

环保及公用事业——节能环保

燃气业务是公司未来重要的战略方向

—易世达（300125）2014 年中报点评

2014 年 8 月 1 日

评级： 买入（维持）

市场数据	2014 年 7 月 31 日
当前价格（元）	18.12
52 周价格区间（元）	12.45-18.42
总市值（百万）	2138.16
流通市值（百万）	1313.49
总股本（百万股）	118.00
流通股（百万股）	72.49
日均成交额（百万）	39.23
近一月换手（%）	80.62%
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

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	417.22	384	597	839
净利润（百万元）	21.81	30	64	123
每股收益（元）	0.18	0.25	0.54	1.05
净利润增长率%	52.04%	38%	113%	93%
每股净资产（元）	9.19	9.42	9.91	10.86
市盈率	100.67	71.17	33.43	17.33
市净率	1.97	1.92	1.83	1.67
EV/EBITDA	82.79	41	12	7

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
易世达	17.12%	32.26%	41.78%
沪深 300	8.55%	8.88%	7.17%

相关报告

《易世达（300125）2013 年报点评——燃气业务快速扩张、公司盈利进入上升期》，2014.3

李云光

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

liygc@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

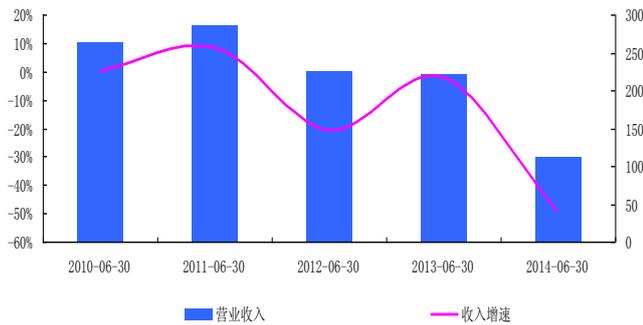
本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **余热发电工程业务收入继续下降。**2014 年 1-6 月份，公司完成营业收入 1.12 亿元，同比下降 49.20%；归属于上市公司股东的净利润为 1,068.03 万元，同比下降 13.27%；基本每股收益为 0.09 元，同比下降 10%。公司收入下降主要原因是受水泥行业低迷影响，余热发电改造需求下降，导致发电设备及工程收入持续下滑。上半年发电设备销售尚未确认收入，我们与上市公司电话沟通了解到，公司有继续开展余热发电设备销售业务，但由于尚无满足验收条件，导致无收入确认。随着项目验收完成，有望在下半年确认。
- **合同能源管理（EMC）效益低于预期。**上半年，EMC 收入 1598 万元，同比下降 5.15%。下降主要原因是湖北世纪新峰项目效益低于预期，目前公司正在与业主就补偿问题进行协商。公司喀什飞龙项目与 7 月 1 日正式运营，在 6 年期限内每年贡献近 500 万利润。
- **公司经营情况正在趋于好转。**①随着政府加大定向调控，铁路、棚户区改造等投资明显加速带动水泥行业情况有所好转，对公司的影响也正在显现。上半年，公司合同建造收入同比下降 6.74%，比 2013 年中期 45.65% 的下降幅度大幅收窄，且毛利率提升 6 个百分点。②公司布局的燃气业务陆续从 2015 年开始贡献收益，未来将形成稳定的利润来源。预计公司经营最困难时期可能正在结束。
- **盈利预测及投资评级：**预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.25 元、0.54 元、1.05 元，动态市盈率分别为 71.17X、33.43X、17.33X，估值处于行业较高水平。余热发电业务虽然受到行业低迷影响，但节能环保行业长期发展空间巨大；公司积极拓展盈利能力较为稳定的燃气业务，2015 年开始逐步贡献收益，业绩进入上升周期。综合考虑，我们继续维持“买入”投资评级。
- **风险提示：**吉通燃气管线完工推迟、水泥行业余热发电持续低迷

### 水泥、钢铁等行业低迷，导致余热发电项目收入继续下降

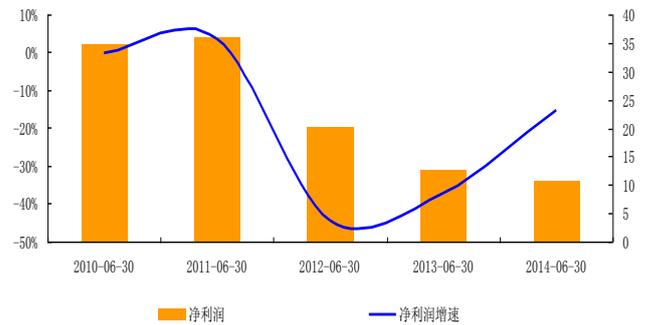
1、余热发电工程业务收入继续下降。2014年1-6月份，公司完成营业收入1.12亿元，同比下降49.20%；归属于上市公司股东的净利润为1,068.03万元，同比下降13.27%；基本每股收益为0.09元，同比下降10%。公司收入下降主要原因是受水泥、钢铁等行业低迷影响，余热发电建造需求下降，导致余热发电设备及工程收入持续下滑。

Figure 1 2010-2014年上半年度营业收入 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 2 2010-2014年上半年度净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

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%；2014年上半年，合同建造收入9459万元，同比下降6.7%，下降幅度明显收窄。

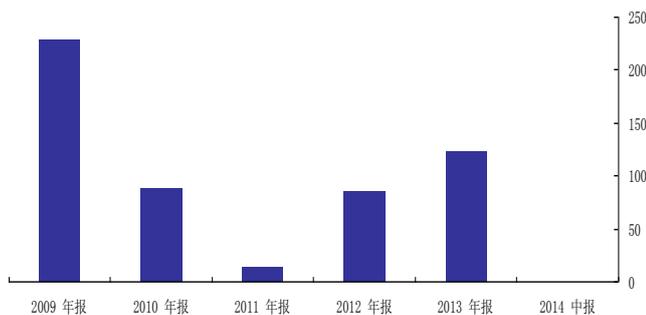
Figure 3 截止2011年底水泥余热发电市场主要企业市场占有率

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

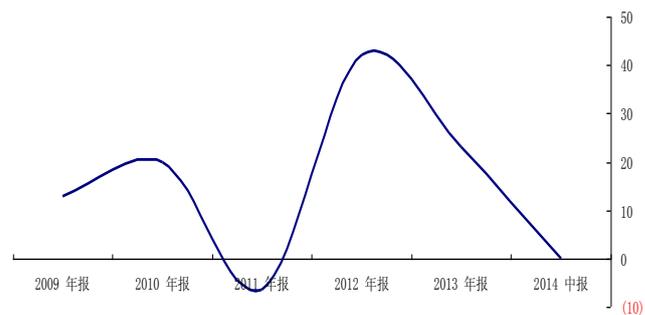
**2、余热发电成套设备销售尚无确认收入。**我们与上市公司董秘韩家厚先生通过电话沟通了解到，公司上半年有继续开展余热发电设备销售业务，但由于尚无满足验收条件，导致无相关收入确认。随着项目验收完成，销售收入有望在下半年得以确认。由于当前余热发电行业持续低迷，预计设备销售也将受到一定影响。

Figure 4 2009-2014年公司余热设备收入 单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 5 2009-2014年余热设备毛利率(%)



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

**3、合同能源管理 (EMC) 效益低于预期。**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%。2014 年上半年，EMC 收入 1598 万元，同比下降 5.15%。2014 年 7 月 1 日，喀什飞龙项目正式投入运营开始计算能源服务费，正常情况每年可增加近 500 万的利润贡献。

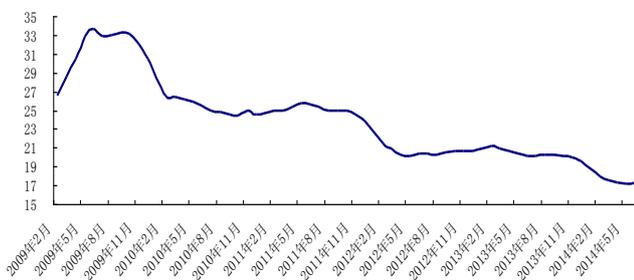
EMC 收入下降主要是全资子公司山东石大节能运营的湖北世纪新峰项目效益低于预期。该项目是上市募投项目，2013 年投产以来收益远低于预期，目前公司正在与业主就水泥生产系统改造对余热发电系统的影响进行协商，但暂未达成一致意见。

**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或者开工不足，公司将面临巨大损失。

## 公司经营情况有望逐步好转

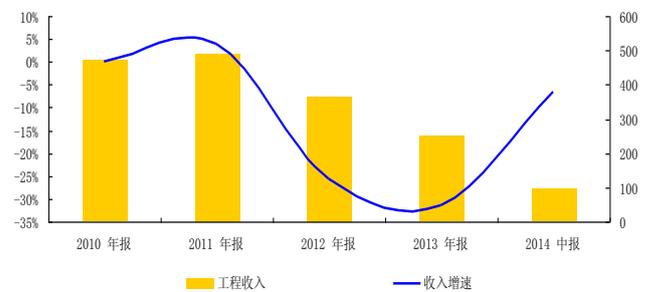
**1、水泥、钢铁等行业情况有所好转。**由于近几年国内固定资产投资增速下降使得水泥、钢铁行业持续低迷，产能利用率逐年下降；加上环保压力对水泥、钢铁过剩产能淘汰力度加大导致余热发电需求逐年萎缩，公司余热项目 EPC 收入也持续下降。上半年政府加大定向调控，铁路、棚户区改造等投资明显加速，水泥行业情况有所好转，下游行业对公司的影响也正在显现。2014 年上半年，公司合同建造收入同比下降 6.74%，比 2013 年中期 45.65% 的下降幅度大幅收窄，且毛利率呈现明显回升，我们预计公司传统业务最困难时期可能正在结束。

Figure 6 2009-2014 年国内固定资产投资增速 (%)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

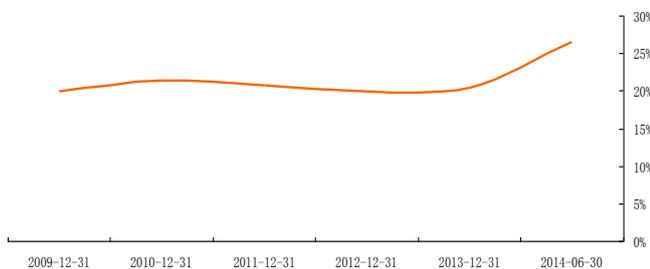
Figure 7 2010-2014 年公司工程建造收入 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

**2、综合毛利率明显回升。**2014 年 1-6 月份，公司综合毛利率为 26.44%，比 2013 年提升 6 个百分点。其中，合同建造和能源服务毛利率均有所回升，预计随着公司燃气业务的逐步投产，未来综合毛利率有望进一步回升。

Figure 8 2009-2014 年公司综合毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 9 2009-2014 年公司主要业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

**3、燃气业务即将贡献收益。**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。2014年，公司继续加大燃气业务布局，计划7500万增资海南希亚，但由于对方未能在约定期限内满足增资协议的全部前提条件，董事会已于7月30日经决定中止该项投资。

**燃气业务是公司多元化经营的战略局。**截止上半年末，持股比例为51%的大连易世达燃气目前处于区域性市场调研及客户跟踪阶段；持股比例为49%的山东鑫能能源设备制造有限公司处于项目建设施工阶段；持股65%的大连吉通燃气由于中石油管线尚未贯通，暂无收益。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。公司布局的以上项目陆续在2015年逐步投入使用，预计为公司带来稳定收益。

### 盈利预测及投资评级

**核心假设:** 1、大连易世达燃气和吉通燃气在2015年全面投产运营，目前国内天然气整体供求紧张，预计燃气业务经营可以达到预期收益。2、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%，正常情况投资收益将达到2700万和5500万，将大幅提升公司业绩。

Figure 10 2014-2016年 公司收入预测

单位: 百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>建造合同</b>					
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	180.55	193.64	213.00
毛利率	10.26%	17.46%	20.00%	22.00%	22.00%
<b>能源服务</b>					
收入	12.03	35.27	40.00	60.00	80.00
增速	-10.89%	193.18%	13.41%	50.00%	33.33%
成本	5.15	28.09	30.00	40.00	45.00
毛利率	57.22%	20.34%	25.00%	33.33%	43.75%
<b>余热发电设备成套</b>					
收入	84.95	122.81	50.00	80.00	96.00
增速	542.59%	44.57%	-59.29%	60.00%	20.00%
成本	49.24	94.51	39.00	60.00	72.00
毛利率	42.03%	23.04%	22.00%	25.00%	25.00%
<b>余热发电技术服务</b>					
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%
余热发电项目设计服务					
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	285
毛利率			20%	20%	25%
收入合计	479.68	417.18	383.68	597.25	839.08
增速	-10.32%	-13.03%	-8.03%	55.66%	40.49%
成本合计	384.97	331.91	299.83	455.93	617.30
毛利率	19.74%	20.44%	21.86%	23.66%	26.43%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

**盈利预测及投资评级：**预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.25 元、0.54 元、1.05 元，对应 2014 年 7 月 31 日收盘价 18.12 元，动态市盈率分别为 71.17X、33.43X、17.33X，估值水平处于行业较高水平。

Figure 11

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	384	597	839
收入同比 (%)	-13%	-8%	56%	40%
归属母公司净利润	22	30	64	123
净利润同比 (%)	52%	38%	113%	93%
毛利率 (%)	20.4%	21.9%	23.7%	26.4%
ROE (%)	2.0%	2.7%	5.5%	9.6%
每股收益 (元)	0.18	0.25	0.54	1.05
P/E	98.04	71.17	33.43	17.33
P/B	1.97	1.92	1.83	1.67
EV/EBITDA	54	41	12	7

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

**投资评级：**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；为了应该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，2015 年开始逐步贡献收益，业绩进入上升周期。综合考虑，我们继续维持“买入”投资评级。

**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业务拓展难度以及发生坏账的风险，大额计提坏账准备会对公司盈利产生较大影响。

Figure 12 2014-2016 年公司资产负债表

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	1185	1111	1342	1583	
现金	710	697	702	703	
应收账款	163	127	215	304	
其他应收款	7	10	14	19	
预付账款	18	38	44	57	
存货	250	198	312	432	
其他流动资产	37	42	55	69	
<b>非流动资产</b>	300	349	453	498	
长期投资	54	54	54	54	
固定资产	8	154	241	260	
无形资产	108	126	142	168	
其他非流动资产	131	15	16	16	
<b>资产总计</b>	1486	1460	1796	2081	
<b>流动负债</b>	360	314	584	748	
短期借款	0	31	126	117	
应付账款	155	125	203	273	
其他流动负债	205	158	255	358	
<b>非流动负债</b>	8	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	8	0	0	0	
<b>负债合计</b>	368	314	584	748	
少数股东权益	33	36	42	51	
股本	118	118	118	118	
资本公积	811	811	811	811	
留存收益	155	182	240	353	
归属母公司股东权益	1084	1111	1169	1282	
<b>负债和股东权益</b>	1486	1460	1796	2081	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 13 2014-2016 年公司现金流量表和利润表

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	70	8	26	70	
净利润	22	33	70	132	
折旧摊销	22	27	56	79	
财务费用	-17	-27	-22	-19	
投资损失	-2	-5	-27	-55	
营运资金变动	9	22	-90	-106	
其他经营现金流	36	-42	38	39	
<b>投资活动现金流</b>	-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	
<b>筹资活动现金流</b>	7	54	112	-1	
短期借款	0	31	95	-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	23	17	8	
<b>现金净增加额</b>	2	-13	5	1	
<b>利润表</b>		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	417	384	597	839	
营业成本	332	300	456	617	
营业税金及附加	0	3	4	4	
营业费用	19	15	25	33	
管理费用	43	37	60	82	
财务费用	-17	-27	-22	-19	
资产减值损失	21	27	24	25	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	5	27	55	
<b>营业利润</b>	21	34	78	150	
营业外收入	5	4	5	4	
营业外支出	0	0	0	0	
<b>利润总额</b>	26	38	83	155	
所得税	4	6	12	22	
<b>净利润</b>	22	33	70	132	
少数股东损益	1	3	6	9	
<b>归属母公司净利润</b>	22	30	64	123	
EBITDA	26	34	113	210	
EPS (元)	0.18	0.25	0.54	1.05	

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.