

令人满意的第一份答卷

易世达 (300125)

评级: 增持 (首次)

股价: 71.2 元

目标价位: 85 元

跟踪报告

2010 年 10 月 26 日 星期二

新能源与节能环保小组

联系人: 陈俊鹏

021-50586660-8620

cjp@longone.com.cn

节能环保行业

吴文钊

wwz@longone.com.cn

S0630210070003

6 个月目标价位	85
升值潜力 (%)	19%
目标价确定日期:	2010-10-26

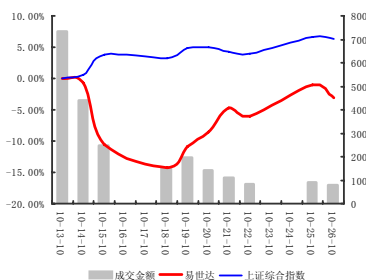
重要数据

总股本(亿股)	5900
流通股本(亿股)	1200
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	8.5

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	0	2.03
3 个月		
6 个月		

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1. 《东海证券-易世达 (300125) 新股定价报告》 20100920

投资要点

- 易世达 10 月 13 日登陆创业板, 10 月 24 日公布三季报, 复合预期。
- 报告期营业收入同比增幅 4.9%, 净利润增长 89%, 毛利率提升 2 个百分点; 年初至报告期, 营业收入增长 49.64%, 净利润增长 101%, 毛利率大幅提升 5 个百分点。由于公司营业收入确认方式改变, 2010 年以前采用的是按订单结算, 从今年开始起采用百分比完成法确认收入, 单季度数据不具备太大可比性, 我们采用累计数据比较。在收入增长近 5 成的情况下, 净利润达到翻番, 公司的盈利能力大幅提高。
- 工程总包和合同能源管理的收入大幅提高。公司未来业务的发展方向主要是工程总包及合同能源管理业务, 随总包合同的大幅增加, 公司余热发电设备成套、余热发电项目设计服务、余热发电设备安装及技术服务呈一定程度的下降。
- 公司现金状况良好, 募投资金加公司运营活动现金累计 8 个亿, 为公司争取更多 BOT 项目及合同能源管理项目创造良好条件。由于 BOT 项目和合同能源管理项目具有良好的投资回报率及持续稳定的收益, 公司后续的经营以这两个业务方向为重点, 良好的现金基础是公司获得该类订单的基础。预期未来获得的 BOT 项目及合同能源管理项目的个数为 8-10 个。
- 维持公司业绩 2010 年 EPS1.19 元(摊薄), 略提高 2011 年, 2012 年业绩至 1.51 元、1.82 元。目前股价对应 2011 年 PE 为 47X, 在创业板同类公司中属偏低, 给予“增持”评级。目标价 85 元。

主要财务指标

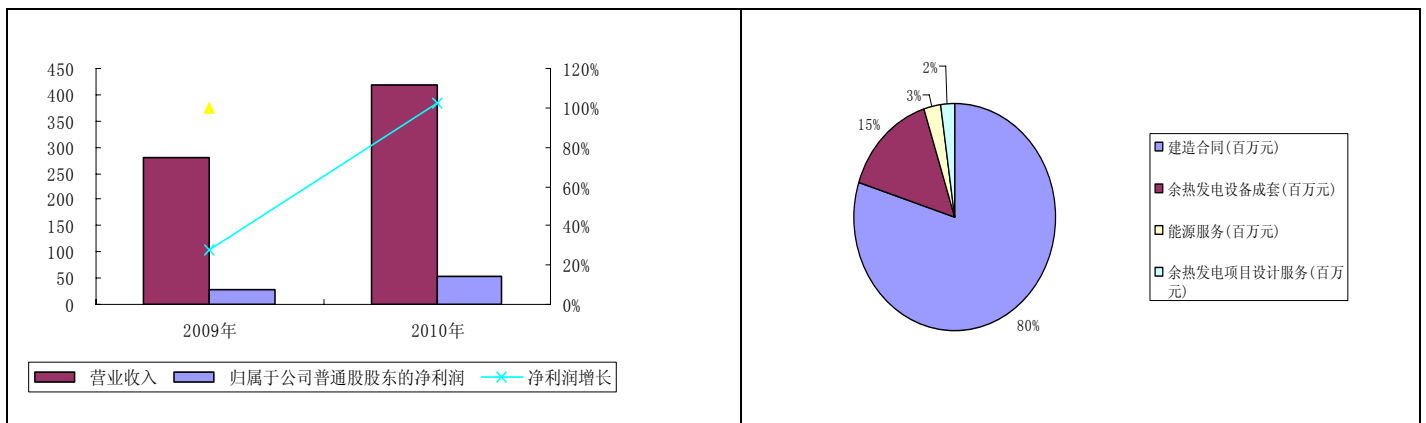
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	391.96	592.99	733.59	869.01
增长率	54.6%	51.3%	23.7%	18.5%
营业利润(百万元)	43.47	79.81	104.76	126.47
增长率	31.0%	83.6%	31.3%	20.7%
净利润(百万元)	38.11	70.02	89.00	107.11
增长率	35.9%	83.7%	27.1%	20.3%
每股净资产(元)	4.06	18.20	19.70	21.52
每股收益(元)	0.87	1.19	1.51	1.82

1. 收入增长毛利率提升带动净利润大幅增长

报告期营业收入同比增幅 4.9%，净利润增长 89%，毛利率提升 2 个百分点；年初至报告期，营业收入增长 49.64%，净利润增长 101%，毛利率大幅提升 5 个百分点。由于公司营业收入确认方式改变，2010 年以前采用的是按订单结算，从今年开始起采用百分比完成法确认收入，单季度数据不具备太大可比性，我们采用累计数据比较。在收入增长近 5 成的情况下，净利润达到翻番，公司的盈利能力大幅提高。

营业收入增长主要是由于公司在现有水泥窑余热发电行业市场基础上大力拓展钢铁、冶金、化工、玻璃等行业的余热发电新市场，以及合同能源管理项目的如期实施；公司控制各项费用支出能力较强，费用规模增加幅度相对较小，营业利润的增长幅度大于收入的增长，产生规模效益。

图 1、年初至期末营业收入净利润及增长率（左）、收入占比（右）

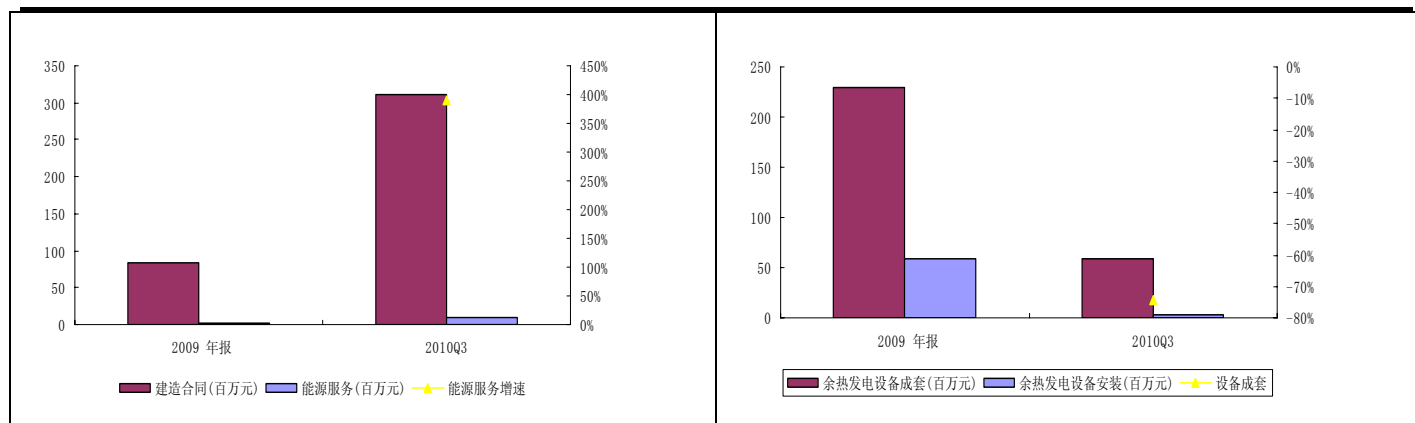


资料来源：WIND、东海证券研究所整理

2. 工程总包和合同能源管理的收入大幅提高

公司未来业务的发展方向主要是工程总包及合同能源管理业务，自 2009 年下半年公司取得总包资质后，总包业务合同大幅提升，总包合同在增加收入的同时，还可以提升毛利率。合同能源管理是公司顺应国家节能产业政策，为工业企业提供的能源服务，目前处在起步阶段，增长迅猛。

随总包合同的大幅增加，公司余热发电设备成套、余热发电项目设计服务、余热发电设备安装及技术服务呈一定程度的下降。



3. 公司现金状况良好，后续 BOT/EMC 项目可期

公司现金状况良好，募投资金加公司运营活动现金累计 8 个亿，为公司争取更多 BOT 项目及合同能源管理项目创造良好条件。按照单个 BOT 项目及合同能源管理项目金额为 8000 万到 1 个亿测算，公司可以支撑 8-10 个 BOT 项目或合同能源管理项目运营。

表1. 公司现金情况一览表（至 2010 年三季度）

项目	现金流量 (百万)	投资额 (百万)
募投资金	778	
经营活动现金流	40	
单个 BOT 或合同能源管理项目		80-100
指标 5		

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

4. 财务报表汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	78	935	946	978	营业收入	392	593	734	869
应收款项	187	276	342	405	增长率	54.6%	51.3%	23.7%	18.5%
存货净额	102	95	117	137	营业成本	314	467	578	685
其他流动资产	63	95	117	139	营业成本/营业收入	80.1%	78.8%	78.8%	78.8%
流动资产合计	430	1401	1522	1659	营业税金及附加	3	2	2	3
固定资产	5	80	147	211	销售费用	2	7	8	10
无形资产及其他	25	23	21	20	销售费用/营业收入	0.5%	1.1%	1.1%	1.1%
投资性房地产	3	3	3	3	管理费用	20	31	39	46
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总计	462	1507	1693	1892	财务费用	0	(2)	(3)	(3)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	投资收益	1	0	0	0
应付款项	116	178	218	256	资产减值及公允价值变动	(9)	(8)	(5)	(3)
其他流动负债	163	250	306	360	其他收入	0	0	0	0
流动负债合计	279	427	524	616	营业利润	43	80	105	126
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	31.0%	83.6%	31.3%	20.7%

其他长期负债	0	0	0	0	营业外净收支	2	4	2	2
长期负债合计	0	0	0	0	利润总额	45	84	107	128
负债合计	279	427	524	616	增长率	35.8%	86.1%	27.4%	20.3%
少数股东权益	5	6	6	7	所得税费用	7	13	17	21
股东权益	179	1074	1163	1270	少数股东损益	0	1	1	1
负债和股东权益总计	462	1507	1693	1892	归属于母公司净利润	38	70	89	107
					增长率	35.9%	83.7%	27.1%	20.3%
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.87	1.19	1.51	1.82	净利润	38	70	89	107
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	5	(9)	0	0
每股净资产	4.06	18.20	19.70	21.52	折旧摊销	1	6	12	20
ROS	10%	12%	12%	12%	公允价值变动损失	9	8	5	3
ROE	21%	7%	8%	8%	财务费用	0	(2)	(3)	(3)
毛利率	20%	21%	21%	21%	营运资本变动	(33)	25	(13)	(13)
EBIT Margin	11%	13%	14%	14%	其它	(5)	10	1	1
EBITDA Margin	11%	14%	15%	16%	经营活动现金流	17	109	94	118
收入增长	55%	51%	24%	18%	资本开支	1	(78)	(83)	(86)
净利润增长	36%	84%	27%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	61%	29%	31%	33%	投资活动现金流	6	(78)	(83)	(86)
息率 #DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	权益性融资	0	825	0	0
P/E	0.0	60.0	47.2	39.2	负债净变化	0	0	0	0
P/B	0.0	3.9	3.6	3.3	支付股利、利息	0	0	0	0
EV/EBITDA	0.1	55.3	41.6	33.6	其它融资现金流	23	0	0	0
					融资活动现金流	23	825	0	0
					现金净变动	45	856	11	32
					货币资金的期初余额	33	78	935	946
					货币资金的期末余额	78	935	946	978
					企业自由现金流	13	18	2	24
					权益自由现金流	35	20	5	27

附注:**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122