

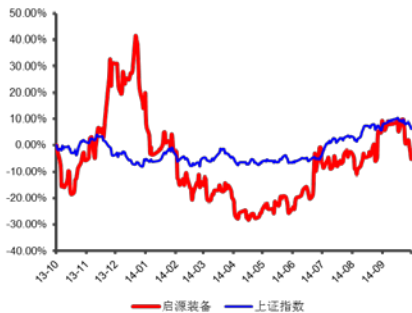
环保节能

2015年02月15日

启源装备（300140）临时公告点评

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 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
- 2014/3/7 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
- 2014/10/28 业绩符合前期判断，关注项目进展

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。

事件：公司公告：公司与中节能六合天融环保科技有限公司（以下简称“六合天融”）全体股东于2015年2月12日签署的《发行股份购买资产协议》，公司拟向六合天融全体股东以非公开发行的方式购买其持有的六合天融100%的股权，本次标的资产的预估值为9.36亿元，发行价格为18.03元/股，发行股份5191.35万股，发行后股本17391.35万股。

主要投资看点：

- 公司作为中节能的环保平台公司，定位明确，平台整合拉开序幕。目前中节能旗下有三家A股上市公司，分别是节能风电、烟台万润和启源装备，公司此次通过发行股份购买资产的方式吸收中节能旗下的环保资产意义重大，完成后中节能间接持股46.4%，仍为公司实际控制人。公司作为中节能旗下的环保整合平台，定位已经非常明确，未来的平台整合将逐步拉开帷幕。中节能以节能产业、环保产业、清洁能源产业、资源循环利用产业为主要方向，以节能环保综合服务为能力支撑（即“4+1”主业发展战略），围绕上市企业对主营业务进行资源整合，做大做强并突出大气环境治理主业，实现大气环境治理主营业务的资本化运作。此次吸收合并是中节能对环保资产资本化运作的重要体现。中节能旗下拥有大量资产，涉及大气处理、水处理、固废处置、新材料、环境监测等相关的资产，未来较长一段时间的平台资源整合仍然值得继续期待。
- 六合天融在环保工程承包领域资源丰富，整合效应将逐步凸显。此次整合的六合天融主要以烟气脱硫脱硝治理、环境能效信息监测及大数据应用为主要业务，其主营业务收入来源为脱硫脱硝工程相关收入，在环保工程承包领域资源丰富。此次收购六合天融，将有利于公司借助其现有优质资源，快速提高脱硝业务发展方面的工程集成研发能力，并帮助公司快速实现脱硝催化剂销售，有

利于公司实现向大气环境治理行业拓展的战略转型。根据预案披露，截止到 2015 年 1 月，六合天融尚未完整执行的在手订单的剩余收入预计为 5.63 亿元，将保证后续的业绩增长，预计 2015、2016、2017 年六合天融的收入分别为 11.63 亿元、12.35 亿元、13.06 亿元，分别同比增长 6.16%、5.78%、5.83%，净利润分别实现 8000 万元、9000 万元、1 亿元，对于公司目前的净利润水平将带来非常大的业绩弹性。

- **收购六合天融将大大提升公司脱硝催化剂业务的盈利能力。**公司自身的波纹式脱硝催化剂项目已经于 2014 年 10 月投产，目前进展顺利，15 年有望实现 9000 立方米的产品生产和销售，按照价格 3 万元/立方米计算，可以实现收入 2.7 亿元，净利率按照 12% 计算，实现净利润 3240 万，归属于上市公司股东净利润大约在 1555 万元。目前脱硝催化剂市场的下游需求更新换代旺盛，更新需求在每年 30 万立方米左右，公司通过收购六合天融可以依托六合天融的客户资源实现催化剂产品的快速渗透。由于六合天融之前主要是以工程承包为主，催化剂大多依赖外包，所以毛利率水平相对于其他可比公司较低，整合后可以填补六合天融的产品线，降低生产成本，从而逐步提升总体的盈利能力。另外公司的波纹式催化剂原材料主要是玻璃纤维和钛白粉，主要靠进口，成本较高，目前公司正在洽谈国内的原材料供应商，如果能转移到国内采购，将快速降低生产成本，大大提升盈利能力。
- **未来电子气体项目投产后将再添业绩新动力，值得继续期待。**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，今年有望进入试生产阶段，16 年将逐步盈利，该项目拥有较高的毛利和净利水平，一旦该项目达产，对公司的盈利贡献将非常大，是公司未来长期的业绩新动力。
- **维持“推荐”评级。**考虑并表及股本摊薄因素，我们给予 14、15、16 年 EPS 分别为 0.05 元、0.58 元、0.75 元，公司作为中节能的环保平台公司，目前的价格和市值拥有较大的吸引力。随着后续国企改革持续推进、大股东中节能资本运作的开始以及基本面的明显好转，公司将面临较大的投资机会，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，收购进展不达预期的风险。

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。