国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

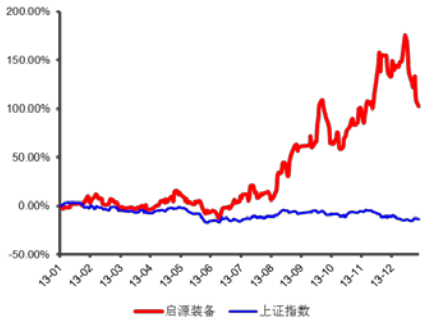
电子特种气体和脱硝催化剂仍是未来最大看点

环保节能

2014 年 01 月 28 日

评级：维持“推荐”

最近 52 周走势：



相关研究报告：

2013//11/19 业绩步入拐点期，腾飞在即

2014/1/2 布局环保新材料 开启腾飞之路

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

马宝德

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。

启源装备（300140）业绩预告点评

事件：公司公布 2013 年业绩预告，实现归属于上市公司股东的净利润为 900 万元--1000 万元，同比下降 21.69%—29.52%，实现每股收益为 0.074-0.082 元，**略低于我们此前的预期。我们此前预计公司 2013 年实现归属于上市公司股东的净利润为 1439 万元，实现 EPS 为 0.12 元。**

点评：

- **业绩略低于我们此前预期，传统主营业务盈利能力继续下滑。** 2013 年全年公司的业务收入主要来源于变压器专用设备和组件业务以及雷宇科技的并表。由于下游变压器行业仍然面临产能过剩，市场仍然不容乐观，但可以看到今年以来随着宏观经济的企稳，专用设备和组件的市场需求在回暖，相对于 12 年，13 年公司的盈利能力下滑幅度整体在放缓，我们认为 14 年有望继续放缓。同时雷宇科技 14 年将实现全年并表，传统主营业务有望总体保持稳定。
- **电子特种气体和脱硝催化剂业务仍是 14 年的最大看点。**前期公司通过和领先固体进行技术合作，设立合资公司生产电子特种气体锗烷、磷烷、砷烷，下游广泛应用于太阳能光伏电池、电子、半导体材料和新型照明材料等行业，我们预计 14 年将给公司带来 6720 万元投资收益。同时布局脱硝催化剂领域，和韩国大荣进行合作生产波纹式催化剂，规划产能达到 3 万立方米，14 年并表将带来 2052 万元的净利润贡献，这两项业务将带来公司 14 年业绩的大幅增长。（详见深度报告：布局环保新材料，开启腾飞之路）
- **维持 “推荐”评级。**我们给予 13、14、15 年 EPS 分别为 0.08 元、0.6 元、0.9 元。以 1 月 27 日收盘价 20.8 元计算，对应 PE 分别为 260 倍、35 倍、23 倍。鉴于公司 14 年电子特种气体和脱硝催化剂业务进入产能释放期，我们继续维持“推荐”的评级。
- **风险提示：**特种气体项目进展不达预期、传统业务继续下滑、脱硝催化剂项目进展不达预期以及项目盈利水平下滑的风险。

盈利预测表

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**287.07**	**206.02**	**226.62**	**420.28**	**690.65**
YOY(%)	*-5.1%*	*-28.2%*	*10.0%*	*85.5%*	*64.3%*
营业成本	196.79	148.33	158.49	263.36	428.96
营业税金及附加	1.77	1.54	1.70	3.15	5.18
销售费用	23.23	24.77	29.69	55.90	82.88
占营业收入比(%)	*8.1%*	*12.0%*	*13.1%*	*13.3%*	*12.0%*
管理费用	35.29	37.08	43.06	81.96	124.32
占营业收入比(%)	*12.3%*	*18.0%*	*19.0%*	*19.5%*	*18.0%*
EBIT	**29.54**	**(6.12)**	**(6.80)**	**15.43**	**48.83**
财务费用	(9.30)	(11.29)	(22.50)	(20.75)	(20.00)
占营业收入比(%)	*-3.2%*	*-5.5%*	*-9.9%*	*-4.9%*	*-2.9%*
资产减值损失	1.72	1.00	4.50	5.50	6.50
投资净收益	0.41	0.00	0.00	67.20	95.20
营业利润	**37.98**	**4.60**	**11.20**	**97.88**	**157.53**
营业外净收入	7.79	9.38	9.38	9.38	9.38
利润总额	**45.77**	**13.99**	**20.58**	**107.26**	**166.91**
所得税	6.27	1.22	1.79	9.35	14.55
所得税率(%)	*13.7%*	*8.7%*	*8.7%*	*8.7%*	*8.7%*
净利润	**39.50**	**12.77**	**18.79**	**97.91**	**152.35**
占营业收入比(%)	*13.8%*	*6.2%*	*8.3%*	*23.3%*	*22.1%*
少数股东损益	(0.17)	0.00	9.00	24.69	42.91
归属母公司净利润	**39.67**	**12.77**	**9.79**	**73.22**	**109.44**
YOY(%)	*-19.7%*	*-67.8%*	*-23.3%*	*648.0%*	*49.5%*
EPS（元）	**0.33**	**0.10**	**0.08**	**0.60**	**0.90**

主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入	-5.1%	-28.2%	10.0%	85.5%	64.3%
营业利润	-21.4%	-87.9%	143.5%	773.7%	60.9%
净利润	-19.7%	-67.8%	-23.3%	648.0%	49.5%
获利能力					
毛利率(%)	31.4%	28.0%	30.1%	37.3%	37.9%
净利率(%)	13.8%	6.2%	8.3%	23.3%	22.1%
ROE(%)	5.0%	1.6%	1.3%	9.4%	14.0%
ROA(%)	4.5%	1.5%	0.7%	4.5%	5.6%
偿债能力					
流动比率	8.27	8.12	1.89	1.71	1.52
速动比率	7.34	7.18	1.76	1.54	1.31
资产负债率%	10.6%	10.2%	47.0%	52.3%	59.7%
营运能力					
总资产周转率	32.6%	23.7%	15.4%	25.6%	35.6%
应收账款周转天数	166.75	232.50	232.50	232.50	232.50
存货周转天数	163.45	212.04	212.04	212.04	212.04
每股指标（元）					
每股收益	0.33	0.10	0.08	0.60	0.90
每股净资产	6.46	6.41	6.41	6.41	6.41
估值比率					
P/E	**64.0**	**198.7**	**259.2**	**34.7**	**23.2**
P/B	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金	526.47	486.10	330.00	250.00	220.00
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	131.15	131.23	144.35	267.71	439.93
存货	86.63	84.08	87.88	146.11	241.46
其他流动资产	25.35	20.01	22.01	40.82	67.08
流动资产总额	**769.60**	**721.42**	**1,309.64**	**1,464.66**	**1,760.88**
固定资产净值	75.05	71.36	141.25	159.25	165.65
减:资产减值准备	1.72	1.00	1.98	2.23	2.32
固定资产净额	73.33	70.36	139.27	157.02	163.33
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	24.59	65.88	14.07	5.55	4.14
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**97.92**	**136.24**	**153.34**	**162.57**	**167.47**
无形资产	11.88	12.16	11.67	11.19	10.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	1.45	1.27	1.27	1.27	1.27
资产总额	**880.85**	**871.09**	**1,475.92**	**1,639.69**	**1,940.32**
循环贷款	0.00	0.00	600.00	700.00	900.00
应付款项	74.12	67.83	70.89	117.87	194.79
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	18.92	20.98	22.75	39.54	63.25
流动负债	**93.04**	**88.81**	**693.64**	**857.41**	**1,158.04**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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
负债总额	**93.04**	**88.81**	**693.64**	**857.41**	**1,158.04**
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	787.82	782.28	782.28	782.28	782.28
负债和股东权益	**880.86**	**871.09**	**1,475.92**	**1,639.69**	**1,940.32**

现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	39.67	12.77	9.79	73.22	109.44
加：少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	1.72	1.00	4.50	5.50	6.50
折旧和摊销	5.56	5.56	9.41	15.50	19.00
营运资金的变动	342.43	3.04	-13.11	-136.38	-193.10
经营活动现金流	**389.34**	**22.37**	**10.59**	**-42.16**	**-58.16**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-41.74	-31.50	-30.00	-30.00
投资活动现金流	**0.00**	**-41.74**	**-31.50**	**-30.00**	**-30.00**
股权融资	-0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（偿还）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-30.91	-16.80	-9.79	-73.22	-109.44
计入循环贷款前融资活动	-31.03	-16.80	-9.79	-73.22	-109.44
循环贷款的增加(减少)	-435.29	12.60	600.00	100.00	200.00
融资活动现金流	**-497.23**	**-21.00**	**590.21**	**26.78**	**90.56**
现金净变动额	**-107.89**	**-40.37**	**569.30**	**-45.38**	**2.39**

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

免责条款：

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。