

# 易世达 在余热发电领域开拓辽阔蓝海

## ——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：快速发展的环保新锐  
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、合同能源管理的新兴能源技术服务公司。

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。

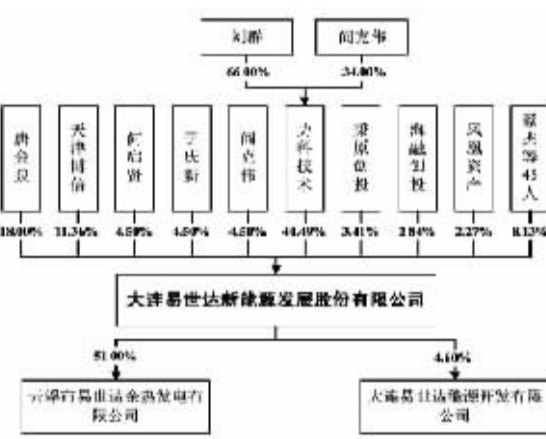
图1：公司成立以来不断延伸节能产业服务链



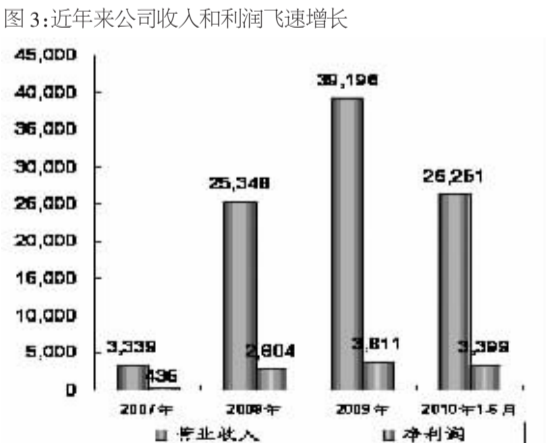
资料来源：公司招股说明书  
技术领先优势成就了公司的飞速发展，07-09年公司的收入和利润复合增长率高达243%和196%。根据中国水泥协会统计，09年公司投产余热电站装机容量市场占有率为16.60%；06-09年累计市场占有率为13.76%，累计市场占有率排名第三。

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。

图2：公司股权结构图(发行前)

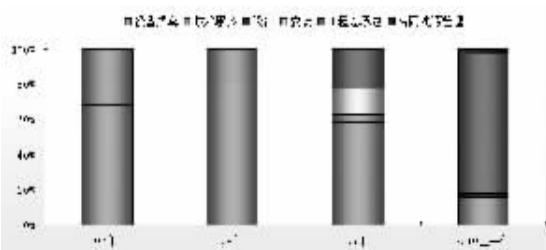


资料来源：公司招股说明书  
1.3 公司处在高速增长期，未来收入和盈利有望持续高速增长  
公司自成立以来，不断地在拓宽和延伸节能产业服务链，近几年取得了优异的经营业绩。公司的资产规模、收入和利润飞速增长。



资料来源：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%。

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



### 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(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。

### 投资要点

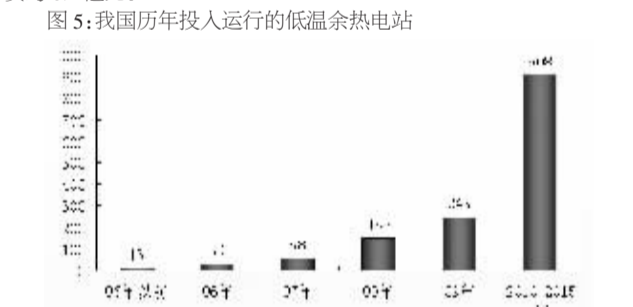
- ◆ 易世达是专业从事余热发电系统研发、工程设计、技术服务、设备成套、工程总承包、合同能源管理的新兴能源技术服务公司。目前公司在水泥行业余热发电领域技术领先，市场份额逐年提高。按余热电站装机容量计算，公司累计市场占有率排名第三。
- ◆ 公司依托自主研发的具有国际领先水平的水泥窑纯低温余热发电技术，近年来不断地拓宽和延伸服务领域，08年公司业务延伸到海外，是国内第一家进入印度水泥行业余热发电市场的企业；在新业务拓展上，公司已开展干熄焦、化工等行业余热利用项目。
- ◆ 公司以领先的技术优势在余热发电领域高速增长。国内余热发电技术权威组成的研发团队、良好的激励机制、勇于创新的精神和积极的市场开拓策略都是公司可持续竞争优势的源泉。

42Kw/t，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。

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建设余热电站的生产线为388条。



资料来源：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。

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。

表1：2008年及2009年预计国外水泥窑余热发电工程投资情况

国别	生产线(条)	机组(台)	装机(MW)	熟料产能(万吨/年)
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。

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，凭借逐步在钢铁、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家企业的余热发电项目。

### 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、合同能源管理的新兴能源技术服务公司。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增长。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。

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模式建造与运营的，而目前国内，这种先进与专业的管理模式才刚刚起步。

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(EMC)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%	

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。

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%。

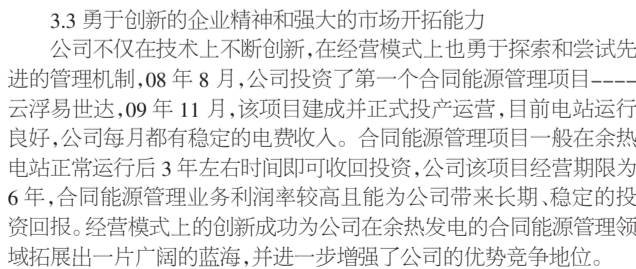
3.2 卓越的研发团队以及良好的股权激励机制  
高素质的技术人才队伍是公司持续快速发展的有力保障。公司总工程师唐金泉先生是原国家建材局“八五”国家重点攻关组组长及余热发电“八五”国家重点攻关课题技术总负责人。

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(万元)	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%

资料来源：公司招股说明书  
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。

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。



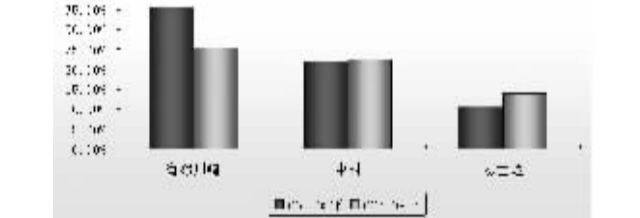
资料来源：公司招股说明书  
公司的市场开拓能力优于同业企业，一方面，公司积极寻求参与境外水泥窑纯低温余热发电工程项目的时机，继08年成为国内第一家进入印度水泥行业余热发电市场的企业后，09年公司与印度、巴基斯坦、土耳其、伊朗、越南等多个国家的水泥公司进行了技术交流和价格谈判。

另一方面，公司近年来逐步将水泥窑纯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涪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。

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企业共有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、易世达和南京凯盛节能环保能源公司占据了绝大部分市场份额。

图7：余热电站累计投产装机容量市场占有率的对比



资料来源：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。

表4：本次募集资金投资项目

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个项目介入的EMC项目。

### 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。

表5：公司业绩预测

名称	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	391.96	640	832	982
毛利率	54.63%	63%	30%	18%
归属于母公司股东净利润(百万)	38.11	76.8	108.16	127.66
毛利率	35.94%	101.52%	40.83%	18%
总股本(万股)	44005900	5900	5900	5900
每股收益(元)	0.87065	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)、余热锅炉设备制造商(海陆重工)做相对估值比较。

表6：可比公司盈利预测

股票名称	股价9月10日	EPS			PE		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
中工国际	49.75	1.11	1.47	1.86	45	34	27
中国海诚	20.64	0.54	N/A	0.82	38	N/A	25
东华科技	26.39	0.93	0.69	0.95	28	38	28
荣信股份	40.00	0.83	0.78	1.09	48	51	37
海陆重工	45.71	0.85	1.15	1.48	54	40	31
平均					41	30	

资料来源：WIND