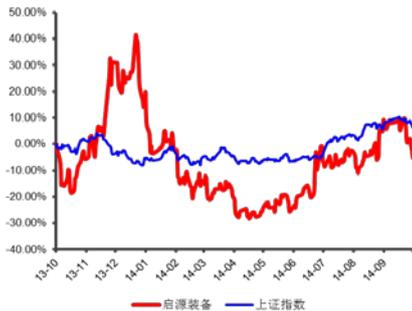


2015年3月5日

启源装备(300140)2014年年报点评

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
- 2014/2/27 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
- 2015/2/25 逻辑逐步兑现, 市值提升空间巨大

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: 公司公布 2014 年度报告, 实现营业收入 26747.41 万元, 比上年同期增长 11.92%; 比上年同期增长 13.36%, 实现归属于上市公司普通股股东的净利润 849.92 万元, 比上年同期下降 7.05%。实现 EPS 为 0.0697 元, 同时公布 2015 年一季报预告, 归属于上市公司股东的净利润 0-100 万元, 比上年同期下降 31.37%-100%, 业绩符合我们前期的判断。

点评:

- 业绩符合我们前期的判断, 高压测试设备和蓄电池业务实现了快速增长。从 14 年和 15 年一季度的主营的业务发展情况来看, 公司围绕电工专用装备、高电压试验设备、蓄电池专用装备、脱硝催化剂产品等开展业务, 从分项业务看, 变压器专用设备及组件业务实现收入 1.52 亿元, 同比下降 3.22%, 蓄电池业务实现 701.24 万元, 同比增长 27.3%, 实现了量的突破, 高电压试验行业实现收入 8552.47 万元, 同比增长 54.41%, 也在快速提升, 脱硝催化剂业务实现收入 680.34 万元, 由于 14 年 10 月才投入生产, 所以实现了零的突破, 15 年脱硝催化剂的量也将有快速的增长。随着公司新产品的投入和传统业务的稳定增长, 公司有望逐步走出低谷, 进入稳健增长期。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。启源领先电子材料项目建设尚未结束, 后续需要继续关注项目的进展。另外从费用的情况来看, 销售费用、管理费用分别增长 5.25%、9.09%, 销售费用率和管理费用率分别下降 0.64、0.43 个百分点, 显示费用的控制较好, 费用的控制力度较好。
- 公司作为中节能的环保平台公司定位明确, 小市值拥有大平台。公司前期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六合天融意义重大, 明确了公司作为中节能的环保平台定位。

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。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。

- **公司依托六合天融的注入开启 PPP 模式发展新阶段，将跃升为具备较强竞争力的环境工程总包商。**公司大股东中节能旗下覆盖环保产业非常丰富，涉及到大气治理、工业废气处置、城市供水、污水处理、固废处置、重金属污染检测、环境监测等业务，并且已与地方政府签署战略合作协议，以地方政府为客户，提供全面的环境治理方案，公司将有望跃升为具备较强竞争力的环境工程总包商，将充分受益。目前政府明确要求推进在城市供水、污水处理、垃圾处理等领域的 PPP 项目合作，实现盈利新模式。随着政府对 PPP 模式的不断推进，公司将迎来较大的发展空间。
- **公司全资子公司六合天融未来将是 PM2.5 成分分析和监测标准的制定者。**公司的全资子公司六合天融承担了国家级的“大气细颗粒物化学成分在线监测设备研制与应用规范”项目，其 PM2.5 成分监测设备已经完成原型机。自主研发的油烟监测仪和 PM2.5 监测仪也已经入选北京市科委《北京地区大气污染防治技术和产品目录》。由于目前 PM2.5 成分监测设备大都依赖进口，标准不一，来自不同国家，价格昂贵，不能进行直接的对比分析。六合天融作为标准的制定者和样机的研发者，未来将触接监测大数据，拥抱物联网，带来 PM2.5 成分分析和监测的国产化，未来的发展空间值得期待。
- **维持“推荐”评级。**我们给予 15、16、17 年 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元、0.99 元，对应 PE 分别为 65 倍、51 倍、38 倍。我们看好公司的未来长期发展空间，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					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	238.98	267.47	1,880.32	2,540.25	3,257.70	现金	438.32	310.42	330.00	250.00	220.00
YOY(%)	16.0%	11.9%	603.0%	35.1%	28.2%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	172.97	185.56	1,477.27	1,933.36	2,482.04	应收款项净额	165.44	212.40	1,493.17	2,017.23	2,586.96
营业税金及附加	1.95	2.05	14.10	19.05	24.43	存货	91.53	87.29	721.01	943.85	1,213.92
销售费用	25.94	27.30	94.02	121.93	146.60	其他流动资产	72.22	23.70	166.61	225.09	288.66
占营业收入比(%)	10.9%	10.2%	5.0%	4.8%	4.5%	流动资产总额	767.51	633.81	2,710.80	3,436.17	4,309.54
管理费用	41.11	44.85	156.07	208.30	263.87	固定资产净值	127.40	253.91	311.69	283.50	222.66
占营业收入比(%)	17.2%	16.8%	8.3%	8.2%	8.1%	减: 资产减值准备	5.61	4.32	5.30	4.82	3.79
EBIT	(5.40)	0.56	135.93	254.66	337.82	固定资产净额	121.79	249.59	306.39	278.68	218.88
财务费用	(20.99)	(11.84)	(8.80)	20.17	22.06	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-8.8%	-4.4%	-0.5%	0.8%	0.7%	在建工程	56.63	79.83	14.80	4.38	3.03
资产减值损失	5.61	4.32	17.00	40.00	60.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.05)	(1.30)	0.00	0.00	10.00	固定资产总额	178.42	329.42	321.18	283.06	221.91
营业利润	11.35	13.95	127.72	194.49	265.76	无形资产	54.37	73.44	70.50	67.56	64.63
营业外净收入	3.78	3.20	9.38	9.38	9.38	长期股权投资	24.03	22.73	22.73	22.73	22.73
利润总额	15.13	17.15	137.10	203.87	275.14	其他长期资产	2.55	39.77	39.77	39.77	39.77
所得税	3.06	2.57	20.57	30.58	41.27	资产总额	1,026.88	1,099.17	3,164.99	3,849.29	4,658.58
所得税率(%)	20.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	33.50	6.89	953.16	1,236.70	1,565.13
净利润	12.07	14.58	116.54	173.29	233.87	应付款项	82.08	107.61	888.86	1,163.57	1,496.50
占营业收入比(%)	5.1%	5.5%	6.2%	6.8%	7.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	2.92	6.08	16.00	42.90	62.42	其他流动负债	43.66	56.75	390.26	511.53	654.66
归属母公司净利润	9.14	8.50	100.54	130.39	171.45	流动负债	159.24	171.25	2,232.28	2,911.79	3,716.29
YOY(%)	-28.4%	-7.0%	1082.8%	29.7%	31.5%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.07	0.07	0.58	0.75	0.99	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	4.79	9.58	14.37	19.16
主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	负债总额	159.24	176.04	2,241.86	2,926.16	3,735.45
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	16.0%	11.9%	603.0%	35.1%	28.2%	股东权益	792.32	789.41	789.41	789.41	789.41
营业利润	146.7%	22.9%	815.6%	52.3%	36.6%	负债和股东权益	951.56	965.45	3,031.27	3,715.57	4,524.86
净利润	-28.4%	-7.0%	1082.8%	29.7%	31.5%						
获利能力						现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
毛利率(%)	27.6%	30.6%	21.4%	23.9%	23.8%	税后利润	9.14	8.50	100.54	130.39	171.45
净利率(%)	5.1%	5.5%	6.2%	6.8%	7.2%	加: 少数股东损益	2.88	-2.88	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	1.2%	1.1%	12.7%	16.5%	21.7%	公允价值变动	5.61	4.32	17.00	40.00	60.00
ROA(%)	0.9%	0.8%	3.2%	3.4%	3.7%	折旧和摊销	9.54	16.84	24.69	31.54	35.13
偿债能力						营运资金的变动	-53.61	10.70	-936.88	-405.09	-423.55
流动比率	4.82	3.70	1.21	1.18	1.16	经营活动现金流	-26.44	37.48	-794.65	-203.15	-156.98
速动比率	4.25	3.19	0.89	0.86	0.83	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	15.5%	16.0%	70.8%	76.0%	80.2%	长期股权投资	-24.03	1.30	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-155.08	-31.50	-30.00	-30.00
总资产周转率	23.3%	24.3%	59.4%	66.0%	69.9%	投资活动现金流	-24.03	-153.78	-31.50	-30.00	-30.00
应收账款周转天数	252.68	289.85	289.85	289.85	289.85	股权融资	-0.37	22.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	199.11	179.07	179.07	179.07	179.07	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	0.07	0.07	0.58	0.75	0.99	股利分配	-0.13	-12.53	-100.54	-130.39	-171.45
每股净资产	6.49	6.47	4.54	4.54	4.54	计入循环贷款前融资活	-0.50	9.47	-100.54	-130.39	-171.45
估值比率						循环贷款的增加(减少)	3.32	-8.54	946.27	283.55	328.42
P/E	507.9	546.1	65.8	50.8	38.6	融资活动现金流	2.69	-11.60	845.73	153.15	156.98
P/B	5.9	5.9	8.4	8.4	8.4	现金净变动额	-47.78	-127.90	19.58	-80.00	-30.00

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。