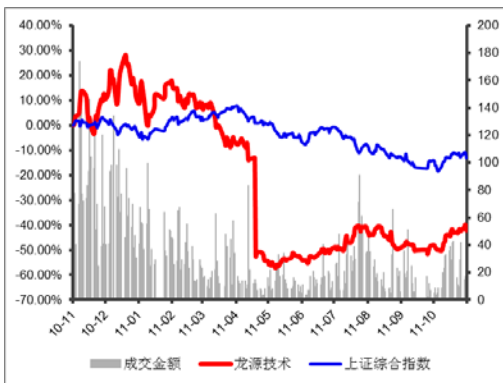


2011年11月16日

龙源技术（300105.SZ）调研报告

评级： 谨慎推荐

公司上市以来走势：



相关研究报告：

报告作者：

低碳经济研究组

组长： 赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

马宝德

电话：0510-82833337

Email: mabd@glsc.com.cn

独立性声明：

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：近日前往龙源技术做了实地调研，与董秘郝欣东先生就公司业务发展与生产经营情况进行了充分交流。

点评：

- **低氮燃烧有望带来业绩的爆发性增长。**公司对等离子双尺度低氮燃烧技术进行了升级改进，对燃烧过程拉长、氧气量精确控制，使热负荷分布更均匀，除氮效果更好。对于烟煤、褐煤的电厂氮氧化物排放浓度可降至150mg/m³，接近火电厂大气污染物排放标准限值100mg/m³，贫煤、无烟煤电厂氮氧化物排放浓度可降至300mg/m³。低氮燃烧业务四季度订单饱满，迎来业绩小高峰，全年有望实现订单确认50台，实现收入5.5亿元左右，比去年同期增长325%。明年是低氮燃烧业务大年，乐观预计可达到100台，较2011年实现翻倍增长。到2014年，国电集团的200台机组全部完成低氮改造。后续订单增长来源于其他发电集团及地方电力、煤企等，低氮燃烧改造总市场容量达180亿元左右，龙源技术的市场份额可占50-70%左右，市场空间巨大。
- **余热利用业务订单饱满。**余热利用业务受到大股东国电集团的支持力度较大，目前有近2亿元的订单正在洽谈中，明年至少有两到三个订单，订单充足，但毛利率和净利率相对较低，净利率10%左右。每项业务每年可为电厂节约6000万元左右，两到三年可收回投资成本，非常可观。
- **火电增速放缓，等离子点火出现一定的下滑。**公司的等离子点火业务主要适用于烟煤、褐煤电厂，明年进行技术改进可适用于贫煤点火。等离子点火业务与微油点火业务受到火电增速放缓影响，同比下降10%左右。等离子点火业务年初的37081万元订单可能确认70%左右，但公司凭借在等离子点火领域的龙头地位，未来订单仍然较为充足，相对稳定。另外微油点火业务收入5700万左右，不会出现大幅增长。

- **控股子公司上海银锅明年开始贡献利润。**2010年12月，公司出资485.4万元投资立上海银锅热能设备有限公司，占51%股份，用于低压省煤器生产，明年开始实现盈利，2013年上海银锅可实现年收入2-3亿元。
- **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司2011年、2012年、2013年每股收益分别为1.09元、1.95元和2.55元。从当前公司估值水平来看，按11月16日收盘价57.61元计算，对应2012年的动态PE为29倍，维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**低氮燃烧业务和余热利用业务不达预期的风险；募投资金项目进展不达预期的风险。

附表：盈利预测表

利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	435.17	487.47	1,040.82	1,972.34	2,609.67	现金	86.35	1,232.77	1,005.90	732.26	908.20
YOY(%)	17.1%	12.0%	113.5%	89.5%	32.3%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	241.31	276.06	584.08	1,138.43	1,518.31	应收款项净额	176.77	256.42	547.49	1,037.49	1,372.74
营业税金及附加	0.07	0.88	7.49	14.20	18.79	存货	117.97	95.16	199.22	384.78	511.75
销售费用	31.12	43.25	90.55	167.65	218.69	其他流动资产	23.53	57.82	123.45	233.94	309.54
占营业收入比(%)	7.2%	8.9%	8.7%	8.5%	8.4%	流动资产总额	404.62	1,642.17	1,876.07	2,388.48	3,102.23
管理费用	60.97	69.34	147.80	279.09	367.96	固定资产净值	54.37	59.54	213.52	423.80	409.06
占营业收入比(%)	14.0%	14.2%	14.2%	14.2%	14.1%	减: 资产减值准备	5.38	6.17	22.13	43.92	42.39
EBIT	101.70	97.94	209.92	372.00	484.94	固定资产净额	48.99	53.37	191.39	379.88	366.67
财务费用	(0.79)	(8.52)	(12.31)	(9.56)	(9.02)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.2%	-1.7%	-1.2%	-0.5%	-0.3%	在建工程	2.34	0.14	31.82	44.42	5.73
资产减值损失	2.60	4.44	16.20	(16.70)	(17.20)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	51.33	53.51	223.22	424.31	372.41
营业利润	99.90	102.01	206.03	364.86	476.76	无形资产	5.69	24.30	23.33	22.36	21.38
营业外净收入	0.58	16.82	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	100.48	118.84	206.03	364.86	476.76	其他长期资产	2.82	3.46	3.46	3.46	3.46
所得税	12.78	13.82	30.91	54.73	71.51	资产总额	464.46	1,723.44	2,126.07	2,838.60	3,499.48
所得税率(%)	12.7%	11.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	87.70	105.02	175.13	310.13	405.25	应付款项	89.59	145.25	304.09	587.32	781.12
占营业收入比(%)	20.2%	21.5%	16.8%	15.7%	15.5%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	其他流动负债	88.72	77.96	163.74	313.52	415.48
归属母公司净利润	87.70	105.02	173.13	308.13	403.25	流动负债	178.31	223.21	467.83	900.84	1,196.60
YOY(%)	22.3%	19.7%	64.9%	78.0%	30.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.33	1.19	1.09	1.95	2.55	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.20	0.60	1.00	1.40	1.80
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	178.51	223.81	468.83	902.24	1,198.40
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	1.80	3.60	5.40
营业收入	17.1%	12.0%	113.5%	89.5%	32.3%	股东权益	285.96	1,499.62	1,655.44	1,932.75	2,295.68
营业利润	16.5%	2.1%	102.0%	77.1%	30.7%	负债和股东权益	464.47	1,723.43	2,126.06	2,838.59	3,499.47
净利润	22.3%	19.7%	64.9%	78.0%	30.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	44.5%	43.4%	43.9%	42.3%	41.8%	税后利润	87.70	105.02	173.13	308.13	403.25
净利率(%)	20.2%	21.5%	16.8%	15.7%	15.5%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	1.80	1.80	1.80
ROE(%)	30.7%	7.0%	10.5%	15.9%	17.6%	公允价值变动	2.60	4.44	16.20	16.70	17.20
ROA(%)	18.9%	6.1%	8.1%	10.9%	11.5%	折旧和摊销	0.69	0.64	14.11	36.39	52.20
偿债能力						营运资金的变动	-53.85	-45.68	-199.80	-330.85	-243.18
流动比率	2.27	7.36	4.01	2.65	2.59	经营活动现金流	37.14	64.42	5.44	32.18	231.26
速动比率	1.61	6.93	3.58	2.22	2.16	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	38.4%	13.0%	22.1%	31.8%	34.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	0.83	-215.00	-275.00	-15.00
总资产周转率	93.7%	28.3%	49.0%	69.5%	74.6%	投资活动现金流	0.00	0.83	-215.00	-275.00	-15.00
应收账款周转天数	148.27	192.00	192.00	192.00	192.00	股权融资	0.00	1,116.52	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	178.90	125.71	125.71	125.71	125.71	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	1.33	1.19	1.09	1.95	2.55	股利分配	0.00	0.00	-17.31	-30.81	-40.32
每股净资产	4.33	17.04	10.45	12.20	14.49	计入循环贷款前融资活动	0.00	1,116.52	-17.31	-30.81	-40.32
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-17.87	-35.35	0.00	0.00	0.00
P/E	43.4	48.3	52.7	29.6	22.6	融资活动现金流	-17.87	1,081.17	-17.31	-30.81	-40.32
P/B	13.3	3.4	5.5	4.7	4.0	现金净变动额	19.27	1,146.42	-226.87	-273.64	175.94

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

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

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责条款:

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個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。