技术推广实施方案》,提出"针划用4年时间 2010~2013年),对日产量2000吨以上的新型干法水泥窑推广纯低 温余热发电改造项目,使日产量2000吨以上的新型干法水泥生产线 余热发电配套率达到95%以上,形成427万吨标准煤的节能能力"。 今年4月,国务院办公厅转发 关于加快推行合同能源管理促进节能 服务产业发展的意见》,在资金支持力度、税收扶持政策、相关会计制 度、改善金融服务方面提出了具体的支持政策, 意见指出 到 2012 年,扶持培育一批专业化节能服务公司,发展壮大一批综合性大型节 能服务公司"等。这些政策的出台都将加快推动余热发电行业的持续 健康发展。

2.2 余热发电的服务领域广阔,市场规模巨大

2.2.1 国内水泥行业的余热发电市场需求旺盛

根据中国水泥协会主办的数字水泥网统计,到 09 年底国内已建 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。 预计 2010 年我国新投产的新型干法熟料生产线约为 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。另仍需新建约70条左右新型干法熟 料生产线。综合测算,预计到2015年,国内水泥行业余热电站工程的 需求将达到908条。保守估计,按每条生产线规模2500kd计算,余热 电站投资额以3,000万元计算,未来国内水泥窑余热电站总投资额约 270亿元,总装机容量约4500MW。即:未来五年平均每年约有152条 新型干法水泥生产线需配套建设余热电站,平均年装机容量约为 760MW,按易世达09年市场占有率16.6%估计,公司未来每年可为 27条生产线建设余热电站,年平均装机容量约为135MW,所需工程投 资约 8.1 亿元。

图 5: 我国历年投入运行的低温余热电站



数据来源:公司招股说明书

2.2.2 国际水泥行业余热发电市场刚刚起步,前景广阔

国际水泥窑余热发电市场,除日本以外,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,近两年逐渐打入 国际市场,未来的前景十分广阔。

以印度为例,截至08年末,印度有水泥生产线约600条,水泥产 量 1.6 亿吨,仅为中国的 10~15%,人均水泥使用量为中国人均水泥使 用量的十分之一,市场潜力巨大。预计到2011年,印度国内水泥产量 将增长到3.8亿吨。印度的水泥生产线基本为新型干法生产线,均可 以安装余热电站。印度水泥窑余热发电行业起步于2007年,余热发电 技术水平和配套设备质量相对我国而言都比较落后,发电效率与我国 相比差距较大,对于国内的余热发电工程公司来说是良好的发展机 遇。08 年易世达承揽了印度博拉五条水泥生产线的余热电站项目,成 为国内第一家进入印度水泥行业余热发电市场的企业,未来待开发市 场规模庞大。

表 1,2008 年及 2000 年预计国外水泥空全执发由工程投运情况

X 1.2000 十							
国别	生产线	机组	装机	熟料产能 (年/万吨)			
四かり	条)	台)	(MW)				
泰国	13	9	142.1	2,434			
巴基斯坦	7	3	35.6	794			
印度	5	2	16.5	477			
越南	1	1	4.5	78			
菲律宾	1	1	4.5	78			
合计	27	16	203.2	3,861			

资料来源:公司招股说明书

2.2.3 钢铁、冶金、化工、玻璃等行业的余热发电市场需求潜力 巨大

目前钢铁、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。在 国家重点节能技 术推广目录》中,对这几个行业的余热利用也提出了明确的技术推广 要求,随着国家节能环保政策力度的不断加强,这些行业对余热发电 的需求将逐步增强,据预测,钢铁企业烧结余热发电市场容量约200 亿元; 焦碳企业干熄焦余热发电市场容量约400亿元; 有色金属冶炼 余热发电市场容量约100亿元; 化工企业余热发电市场容量约60亿 元;造纸企业余热发电市场容量约60亿元,这些行业未来的余热利用 需求量巨大。

近年来国内提供水泥窑余热发电技术服务的公司凭借其在水泥 窑余热发电技术上的优势,不断加强研发和技术创新,开始逐步在钢 铁、冶金、化工和玻璃等行业承建余热发电工程,像易世达这样的行业 领跑者已在化工、冶金等领域取得了突破,目前已承揽4家企业的余

2.2.4 余热发电市场的合同能源管理需求呈快速增长趋势

合同能源管理 (EMC)是国际上一种先进的能源管理模式,其核心 是节能服务公司通过先进的节能技术为客户实现节能目标,并通过节 约的能源获得投资收益。EMC将是未来我国余热发电市场运营的新 趋向,行业市场容量高达4000亿元。在一些发达国家,超过30%的节 能项目都是通过 EMC 模式建造与营运的,而目前在国内,这种先进与 专业的管理模式才刚刚起步,国家和地方政府对 EMC 模式高度重视, 出台了多项优惠政策大力予以推行,09 年 EMC 投资增长率达到 67%,预计未来几年 EMC 投资将保持 30%~40%的年均增长速度。我 国节能减排改造空间巨大,合同能源管理服务将在不远的将来进入爆 发式增长期。

表 2: 08 年及 09 年合同能源管理投资增长情况

年度	2008年	2009年	2010年预计
节能服务产业产值	410亿元	588亿元	800亿元
同比增长		40.9%	36%
合同能源管理 (EPC)项 目投资	117亿元	195亿元	
同比增长		67%	
产业总计综合节能投资	253.2 亿 元	360.4 亿元	
同比增长		42.3%	
到 2009 年,形成年节能能	力 1757.9	万吨标准煤	,年减排
1133.85 万吨二氧化碳			

资料来源:公司招股说明书

3、公司竞争优势分析:

近年来,公司依托自主研发的具有国际领先水平的水泥窑纯低温 余热发电技术,不断地拓宽和延伸服务领域,在市场竞争中脱颖而出。 我们认为,公司强大的技术优势,卓越的研发团队,良好的激励机制, 是公司可持续竞争优势的源泉,公司勇于创新的精神和积极的市场开 拓策略是未来公司持续增长的坚实基础。

3.1 国际领先的水泥窑纯低温余热发电技术

公司于06年率先研发并成功应用的第二代水泥窑纯低温余热发 电技术, 其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)。该项技术是在 吸收、消化带补燃锅炉的中低温余热发电技术和纯低温余热发电技术 的基础上,集成热力系统、电气系统、自动化系统等研究成果进行再创 新的专有技术,目前该项技术处于国际领先水平。截至今年上半年,公 司已为130条水泥熟料生产线提供余热发电技术服务,其中128条均 **亚田第一代水泥空姉低涅全执发由技术**

公司现拥有余热发电技术相关6项实用新型专利和3项专有技 术,3项专利正在申请。目前公司正在研发第三代水泥窑纯低温余热 发电技术,并正在积极参与余热发电工程行业的技术标准与规范的

表 3:公司研发投入不断增长

项目	2010年 1- 6 月	2009年度	2008年度	2007年度		
研发费用(万元)	829.14	1,145.53	837.83	208.63		
营业收入 历元)	26,251.32	39,195.51	25,348.08	3,339.18		
占营业收入 比例	3.16%	2.92%	3.31%	6.25%		
Vertex de la Trans VV en de						

资料来源:公司招股说明书

3.2 卓越的研发团队以及良好的股权激励机制

高素质的技术人才队伍是公司持续快速发展的有力保障。公司总 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,获"八五"国家重点科研攻关全国先进 个人,是国家余热发电技术领域的权威专家。公司拥有一支以唐金泉 先生为核心的优秀技术队伍,聚集了一批国内发电、水泥、钢铁等领域 的技术装备设计研发人才。通过历年的项目建设,公司在生产工艺技 术、各专业集成方面技术优势明显

为充分吸引人才,公司建立有良好的股权激励机制。分别在08年 和09年做了两次增资扩股,吸收公司中高层以上的技术和管理骨干

3.3 勇于创新的企业精神和强大的市场开拓能力

公司不仅在技术上不断创新,在经营模式上也勇于探索和尝试先 进的管理机制,08年8月,公司投资了第一个合同能源管理项目----云浮易世达,09年11月,该项目建成并正式投产运营,目前电站运行 良好,公司每月都有稳定的电费收入。合同能源管理项目一般在余热 电站正常运行后3年左右时间即可收回投资,公司该项目经营期限为 6年,合同能源管理业务利润率较高且能为公司带来长期、稳定的投 资回报。经营模式上的创新成功为公司在余热发电的合同能源管理领 域拓展出一片广阔的蓝海,并进一步增强了公司的优势竞争地位。

图 6:合同能源管理运行模式



资料来源:公司招股说明书

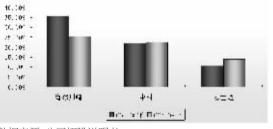
公司的市场开拓能力优于同业企业,一方面,公司积极寻求参与 境外水泥窑低温余热发电工程项目的时机,继08年成为国内第一家 进入印度水泥行业余热发电市场的企业后,09年公司与印度、巴基斯 坦、土耳其、伊朗、越南等多个国家的水泥公司进行了技术交流和价格

谈判。另一方面,公司近来来逐步将水泥窑低温余热发电技术向钢铁 冶金、化工和玻璃等高耗能产业领域延伸,目前已在化工、冶金等领域 取得了突破:已承揽氮肥生产企业汩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已开始执行;已与淄博鑫港燃气有 限公司签署了投资建设干熄焦余热发电项目的合作协议。国内外高耗 能产业节能减排市场空间巨大,公司积极的市场开发策略以及强大的 开拓能力将为其赢得广阔的发展空间。

3.4 成长迅速,行业地位不断增强

水泥窑余热发电行业存在较高的技术门槛,需要长期的经验积累 和技术创新来确立在行业中的竞争地位。目前国内从事水泥窑余热发 电行业的公司共有14家,其中,业内排名前4位的安徽海螺川崎工程 有限公司、中材节能发展有限公司、易世达和南京凯盛开能环保能源 公司占据了绝大部分市场份额,根据装机容量,上述四家企业2006年 至 2009 年累积市场份额为 71.8%。从下图可以看到,易世达的增长能 力较强,市场占有率呈现上升趋势,06~08年公司累计的余热电站投 产装机容量市场占有率为10.6%, 06年~09年公司累计市场占有率 上升为 13.76%。而同期,排名第一的海螺川崎市场份额由 06~08 年的 35.7%下降到 06 年~09 年的 25.3%;中材的市场份额变化不大。海螺川 崎和中材都是隶属于大型水泥集团的余热发电工程技术服务公司,她 们主要服务对象为各自的水泥集团,易世达是完全独立的工程技术服 务公司,依靠自身的技术积累和市场服务优势,通过市场竞争逐渐获 得市场的认可,我们认为易世达的市场竞争能力更强,未来的增长潜 力更大。

图 7: 余热电站累计投产装机容量市场占有率的比较



数据来源:公司招股说明书

4、募投项目助力业务扩张,进一步增强竞争实力

公司此次募集资金将用于补充营运资金、湖北世纪新峰雷山水泥 有限公司合同能源管理、设立研发中心项目和其它与主营业务相关的 营运资金,这些项目均是公司现有业务的强化、拓展与提升,其中,补 充营运资金有助于公司在更大规模和范围内承接余热发电工程承包 项目和合同能源管理项目,增强公司的盈利能力,进一步提升市场占 有率;合同能源管理项目可以拓展公司的盈利模式,提高资金运用效 率;设立研发中心是公司实现技术升级、进行技术研发和持续创新的 重要举措,有助于巩固和提高公司的技术优势并支持公司开拓水泥行 业以外的余热发电市场。

表 4:本次募集资金投资项目

	从 4. 产业、						
序号	项目名称	总投资 额 (万元)	投入募集资 金 (万元)	建设周期(年)			
1	补充公司营运资金	8,000	8,000				
2	湖北世纪新峰雷山水 泥有限公司合同能源 管理项目	7,760	7,760	1			
3	易世达科技园-研发 中心项目	5,071	5,071	1.5			
4	其他与主营业务相关 的营运资金	-	_				
	合计	20,831	20,831				

资料来源:公司招股说明书

上述项目中的湖北世纪新峰合同能源管理项目预计今年年底将 完成项目建设,2011年1月投入试运营。合同能源管理 (EMC)是公司 未来大力拓展的业务领域,易世达已通过下属公司介入3项EMC项 目,该项目将是第4个公司介入的 EMC 项目。根据公司分析测算,该 项目达标后正常运营年份每年将带来1350万元净利润,将给公司今 后的收益带来较大的提升

5、盈利预测与估值:

我们看好余热发电领域未来广阔的发展应用前景,易世达近几年 凭借领先的技术优势和突出的工程设计实施能力高速增长,规模和效 益不断增强。此次 IPO 项目有助于公司突破资金瓶颈,进一步扩大业 务规模。我们预计未来 3~5 年公司仍将高速成长,2009~2012 年公司 主营收入复合增长率将达到35.8%,净利的复合增长率将达到49.6%, 预计 2010~2012 年每股收益 傩薄)分别为:1.3、1.83 和 2.16 元。

表 5:公司业绩预测							
名称	2009	2010E	2011E	2012E			
营业收入 百万元)	391.96	640	832	982			
(+/-)%	54.63	63	30	18			
归属于母公司股							
东净利润 佰万	38.11	76.8	108.16	127.66			
元)							
(+/-)%	35.94	101.52	40.83	18			
总股本 (万股)	4400/5900	5900	5900	5900			
每股收益 (元)	0.87/0.65	1.3	1.83	2.16			

我们选取3家工程设计总包上市公司(中工国际、中国海诚、东华 科技)、以及涉及余热发电工程系统集成上市公司(荣信股份)、余热锅 炉设备制造公司(海陆重工)做相对估值比较,以9月10日收盘价计 算,上述公司 2010年、2011年对应的平均动态市盈率分别为 41 倍和 30倍.考察近期上市的创业板企业发行定价,其对应的2010年市盈率 绝大多数都在40倍以上,考虑到易世达正处在高速成长期,我们给予 公司 2010年 40-45 倍市盈率, 每股公允价值为 52-58.5 元。

表 6: 可比公司盈利预测

7							
股票	股价9	EPS				PE	
名称	月10日	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
中工	49.75	1.11	1.47	1.86	45	34	27
国际	49.73	1.11	1.47	1.60	43	34	21
中国	20.64	0.54	N/A	0.82	38	N/A	25
海诚		0.54	1VA	0.82	38	1 V A	23
东华	26.20	0.02	0.60	0.05	20	20	20
科技	26.39	0.93	0.69	0.95	28	38	28
荣信	40.00	0.83	0.78	1.09	48	51	37
股份		0.83	0.78	1.09	48	31	31
海陆	45.71	0.85	1.15	1.48	54	40	31
重工	43./1	0.83	1.13	1.40	34	40	31
亚均						41	30

数据来源:WIND