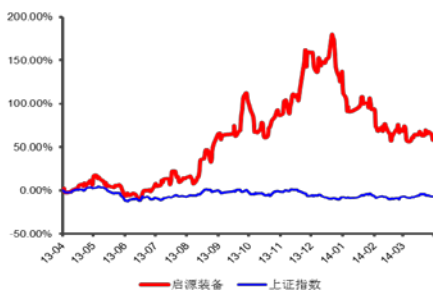


2014年04月23日

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

2014/1/28 电子特种气体和脱硝催化剂仍是未来最大看点

2014/2/27 传统业务下滑放缓，未来看电子气体和脱硝催化剂

2014/3/7 业绩符合前期判断，2014年进入转折期

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）2014年一季度报点评

事件：公司公布 2014 年一季度报告，一季度公司实现营业收入为 5755.76 万元，同比增长 73.34%，实现归属于上市公司股东的净利润 145.7 万元，同比下降 61.61%，实现 EPS 为 0.01 元。

点评：

- 一季度收入实现大幅增长，净利润因为利息收入减少出现下滑。14 年一季度公司收入同比实现了快速增长，主要来源于变压器专用设备 and 组件、高压测试设备等业务的贡献，公司所处的行业在经历了前期的调整后，14 年市场需求有一定的回暖，订单逐步趋好，公司的业务收入也实现了较快的增长，其中毛利水平较高的剪切设备一季度销量大幅增加；另外公司前期收购的雷宇科技并表后，给公司的收入和净利带来较大的贡献，其所从事的高电压试验设备业务上年一季度未产生收入，而在今年一季度公司业务拓展力度明显增大，随着高电压试验设备市场需求稳中有升，订单较上年同期明显提高，目前雷宇科技运行平稳，经营状况良好，未来将持续给公司带来业绩贡献。但公司一季度的净利润出现大幅下滑，主要原因是利息收入大幅减少，导致财务费用大幅增加，14 年一季度财务费用实现-302.87 万元，同比增加 823.38 万元，财务费用率实现-5.26%，同比提升 28.66 个百分点，财务费用的大幅提升对当期的净利润影响较大。
- 电子特种气体和脱硝催化剂项目下半年有望逐步投产，将给公司带来新的利润增长点。公司前期实施的电子特种气体和脱硝催化剂项目正在稳步进行。公司正在积极推动项目管理及建设工作，加快新项目建设进度，开发市场和客户资源。电子特种气体和脱硝催化剂新业务有望在 2014 年成为公司的业务增长亮点，推动业绩快速成长，同时也是公司加快产业结构调整、落实战略转型、尽快实现业绩提升的重要因素，仍然值得继续期待。

- **销售费用率和管理费用率有所下降。**一季度公司的管理费用实现1025.57万元，较去年同期增长13.36%，主要是管理规模扩大带来的费用增长，管理费用率为17.82%，较去年同比下降9.43个百分点，费用控制得力。销售费用实现522.33万元，同比增长0.71%。销售费用率实现9.07%，同比下降6.55个点，显示公司的销售费用的控制能力较强。
- **经营性现金流有一定的压力，继续关注后续的变化。**一季度经营性现金流量净额实现330.69万元，同比减少817.37万元，主要是收到的募集资金存款利息减少所致。投资活动现金流量净流出2475.59万元，比去年同期增加1462.41万元，主要是预付工程款及长期股权投资减少所致。
- **维持“推荐”评级。**由于电子特种气体和脱硝催化剂仍然处于建设期，我们暂且维持14、15、16年EPS分别为0.6元、0.9元、1.08元，对应PE分别为26倍、18倍、15倍。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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	206.02	238.98	438.66	720.92	1,113.36	现金	486.10	438.32	330.00	250.00	220.00
YOY(%)	-28.2%	16.0%	83.6%	64.3%	54.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	148.33	172.97	276.29	447.15	687.73	应收款项净额	131.23	165.44	303.67	499.08	770.75
营业税金及附加	1.54	1.95	3.29	5.41	8.35	存货	84.08	91.53	145.81	237.08	368.06
销售费用	24.77	25.94	57.46	86.51	128.04	其他流动资产	20.01	72.22	132.56	217.86	336.46
占营业收入比(%)	12.0%	10.9%	13.1%	12.0%	11.5%	流动资产总额	721.42	767.51	1,406.46	1,631.04	2,013.15
管理费用	37.08	41.11	81.15	129.77	194.84	固定资产净值	71.36	127.40	184.48	197.34	200.66
占营业收入比(%)	18.0%	17.2%	18.5%	18.0%	17.5%	减: 资产减值准备	1.00	5.61	8.12	8.69	8.84
EBIT	(6.12)	(5.40)	18.29	49.91	92.23	固定资产净额	70.36	121.79	176.36	188.65	191.83
财务费用	(11.29)	(20.99)	(19.41)	(18.75)	(17.00)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-5.5%	-8.8%	-4.4%	-2.6%	-1.5%	在建工程	65.88	56.63	12.26	4.96	3.76
资产减值损失	1.00	5.61	6.50	6.50	6.50	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(1.05)	67.20	95.20	100.80	固定资产总额	136.24	178.42	188.62	193.61	195.59
营业利润	4.60	11.35	98.40	157.36	203.53	无形资产	12.16	54.37	52.20	50.02	47.85
营业外净收入	9.38	3.78	9.38	9.38	9.38	长期股权投资	0.00	24.03	24.03	24.03	24.03
利润总额	13.99	15.13	107.78	166.74	212.91	其他长期资产	1.27	2.55	2.55	2.55	2.55
所得税	1.22	3.06	9.40	14.54	18.57	资产总额	871.09	1,026.88	1,673.86	1,901.25	2,283.16
所得税率(%)	8.7%	20.2%	8.7%	8.7%	8.7%	循环贷款	0.00	33.50	600.00	700.00	900.00
净利润	12.77	12.07	98.38	152.20	194.34	应付款项	67.83	82.08	130.75	212.60	330.06
占营业收入比(%)	6.2%	5.1%	22.4%	21.1%	17.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	2.92	24.70	42.90	62.42	其他流动负债	20.98	43.66	75.46	121.01	185.47
归属母公司净利润	12.77	9.14	73.68	109.30	131.92	流动负债	88.81	159.24	806.22	1,033.61	1,415.52
YOY(%)	-67.8%	-28.4%	706.1%	48.3%	20.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.10	0.07	0.60	0.90	1.08	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	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	88.81	159.24	806.22	1,033.61	1,415.52
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	-28.2%	16.0%	83.6%	64.3%	54.4%	股东权益	782.28	792.32	792.32	792.32	792.32
营业利润	-87.9%	146.7%	767.0%	59.9%	29.3%	负债和股东权益	871.09	951.56	1,598.54	1,825.93	2,207.84
净利润	-67.8%	-28.4%	706.1%	48.3%	20.7%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	28.0%	27.6%	37.0%	38.0%	38.2%	税后利润	12.77	9.14	73.68	109.30	131.92
净利率(%)	6.2%	5.1%	22.4%	21.1%	17.5%	加: 少数股东损益	0.00	2.88	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	1.6%	1.2%	9.3%	13.8%	16.7%	公允价值变动	1.00	5.61	6.50	6.50	6.50
ROA(%)	1.5%	0.9%	4.4%	5.7%	5.8%	折旧和摊销	5.56	9.54	14.46	20.12	23.55
偿债能力						营运资金的变动	3.04	-53.61	-169.86	-244.02	-339.19
流动比率	8.12	4.82	1.74	1.58	1.42	经营活动现金流	22.37	-26.44	-75.22	-108.09	-177.22
速动比率	7.18	4.25	1.56	1.35	1.16	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	10.2%	15.5%	48.2%	54.4%	62.0%	长期股权投资	0.00	-24.03	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-48.31	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	23.7%	23.3%	26.2%	37.9%	48.8%	投资活动现金流	0.00	-72.34	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	232.50	252.68	252.68	252.68	252.68	股权融资	-0.30	19.99	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	212.04	199.11	199.11	199.11	199.11	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	0.10	0.07	0.60	0.90	1.08	股利分配	-16.80	-0.13	-73.68	-109.30	-131.92
每股净资产	6.41	6.49	6.49	6.49	6.49	计入循环贷款前融资活动	-17.10	19.86	-73.68	-109.30	-131.92
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-28.84	31.27	566.50	100.00	200.00
P/E	152.4	212.9	26.4	17.8	14.8	融资活动现金流	-62.74	51.00	492.82	-9.30	68.08
P/B	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	现金净变动额	-40.37	-47.78	386.10	-147.40	-139.15

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: 0510-8283337

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。