

节能环保——余热发电

2014 年 3 月 25 日

市场数据		2014 年 3 月 25 日
当前价格 (元)		15.11
52 周价格区间 (元)		9.86-17.43
总市值 (百万)		1782.98
流通市值 (百万)		1095.30
总股本 (百万股)		118.00
流通股 (百万股)		72.49
日均成交额 (百万)		41.15
近一月换手 (%)		93.59%
Beta (2 年)		
第一大股东	大连力科技工程有限公司	
公司网址	http://www.dleat.cc	

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
易世达	-21.13%	8.60%	144.26%
沪深 300	-1.71%	-4.88%	-16.87%

李云光

执业证书号: S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

燃气业务快速扩张, 公司盈利进入上升期

—易世达 (300125) 2013 年报点评

评级: 买入 (首次)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	417.22	498	725	1003
净利润 (百万元)	21.81	42	76	120
每股收益 (元)	0.18	0.35	0.65	1.01
净利润增长率%	52.04%	91%	83%	57%
每股净资产 (元)	9.19	9.54	10.14	11.09
市盈率	83.94	42.71	23.35	14.91
市净率	1.64	1.58	1.49	1.36
EV/EBITDA	69.03	21	8	5

资料来源: 世纪证券研究所

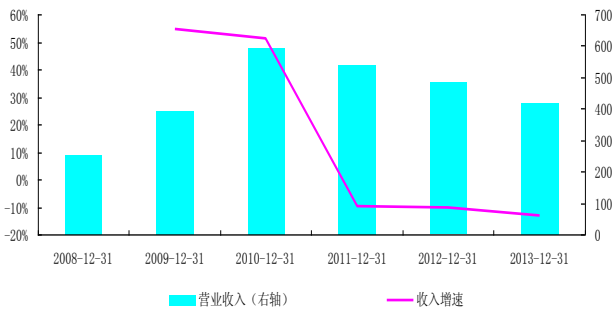
- **坏账计提减少提升公司盈利。**2013 年公司完成营业收入 4.17 亿元, 同比下降 13.17%, 实现归属上市公司股东净利润为 2181 万元, 同比增长 52.04%。公司净利润增速大幅上升主要原因是坏账计提金额较去年减少 1209 万元, 占营业利润的 55.4%。2014 年 1 季度, 公司预计实现净利润为 370-440 万元, 同比增长 58%-88%。
- **行业需求不足影响主营业务发展。**2010 年以来, 在国内固定资产投资增速持续下降以及国家淘汰落后产能不断提速的背景下, 水泥熟料新增产能逐年下降, 与之配套的水泥余热发电市场需求逐步萎缩。受行业低迷影响, 2013 年公司主营业务收入为 4.17 亿元, 同比下降 13.17%, 营业收入连续四年出现下滑。
- **积极拓展燃气业务, 培育新的利润增长点。**2013 年以来, 公司累计出资 3.64 亿元快速布局燃气业务, 设立大连易世达燃气 (51%)、增资大连吉通燃气 (65%) 以及参股山东鑫能能源设备 (49%), 业务范围包括 LNG 储运、计量等设备制造及燃气供应等。以上项目陆续在 2014 年底逐步投入使用, 将大幅提升公司盈利能力。
- **资产并购加快公司业务发展。**利用上市后资金优势, 2013 年成立大连易世达燃气、并参股山东鑫能能源设备、2014 年控股大连吉通燃气进一步扩大在燃气领域的投资。截止 2013 年末募集资金余额为 5.64 亿元, 未来有可能进一步通过并购来推动公司业务发展。
- **投资评级:** 假定公司燃气业务按计划推进, 我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35 元、0.65 元、1.01 元, 对应 2014 年 3 月 25 日收盘价 15.11 元, 动态市盈率分别为 42.71X、23.35X、14.91X, 估值水平处于行业合理区间。考虑余热发电行业长期发展空间以及公司短期盈利明显改善的预期, 我们首次给予“买入”评级。
- **风险提示:** 燃气业务进展缓慢 坏账准备对业绩的影响

行业低迷影响公司短期业务发展

1、坏账计提减少提升公司盈利。2013 年公司完成营业收入 4.17 亿元，同比下降 13.17%，实现归属上市公司股东净利润为 2181 万元，同比增长 52.04%。2014 年 1 季度，公司预计实现净利润为 370-440 万元，同比增长 58%-88%。

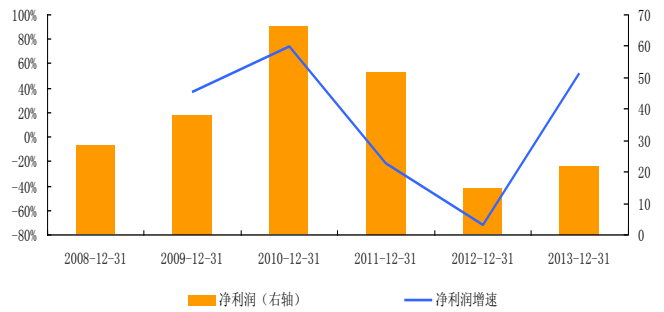
在收入负增长的情况下，公司净利润增速达到 52.04%，主要原因是公司会计坏账计提金额较去年大幅下降，2012 年公司计提坏账准备为 3266 万元，2013 年计提坏账准备为 2057 万元，两者相差金额为 1209 万元，占营业利润的 55.4%。

Figure 1 2008-2013 年公司营业收入 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

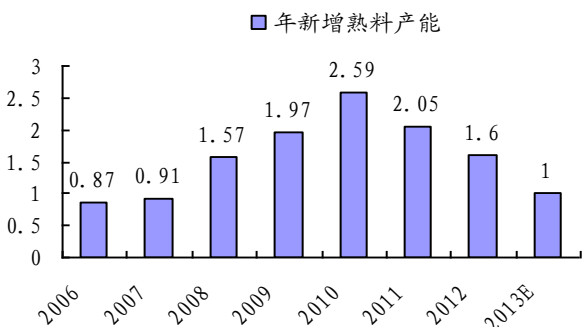
Figure 2 2008-2013 年公司净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

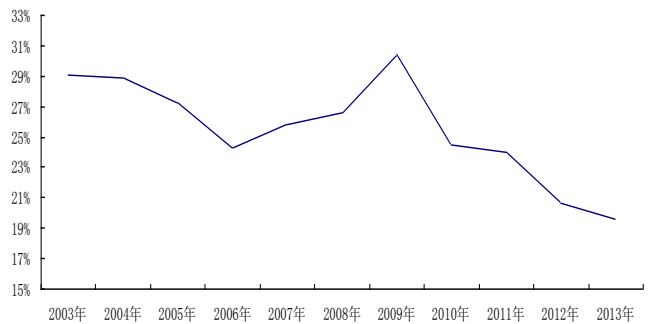
2、行业需求不足影响主营业务发展。公司主营业务为水泥、钢铁等高耗能生产企业提供余热发电工程技术服务以及合同能源管理业务。2010 年以来，在国内固定资产投资增速持续下降以及国家淘汰落后产能不断提速的背景下，水泥熟料新增产能逐年下降，与之配套的水泥余热发电市场需求逐步萎缩。受行业低迷影响，2013 年公司主营业务收入为 4.17 亿元，同比下降 13.17%，营业收入连续四年出现下滑。

Figure 3 2006-2013 年新增熟料产能 单位：亿吨



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 4 2003-2013 年国内固定资产投资名义增速



资料来源：WIND 世纪证券研究所

3、主营业务继续下滑。鉴于目前国内水泥行业新建产能受到严格控制，预计2014年水泥新增产能将继续下滑；另外，目前国内水泥余热发电行业的竞争基本形成了寡头垄断的格局，公司竞争对手大多有强大的股东背景支持其业务的拓展。随着水泥行业余热发电市场逐年萎缩，大企业获得订单的能力将会更强，公司与前五名企业竞争并无优势。2013年公司合同建造业务收入为2.51亿元，同比下降31.38%，下降幅度较2012年进一步扩大。未来公司余热发电业务增长主要看国内非水泥行业以及国外市场的拓展情况。

Figure 5 截止2011年底水泥余热发电市场主要企业市场占有率

序号	企业名称	生产线(条)	机组(台)	生产线占比	机组占比	股东背景
1	中材节能	214	152	26.82%	26.21%	中材集团
2	海螺川崎	193	130	24.19%	22.41%	海螺集团
3	南京凯盛	115	83	14.41%	14.31%	中国建材集团
4	易世达	101	83	12.66%	14.31%	
5	中信重机	52	40	6.52%	6.90%	中信集团
6	其他企业	123	92	15.41%	15.86%	
合计	798	580	100.00%	100.00%		

资料来源：中材节能招股说明书（申报稿） 世纪证券研究所

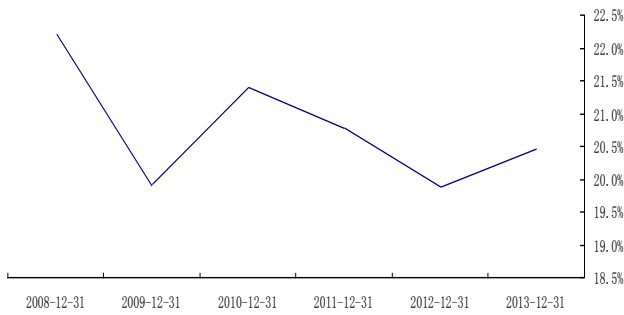
4、合同能源管理（EPC）进展缓慢。国家《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》发布已经有近4年的时间，但工业领域合同能源管理进展缓慢，公司在这方面也未获得明显进展。2010年公司能源服务收入为1500万元，到2013年收入也仅有3500万元，收入占比仅为8.39%。而公司上市募投的湖北世纪新峰雷山水泥有限公司合同能源管理项目比原计划推迟2年投入使用，2013年收益仅为300万元，低于公司当时承诺1350万元，也说明目前水泥行业合同能源管理业务受到行业环境的影响较大。

我们认为行业发展受阻主要原因是产业环境发生了较大变化。2010年政府提出大力发展合同能源管理，当时政策的指向是节能降耗，而水泥、钢铁、玻璃等高耗能产业是节能的主力军，合同能源管理发展具有很好的市场基础。但是近3年，随着实体经济增速连年下滑，传统产业遭受了严重的产能过剩危机，加上环境污染问题日益严重，当前的政策指向是环保第一，高污染的产能甚至直接被淘汰，并严格控制新建产能规模。这样的政策变化使得合同能源管理在实际的操作中存在巨大的经营风险，一旦投资项目被强制关停，公司将面临巨大的损失。

燃气业务提升公司综合毛利率

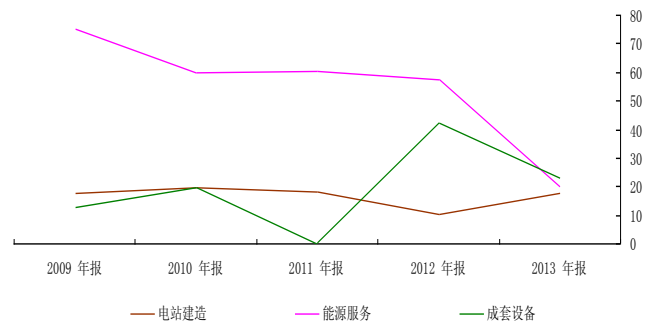
1、综合毛利率有望逐步回升。2013年公司综合毛利率为20.45%，比上年提高0.56个百分点，主要原因是余热电站建设业务毛利比2012年提高7.5个百分点，而建造业务收入占比为60.2%，拉动公司综合毛利率略有回升。公司能源服务毛利率逐年下降，主要原因是水泥行业整体低迷导致合作企业产能利用率降低或者季节性停产的影响，但是能源服务收入占比仅为8.39%，对公司整体业绩影响较小。2012年燃气供应行业平均毛利率在25%左右，未来随着公司燃气业务收入增加，公司综合毛利率有望继续回升。

Figure 6 2008-2012年公司综合毛利率变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

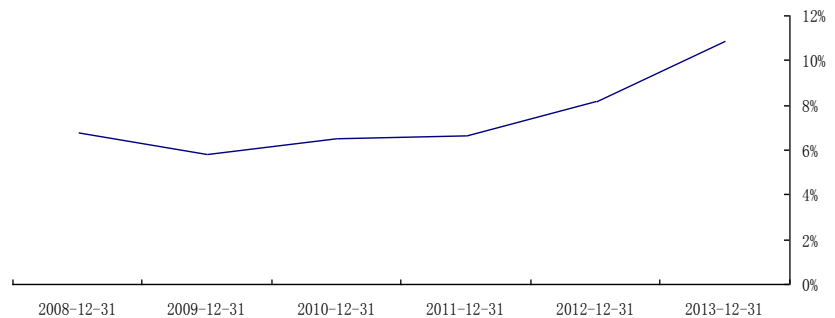
Figure 7 2009-2013年主要业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、期间费用率逐年上升。2013年公司期间费用率为10.88%，比上年提高2.74个百分点。我们预计随着公司募集资金逐步投入使用，公司利息收入会逐步减少；另一方面，公司在积极拓海外水泥余热发电市场以及大连市燃气业务导致销售费用会有所上升，综合考虑公司未来费用率有望进一步上升。

Figure 8 2008-2013年公司期间费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

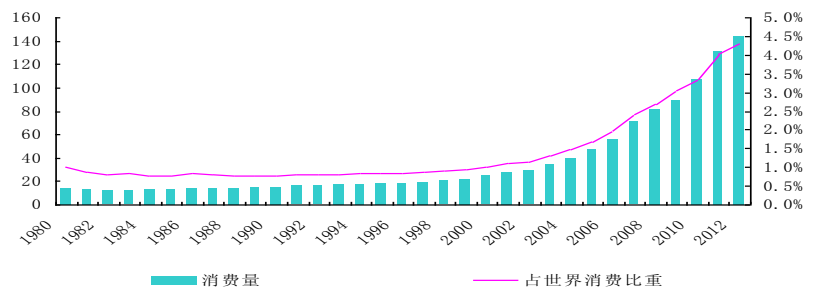
公司投资要点

1、积极拓展燃气业务，培育新的利润增长点。2013年以来，公司累计出资 3.64 亿元快速布局燃气业务，通过合资分别设立大连易世达燃气有限公司 (51%)、增资控股大连吉通燃气 (65%) 以及参股山东鑫能能源设备制造有限公司 (持股 49%)，业务范围包括 LNG 储运、计量等设备制造，工业燃气供应以及城市生活燃气供应。

在提倡使用清洁能源的背景下，大连市目前主要使用的石油液化气 (LPG) 有望随着沈阳—大连燃气管道建成使用而逐步被天然气取代。以上项目陆续在 2014 年底逐步投入使用，将大幅提升公司的盈利能力。

Figure 9 1980-2012 年我国天然气消费

单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

2、资产并购加快公司业务发展。2010 年公司登陆创业板实际募集资金 7.78 亿元，公司累计使用募集资金 2.14 亿元，截止 2013 年 12 月 31 日募集资金账户余额为 5.64 亿元。利用上市后资金优势，公司资产并购的步伐在不断加快。

2013 年成立大连易世达燃气、并参股山东鑫能能源设备制造有限公司。2014 年 1 月，公司使用募集资金 2.79 亿元增资获得大连吉通燃气 65% 股权进一步扩大在燃气领域的投资。扣除本次资金使用，2014 年仍有 2.85 亿元的募集资金可用。在传统业务短期难以改善的情况下，公司把拓展业务范围确定为新的战略方向，未来有可能进一步并购合适的标的公司来增强公司盈利能力。

盈利预测及投资评级

1、**核心假设：**大连易世达燃气和吉通燃气分别于2014年和2015年全面投产运营，目前国内天然气整体供求紧张，我们预计燃气业务经营可以达到公司投资预期。

Figure 10 2014-2016年公司收入预测表

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
建造合同					
收入	365.44	250.76	225.68	248.25	273.08
增速	-25.56%	-31.38%	-10.00%	10.00%	10.00%
成本	327.96	206.97	185.06	201.08	218.46
毛利率	10.26%	17.46%	18.00%	19.00%	20.00%
能源服务					
收入	12.03	35.27	45.00	60.00	70.00
增速	-10.89%	193.18%	27.59%	33.33%	16.67%
成本	5.15	28.09	30.00	30.00	30.00
毛利率	57.22%	20.34%	33.33%	50.00%	57.14%
余热发电设备成套					
收入	84.95	122.81	159.65	207.55	269.81
增速	542.59%	44.57%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	49.24	94.51	122.93	161.89	210.45
毛利率	42.03%	23.04%	23.00%	22.00%	22.00%
余热发电技术服务					
收入	13.20	3.39	3.00	4.00	5.00
增速	37.79%	-74.32%	-11.50%	33.33%	25.00%
成本	0.81	0.03	0.03	0.04	0.05
毛利率	93.84%	99.19%	99.00%	99.00%	99.00%
余热发电设计服务					
收入	4.06	4.95	5.00	5.00	5.00
增速	-46.79%	21.92%	1.01%	0.00%	0.00%
成本	1.81	2.31	2.25	2.25	2.25
毛利率	55.40%	53.35%	55.00%	55.00%	55.00%
燃气销售					
收入			60	200	380
增速			-	233.33%	90.00%
成本			48	160	304
毛利率			20%	20%	20%
收入合计	479.68	417.18	498.34	724.80	1,002.89
增速	-10.32%	-13.03%	19.45%	45.44%	38.37%
成本合计	384.97	331.91	388.27	555.26	765.22
毛利率	19.74%	20.44%	22.09%	23.39%	23.70%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、盈利预测及投资评级：2015年山东鑫能能源设备制造有限公司一期项目可以顺利投产，预计2015-2016年产能释放为进度为30%、60%，公司投资收益将达到2700万和5500万，将大幅提升公司业绩。我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.35元、0.65元、1.01元，对应2014年3月25日收盘价15.11元，动态市盈率分别为42.71X、23.35X、14.91X，估值水平处于行业合理区间。

公司余热发电业务虽然受到行业低迷影响，但节能环保行业依然是政府大力支持的新兴产业，行业长期发展空间巨大；为了应对行业短期低迷对公司业绩的影响，公司积极拓展盈利能力较为稳定的燃气业务，2014年开始逐步贡献收益，公司业绩进入上升周期。综合考虑，我们首次给予“买入”投资评级。

Figure 11 2014-2016年公司盈利预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	417	498	725	1003
收入同比(%)	-13%	19%	45%	38%
归属母公司净利润	22	42	76	120
净利润同比(%)	52%	91%	83%	57%
毛利率(%)	20.4%	22.1%	23.4%	23.7%
ROE(%)	2.0%	3.7%	6.4%	9.1%
每股收益(元)	0.18	0.35	0.65	1.01
P/E	81.76	42.71	23.35	14.91
P/B	1.64	1.58	1.49	1.36
EV/EBITDA	40	21	8	5

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

风险提示

吉通燃气业务主要是通过接入大连—沈阳主干线为大连提供天然气供应，全线预计2014年10月份开始供气，但目前仍有部分管线尚未完工，如果通气时间推迟将会对公司业绩产生负面影响。公司客户主要为水泥企业，水泥行业连续不景气增加了公司发生坏账的风险，大额计提坏账准备会对公司盈利产生较大影响。

附件：公司三大财务报表预测

Figure 12 资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	1185	1230	1478	1774	
现金	710	697	702	703	
应收账款	163	165	261	364	
其他应收款	7	13	17	23	
预付账款	18	49	53	70	
存货	250	257	379	535	
其他流动资产	37	50	64	80	
非流动资产	300	349	453	498	
长期投资	54	54	54	54	
固定资产	8	154	240	260	
无形资产	108	126	142	168	
其他非流动资产	131	15	16	16	
资产总计	1486	1579	1931	2272	
流动负债	360	416	689	910	
短期借款	0	53	135	143	
应付账款	155	161	248	339	
其他流动负债	205	201	307	428	
非流动负债	8	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	8	0	0	0	
负债合计	368	416	689	910	
少数股东权益	33	37	44	53	
股本	118	118	118	118	
资本公积	811	811	811	811	
留存收益	155	197	268	380	
母公司股东权益	1084	1126	1197	1309	
负债和股东权益	1486	1579	1931	2272	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 13 利润表和现金流量表预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	417	498	725	1003	
营业成本	332	388	555	765	
营业税金及附加	0	4	5	5	
营业费用	19	15	26	37	
管理费用	43	46	69	97	
财务费用	-17	-26	-21	-18	
资产减值损失	21	27	24	25	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资净收益	2	5	27	55	
营业利润	21	49	94	146	
营业外收入	5	4	5	4	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	26	53	99	150	
所得税	4	8	15	22	
净利润	22	45	84	128	
少数股东损益	1	4	8	8	
母公司净利润	22	42	76	120	
EBITDA	26	50	130	207	
EPS (元)	0.18	0.35	0.65	1.01	
现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	70	-17	41	51	
净利润	22	45	84	128	
折旧摊销	22	27	56	79	
财务费用	-17	-26	-21	-18	
投资损失	-2	-5	-27	-55	
营运资金变动	9	-30	-95	-128	
其他经营现金流	36	-29	43	45	
投资活动现金流	-73	-75	-133	-68	
资本支出	29	51	132	85	
长期投资	-44	0	0	0	
其他投资现金流	-88	-24	-2	16	
筹资活动现金流	7	79	97	19	
短期借款	0	53	82	9	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	7	26	15	10	
现金净增加额	2	-13	5	1	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.