

日期: 2016年3月24日

行业: 新三板



王伟力



021-53686165

wangweli@shzq.com

执业证书编号: S0870510120003

行业政策驱动, 新增长点预期较好

■ 投资要点:

产量受政策驱动, 2015年业绩将平稳增长

受益于政策推动, 公司2015年营业收入将得到大幅增长, 我们预计公司2015年营业收入约3.42亿元, 收入比2014年度同期增长14.81%; 营业利润实现约0.23亿元, 比2014年度同期增长31.47%; 归属于挂牌公司股东的净利润约0.2亿元。摊薄后公司的2015年的每股收益为0.35元。

太阳能产品的量产将改善公司增长预期

公司在太阳能光热发电领域储备了大量技术和人才, 已形成34项专利, 公司已具备将其中多项专利转化为产品并大规模生产的能力, 公司将尽快推动该业务量产。在原有产品市场竞争加大, 毛利率不断下降的环境下, 公司如果能够利用自身技术优势, 推动新增长点的成长, 提高公司整体毛利率水平, 则增长前景会大幅改善。

盈利预测

公司未来几年业绩如果没有新的产品注入, 将会受原有产品的毛利率下降影响, 利润有所下降, 2014年-2015年的收入增速分别为30.67%、14.81%。净利润分别为1516万元、1992万元增速分别为-45.07%、31.47%。我们预计2016年收入增速为15.26%, 净利润增速为-27.93%。

估值结论

公司2015年8月14日挂牌, 挂牌券商为东莞证券。2016年3月, 以每股7.35元价格, 按照2015年摊薄后预测公司PE为20倍。

基本数据

保荐机构 东莞证券

主要股东

沈剑山 44.40%
沈沉 16.00%
无锡江南弘鼎产业投资中心 6.61%
其他 32.99%

收入结构 (14Y)

新能源燃气发电机组 66.80%
燃油发电机组 16.64%
零配件及服务 12.97%
电力 3.59%

报告编号: WWL16-NSP01

首次报告日期: 2016-3-24

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.万元)	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	22,765.4	29,747.36	34,153.76	39,366.95	45,543.23
年增长率(%)		30.67%	14.81%	15.26%	15.69%
归属于母公司的净利	2,759.34	1,515.78	1,992.75	1,436.21	497.59
年增长率(%)		-45.07%	31.47%	-27.93%	-65.35%

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司商业模式

公司主要从事新能源综合利用设备的研发、生产、销售和系统解决方案综合服务，报告期内主要从事新能源燃气发电机组、燃油发电机组及零配件产品的研发、生产、销售及综合服务。

目前，公司已建立了餐厨垃圾、有机废物、废水垃圾填埋物等综合利用的技术体系，形成了沼气制备、提取、净化、利用、尾气处理的产品线，利用煤层气、石油伴生气、焦炉煤气发电的发电机组及配套设备的研发、生产能力，建立了立足国内走向世界的销售体系和技术服务体系，产品销售区域包括广东、广西、海南、河南、河北、山西、陕西、四川、重庆、辽宁、浙江、新疆、湖南等 20 多个省、市、区，远销美国、英国、俄罗斯、委内瑞拉、印度尼西亚、哥伦比亚、孟加拉、安哥拉、墨西哥、澳大利亚、尼日利亚等 30 多个国家。

公司通过自主研发和产学研结合方式获得了具有自主知识产权的太阳能光热发电技术，取得了 34 项相关专利，特别在涂层技术上获得突破，大大改善了涂层稳定性能，光学性能有质的提高，建成了包括发电、制冷、供热于一体的示范平台，该平台同时能够提供槽式太阳能热发电主要材料、器件试验和性能检测，是国内非常完善的试验检测平台。公司与国内拥有优势技术的制造企业合作，开发制造出世界领先的大型镀膜机。

1、采购模式

公司目前的主要产品是新能源燃气发电机组、燃油发电机组及零配件产品、电力。公司主要原材料是发动机、发电机、电气元器件、钢材及钢材加工件及其他零配件。采购按金额大小可分为大宗类采购和小件采购，大宗类采购主要是颜巴赫、瓦克夏品牌的机组、配件采购及康明斯发动机的采购；小件采购主要是电气元器件和钢材及钢材加工件及其他零配件等的采购。小件采购根据适用面的大小可分为常规通用件采购和非标准件采购。

2、生产模式

公司的生产模式是“以销定产”，即根据订单安排生产。公司产品具有较强的专业性和针对性，下游客户主要是对有机废物处理和可燃气体利用存在需求的企业和单位，由于对产品的针对性有较高要求，公司需要根据客户的实际需求设计和改造发动机和其他配套设备，该特性决定了公司“以销定产”的生产模式才能有效控制原材料的库存量和采购量，减少企业资金占用，最大限度提高公司的经营效率。

为响应国家建设资源节约、环境友好型社会的号召，为节能减排承担自

身责任，也为了体现公司具备提供系统解决方案和一站式服务的能力，公司利用自身产品、技术和人才优势，积极与重庆、海口环卫部门合作，设立了重庆康达、海南康达两个全资子公司，对两地环卫部门管辖的垃圾填埋场产生的沼气进行利用，建立了两个沼气发电厂。两个发电厂从项目立项、报建、方案设计、气体收集管道铺设、到机组安装调试、发电并网以及生产运营等环节均由公司自行完成，两个电厂的建成运行，为填埋场减少了沼气排放造成的环境污染和安全隐患，为公司带来了经济效益。

3、销售模式

公司的销售按区域划分为国内销售和国外销售，国内采用直接销售模式，业务人员通过互联网及其他方式获取潜在客户，国际销售有直接销售和经销商两种模式，直接销售模式是公司销售人员及销售体系直接面向最终客户的模式，经销商模式下，公司甄选合格经销商后，与经销商签订协议，并定期对经销商进行培训。

公司根据自身及产品的特点和市场需求，制定了不同的销售策略。由于发电机组是价值高使用年限长的产品，客户黏性小，因此公司在不断拓展新客户的同时，努力深挖已有客户需求，与扩张能力强、具有较强持续需求的客户建立战略合作关系，保证公司业务持续稳定发展。

公司根据国内外市场的发展和变化，适时调整销售策略，传统的燃油发电机组及零配件产品方面，依靠环保节能的突出竞争力，公司逐渐转向对环境保护更高标准和要求的国外市场。新能源燃气发电机组及零配件产品方面，自主品牌中小功率机组依靠高性价比逐渐打入国际市场，大功率机组方面，贴近客户需求，加强售后技术服务。

● 公司所处的行业情况

公司所处行业的上游行业为内燃发动机、发电机制造业、五金及电气元器件制造业，下游行业包括电厂、矿产开发、石油石化、煤炭、畜牧养殖、食品加工等领域。

发动机的采购成本约占全部原材料采购成本的 60%左右，因此发动机价格的波动相应会对新能源燃气发电机组、燃油发电机组产品的价格产生影响。由于公司采购的国际品牌发动机和发电机部分已在国内设厂生产，该部分发动机和发电机的价格多与钢铁、电气元件等原材料的价格波动有关，受汇率影响在逐渐减小，而大功率的发电机组由于基本靠进口，受汇率影响较大。

新能源燃气发电机组、燃油发电机组产品广泛应用于国民经济的各个行业，下游行业的景气程度和发展情况直接影响燃油发电机组的增长。新能源燃气发电对气源的持续稳定有一定要求，对可燃气体的成本和上网电

价的性价比敏感，对国家新能源政策、环境保护的投入力度以及安全生产的关注程度息息相关，这些因素都会给新能源燃气发电行业带来直接和深远的影响，从而给新能源燃气发电机组及配套产业的发展壮大造成影响。

电力行业为公司处基础行业，与宏观经济的景气程度有较强的相关性。全球经济的波动和国内经济振兴力度将深刻影响电力行业的发展，进而影响发电机组行业的整体发展。随着国务院促进经济增长调整经济结构政策的陆续出台，工业化、城镇化得以快速发展；十个重点行业振兴规划以及出口退税、增值税转型、支持企业自主创新等政策对装备制造业的全方位支持，装备制造需求强劲。新能源燃气发电机组行业所处的新能源利用领域，亦是国家重点投资和鼓励投资的领域。

行业市场规模情况

随着我国工业化进程的加快及生活水平的提高，能源消耗日益增加，同时造成的负面影响是环境污染的加剧与能源危机的出现，燃烧柴油和汽油造成了石油资源的大量消耗，同时每年向大气中排放一氧化碳、碳氢化合物和氮氧化物约 1.5 亿吨，占大气中同类污染物的 55% 以上。在石油资源日益短缺的情况下，寻找代用能源成为当前的主要任务，我国以天然气为主的可燃性气体燃料、以及沼气、瓦斯、煤层气、炼化尾气等新型燃气发电得到普遍认可，目前，已进入制定国家统一标准阶段。

目前，我国工业化燃气资源十分丰富。石油、钢铁、焦化、酿酒、养殖等产业的发展，产生的大量可燃气体，主要包括石油伴生气、焦炉煤气、高炉煤气、煤矿瓦斯、沼气等。中国工程院编制的《中国煤层气开发利用战略研究》显示，到 2030 年，中国煤层气产量有望达到 900 亿立方米。据粗略估计，每年产生焦炉煤气 200 多亿立方米，冶炼尾气每年白白浪费 80 万吨。另外还有各种废弃物产生的数量巨大的沼气。目前大量的可燃排空气体被白白浪费掉，既污染环境又产生了巨大的安全隐患。

燃油发电机组作为稳定的电源和备用电源，仍有一定的市场空间，但随着石油资源的逐步减少和对环境标准的升高，未来产业发展速度会趋于平稳，特别是低端产品增长空间有逐步缩小的趋势。

● 公司的竞争结构及地位

公司主要竞争优势体现在：

1、销售渠道优势

公司努力完善营销体系，注重营销团队的培养和优化，不断强化营销人员的市场敏感性和开拓能力。营销策略上，采用稳步推进，网状拓展的策略，深挖已有客户需求并提供贴心服务，随着公司产品的不断升级开拓新市场和新领域；规划上，不安于已取得的未来两年的订单，发掘未

来三到五年潜在的客户，通过提供技术咨询和指导等方式支持客户成长壮大，将潜在客户培养成客户。

2、品牌优势

公司自有品牌新能源燃气机组康达小功率机组 H 系列性价比较国外同类产品高，质量与国内竞争对手比较有竞争力，未来，公司将进一步加大市场开拓力度、提高服务水平，提高公司自主品牌产品在国际国内市场占有率，以提升公司产品竞争力和整体毛利率水平。

3、技术优势

公司通过自主研发和产学研结合方式获得了具有自主知识产权的太阳能光热发电技术，取得了 34 项相关专利，特别在涂层技术上获得突破，大大改善了涂层稳定性能，光学性能有质的提高，建成了包括发电、制冷、供热于一体的示范平台，该平台同时能够提供槽式太阳能热发电主要材料、器件试验和性能检测，是国内非常完善的试验检测平台。公司与国内拥有优势技术的制造企业合作，开发制造出世界领先的大型镀膜机。

二、公司数据分析

● 公司历史沿革及实际控制人简况

公司前身康达有限成立于 2001 年 9 月 19 日，法定代表人为沈剑山。历经 4 次增资和 3 次股权转让，2012 年 12 月 3 日，康达有限股东会决议，同意将康达有限整体变更为股份有限公司。沈剑山为公司第一大股东，通过直接持有和间接控制方式控制公司的股份比例达到 50.40%。沈剑山为公司控股股东、实际控制人。

● 主业简况及收入利润结构

公司经营业务包括新能源燃气发电机组、燃油发电机组、零配件及服务、电力销售业务。

表 1：公司主营业务预测（元）

主营业务	2013 年	2014 年	2015 年 E	2016 年 E	2017 年 E
新能源燃气发电机组	9,468.42	19,011.97	22,814.36	27,377.24	32,852.68
燃油发电机组	6,595.15	5,517.05	5,682.56	5,853.04	6,028.63
零配件及服务	5,747.00	4,027.72	4,430.49	4,873.54	5,360.90
电力	954.82	1,190.62	1,226.34	1,263.13	1,301.02
合计	22,765.39	29,747.36	34,153.76	39,366.95	45,543.23
毛利率					
新能源燃气发电机组	25.19	23.85	21.00	20.00	19.00
燃油发电机组	14.52	6.50	10.00	9.00	8.00
零配件及服务	52.33	38.45	45.00	43.00	40.00
电力	43.73	43.69	43.00	42.00	41.00

合计	33.94	28.12	29.75	28.50	27.00
----	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

三、公司财务状况及盈利预测

● 收入稳步增长，净利润出现一定波动

2013年-2014年公司经营良好，由于公司的市场波动较大，使得营业收入和净利润也出现了较大的波动。2015年业务将保持稳定增长。

● 业绩预测

公司在未来几年业绩将会继续保持稳步增长，2014年-2015年的收入增速分别为30.67%、14.81%。净利润分别为2759.34万元、1515.78万元，增速分别为-45.01%、31.47%。我们预计2016年收入增速为15.26%，净利润增速为-27.93%。

表2 公司损益简表及预测（单位：万元）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入		22,765.39	29,747.36	34,153.76	39,366.95	45,543.23
营业成本		15,997.35	22,785.45	26,273.44	30,738.59	36,141.15
营业税金及附加		93.81	81.14	115.39	135.01	158.73
销售费用		1,990.49	2,690.38	2,706.16	3,166.07	3,722.54
管理费用		2,150.70	2,311.06	8.03	9.40	11.05
财务费用		69.24	524.00	59.26	69.34	81.52
资产减值损失		473.64	618.01	0.02	0.02	0.02
营业利润		1,993.89	737.32	1,316.07	948.51	372.44
加：营业外收入		1,276.92	879.39	1,039.04	748.86	294.04
减：营业外支出		24.50	3.61	10.69	7.71	3.03
利润总额		3,246.31	1,613.09	2,344.41	1,689.66	663.45
减：所得税		486.96	97.31	351.66	253.45	165.86
净利润		2,759.34	1,515.78	1,992.75	1,436.21	497.59
减：少数股东损益		0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润		2,759.34	1,515.78	1,992.75	1,436.21	497.59

数据来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

四、风险因素

对财政补贴依赖的风险

公司所处新能源综合利用行业是国家鼓励和支持的行业，2013年度、2014年度，公司计入营业外收入的政府补助分别为1,265.27万元、872.51万元，分别占同期净利润的45.85%、57.56%，政府补助占公司净利润的比例较高。未来，如果国家及地方政府对新能源综合利用行业的鼓励政策发生变化，对企业的财政补贴政策发生变化，公司不能享受相应政府补助，将对公司经营成果产生一定不利影响。

高新技术企业税收优惠政策变动风险

公司为广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局联合认定的高新技术企业，于 2014 年 10 月 10 日取得编号为“GR201444001082”号的高新技术企业证书，自 2014 年 1 月 1 日起连续三年享受国家关于高新技术企业的相关优惠政策，按 15% 计征企业所得税。如果未来存在国家税收政策变化或公司以后未通过高新技术企业复审，公司将无法享受所得税优惠政策，将对公司净利润产生一定影响。

五、估值及定价分析

● 公司可给的估值水平

公司 2015 年 8 月 14 日挂牌，挂牌券商为东莞证券。2016 年 3 月，以每股 7.35 元价格，按照 2015 年摊薄后预测公司 PE 为 20 倍。

分析师承诺

分析师 王伟力

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。