

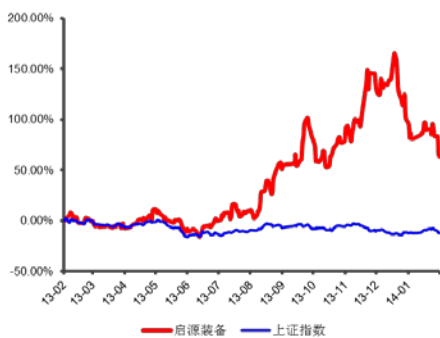
环保节能

2014年02月26日

启源装备（300140）业绩快报点评

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

2014/1/28 电子特种气体和脱硝催化剂仍是未来最大看点

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。

事件：公司公布 2013 年业绩快报，2013 年公司实现营业收入为 23,898.01 万元，同比增长 16.00%，四季度单季度实现营业收入 6285.55 万元，同比增长 35.62%，环比增长 14.66%；2013 年实现归属于上市公司股东的净利润 9,143,717.23 万元，同比下降 28.39%，下滑幅度较 2012 年有所放缓，实现每股收益为 0.07 元。

点评：

- **传统主营业务盈利能力继续下滑，下滑幅度较 12 年有所放缓。** 13 年公司收入主要来源于变压器专用设备和组件业务以及子公司江苏启源雷宇电气科技有限公司（简称“雷宇科技”）在 13 年实现并表，雷宇科技从事高压电气试验设备业务，对公司营业收入及利润总额贡献较大。但由于下游变压器行业仍然面临产能过剩，公司的传统变压器专用设备和组件业务继续下滑，但相对于 12 年的年报数据来看，13 年传统业务下滑幅度在逐步放缓（12 年净利润同比下滑 67.67%）。我们认为随着中小型变压器专用设备和组件的市场需求逐步回暖，14 年业务下滑放缓的趋势有望延续。同时雷宇科技 14 年将实现全年并表，将继续对公司传统业务带来重要贡献。
- **电子特种气体和脱硝催化剂业务仍是未来最大看点。** 我们在前期的报告中反复提到，公司前期布局的电子特种气体和脱硝催化剂业务在 14 年进入达产期，这两项业务将带来公司 14 年业绩的大幅增长，是未来一段时间的最大看点（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 0.07 元、0.6 元、0.9 元，对应 PE 分别为 249 倍、29 倍、19 倍。鉴于公司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：** 传统业务继续下滑的风险、项目进展不达预期的风险。

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	238.98	457.78	728.65	现金	526.47	486.10	330.00	250.00	220.00
YOY(%)	-5.1%	-28.2%	16.0%	91.6%	59.2%	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	167.56	288.91	455.45	应收款项净额	131.15	131.23	152.22	291.59	464.13
营业税金及附加	1.77	1.54	1.79	3.43	5.46	存货	86.63	84.08	93.20	161.12	257.01
销售费用	23.23	24.77	31.31	60.88	87.44	其他流动资产	25.35	20.01	23.21	44.46	70.77
占营业收入比(%)	8.1%	12.0%	13.1%	13.3%	12.0%	流动资产总额	769.60	721.42	1,315.27	1,480.64	1,777.31
管理费用	35.29	37.08	45.41	89.27	131.16	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%	19.0%	19.5%	18.0%	减:资产减值准备	1.72	1.00	1.98	2.23	2.32
EBIT	29.54	(6.12)	(7.57)	14.79	48.65	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)	(20.75)	(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%	-9.4%	-4.5%	-2.7%	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	67.20	95.20	固定资产总额	97.92	136.24	153.34	162.57	167.47
营业利润	37.98	4.60	10.43	97.24	157.35	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	19.81	106.62	166.73	其他长期资产	1.45	1.27	1.27	1.27	1.27
所得税	6.27	1.22	1.73	9.30	14.54	资产总额	880.85	871.09	1,481.55	1,655.67	1,956.75
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	18.09	97.32	152.20	应付款项	74.12	67.83	75.19	129.98	207.34
占营业收入比(%)	13.8%	6.2%	7.6%	21.3%	20.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.17)	0.00	9.00	24.69	42.91	其他流动负债	18.92	20.98	24.08	43.41	67.13
归属母公司净利润	39.67	12.77	9.09	72.63	109.29	流动负债	93.04	88.81	699.27	873.39	1,174.47
YOY(%)	-19.7%	-67.8%	-28.9%	699.5%	50.5%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.33	0.10	0.07	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	699.27	873.39	1,174.47
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%	16.0%	91.6%	59.2%	股东权益	787.82	782.28	782.28	782.28	782.28
营业利润	-21.4%	-87.9%	126.8%	832.1%	61.8%	负债和股东权益	880.86	871.09	1,481.55	1,655.67	1,956.75
净利润	-19.7%	-67.8%	-28.9%	699.5%	50.5%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	31.4%	28.0%	29.9%	36.9%	37.5%	税后利润	39.67	12.77	9.09	72.63	109.29
净利率(%)	13.8%	6.2%	7.6%	21.3%	20.9%	加:少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	5.0%	1.6%	1.2%	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%	0.6%	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	-21.88	-154.16	-193.58
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	1.12	-60.53	-58.79
速动比率	7.34	7.18	1.75	1.51	1.29	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	10.6%	10.2%	47.2%	52.8%	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%	16.1%	27.6%	37.2%	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	0.07	0.60	0.90	股利分配	-30.91	-16.80	-9.09	-72.63	-109.29
每股净资产	6.46	6.41	6.41	6.41	6.41	计入循环贷款前融资活动	-31.03	-16.80	-9.09	-72.63	-109.29
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	53.6	166.6	234.2	29.3	19.5	融资活动现金流	-497.23	-21.00	590.91	27.37	90.71
P/B	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	现金净变动额	-107.89	-40.37	560.53	-63.16	1.92

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。