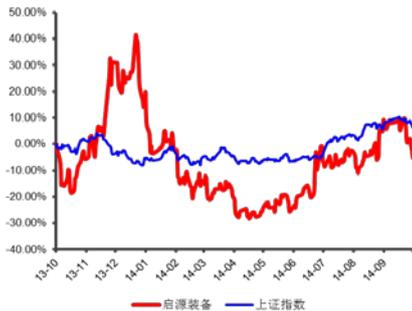


2015年6月25日

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
- 2014/2/27 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
- 2014/7/10 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
- 2015/4/24 未来看点在平台价值和环保 PPP

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：公司公告发行股份购买资产之重大资产重组暨关联交易报告书(草案)，同时对重组方案进行了重大修订：原方案六合天融在利润补偿期间累计实现的净利润数超额完成部分 100% 补偿给六合天融，新方案改为超额完成部分 50% 赋予六合天融，50% 赋予公司。

点评：

- 我们认为此次修订意义重大，值得高度重视。此次重组方案修订将超出承诺的部分进行新老股东共享，充分照顾了公司原股东利益，体现了公司呵护中小投资者，保护中小股东利益，是更加市场化的结果，可以说向市场化迈进了一大步，是公司更加贴近市场，贴近投资者的表现，是更愿意倾听市场的声音，管理和运行机制灵活的体现。虽然公司作为国有企业，但公司的管理机制和组织架构逐步趋向于灵活，一定程度上也体现了国企改革思路和方式。公司此次通过收购六合天融的股权，通过增发有效的实现了管理层的激励和持股，持股比例达 13.44%，可以说开启了国企改革的序幕，未来将朝着高管选聘、薪酬管理和激励以及混合所有制等方向发展，将会逐步落实中节能在央企改革领域的试点内容。此次通过增发和超出承诺部分的新老股东共享机制，实现了新老股东和管理层利益的高度统一，有利于激发管理层的积极性，大大保护了各股东利益，有利于推动项目进展和业绩兑现，是管理体制积极改进的表现，是值得继续买入并持有的优质品种。
- 维持“推荐”评级。考虑摊薄因素，我们维持 15、16、17 年 EPS 分别为 0.29 元、0.37 元、0.49 元，考虑到公司未来业绩增长越快，超额部分补偿越多，股东、管理层有充足的动力去开拓业务，推动业绩高速增长，作为中节能旗下唯一的环保整合平台，目前的市值仍然偏小，弹性巨大，继续推荐。
- 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	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	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)	0.03	0.02	0.29	0.37	0.49	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	0.03	0.02	0.29	0.37	0.49	股利分配	-0.13	-12.53	-100.54	-130.39	-171.45
每股净资产	2.27	2.27	2.27	2.27	2.27	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	2,286.8	2,458.9	207.9	160.3	121.9	融资活动现金流	2.69	-11.60	845.73	153.15	156.98
P/B	26.4	26.5	26.5	26.5	26.5	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。