

## EMC 模式推广进行时

——达实智能(002421)调研简报

### 核心观点

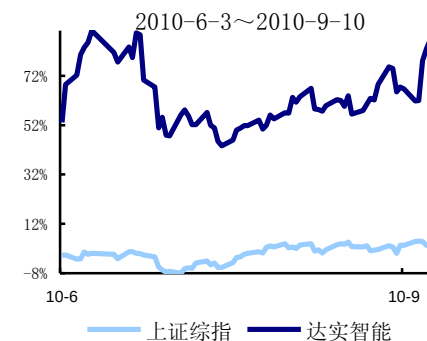
**1、导致公司中期业绩下降的因素是短期的。**今年上半年公司成功上市后，加大了在人员扩张和研发上的投入。同时，为了开拓建筑节能市场，开拓项目，公司增加了市场销售人员，这使得公司的销售费用率比去年同期上升 0.5 个百分点，管理费用率上升 0.8 个百分点。三项费用加总比去年同期上升 26.4%。另外，上半年公司收到的政府补贴比去年同期下降 160 万，占公司净利润的 13%。上述两个原因导致公司上半年净利同比下降 2.5%。但是，公司上半年收入增长 18.6%，新签合同金额增长 20% 以上，处于比较正常的水平。公司认为导致业绩下降的因素是短期的，可以通过成长性来抵消费用的增加。

**2、公司是国内空调运行节能领域的先行者，平均节能效率在 20% 左右。**公司主要从事建筑领域的节能，聚焦大型建筑的中央空调的运行节能。目前建筑能耗占社会总能耗的 1/3，而中央空调耗能占大型建筑总能耗的 40%-50%，公司所在的节能领域空间很大。国内最早从事空调节能的是贵州汇通公司，由于资金方面的原因目前已经基本退出该领域。在外资方面，西门子等国际巨头也做过一些样板工程，但是是由第三方出资，目前并没有完全进入国内市场。目前公司是国内空调运行节能领域的先行者，竞争对手不多，上市后在资金和品牌上建立了相对优势，并且开发了拥有自主知识产权的城市能源建设管理平台。这些相对优势给新进入者造成了一定的壁垒。公司在空调运行节能领域的平均节能效率在 20% 左右，已经完全具备经济使用价值。

**3、EMC 模式推广进行时，静待政策催化剂。**公司在空调节能领域采用先进的合同能源管理模式（EMC），用户在接受公司的节能服务时不需要资金投入，节能产生的效益由公司 and 用户共享。EMC 模式目前的合约级别一般为百万级，标准合约时间为 10 年，公司是投资方，产生的节能效益分期确认，前 5 年占 70%，后 5 年占 30%。公司已经在轨道交通、酒店商场、工业建筑等领域都做出了相关的样板工程，推广 EMC 模式。目前 EMC 业务在收入中的占比还比较低，但是毛利率高达 60%。发改委近期公布了节能服务公司备案名单，公司位列其中。我们认为随着国家节能政策的完善和执行力度的加强，公司的 EMC 业务未来成长潜力巨大，公司中长期业绩弹性将增大，值得关注。

**4、盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.69 元、1.02 元。对应目前股价的动态 PE 分别为 75 倍、55 倍、37 倍，估值水平略微偏高。但考虑到公司独特的业务模式以及未来存在的业绩弹性，我们给予公司“推荐\_A”的评级。

### 股价走势图



### 基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本(万股)     | 7800.00   |
| 流通A股(万股)    | 2000.00   |
| 52周内股价区间(元) | 28.0-41.5 |
| 总市值(亿元)     | 29.77     |
| 总资产(亿元)     | 3.04      |
| 每股净资产(元)    | 2.44      |
| 目标价         | 6个月       |
|             | 12个月      |

### 相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-新股研究-达实智能(002421):优秀的建筑智能化和建筑节能服务提供商》 2010-05-19

### 财务数据与估值

|            | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(百万) | 315   | 393   | 492   | 639   |
| 同比增速(%)    | 19%   | 25%   | 25%   | 30%   |
| 净利润(百万)    | 29    | 39    | 54    | 79    |
| 同比增速(%)    | 49%   | 36%   | 37%   | 46%   |
| EPS(元)     | 0.37  | 0.51  | 0.69  | 1.02  |
| P/E        | 76.34 | 74.84 | 55.32 | 37.42 |

### 研究员：傅浩

电话：010-84183227

Email：fuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940210070004

### 联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 单位: 百万元         | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
| <b>流动资产</b>    | 284  | 375   | 458   | 619   | <b>营业收入</b>     | 315    | 393    | 492    | 639    |
| 现金             | 96   | 118   | 143   | 179   | 营业成本            | 235    | 291    | 359    | 460    |
| 应收账款           | 87   | 124   | 138   | 204   | 营业税金及附加         | 9      | 11     | 13     | 17     |
| 其它应收款          | 6    | 9     | 10    | 13    | 营业费用            | 24     | 31     | 39     | 49     |
| 预付账款           | 28   | 46    | 67    | 95    | 管理费用            | 12     | 14     | 16     | 19     |
| 存货             | 64   | 75    | 96    | 123   | 财务费用            | 4      | 1      | 2      | 2      |
| 其他             | 3    | 4     | 4     | 6     | 资产减值损失          | 2      | 1      | 2      | 2      |
| <b>非流动资产</b>   | 20   | 23    | 25    | 27    | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 18   | 21    | 24    | 25    | <b>营业利润</b>     | 29     | 44     | 61     | 90     |
| 无形资产           | 0    | 0     | 0     | 1     | 营业外收入           | 5      | 3      | 3      | 3      |
| 其他             | 2    | 1     | 1     | 1     | 营业外支出           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 304  | 398   | 483   | 646   | <b>利润总额</b>     | 34     | 46     | 64     | 93     |
| <b>流动负债</b>    | 159  | 209   | 235   | 313   | 所得税             | 5      | 7      | 9      | 14     |
| 短期借款           | 50   | 61    | 63    | 70    | <b>净利润</b>      | 29     | 40     | 54     | 79     |
| 应付账款           | 62   | 89    | 95    | 141   | 少数股东损益          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他             | 48   | 59    | 77    | 102   | <b>归属母公司净利润</b> | 29     | 39     | 54     | 79     |
| <b>非流动负债</b>   | 2    | 7     | 12    | 17    | EBITDA          | 37     | 48     | 67     | 97     |
| 长期借款           | 2    | 7     | 12    | 17    | EPS (元)         | 0.50   | 0.51   | 0.69   | 1.02   |
| 其他             | -0   | -0    | 0     | 0     | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 162  | 216   | 247   | 331   |                 | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
| 少数股东权益         | 0    | 1     | 1     | 1     | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 股本             | 58   | 78    | 78    | 78    | 营业收入            | 19.0%  | 25.0%  | 25.0%  | 30.0%  |
| 资本公积金          | 14   | -6    | -6    | -6    | 营业利润            | 40.2%  | 48.1%  | 39.5%  | 48.4%  |
| 留存收益           | 70   | 110   | 164   | 243   | 归属母公司净利润        | 48.6%  | 35.8%  | 37.1%  | 46.3%  |
| 归属母公司股东权益      | 142  | 181   | 235   | 315   | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 304  | 398   | 483   | 646   | 毛利率             | 25.4%  | 26.0%  | 27.0%  | 28.0%  |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率             | 9.2%   | 10.0%  | 11.0%  | 12.4%  |
| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | ROE             | 20.5%  | 21.8%  | 23.0%  | 25.2%  |
| <b>经营活动现金流</b> | 32   | 14    | 26    | 33    | ROIC            | 29.2%  | 29.1%  | 31.7%  | 35.1%  |
| 净利润            | 29   | 40    | 54    | 79    | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
| 折旧摊销           | 3    | 3     | 4     | 5     | 资产负债率           | 53.2%  | 54.3%  | 51.2%  | 51.2%  |
| 财务费用           | 4    | 1     | 2     | 2     | 净负债比率           | 32.30% | 31.66% | 30.35% | 26.37% |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     | 流动比率            | 1.78   | 1.79   | 1.95   | 1.98   |
| 营运资金变动         | -5   | -31   | -34   | -54   | 速动比率            | 1.38   | 1.44   | 1.54   | 1.59   |
| 其它             | 1    | 1     | 0     | 0     | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
| <b>投资活动现金流</b> | -10  | -7    | -7    | -7    | 总资产周转率          | 1.20   | 1.12   | 1.12   | 1.13   |
| 资本支出           | 10   | 7     | 7     | 7     | 应收帐款周转率         | 4      | 4      | 4      | 4      |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 应付帐款周转率         | 3.96   | 3.87   | 3.90   | 3.89   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b>  |        |        |        |        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 14   | 15    | 5     | 10    | 每股收益            | 0.37   | 0.51   | 0.69   | 1.02   |
| 短期借款           | 34   | 11    | 2     | 7     | 每股经营现金          | 0.41   | 0.18   | 0.34   | 0.42   |
| 长期借款           | 2    | 5     | 5     | 5     | 每股净资产           | 1.82   | 2.32   | 3.02   | 4.03   |
| 普通股增加          | 0    | 20    | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积增加         | 0    | -20   | 0     | 0     | P/E             |        |        |        |        |
| 其他             | -21  | -1    | -2    | -2    | P/B             |        |        |        |        |
| <b>现金净增加额</b>  | 36   | 22    | 25    | 36    | EV/EBITDA       |        |        |        |        |

## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                             |
|--------------------|----|-----------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                          |
| 短期评级               | 推荐 | 行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期评级               | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平   |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平   |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平   |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                         |
|--------------------|------|-------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                      |
| 短期评级               | 强烈推荐 | 预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上    |
|                    | 推荐   | 预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间  |
|                    | 中性   | 预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间 |
|                    | 回避   | 预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上     |
| 长期评级               | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平  |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致 |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平  |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                | 研究员 | 研究领域         | E-mail                 |
|-----|-----------|-----------------------|-----|--------------|------------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com   | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com   |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com      | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com   |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com  | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com       |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com    | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com    |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com       | 潘蕾  | 医药           | panlei@guodu.com       |
| 曹源  | 策略研究、传媒   | caoyuan@guodu.com     | 王招华 | 钢铁           | wangzhaohua@guodu.com  |
| 刘芬  | 汽车及零部件    | liufen@guodu.com      | 王京乐 | 家电、旅游        | wangjingle@guodu.com   |
| 鲁儒敏 | 公用事业      | lurumin@guodu.com     | 肖世俊 | 有色金属、新能源     | xiaoshijun@guodu.com   |
| 魏静  | 机械        | weijing@guodu.com     | 赵宪栋 | 商业贸易         | zhaoxiandong@guodu.com |
| 胡博新 | 医药行业      | huboxin@guodu.com     | 姜瑛  | IT           | jiangying@guodu.com    |
| 刘斐  | 煤炭、基础化工   | liufei@guodu.com      | 傅浩  | 建筑建材         | fuhao@guodu.com        |
| 王双  | 石化        | wangshuang@guodu.com  | 汪立  | 造纸、交通运输      | wangli@guodu.com       |
| 李韵  | 纺织服装      | liyun@guodu.com       | 吕爱兵 |              | lvaiying@guodu.com     |
| 姚小军 | 产品设计      | yaoxiaojun@guodu.com  | 陈薇  | 衍生品          | chenwei@guodu.com      |
| 苏昌景 | 数量研究      | suchangjing@guodu.com | 吴昊  | 宏观经济、固定收益    | wuhao@guodu.com        |
| 赵荣杰 | 衍生品       | zhaorongjie@guodu.com | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com    |