

研究所

证券分析师：后立尧 S0980511110001
010-88576833 转 802 houly@ghzq.com.cn

华丽转型，14年新业务放量

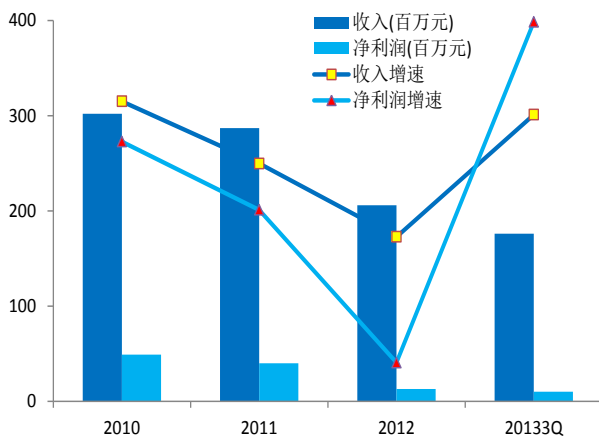
——启源装备(300140)点评报告

事件：公司公告前三季度收入和净利润同比分别增长 10.3%和 39.5%。

点评：

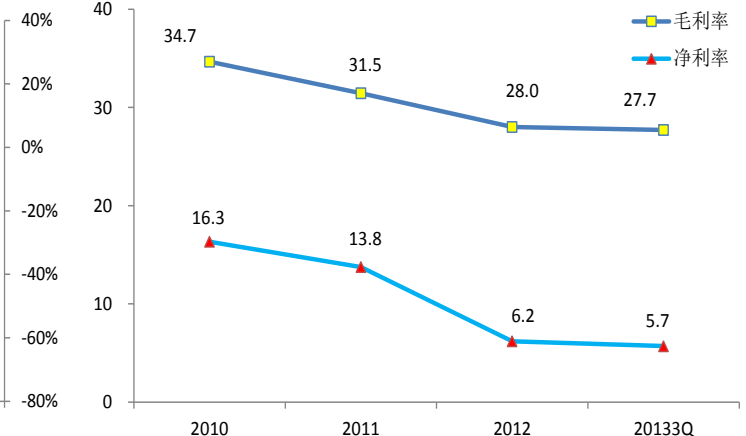
三季度增速有所放缓，账面现金充裕。公司前三季度收入和净利润分别增长 10.3%和 39.5%，增速环比有所下滑。公司毛利率环比上升至 27.7%。值得关注的是公司前三季度经营活动产生的现金流净额为 140 万元，同比下降 92%。公司目前总市值仅 20 亿元，账面现金 4.4 亿元，扣除现金部分后公司市值仅 16 亿元。

图 1、启源装备收入及净利润环增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、传统产品为主的公司毛利率及净利率



资料来源：Wind、国海证券研究所

传统产品增速缓慢基数低，未来业绩主要看新业务，业绩增速弹性大：公司传统产品主要有：散热器、电工装备、蓄电池装备、薄钢板加工装备等。公司具有独立知识产权的冷态铅锭自动造粒机。公司传统产品电工装备连续 10 年增长，已经开始没落，所以公司一直在努力开拓新业务。公司 12 年净利润才 1277 万元，全部是传统业务贡献的。13 年是公司的转型元年，14 年新产品开始贡献业绩，公司业绩有望大幅提升。

新业务一：携手韩国大荣进入年均 120 亿元脱硝催化剂市场。公司近期与韩国大荣等共同出资成立启源大荣合资公司，公司持股 48%，建设年产 3 万立方脱硝催化剂生产厂，项目建设分步实施，首期 9000 立方脱硝催化剂在公司现有园区实施，预计 2014 年 6 月底投产，完全达产后将年产 3 亿立方米催化剂。按照每立方米 3.5 万元售价计算(一梯队蜂窝式催化剂售价 4.3 万/方，二梯队 3.5 万/方)，公司占比 48%计算 14 年将给公司贡献约 1000 万元的净利润。整体项目拟于 2014 年底建成投产。该业务的毛利率超过 40%。可广泛应用于电力、玻璃及钢铁行业，公司此次跨入新领域将优化公司的产品结构，培育公司未来新的增长点。目前每年脱硝催化剂市场规模约 120 亿元。全世界 95%燃煤发电厂使用蜂窝式和板式催化剂。寿命一般都是 3 年，属于耗材。13-15 年

是脱硝催化剂市场需求高峰期，预测 14-15 年需求量分别为 30 亿方和 40 亿方，16 年开始进入平稳增长期，每年需求约 20 亿方，届时公司的波纹式脱硝催化剂凭借“节省原材料、生产周期短、不易堵塞”等三大优势将逐步替代传统的蜂窝状催化剂。

表 1、波纹式催化剂三大优势

	蜂窝状	波纹式
原材料价格低 30%	用钒钛钨的混合剂原材料	用玻璃纤维和钒钛钨的混合剂
生产周期	20 天	2-3 天
堵塞程度	容易堵塞	不易堵塞

资料来源：、国海证券研究所

新业务二：特种金属气体业务盈利前景好。公司上市后引进国外技术成立启源领先合资公司，生产锆烷、申烷、磷烷 3 种特殊金属气体，用于薄膜电池、LED、半导体行业。目前国内全部需要进口，公司产品技术门槛高。计划今年年底达产，测算项目达产后将给公司每年贡献约 3.59 亿收入和 4735 万净利润。公司持股 40%，将贡献约 1894 万元的净利润。我们认为此预测偏保守，目前国际市场上锆烷 5000 美元/公斤、申烷 500 美元/公斤、磷烷 500/公斤，预计 14 年气体业务至少贡献 2500 万元的净利润。

表 2、气体服务领域三公司对比

	杭氧股份	启源装备	陕鼓动力
产品	工业气体(氧气、氮气、稀有气体)	金属气体(锆烷、申烷、磷烷)	工业气体(氧气、氮气、稀有气体)
下游用户	制造业、钢铁、化工、冶金	薄膜电池、LED、半导体	制造业、钢铁、化工、冶金
气体业务毛利率	25%-30%	30%-50%	20%-25%
总市值	63 亿元	20 亿元	110 亿元
133Q 收入增速	6.1%	10.3%	-12.8%
133Q 净利润增速	-48.1%	39.5%	-14.2%

资料来源：、国海证券研究所

借助大股东继续转型。公司大股东的股东是中国节能环保公司，是央企里唯一的环保公司。中节能给予了公司技术、客户方面很多帮助。中节能公司未来有可能把启源装备打造成环保板块唯一上市平台。公司转型主要有 2 个方向：1、继续拓展新兴产业；2、与最终大股东中环能公司业务形成良好结合。

投资建议：

给予“增持”评级。预测公司 2014—2015 年 EPS 为 0.41/0.54 元，对应当前股价 PE 为 43/33 倍，给予公司“增持”评级。

表 3、启源装备盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	206	227	475	591
(+/-%)	-28.2%	10.0%	109.7%	24.3%
净利润(百万元)	13	18	50	66
(+/-%)	-67.8%	40.2%	176.8%	32.8%
摊薄每股收益(元)	0.10	0.15	0.41	0.54
EBIT Margin	-2.8%	-3.2%	5.3%	7.3%
净资产收益率(ROE)	1.6%	2.2%	5.9%	7.5%

资料来源：WIND、国海证券研究所

风险提示: 1.下游电力、玻璃、钢铁行业投资增速放缓; 2.新产品市场开拓不达预期的风险。

【分析师承诺】

后立尧，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576898-836	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576898-832	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李 芬	0755-82838810	13570866113	lif@ghzq.com.cn