转型打开新的成长空间

启源装备 (300140.SZ)

分析师：马光耀
执业证书编号：S0050514110001
Tel：010-59355810
Email：magy@chinans.com.cn
分析师：李晶
执业证书编号：S0050510120015
Tel：010-59355904
Email：lijing@chinans.com.cn

投资要点：

- 启源装备发布 2014 年年度报告，报告期公司实现营业收入 2.67 亿元，同比增长 11.92%。实现归属净利润 850 万元，同比减少 7.05%，实现扣非后归属净利润 556 万元，同比减少 4.6%。
- 公司主营变压器专用装备收入保持平稳，高压电气试验设备同比增长幅度较大，蓄电池专用设备增速较快，不过目前占公司业务占比仍较小。。主营业务板块对公司利润形成有力支撑，营业利润增长 22.87%。
- 主营脱硝催化剂的启源大荣纳入并表，2014 年尚未贡献收益。启源大荣于 2014 年 10 月 31 日投产，脱硝催化剂实现营业收入 680 万元。
- 发行 5191.35 万股收购六合天融 100%股权，收购完成后中节能持股公司 46.4%股权。根据六合天融业绩承诺，15-17 年分别实现净利润不低于 8000 万元，9000 万元和 1 亿元，将大大增强公司盈利能力。六合天融主营业务为脱硫脱硝工程，涉及脱硫脱硝工程，环境监测等业务。收购六合天融协同效应明显，将带动公司脱硝催化剂的销售以及大幅降低六合天融脱硝工程成本，加快六合天融在利润丰厚的脱硝运营市场的布局。
- 中节能是国内唯一一家以节能环保为主营业务的央企，也是央企改革六批试点企业之一，未来注入预期强烈。。收购六合天融后，启源装备作为中节能环保整合平台，中节能旗下大气处理、水处理、固废处置、新材料、环境监测等相关资产未来进一步注入预期强烈 。

投资建议：我们预计公司 15-17 年净利润分别为 1.23,1.66 和 2.05 亿元，摊薄后年 EPS 分别为 0.71,0.95 和 1.18 元。随着国企改革 15 年的大力推进，公司作为中节能环保平台资产注入预期强烈，给予“增持”评级。

- 风险提示：收购进展不达预期，传统业务进展低于预期。

公司财务数据及预测

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	267	1,337	1,712	2,191
增长率(%)	11.92%	400.00%	28.00%	28.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	8	123	166	205
增长率(%)	-7.05%	1352.01%	34.53%	23.21%
毛利率%	30.63%	30.00%	30.00%	29.00%
净资产收益率(%)	1.08%	13.52%	15.39%	15.94%
EPS(元)	0.07	1.01	1.36	1.68
P/E(倍)	518.19	35.69	26.53	21.53
P/B(倍)	5.58	4.82	4.08	3.43

数据来源：民族证券

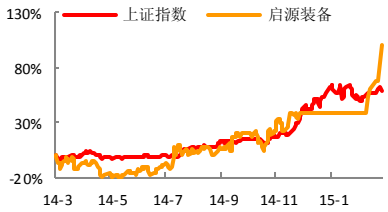
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	

市场数据

市价(元)	36.1
上市的流通 A 股(亿股)	1.15
总股本(亿股)	1.22
52 周股价最高最低(元)	38.55-14.17
上证指数/深证成指	3279.53/ 11655.08
2014 年股息率	0.4%

52 周相对市场表现



相关研究

财务预测

资产负债表				
单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	619	841	1,089	1,380
现金	299	340	553	812
应收账款	205	300	310	320
其它应收款	7	7	7	7
预付账款	6	30	35	38
存货	87	150	170	190
其他	14	14	14	14
非流动资产	463	431	399	367
长期投资	23	23	23	23
固定资产	250	307	284	262
无形资产	73	64	55	46
其他	117	37	37	37
资产总计	1,081	1,272	1,488	1,747
流动负债	157	185	190	195
短期借款	7	0	0	0
应付账款	108	130	135	140
其他	43	55	55	55
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	158	185	190	195
少数股东权益	134	174	219	269
股本	122	122	122	122
资本公积金	498	498	498	498
留存收益	170	293	459	664
归属母公司股东权益	789	913	1,079	1,283
负债和股东权益	1,081	1,272	1,488	1,747

现金流量表				
单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-7	42	203	243
净利润	15	163	211	255
折旧摊销	17	28	28	28
财务费用	-12	-7	-10	-15
投资损失（收益前加-	1	0	0	0
营运资金净变动（增加	46	-158	-34	-33
其它	-74	15	8	9
投资活动现金流	-104	-1	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-104	-1	0	0
筹资活动现金流	-16	0	10	15
短期借款	-27	-7	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	10	7	10	15
现金净增加额	-128	41	213	259

利润表				
单位：百万元	267	1,337	1,712	2,191
营业收入	186	936	1,198	1,556
营业成本	2	10	13	17
营业税金及附加	27	67	86	110
营业费用	45	134	171	219
管理费用	-12	-6	-9	-13
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	14	192	248	299
营业利润	3	0	0	0
营业外收支				
利润总额	17	192	248	299
所得税	3	29	37	45
净利润	15	163	211	255
少数股东损益	6	40	45	50
归属母公司净利润	8	123	166	205
EBITDA	22	213	266	312
EPS（元）	0.07	1.01	1.36	1.68

主要财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	11.92%	400.00%	28.00%	28.00%
营业利润	22.87%	1278.45%	29.14%	20.63%
归属母公司净利润	-7.05%	1352.01%	34.53%	23.21%
获利能力				
毛利率	30.6%	30.0%	30.0%	29.0%
净利率	5.5%	12.2%	12.3%	11.6%
ROE	1.1%	13.5%	15.4%	15.9%
ROIC	0.3%	24.9%	26.6%	31.7%
偿债能力				
资产负债率	14.63%	14.55%	12.77%	11.16%
净负债比率	0	0	0	0
流动比率	3.94	4.55	5.73	7.08
速动比率	3.29	3.66	4.76	6.03
营运能力				
总资产周转率	0.25	1.05	1.15	1.25
应收帐款周转率	1.30	4.46	5.52	6.85
存货周转率	2.13	6.24	7.05	8.19
每股指标(元)				
每股收益	0.07	1.01	1.36	1.68
每股经营现金	-0.06	0.34	1.66	1.99
每股净资产	6.47	7.48	8.84	10.52
估值比率				
P/E	518.19	35.69	26.53	21.53
P/B	5.58	4.82	4.08	3.43
EV/EBITDA	193.84	19.94	15.35	12.44

数据来源：贝格数据，民族证券

分析师简介

马光耀，北京有色金属研究总院材料学硕士，2012 年加入中国民族证券，从事电力设备及新能源行业研究。

李晶，管理学硕士，具有证券行业投资咨询业务执业资格，四年证券行业从业经历。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)