



EMC带动公司业绩增长

——易世达（300125）合同公告点评报告

2011年9月9日

推荐/维持

易世达

事件点评

银国宏

执业证书编号: s1480207120048

联系人: 李根 010-66594021

ligen@dxzq.net.cn

事件:

9月8日,公司发布公告称,公司第一届董事会第二十次会议审议通过《关于以自有资金投资福建省永安金湖水泥有限公司 2500t/d 水泥熟料生产线余热发电合同能源管理项目的议案》:

大连易世达新能源发展股份有限公司与福建省永安金湖水泥有限公司签订《能源服务合同》,在合同执行期内负责建设和运营金湖水泥 2500t/d 水泥熟料生产线余热发电项目。

观点:

1. 合同能源管理项目收益丰厚,有望成为公司未来重要利润增长点

本项目为金湖水泥 2500t/d 水泥熟料生产线余热发电项目,公司以自有资金 2,963.8 万元人民币投资建设,项目建设期约为 10 个月,效益分享期自项目首次并网发电始,至余热供应时间累计达到 57,600 小时后结束。

根据双方合同要求,项目建成后,金湖水泥 2500t/d 水泥熟料生产线年正常运转的时间不低于 7,200 小时/年,即效益分享期不超 8 年。按照项目年收入 955 万元人民币计算,在不考虑运行成本的情况下,投资回报率达 157.78%。

2. 合同能源管理项目风险相对较大,公司在项目甄选上更为谨慎

合同能源管理项目由节能服务公司支付项目设计、采购、施工的整体费用,在项目建成后的效益分享期内收回投资成本并获得收益。由于项目周期较长,一般约 8-15 年,因此,对节能服务公司来说,需承担更大的投资风险。

在目前政策相对紧缩,全球经济形势并不乐观的背景下,公司对风险相对较高的合同能源管理项目态度更加谨慎,一个项目往往经过多轮审查、反复论证,力求在保证项目风险可控的条件下积极拓展合同能源管理项目,而不是一味追求订单的增速。本项目中,我们注意到,金湖水泥控股股东福建水泥股份有限公司对金湖水泥不按期支付节能效益款、利息及因违约对公司造成的损失等承担保证责任。

我们认为公司管理层对于公司未来业务的发展思路十分清晰,对经济形势具有较强的判断能力,且风险意识较强,有利于公司的长期稳定发展。

3. 公司超募资金 5.70 亿元,为开展 EMC 项目提供有力支撑

合同能源管理在我国发展迅速,资金问题成为发展瓶颈。合同能源管理(EMC)是从发达国家引进的一种基于市场的节能机制,“十一五”期间,我国合同能源管理取得了突飞猛进的发展,合同能源管理项目投资累计达 683.95 亿元,与“十五”合同能源管理项目投资总量相比净增 15 倍,形成年节能能力 2,242.68 万吨标煤,年减排二氧化碳 6,106.7 万吨,在国家节能减排一系列政策的推动下,“十二五”期间合同能源管理有望维持高速发展态势。

公司超募资金 5.70 亿元，为合同能源管理项目的拓展奠定坚实基础。公司 IPO 募集资金净额 77,779.78 万元，其中超募资金 56,948.78 万元。截至 2011 年中报，公司使用超募资金 3,600 万元与喀什飞龙水泥有限公司共同投资组建“喀什易世达余热发电有限公司”，其余资金尚未有明确的投资方向。公司目前正在积极稳妥地进行市场调查，以保证合理安排超募资金的使用。在当前资金形势如此紧张背景下，公司拥有充裕的现金，将显著提升公司的竞争实力，为公司项目的拓展提供坚实的基础。

4. 金银湖水泥项目年收入 955 万元，预计 2012 年下半年开始贡献业绩

项目建设期约为 10 个月，自合同生效日开始计算，余热电站设备调试完毕实现首次并网发电时建设期结束。在效益分享期内，余热电站所发出的电能视为金银湖水泥的节能收益，公司以 0.525 元/度（含税）向金银湖水泥收取节能效益款，预计年收入约为 955 万元人民币，约占公司上一年度营业收入的 1.6%。照此推断，本项目对公司 2011 年度业绩基本无影响，将在 2012 年下半年开始贡献收入，效益分享期不超 8 年。

结论：

公司在水泥行业余热发电领域具备较强实力，受益于水泥行业余热发电蓬勃发展，公司自 2007 年以来业绩增长迅猛，2010 年实现销售收入 5.9 亿元，是 2007 年的 17.74 倍，年复合增长率达到 160.81%。在水泥行业余热发电市场逐步萎缩的背景下，公司在合同能源管理项目上寻求新的突破。我们认为，在当前资金面相对紧张背景下，合同能源管理方式将成为水泥企业的倾向性选择，而公司充裕的超募资金将有力支撑合同能源管理业务的拓展。在公司较强的风险管控意识下，预计公司业绩将稳步增长。

基于金银湖水泥项目将于 2012 年下半年开始贡献业绩，且项目收入占当年营业收入的占比较低，我们略微调高之前对公司的业绩预测，预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.63 元、0.87 元和 1.05 元，目前股价对应 PE 分别为 41 倍、30 倍和 25 倍，给予公司 2012 年 35 倍 PE，对应目标价 30.45 元，维持推荐评级。

表 1：公司盈利预测

万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	592.38	666.04	855.36	1,066.64
(+/-)%	51.13%	12.43%	28.42%	24.70%
经营利润 (EBIT)	74.80	80.30	113.27	138.05
(+/-)%	70.65%	7.35%	41.06%	21.87%
净利润	66.17	74.86	103.06	123.44
(+/-)%	73.60%	13.13%	37.68%	19.77%
每股净收益 (元)	0.56	0.63	0.87	1.05

资料来源：东兴证券

风险提示：

公司建造合同业务中，部分土建工程由业主负责实施，土建工程的延期将导致公司余热项目完工日期的滞后，影响营业收入的按期确认。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 15 年。

联系人简介

李根

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。