



东兴证券
DONGXING SECURITIES

低氮燃烧器明年爆发，余热利用开辟新天地

——龙源技术（300105）调研快报

2011年11月18日

强烈推荐/首次

龙源技术

调研快报

王明德

执业证书编号 S1480511100001

联系人 弓永峰

010-66554025

gongyf@dxzq.net.cn

事件：

近日我到龙源技术进行了实地调研，和董秘郝欣冬等公司高层以及就当前脱硫脱硝形势和公司双尺度低氮燃烧器以及余热利用项目进行了深入的交流和沟通。

观点：

1. 双尺度低氮燃烧器未来将会持续爆发式增长。

公司低氮燃烧系统未来3年将会有爆发式增长。目前国家已经颁布了更为严格的NO_x排放标准，要求2012年1月1日起，新上机组排放在100mg/m³以下（以NO₂计，下同），已运行机组到14年7月1日达到100mg/m³以下。根据相关测算，未来3年内，国内五大发电集团按计划需要进行脱硝技改的机组大约有小2000台，市场规模达到200亿以上（按照改造低氮指标和机组大小，60万千瓦机组约2000万元，30万千瓦机组约1000万左右，此处以30万机组保守假设），而龙源技术所述的国电系统内，也有大约小200台的机组需要进行技改，对应市场规模约20亿元以上。由于低氮燃烧系统的技术改造只能在每年的春季和秋季电厂检修期进行，所以总体规划上，未来3年平均年均需要改造400多台机组，国电系统内年均大约有50-60台机组需要。对于龙源技术而言，其双尺度低氮燃烧器目前国电系统内和系统外所占的比重大约为5:5开，公司未来会积极和系统外相关企业联手合作，共同取得双赢格局。

随着国家0.012元/度的脱硝电价的推出，企业未来将有更大动力去做脱硝技改，但是考虑到国家政策时间期限和每年技改时间限制，火电企业不可能全部等到14年最后期限再去做脱硝改造。另外，由于技改时间上的限制，火电企业不可能在春秋检修以外时间冒着巨大损失进行技改，换句话说，在技改时间有限且未来脱硝目标明确的情况下，火电企业在未来三年将会积极有序的进行技改，目前我们从业内了解情况是各个火电企业基本12-14年3年按照每年占约30%-40%左右的改造速度进行技改。

从技改成本方面考虑，环保部和各个火电集团很可能会以各个发电企业未来3年NO_x的减少比率为优先考核指标，以NO_x的100mg/m³排放标准最为第二考核指标或者后期考核指标。这对企业来说，考虑到未来脱硝电价的补助远不足以涵盖后端脱硝昂贵的装备投入（为双尺度低氮燃烧器的2倍）和运行成本（为双尺度低氮燃烧器的20倍），将会优先考虑上前段双尺度低氮燃烧器项目，这也是我们看好公司的主要原因之一。

我们预计公司11-12年双尺度低氮燃烧器机组改造为55台和110台（以30万千瓦机组计算），对应销售收入为5.4亿元和1.1亿元左右，利润约1.07亿元和1.9亿元，增厚EPS约为0.68元和1.19元，成为公司核心利润来源。

2. 等离子点火器未来将有一段持续增长。

等离子点火器目前看来已经成为新建电厂的主流点火方式，且无油电厂的建设将会增加对等离子点火器的需求量。一般来讲，无油电厂的等离子点火装置要装两层，每层 4 个或者 6 个，这样无油电厂的等离子点火装置一套就要 8 个或者 12 个，一套机组的等离子点火装置售价达到 600-700 万元，有的甚至达到 1000 多万元。虽然未来火电机组的建设加速度会下来，但是在一定时期火电建设还会继续，加之原有机组的改造，未来对等离子点火器的需求还会持续一段时间，对公司业绩会有持续支撑。

我们预计公司 11-12 年等离子点火器销售套数（统一折算后计）为 60 套和 56 套，销售收入为 2.07 亿元和 1.8 亿元，净利润为 4900 万元和 4000 万元，增厚 EPS 为 0.31 元和 0.25 元。

3. “等离子点火器+双尺度双尺度低氮燃烧器”综合系统将会成为公司崭新增长点。

公司原来的双尺度低氮燃烧器为双尺度的燃烧器，目前公司已经开发出等离子点火器和双尺度双尺度低氮燃烧器的一体化产品。该产品可以极大的降低 NO_x 的生成量，在某电厂上使用已经达到 $130\text{mg}/\text{m}^3$ 以下，在一些煤种上已经可以达到 $100\text{mg}/\text{m}^3$ 以下，已经可以在不加后端 SCR 脱硝的情况下，满足国家排放要求。公司明年将会积极推广该组合技术产品，成为公司新的亮点。

目前双尺度双尺度低氮燃烧器工程售价约为 1000 万元/套，如果结合等离子点火器进行整合成一体化产品，工程售价将达到 2000 万元/套，总造价比双尺度低氮燃烧器+SCR 成本要有优势，同时前者运行成本要低于后者，未来如果能做到 NO_x 排放低于 $100\text{mg}/\text{m}^3$ 将会具有极大的竞争优势。

我们保守预计公司 11 和 12 年等离子点火器+双尺度低氮燃烧器新品的销售套数为 1 套和 4 套，则销售收入约为 2000 万元和 7600 万元，净利润约为 400 万元和 1200 万元，增厚 EPS 为 0.02 元和 0.08 元。

4. 电厂余热利用具有先发优势。

公司在热电厂低温低压余热利用领域经过多年的开发和技术改进与积累，目前已经具有了丰富的工程经验，具有典型的先发优势。公司大同二厂余热利用项目已经完成且经济效益明显，工程总投资 1 亿多元仅需要三个供热周期即可收回成本，具有显著的经济效益。此类项目能够为火电企业直接带来净利润，在火电企业盈利能力不景气的情况下，具有显著经济效益的此类项目，将会得到具有资金实力的火电企业的青睐。另一方面，公司未来如果能够以能源合同管理的方式运营此类项目，也将会达到不错的收益，且便于项目迅速推广。

我们保守预计 11-12 年公司余热利用项目收入能够达到 1.8 亿元和 3.2 亿元，净利润达到 900 万元和 1000 万元，增厚 EPS 约为 0.06 元和 0.08 元。

5. 积极吸纳人才，加强公司人才储备建设。

公司在北京和上海分别建立了中心，分别从事低氮燃烧技术和余热回收技术的开发。通过在北京和上海的布局，有利于公司吸纳人才和持续快速追踪新的技术。公司人员薪金待遇目前位于业内前茅，远远高于业内其它公司水平，有效的稳定了队伍，培育了新人。

6. 积极储备研发新的项目，应对未来市场变化。

公司已经在积极储备和研发新的环保技术项目，以便应对 14 年脱硝“补课”完毕后市场的变化。公司未来新的项目将会是有广大市场空间且具有一定技术壁垒和进入门槛的新技术项目。我们相信借助于公司股东国电系统的优势，公司将会在某些领域有一定突破，为公司持续发展打下基础。

结论：

1. 投资建议

公司双尺度低氮燃烧器成为今后业绩核心来源且未来 3 年市场巨大，依靠技术优势背靠国电系统及横向合作，订单充足；新型“等离子点火器+双尺度低氮燃烧器”新品可极大减少 NO_x 排放并已经到达 130mg/m³ 且在一些煤种上已经达到 100mg/m³ 国家排放目标，成为公司未来的崭新亮点；电厂余热回收利用具有先发技术优势且项目效益明显，未来增长空间巨大。预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.17 元和 1.65 元，对应 PE 为 48 和 34 倍，随着近期国家“节能环保”政策的出台以及“脱硝”电价的确定，将会带来技术投资机会，首次给予“强烈推荐”评级，**建议投资者未来抓住技术性调整机会，积极介入此类业绩增长比较确定的标的。**

1. 风险提示

火电企业脱硝进程速度不达预期。

表 1：盈利预测与估值

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	435.17	487.47	975.13	1,686.91	2,457.52
主营收入增长率	17.13%	12.02%	100.04%	72.99%	45.68%
EBITDA（百万元）	105.17	100.30	246.09	370.02	473.16
EBITDA 增长率	17.02%	-4.64%	145.36%	50.36%	27.87%
净利润（百万元）	87.70	105.02	185.10	260.67	330.50
净利润增长率	22.31%	19.76%	76.25%	40.83%	26.79%
ROE	30.67%	7.00%	29.17%	29.99%	28.33%
EPS（元）	1.330	1.430	1.169	1.646	2.086
P/E	42.26	39.31	48.10	34.16	26.94
EV/EBITDA	12.97	3.30	14.03	10.24	7.63

资料来源：东兴证券。

相关研究报告

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

弓永峰

清华大学工学硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，新能源行业高级研究员。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事新能源行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在高成长性的中小市值股票。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。