

中性

——首次

日期: 2013年9月26日

行业: 节能环保



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

基本数据 (2013H1)

报告日股价 (元)	16.8
12mth A 股价格区间 (元)	8.47/17.68
总股本 (百万股)	122
无限售 A 股/总股本	52.4%
流通市值 (亿元)	10.9
每股净资产 (元)	6.48
PBR (X)	2.59
DPS (Y2012, 元)	无转增无派现

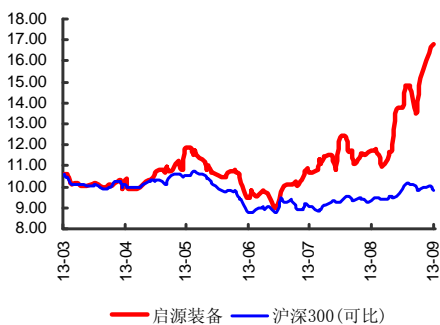
主要股东 (2013H1)

中国新时代国际工程公司	29.85%
中交西安筑路机械有限公司	18.86%
陈元华	4.05%
中机国际(西安)	3.64%

收入结构 (2013H1)

含铁芯设备	51.77%
片式散热器	35.88%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YY-CT10

首次报告日期:

相关报告:

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博资讯”收集整理, 阅读更多研报请访问“慧博资讯”
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

启源装备 (300140)

证券研究报告/公司研究/公司动态

设立合资公司, 进军脱硝行业

■ 公司动态事项

公司近日公告, 拟与韩国大荣 C&E 株式会社、西安华邦科技发展有限公司、西安埃富龙企业管理有限公司共同投资设立启源(西安)大荣环保科技有限公司。合资公司注册资本 1 亿元, 其中启源装备拟以货币资金约 4800 万元出资, 不高于合资公司注册资本的 48%。项目总投资为 49548 万元, 项目全部达产后, 形成 30000 m³/年波纹脱硝催化剂生产能力。

■ 事项点评

传统变压器业务竞争激烈, 进军环保力图转型

近年来, 电力投资的减缓以及公司下游变压器制造行业产能过剩, 导致公司产品国内市场需求萎缩、市场需求结构发生变化, 中高端大型变压器装备市场需求明显下降; 人民币升值使公司产品在国际市场的性价比优势下降, 最终导致公司主导产品在国内外市场竞争进一步加剧, 业绩连年下滑。为摆脱单一行业的经营风险, 公司开始着手在战略新兴产业领域开拓新的业务, 占领产业制高点, 意图为公司的快速、可持续发展提供新的业绩增长点。

未来两年是脱硝行业的集中爆发期, 公司本次合资计划引进具有世界先进水平的脱硝催化剂研发、生产技术, 希冀能够借助大气治理行业的高景气加速自身转型。

脱硝催化业务前景光明, 未来有望成为公司重要利润来源

选择性催化还原(SCR)脱硝法是我国主流的脱硝技术路径, 生产核心技术为日本、美国、丹麦、韩国等发达国家所掌握。我国企业主要依靠引进技术来掌握脱硝催化剂的生产, 引进成本高, 且以蜂窝式和平板式为主。此次公司通过合资方式引进韩国大荣具有世界先进水平和较强竞争力的波纹式脱硝催化剂全套研发、生产技术, 力图实现该技术的国产化。项目建设分步实施, 首期 9000 m³ 脱硝催化剂在公司现有园区实施, 预计 2014 年 6 月底投产。整体项目拟于 2014 年底建成投产。

我们认为, 当前正处于脱硝设施建设的爆发初期, 脱硝催化剂价格也较为高昂, 以目前相类似上市公司中报披露的数据看, 该业务的毛利率超过 40%, 因此如果公司能够顺利完成项目进度, 则催化剂业务未来有望成为公司重要的利润来源和业绩增长点。

■ 投资建议

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

未来六个月内，给予“中性”评级

考虑到公司首期产能明年中期才建成，因此对明年业绩贡献相对有限，我们预计公司 2013 年、2014 年每股收益 0.11 和 0.17，当前对应的动态市盈率分别为 155.3 倍和 96.2 倍。总体来看，目前估值水平较同类型上市公司而言相对偏高，暂给予“中性”评级。

■ 数据预测与估值：

至 9 月 25 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	206	213	263	509
年增长率	-28.23%	3.22%	23.59%	93.72%
归属于母公司的净利润	13	13	21	65
年增长率	89.41%	3.31%	61.53%	204.81%
每股收益 (元)	0.10	0.11	0.17	0.53
PER (X)	160.52	155.38	96.20	31.56

注：每股收益按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 启源装备损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	287.07	206.02	212.66	262.82	509.15
二、营业总成本	249.50	201.42	198.65	239.67	436.67
营业成本	196.79	148.33	157.95	189.37	339.23
营业税金及附加	1.77	1.54	1.88	2.32	4.50
销售费用	23.23	24.77	23.19	28.66	55.53
管理费用	35.29	37.08	33.21	41.04	79.50
财务费用	-9.30	-11.29	-21.62	-26.71	-51.75
资产减值损失	1.72	1.00	4.03	4.98	9.65
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	37.98	4.60	14.01	23.16	72.48
加: 营业外收入	7.96	9.51	1.38	1.71	3.30
减: 营业外支出	0.17	0.13	0.00	0.00	0.01
五、利润总额	45.77	13.99	15.39	24.86	75.78
减: 所得税	6.27	1.22	1.58	2.55	7.77
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	39.50	12.77	13.81	22.31	68.01
减: 少数股东损益	-0.17	0.00	0.62	1.01	3.07
归属于母公司所有者的净利润	39.67	12.77	13.19	21.31	64.95
七、总股本	12200	12200	12200	12200	12200
八、摊薄每股收益(元)	0.33	0.10	0.11	0.17	0.53

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
含铁芯设备	99.51	125.61	131.89	145.07
片式散热器	89.52	87.06	91.41	100.55
脱硝催化剂	0.00	0.00	39.53	263.52
合计	189.03	212.66	262.82	509.15
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
含铁芯设备	6429	8738	9175	10093
片式散热器	7331	7057	7410	8151
脱硝催化剂	0	0	2352	15679
合计	13760	15795	18937	33923
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
含铁芯设备	-45.51%	26.22%	5.00%	10.00%
片式散热器	9.95%	-2.74%	5.00%	10.00%

脱硝催化剂	/	/	/	566.67%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
含铁芯设备	35.39%	30.43%	30.43%	30.43%
片式散热器	18.10%	18.94%	18.94%	18.94%
脱硝催化剂	40.50%	40.50%	40.50%	40.50%

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 杨彦

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。

免责条款

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，任何机构和个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条款具有修改权和最终解释权。