

## 乐普四方(831988)

## 专业 EMC 电机节能服务 收入规模快速增长

## 基本数据

2016年6月28日	
收盘价(元)	7.4
总股本(百万股)	98.9
流通股本(百万股)	64.2
总市值(百万元)	731.61
每股净资产(元)	4.18
PB	1.77

## 财务指标

	2014A	2015A	2106E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	157.71	257.52	334.78	435.21	565.77
净利润(百万元)	51.10	39.44	50.45	68.38	91.70
毛利率(%)	56.4%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
净利率(%)	32.4%	15.3%	15.1%	15.7%	16.2%
EPS(元)	0.57	0.40	0.51	0.69	0.93
净资产收益率(%)	17.8%	9.5%	12.2%	16.5%	22.2%

## 报告要点

公司是国内电机系统节能领域技术领先的专业节能服务公司之一。近几年业务向综合性的节能服务公司发展,目前主要覆盖电力节能、热力节能、水节能、以及环保和新能源领域。

多年来我国节能服务行业一直处于高速增长阶段,复合增速均在30%以上。截至2013年我国节能服务产业总产值达2,155.62亿元,增幅为30.38%。

公司核心技术为G-EMS系统化节能平台、以及谐波治理技术在业内具有领先优势。领先的节电效率在业内赢得了广泛的好评,树立了良好的品牌形象,已经成为业内公认的在电机拖动及能量优化领域领先的品牌。

## 盈利预测及估值分析

我们预计公司2016-2018年的营收总额为3.35亿元、4.36亿元、5.65亿元,归属母公司的净利润为5045万元、6838万元、9170万元。所对应的每股收益EPS分别为0.51元、0.69元、0.93元。合理估值为30倍左右市盈率,对应2016年预计净利润,其市值水平为15.13亿元。

## 风险提示

宏观经济环境变化风险,竞争加剧的风险、客户集中的风险、技术人员流失风险。

## 目 录

国内专业的电机节能服务商 .....	1
2015 营收大幅增长 合同模式改变压低净利润 .....	2
我国节能行业市场发展空间巨大 .....	4
核心技术优势造就领先电机节能品牌 .....	6
盈利预测 .....	7
估值分析 .....	7

## 图表目录

图表 1 公司主要节能服务 .....	1
图表 2 G-EMS 系统化节能平台 .....	2
图表 3 乐普四方股权结构图 .....	2
图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势 .....	2
图表 5 公司营收主要来源（单位 百万） .....	3
图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比 .....	3
图表 7 2008-2013 年我国节能服务产业规模（亿元） .....	4
图表 8 2008-2013 年我国 EMC 投资规模（亿元） .....	5
图表 9 合同能源管理模式 EMC 特点 .....	5
图表 10 公司节能服务主要客户示例 .....	6
图表 11 公司 2016-2018 盈利预测 .....	7
图表 12 各公司现阶段市值及市盈率比较 .....	8

## 国内专业的电机节能服务商

公司成立于 2007 年，是一家从事节能技术研发、节能技术应用的高新技术企业，致力于为客户提供高效、可靠的节能设备及整体节能解决方案；是国内电机系统节能领域技术领先的专业节能服务公司之一，近几年业务向综合性的节能服务公司发展，目前主要覆盖电力节能、热力节能、水节能、以及环保和新能源领域。

公司服务的客户主要来自于冶金、电力、化工、加工制造、市政楼宇等领域。针对这些领域的高耗能企业或市政单位，公司利用自主研发和行业内成熟的节能技术，结合丰富的项目运作经验，根据项目的具体情况，为其提供一揽子节能服务，服务内容包括：用能诊断、节能评估、方案设计、设备定制、节能改造、系统调试、节能运营及维护等。

图表 1 公司主要节能服务



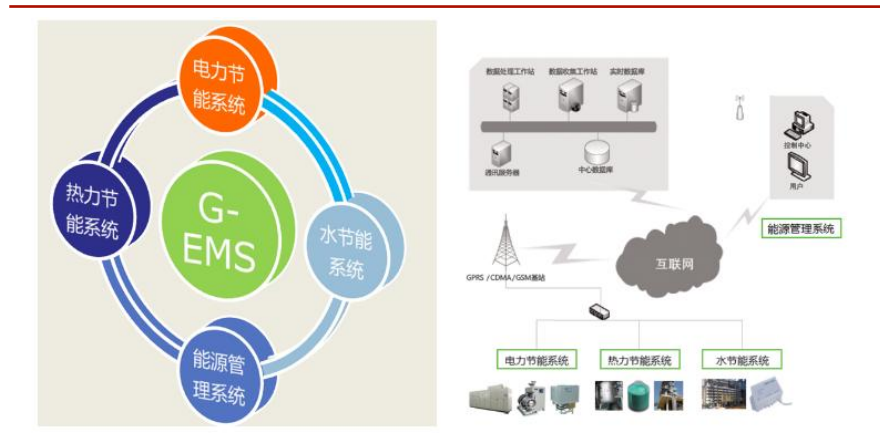
资料来源：公司官网

公司核心服务是电力节能系统，该行业对技术要求较高，综合性强，投入资金大，有一定进入门槛。公司目前拥有十三项专利技术：其中五项发明专利，八项实用新型专利。同时，公司拥有九项软件著作权，另有进入实审阶段的发明专利一项。

公司电力节能服务围绕系统优化和谐波治理两大核心技术，建立了以初步诊断、智能分析、系统优化、预先调整和最优运行等五大环节为支撑的电机系统整体节能技术体系，并通过购销或合同能源管理模式（EMC）为客户提供电机系统的整体节能服务。

公司利用多年来在节能技术领域的经验，研究开发了“G-EMS”系统化节能平台。使用该平台，用能企业可以通过对企业用能指标的在线测评，及时并预判能源使用和管理中存在的节能空间，并通过平台产品库进行选型，实施绿色化节能改造，同时通过平台的无线网络对当前运行的用能设备进行在线实时监控和管理，第一时间掌握企业的用能数据和能耗指标。

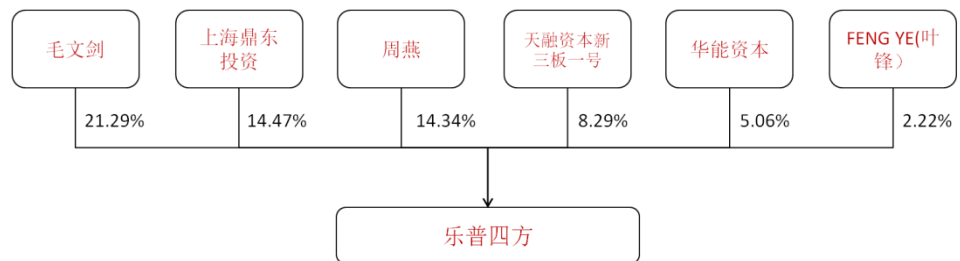
图表 2 G-EMS 系统化节能平台



资料来源：公开转让说明书

股权结构方面，本公司控股股东和实际控制人为毛文剑、周燕夫妇，二人合计持有公司 35.63%的股份，其中毛文剑持有公司 21.29%的股份，周燕持有公司 14.34%的股份。前十大自然人股东中，股东毛文剑和周燕为夫妻关系，毛文剑和毛高峰为兄弟关系。除上述情况外，公司股东之间不存在其他关联关系。

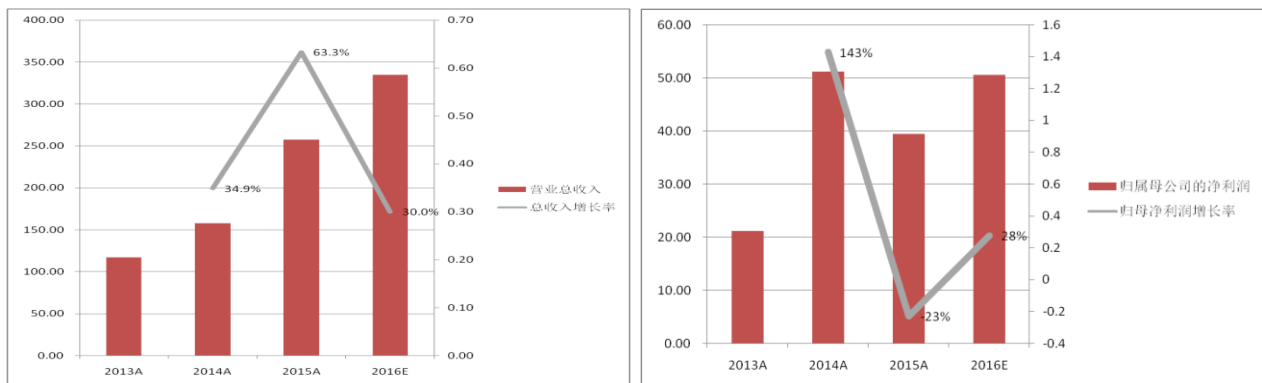
图表 3 乐普四方股权结构图



资料来源：公司公告

## 2015 营收大幅增长 合同模式改变压低净利润

图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势



数据来源: choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 2.57 亿元, 同比大幅增长 63%, 归属母公司的净利润为 3944 万元, 同比下滑 23%。2015 年营收变化的主要原因是公司有两个重大合同能源管理项目转为购销, 一次性确认收入、成本, 目的是为了回笼资金, 这样收入增速加快。

而净利润下滑有几个原因, 首先上述两个转化的合同毛利低于正常购销项目, 也大幅低于合同能源管理项目, 使得公司综合毛利率下降 20 个百分点左右。同时增值税支付也超出预期, 合同能源管理模式实行零税率, 进项税转出, 转购销模式后, 在现有会计政策下, 进项税不能转回, 销项税根据购销合同额全部缴纳, 导致税负增加 1773 万元, 增加了生产成本。另外, 2014 年净利润 5110 万中, 有 1124 万元是净投资收益, 与主营业务无关, 剔除投资收益的影响, 实际上 2014 年与 2015 年净利润大致持平。

图表 5 公司营收主要来源 (单位 百万)

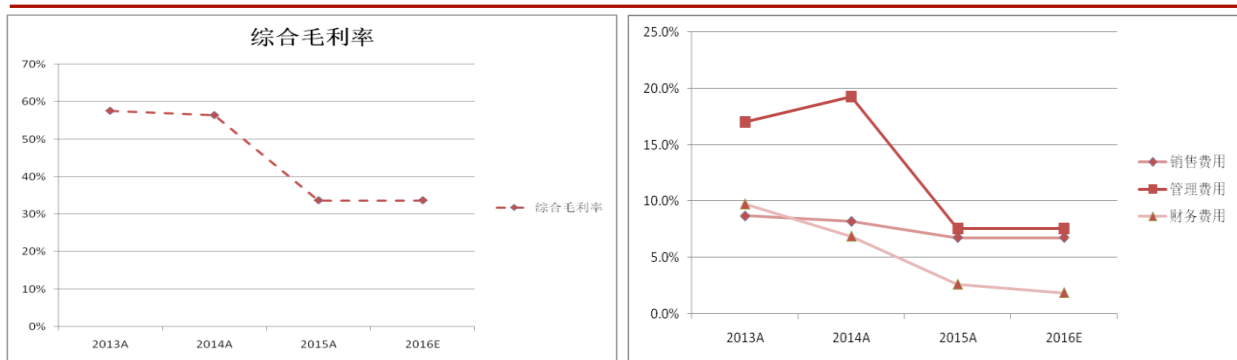
	2013A	2014A	2015A
<b>营业总收入</b>			
节能服务	116.94	157.71	257.52
其他	0.00	0.00	0.00
<b>总收入合计</b>	<b>116.94</b>	<b>157.71</b>	<b>257.52</b>
<b>总收入增长率</b>		34.9%	63.3%

数据来源: choice 金融数据

成本方面, 明显可以看到公司综合毛利率从 56.4% 下降到 33.7%, 主要是因为如上文所说两个重大合同从合同能源管理模式转化为购销模式。

三大费用方面, 2015 年随着公司总收入规模的扩大, 各费用占比都有下降, 其中管理费用下降幅度最大, 从近 20% 下降到 7.6%, 销售费用占比小幅下降至 6.8%, 占比不高, 公司节能服务面对的客户大部分是电力及钢铁等企业, 目标比较集中, 销售上的费用不高。

图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



数据来源: choice 金融数据

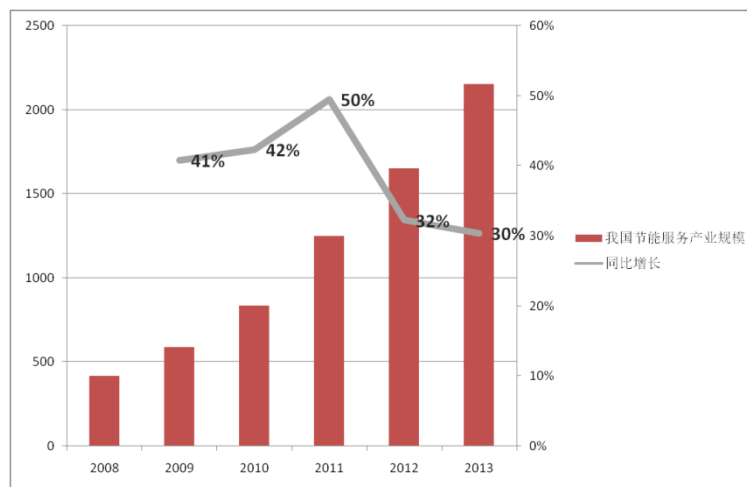
## ■ 我国节能行业市场发展空间巨大

1992 年联合国通过并开放签署《联合国气候变化框架公约》（下称“《公约》”），为节能服务行业迎来世界范围内的发展机遇。1997 年，《公约》缔约方在日本签署了《京都议定书》，对各缔约国的减排标准进行了量化，节能服务行业作为战略性新兴产业，开始进入快速发展阶段。

中国是《京都议定书》的签署国之一，也是目前世界上第二大能源消费国。近年来我国在经济高速增长的同时，亦产生了能源过度消耗和环境恶化等问题。2013 年初，我国环境污染问题集中爆发，全国多地区持续遭受强霾污染，节能减排迫在眉睫。受此影响，我国节能服务行业将迎来快高速增长阶段。

在生产行业电费是一个主要成本项目，目前工业消耗的电能超过总量的 2/3，许多企业使用的设备和工艺还是几十年前使用的老旧设备和工艺，电能浪费比较严重。据统计，目前我国的能源利用效率仅为 30% 左右，比发达国家低约 10 个百分点，产值能耗比世界平均水平高 2 倍多。按照目前的节能技术，我国仅节电这一项，每年的潜力就至少可达 800 亿元，这还不包括设备寿命延长和环保等方面附加效益。目前，电机系统节能已被我国列为十大重点节能工程之一，是节能减排工作的重点领域。

图表 7 2008-2013 年我国节能服务产业规模（亿元）

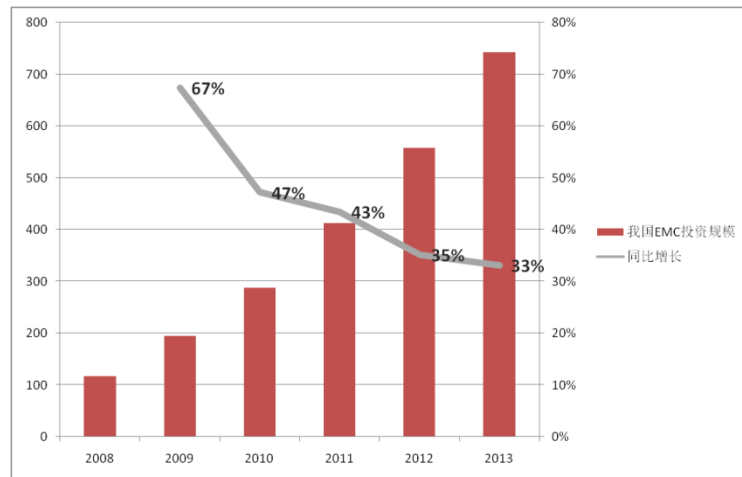


资料来源：公开转让说明

由于我国重工业、制造业在近十年来获得了巨大的发展，在高耗能和效率偏低的情况下，节能服务的市场需求很大。

因此多年来我国节能服务行业一直处于高速增长阶段，复合增速均在 30% 以上。截至 2013 年我国节能服务产业总产值达 2,155.62 亿元，增幅为 30.38%，合同能源管理投资达 742.32 亿元，增幅为 33.12%，全年实现的节能量达到 2,559.72 万吨标准煤，相应减排二氧化碳 6,399.31 万吨。截至 2013 年底全国从事节能服务业务的企业达 4,852 家，增幅为 16.22%。

图表 8 2008-2013 年我国 EMC 投资规模 (亿元)



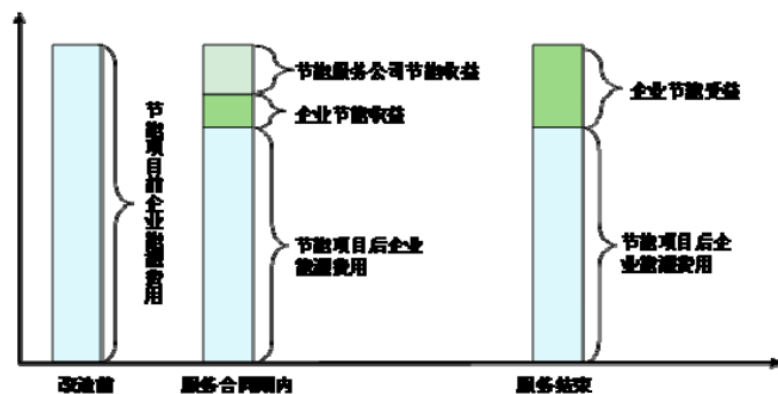
数据来源: 公开转让说明书

合同能源管理模式 (EMC) 是目前节能服务行业内普遍采用的一种运营机制, 在此机制下节能服务公司与用能单位以契约形式约定节能项目的节能目标, 节能服务公司为实现节能目标向用能单位提供必要的软件、硬件服务, 用能单位通过与节能服务公司分享节能效益来支付节能公司的投入及其合理利润。用能单位和节能服务公司合作共赢, 可以最大限度地挖掘出节能潜力。

在传统的节能购销方式下, 节能项目的所有风险和所有盈利都由实施节能的用能企业承担。但在合同能源管理方式中, 一般不要求用能企业自身对节能项目进行大笔投资, 这大大提高了用能企业的节能积极性。

合同能源管理模式为节能服务公司带来长期、稳定的投资回报。在进行初始投资后, 节能服务公司在合同期内 (一般为 3-10 年) 通过与客户分享项目实施后产生的节能效益来收回项目初始投资并获得后期稳定持续的收益。

图表 9 合同能源管理模式 EMC 特点



数据来源: 公开转让说明书

## ■ 核心技术优势造就领先电机节能品牌

公司多年来坚持对冶金、电力、化工等重点高耗能企业能耗规律进行了深入的研究、探索，对上述行业生产所需的工艺技术较为了解，能够深入掌握这些行业的节能方案的设计及节能设备的配置。

公司主要技术优势：

### 1、六维数据+软件（G-EMS 平台系统），彻底解决“降速不节电”现象

公司收集了数百万条基础数据，建立了涵盖用户现存各类系统特征的六维实验数据库。以这些数据和从其中挖掘出的规律为基础，经过系统优化集成，依据计算机模糊控制理论，开发出具有专利技术的优化控制软件，其根据系统的实际运行状况，对其进行优化控制，确保在满足系统需求的前提下大幅度提高系统效率。

### 2、谐波治理，保证设备安全运转

公司通过自主研发的谐波治理系统，可以使电机负载节能率在系统优化的基础上有更大幅度的提高，具有国际先进水平。

### 3、供应商战略合作优势

公司经过多年的努力，已经建立了一整套适合 EMC 模式的在全球范围内筛选合格供应商的供应商评价体系，包括西门子、ABB、施耐德等全球 500 强公司以及利德华福、深圳汇川技术等国内行业龙头生产商在内的供应商合作体系。

### 4、品牌优势

公司一直坚持走高端服务路线，已承接过涵盖不同行业、领域的近千家客户的节能改造项目。并以可靠的产品质量周到的维护服务、领先的节电效率在业内赢得了广泛的好评，树立了良好的品牌形象，已经成为业内公认的在电机拖动及能量优化领域领先的品牌。

图表 10 公司节能服务主要客户示例



数据来源：公司官网



## ■ 盈利预测

我国节能服务行业近几年来整体均保持较高的增速，公司在电力节能领域具备一定的优势，过去3年增长稳定，保守估计公司营收复合增速在未来3年内能够保持在30%左右。

根据以上观点，我们预计公司2016-2018年的营收总额为3.35亿元、4.36亿元、5.65亿元，归属母公司的净利润为5045万元、6838万元、9170万元。所对应的每股收益EPS分别为0.51元、0.69元、0.93元。

图表 11 公司 2016-2018 盈利预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>总收入合计</b>	<b>116.94</b>	<b>157.71</b>	<b>257.52</b>	<b>334.78</b>	<b>435.21</b>	<b>565.77</b>
总收入增长率		34.9%	63.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>营业成本合计</b>	49.64	68.77	170.83	222.08	288.70	375.31
<b>综合毛利率</b>	57.6%	56.4%	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
<b>营业税金及附加</b>	0.36	0.19	2.24	2.24	2.24	2.24
<b>销售费用</b>	10.16	12.94	17.39	22.61	29.39	38.21
<b>管理费用</b>	19.90	30.41	19.51	25.36	32.97	42.86
<b>EBIT</b>	36.88	45.40	47.55	62.49	81.91	107.15
<b>资产减值损失</b>	6.06	1.41	1.15	1.15	1.15	1.15
<b>公允价值变动收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资收益</b>	0.00	11.24	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>财务费用合计</b>	11.41	10.86	6.72	6.72	6.72	6.72
<b>营业利润</b>	19.41	44.37	39.68	54.62	74.04	99.28
<b>其他非经营性损益合计</b>	3.01	8.22	3.02	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	22.42	52.59	42.70	54.62	74.04	99.28
<b>所得税</b>	1.37	1.49	3.26	4.17	5.65	7.58
<b>净利润</b>	<b>21.05</b>	<b>51.10</b>	<b>39.44</b>	<b>50.45</b>	<b>68.38</b>	<b>91.70</b>
<b>少数股东权益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司的净利润</b>	<b>21.05</b>	<b>51.10</b>	<b>39.44</b>	<b>50.45</b>	<b>68.38</b>	<b>91.70</b>
归母净利润增长率		143%	-23%	28%	36%	34%

数据来源：梧桐理想、choice 金融数据

## ■ 估值分析

公司主营业务在主板市场的对标公司为天壕环境、达实智能等。目前在主板此类公司不多，可参考的估值样本有限。天壕环境主营业务为以合同能源管理模式从事余热发电项目的连锁投资、研发设计及工程建设和运行管理，是A股上市公司中比较专注于合同能源管理业务的公司。达实智能是行业领先的建筑智能化和节能服务商，目前业务已拓展到节能认证、轨道交通售检票、强电安装等领域。

节能行业比较偏重资产，整体的增长稳定。基于这样的想法我们保守将50倍作为公司基准市盈率，考虑到新三板的流动性不足，在此基础上扣除40%的流动性溢价，得到公司的合理估值为30倍左右，对应2016年预计净利润，其市值水平为15.13亿元，与当前的估值水平相比，有较大的上升空间。