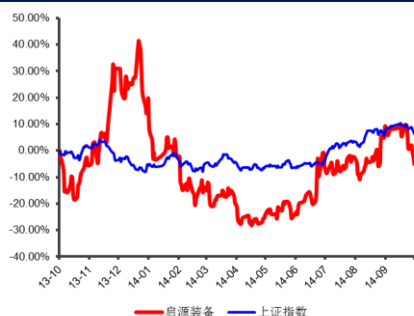


环保节能

2014年10月24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
- 2014/8/22 继续关注电子材料和催化剂的项目进展

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年三季度报点评

事件：公司公布2014年三季度报告，前三季度实现营业收入18980万元，同比增长7.76%，归属于上市公司股东的净利润439.7万元，比上年同期下降幅度为49.56%，实现EPS为0.036元，业绩符合我们前期的判断。

点评：

- ▶ 三季度业绩符合我们前期的判断，业绩的反转仍然需要时间。从前三季度主营的业务发展情况来看，主营业务电工专用装备总体经营情况好转，效益较上年同期增长；蓄电池装备业务经过前期培育，行业知名度逐步树立，业绩有所释放；子公司江苏启源雷宇电气科技有限公司对公司利润的贡献同比增幅较大，前三季度实现营业收入6650.87万元，比上年同期增长21.33%，归属于上市公司普通股股东净利润181.79万元，比上年同期增长83.66%。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，前三季度并没有实现业务收入。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，目前正办理相关行政许可，前三季度尚未投产。后续需要继续关注项目的进展，未来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。前三季度公司的管理费用实现2986万元，较去年同期增长5.04%，管理费用率为15.73%，较去年同比下降0.41个百分点，略呈下降趋势。销售费用实现1699万元，同比下降14.98%。销售费用率实现8.95%，同比下降2.39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923万元，财务费用率实现-3.23%，较去年同期提升5.49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。**前三季度经营性现金流量净额实现 1117.91 万元，较去年同期净流入 977.82 万元，主要是启源雷宇的收款增加所致。从应收账款的情况看，前三季度应收账款 15462.72 万元，较年初增加 3023 万元，增长 24.3%，增幅较快，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 7031.24 万元，较去年同期流出 658.95 万元，主要是因为支付了启源大荣的投资款所致。筹资活动现金流量净额-2258.6 万元，较去年同期流出 4257.34 万元，主要是因为去年同期包含了子公司启源雷宇吸收少数股东现金投入；本期实施了 2013 年度利润分配方案，上年同期未进行利润分配。
- **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 51 倍、25 倍、18 倍。由于后续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						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		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	184.4	257.6	51.1	24.7	17.8	融资活动现金流	-62.74	51.00	520.39	4.57	68.08
P/B	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	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。