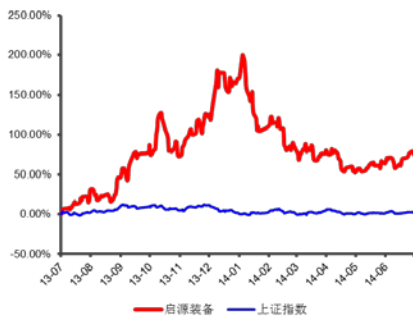


环保节能

2014年8月8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 深度报告：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
- 2014/4/24 期待公司结构转型带来新的增长点
- 2014/7/10 业务转型仍然需要时间

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年半年报点评

事件：公司公布 2014 年半年度报告，上半年实现营业收入 12029.41 万元，同比增长 1.36%，归属于上市公司股东的净利润 257.91 万元，比上年同期下降幅度为 66.63%，实现 EPS 为 0.02 元，业绩反转的时间仍然需要等待。

点评：

- **半年度业绩仍然同比下滑，业绩的反转仍然需要时间。**从上半年主营的业务发展情况来看，变压器专用设备、蓄电池专用设备、高压测试设备等业务稳定增长，受行业回暖的影响，主营业务总体收益较上年同期稳中略升。从分项业务来看，变压器专用设备业务实现收入 4484.43 万元，同比增长 5.61%，蓄电池专用设备实现收入 361.97 万元，同比增长 670%，高电压试验设备实现收入 3572.46 万元，同比增长 75.62%，子公司江苏启源雷宇电气科技有限公司市场需求稳定，经营良好，对公司利润的贡献同比有所增长。变压器组件业务有所下滑，收入实现 2193.23 万元，同比下降 49.62%。随着公司新产品的投入和雷宇电气的稳定增长，公司传统业务有望逐步走出低谷。为了公司的战略转型，公司积极引进电子特种气体和脱硝催化剂项目，将成为公司未来的主要看点，但转型的时间仍然需要等待，上半年并没有实现业务收入。目前启源领先电子材料项目生产类设备及辅助设备大部分已经采购，10T 锗烷设备已经安装完成，30T 磷烷、砷烷设备陆续到货安装，目前正办理相关行政许可；启源大荣环保（一期）项目全部设备均已到货，正在进行安装调试，生产所需原材料等物资已完成采购。随着电子材料和催化剂项目的稳步推进，后续的业绩反转仍然值得继续期待。
- **销售费用率和管理费用率有所下降，财务费用率有所上升。**上半年公司的管理费用实现 1886.91 万元，较去年同期下降 0.39%，管理费用率为 15.3%，较去年同比下降 0.32 个百分点，略呈下降

趋势。销售费用实现 1125.38 万元，同比下降 14.94%。销售费用率实现 9.13%，同比下降 1.78 个点，显示公司的管理费用和销售费用的控制能力较强。财务费用同比增加 777.45 万元，财务费用率实现-3.69%，较去年同期提升 6.47 个百分点，主要是公司募集资金利息收入减少所致。

- **经营性现金流存在一定的压力，继续关注后续的变化。**上半年经营性现金流量净额实现-108.52 万元，较去年同期净流出 329.26 万元，主要收到的存款利息减少所致。从应收账款的情况看，13 年应收账款 14641 万元，较年初增加 2201 万元，增长 17.69%，后续需要继续关注应收账款变化。投资活动现金流量净流出 6040.99 万元，较去年同期流出 1149.06 万元，主要是因为公司的对外投资增加所致。筹资活动现金流量净额-1318.4 万元，较去年同期流出 631.6 万元，主要是公司向股东支付现金分红 1220 万元所致。
- **维持“推荐”评级。**我们维持 14、15、16 年 EPS 分别为 0.38 元、0.78 元、1.08 元，对应 PE 分别为 49 倍、24 倍、17 倍。由于下半年电子气体项目和脱硝催化剂项目将继续推动，有望进入投产期，所以我们继续维持“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)	37.00	80.00	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	68.20	142.16	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	77.58	151.54	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	6.76	13.21	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	70.81	138.33	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%	16.1%	19.2%	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	46.11	95.43	131.92	流动负债	88.81	159.24	806.22	1,033.61	1,415.52
YOY(%)	-67.8%	-28.4%	404.5%	106.9%	38.2%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.10	0.07	0.38	0.78	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%	500.9%	108.5%	43.2%	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%	404.5%	106.9%	38.2%						
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	46.11	95.43	131.92
净利率(%)	6.2%	5.1%	16.1%	19.2%	17.5%	加: 少数股东损益	0.00	2.88	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	1.6%	1.2%	5.8%	12.0%	16.7%	公允价值变动	1.00	5.61	6.50	6.50	6.50
ROA(%)	1.5%	0.9%	2.8%	5.0%	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	-102.79	-121.97	-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	0.38	0.78	1.08	股利分配	-16.80	-0.13	-46.11	-95.43	-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	-46.11	-95.43	-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	177.9	248.5	49.3	23.8	17.2	融资活动现金流	-62.74	51.00	520.39	4.57	68.08
P/B	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	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: 0510-82833337

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。