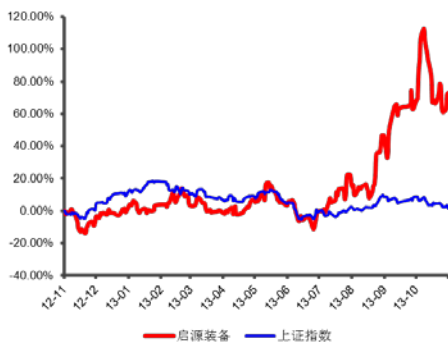


2013年11月14日

启源装备（300140）调研报告

评级：“推荐”

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

马宝德 李婧

电话：0510-82833217

Email: mabd@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

投资要点：

- 公司拥有中节能背景，打造环保业务大平台。公司是中节能集团旗下的唯一环保类上市公司，独特优势明显，定位于产品的制造和生产，而中节能拥有技术服务和产品设计实力，可以实现优势互补，而且公司现在拥有4个亿的现金，资金实力充足，未来有可能成为环保业务整合的大平台。
- 传统业务市场需求回暖，未来有望保持稳定。公司的传统业务是变压器专用设备和组件设备生产和销售，今年以来，随着宏观经济的企稳，市场需求在逐步回暖，主要体现在中小型设备的需求量在回升，但下游变压器的产能依然过剩需要被消化，因此大型设备的需求仍然疲软。从公司目前的订单情况来看，变压器专用设备及组件的订单有一定的改善，盈利水平虽然仍在下滑，但下滑幅度在逐步趋缓。公司2012年收购的雷宇科技今年开始并表贡献收入和利润，对公司的传统业务改善起到积极作用。雷宇科技主要是开展高压试验设备生产，目前绑定了大客户电科院，今年二季度开始并表，盈利水平相对较高而且稳定。根据前期收购的对赌条款，13、14、15年雷宇科技实现净利润1600万元、2200万元、3200万元，对公司整个传统业务的盈利改善比较明显。
- 布局节能环保新材料—特种气体，明年进入产能释放期。2012年4月，公司与领先固体电子技术材料有限公司及其他投资者共同成立中外合资企业启源（陕西）领先电子材料有限公司，公司出资占比40%。该项目公司主要生产产品为特种气体锆烷、砷烷、磷烷，用于太阳能光伏电池（光电转换）、电子、半导体材料和新型照明材料（电光转换）等工艺中。目前特种气体市场供不应求，国内的所有高纯度气体全部依靠进口，在国际市场亦存在缺口。公司通过和领先固体电子技术材料有限公司的技术合作，凭

借较高的技术壁垒，目前拥有锆烷、磷烷、砷烷的产能分别为 10 吨、30 吨、30 吨，预计 2014 年年初投产。该项目一旦达产，将给公司贡献较好的投资收益。

- **进军脱硝催化剂市场，分享脱硝市场盛宴。**2013 年 9 月，公司和韩国大荣进行合作设立合资公司，公司占比 48%，从事波纹式脱硝催化剂业务，共计 3 万立方米产能，预计 2014 年 6 月底投产 9000 立方米。韩国大荣拥有先进的波纹式催化剂生产技术，采用防高温的粘合技术，适应煤种能力强，不仅可以用于电厂的脱硝，对于水泥窑炉、玻璃窑炉、垃圾焚烧炉的脱硝同样适用，而且相对于市场主流的蜂窝式催化剂在同等的脱硝效率的具备更强的经济优势。目前国内脱硝市场迎来建设高峰，脱硝催化剂作为易耗品，也迎来较好的投资时机。目前国内催化剂市场供不应求，再考虑到未来更换的因素，产能消化是不需要担忧的。目前脱硝催化剂产品的价格大致在 3.8-4.2 万元/m³ 的水平，较年初以来价格有所上涨，盈利能力继续保持在较高水平。如果该项目能够顺利达产，我们预计 2014 年脱硝催化剂可以贡献收入 1.71 亿元，实现并表后将会进一步提升公司的收入和净利润水平。
- **给予“推荐”评级。**我们预计公司 13、14、15 年 EPS 分别为 0.12 元、0.6 元、0.9 元，以 11 月 14 日收盘价 17.82 元计算，对应 13、14、15 年的市盈率分别为 149 倍、30 倍、20 倍，目前对应的今年的估值虽然较高，但公司今年处于业绩的拐点，明年特种气体和脱硝催化剂的产能将逐步释放，业绩将实现大幅增长，我们认为存在较好的投资机会，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**特种气体项目进展不达预期的风险、传统业务继续下滑的风险、脱硝催化剂项目进展不达预期的风险，项目盈利水平下滑的风险。

盈利预测表

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	287.07	206.02	226.62	420.28	701.71	现金	526.47	486.10	330.00	220.00	100.00
YOY(%)	-5.1%	-28.2%	10.0%	85.5%	67.0%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	196.79	148.33	165.89	282.08	450.16	应收款项净额	131.15	131.23	144.35	267.71	446.97
营业税金及附加	1.77	1.54	1.70	3.15	5.26	存货	86.63	84.08	92.18	156.98	253.82
销售费用	23.23	24.77	29.01	54.22	87.71	其他流动资产	25.35	20.01	22.01	40.82	68.15
占营业收入比(%)	8.1%	12.0%	12.8%	12.9%	12.5%	流动资产总额	769.60	721.42	1,313.75	1,474.95	1,774.07
管理费用	35.29	37.08	42.60	79.85	129.82	固定资产净值	75.05	71.36	141.25	159.25	165.65
占营业收入比(%)	12.3%	18.0%	18.8%	19.0%	18.5%	减: 资产减值准备	1.72	1.00	1.98	2.23	2.32
EBIT	29.54	(6.12)	(13.06)	0.49	28.27	固定资产净额	73.33	70.36	139.27	157.02	163.33
财务费用	(9.30)	(11.29)	(22.50)	(21.75)	(20.00)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-3.2%	-5.5%	-9.9%	-5.2%	-2.9%	在建工程	24.59	65.88	14.07	5.55	4.14
资产减值损失	1.72	1.00	4.50	5.50	6.50	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.41	0.00	0.00	68.60	98.00	固定资产总额	97.92	136.24	153.34	162.57	167.47
营业利润	37.98	4.60	4.94	85.34	139.77	无形资产	11.88	12.16	11.67	11.19	10.70
营业外净收入	7.79	9.38	9.38	9.38	9.38	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	45.77	13.99	14.32	94.72	149.15	其他长期资产	1.45	1.27	1.27	1.27	1.27
所得税	6.27	1.22	1.25	8.26	13.01	资产总额	880.85	871.09	1,480.03	1,649.98	1,953.51
所得税率(%)	13.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	循环贷款	0.00	0.00	600.00	700.00	900.00
净利润	39.50	12.77	13.07	86.46	136.15	应付款项	74.12	67.83	74.36	126.64	204.77
占营业收入比(%)	13.8%	6.2%	5.8%	20.6%	19.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.17)	0.00	(1.50)	13.34	26.68	其他流动负债	18.92	20.98	23.39	41.06	66.46
归属母公司净利润	39.67	12.77	14.57	73.12	109.47	流动负债	93.04	88.81	697.75	867.70	1,171.23
YOY(%)	-19.7%	-67.8%	14.1%	401.9%	49.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.33	0.10	0.12	0.60	0.90	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	93.04	88.81	697.75	867.70	1,171.23
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	-5.1%	-28.2%	10.0%	85.5%	67.0%	股东权益	787.82	782.28	782.28	782.28	782.28
营业利润	-21.4%	-87.9%	7.3%	1628.9%	63.8%	负债和股东权益	880.86	871.09	1,480.03	1,649.98	1,953.51
净利润	-19.7%	-67.8%	14.1%	401.9%	49.7%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	31.4%	28.0%	26.8%	32.9%	35.8%	税后利润	39.67	12.77	14.57	73.12	109.47
净利率(%)	13.8%	6.2%	5.8%	20.6%	19.4%	加: 少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	5.0%	1.6%	1.9%	9.3%	14.0%	公允价值变动	1.72	1.00	4.50	5.50	6.50
ROA(%)	4.5%	1.5%	1.0%	4.4%	5.6%	折旧和摊销	5.56	5.56	9.41	15.50	19.00
偿债能力						营运资金的变动	342.43	3.04	-13.30	-136.77	-199.82
流动比率	8.27	8.12	1.88	1.70	1.51	经营活动现金流	389.34	22.37	15.17	-42.65	-64.85
速动比率	7.34	7.18	1.75	1.52	1.30	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	10.6%	10.2%	47.1%	52.6%	60.0%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-41.74	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	32.6%	23.7%	15.3%	25.5%	35.9%	投资活动现金流	0.00	-41.74	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	166.75	232.50	232.50	232.50	232.50	股权融资	-0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	163.45	212.04	212.04	212.04	212.04	长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.33	0.10	0.12	0.60	0.90	股利分配	-30.91	-16.80	-14.57	-73.12	-109.47
每股净资产	6.46	6.41	6.41	6.41	6.41	计入循环贷款前融资产活	-31.03	-16.80	-14.57	-73.12	-109.47
估值比率						循环贷款的增加/(减少)	-435.29	12.60	600.00	100.00	200.00
P/E	53.8	167.2	146.6	29.2	19.5	融资活动现金流	-497.23	-21.00	585.43	26.88	90.53
P/B	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	现金净变动额	-107.89	-40.37	569.11	-45.77	-4.32

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。