

## 龙源技术 (300105.SZ)

## 其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

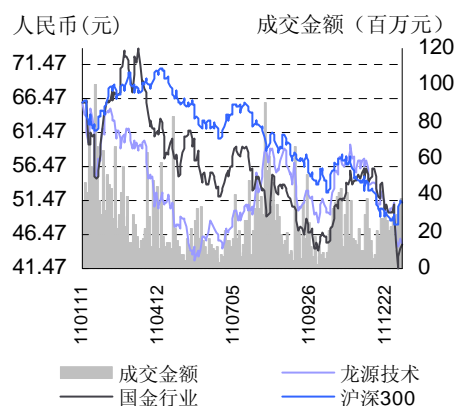
市价(人民币): 44.88元

## 业绩低于预期, 期待 2012

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	39.60
总市值(百万元)	7,108.99
年内股价最高最低(元)	65.06/42.61
沪深 300 指数	2901.22



## 相关报告

1. 《业绩小步跑, 年底结算高》, 2011.10.25
2. 《向锅炉综合节能减排服务商进军》, 2011.8.9
3. 《中报高增长, 迎接脱硝政策出台》, 2011.7.29

黄亚森 联系人  
(8621)61038216  
huangys@gjzq.com.cn

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaoqm@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.329	1.193	1.100	1.827	2.812
每股净资产(元)	4.33	17.04	19.02	22.31	27.37
每股经营性现金流(元)	0.79	0.63	0.42	-0.15	0.83
市盈率(倍)	N/A	102.14	45.00	27.10	17.60
行业优化市盈率(倍)	54.15	106.04	81.95	81.95	81.95
净利润增长率(%)	22.31%	19.76%	65.90%	66.06%	53.97%
净资产收益率(%)	30.67%	7.00%	10.41%	14.74%	18.50%
总股本(百万股)	66.00	88.00	158.40	158.40	158.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 龙源技术发布 2011 年业绩快报, 收入同比增长 81.34%至 8.84 亿元, 归属于上市公司的 65.91%至 1.74 亿元, 2011 年 EPS 为 1.10 元, 略低于预期。
- 公司业绩低于预期的原因是订单结算周期不确定, 特别是今年新增的余热利用项目或需要客户用完一个供暖季(11 月到次年 2 月)后在结算, 导致部分订单不能当年结算。

## 经营分析

- **2011 是脱硝改造启动之年, 2012 期待爆发:** 脱硝政策和补贴电价在 2011 年出台后, 每度 8 厘的补贴额度对前端脱硝非常有利。根据我们测算, 完全采用前端脱硝度电成本为 5 厘, 加上部分后端 SCR/SNCR 能将脱硝成本控制到 8 厘; 而采用传统 SCR 方法度电脱硝成本将达到 8 厘以上, 电厂对优先采用前端脱硝有很高的积极性。公司是前端脱硝的领导者, 与三大锅炉厂和设计院等相比有技术和施工优势, 将最大受益于脱硝强制改造。我们预测公司所对应的潜在前端脱硝市场容量为 500-600 台机组, 2012 年将进入爆发期, 预计公司完成的改造机组达到 100 台以上。
- **余热利用从示范走向规模化应用:** 公司 2011 年完成并结算了大同电厂和东胜电厂的余热利工程, 电厂 3 年时间可以收回成本, 改造积极性很高。国电集团内部有超过 30 个机组有改造需求, 我们预计明年公司能完成并结算 4 个机组。
- **电厂亏损严重将对公司有两大不利影响:** 1. 等离子点火主要用于新建项目, 微油点火用于改造项目, 电厂亏损严重将导致新项目缓建, 同时改造意愿下降, 我们预计明年这两块业务将有所下滑。  
2. 5 大发电集团平均负债率早已超过 85%红线且亏损严重, 导致电厂不愿意投入回收周期较长的节能项目, 对公司发展电厂综合节能改造不利。

## 盈利调整和投资建议

- 我们小幅下调公司盈利预测, 预计公司 2011-13 年收入分别为 8.84, 18.61 和 28.61 亿元, EPS 分别为 1.10, 1.83 和 2.81 元, 同比增长 65.91%, 66.06%和 53.97%, 维持“买入”评级。

**图表1: 主要产品收入预测**

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>等离子点火产品</b>							
销售收入 (万元)	32,083	34,608	38,459	32,176	23,990	22,800	22,800
增长率 (YOY)	N.A.	7.87%	11.13%	-16.34%	-25.44%	-4.96%	0.00%
销售毛利	11,104	15,004	17,725	15,313	11,491	10,944	10,944
销售毛利率	34.6%	43.4%	46.1%	47.6%	47.9%	48.0%	48.0%
销售收入 (万元)	28,624	31,276	33,210	32,176	23,990	22,800	22,800
等离子体点火器	数量 (套)	82	86	96	95	63	60
	价格 (万元/套)	349	364	346	339	380	380
	毛利 (万元)	9,356	13,541	14,927	15,313	11,491	10,944
	毛利率	32.7%	43.3%	44.9%	47.6%	48.0%	48.0%
备品备件	销售额 (万元)	3,459	3,331	5,249	0	0	0
	毛利 (万元)	1,748	1,463	2,797	0	0	0
	毛利率	50.6%	43.9%	53.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>低NOx点火器</b>							
低NOx点火器	数量 (套)	0	0	0	12	30	100
	价格 (万元/套)	0	0	0	1079	1000	1000
	销售额 (万元)	0	0	0	12,947	30,000	100,000
	增长率 (YOY)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	131.72%	233.33%
	毛利 (万元)	0	0	0	4,800	10,500	35,000
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	37.1%	35.0%	35.0%
<b>微油点火产品</b>							
微油点火产品	数量 (套)	0	8	42	33	40	30
	价格 (万元/套)	0	146	117	110	110	110
	销售额 (万元)	0	1,166	4,925	3,618	4,400	3,300
	增长率 (YOY)	N.A.	N.A.	322.36%	-26.53%	21.61%	-25.00%
	毛利 (万元)	0	240	1,575	1,022	1,320	990
	毛利率	0.0%	20.6%	32.0%	28.3%	30.0%	30.0%
	销售价格 (万元/套)	80	80	80	80	80	80
<b>循环水余热利用系统</b>							
销售收入 (万元)	0	0	0	0	30000	60000	60000
增长率 (YOY)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	100.00%	0.00%
销售成本 (万元)	0	0	0	0	22,200	44,400	44,400
销售毛利	0	0	0	0	7,800	15,600	15,600
销售毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	26.00%	26.00%
数量	0	0	0	3	27	43	50
销售价格 (万元/套)	80	80	80	80	80	80	80
销售总收入 (万元)	33,163	37,152	43,517	48,747	88,390	186,100	286,100
毛利 (万元)	11,982	16,566	19,387	21,141	31,111	62,534	97,534
平均毛利率	36.13%	44.59%	44.55%	43.37%	35.20%	33.60%	34.09%

来源: 公司报表, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	5	11	27
买入	1	2	3	7	18
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.60	1.46	1.42	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-11-15	买入	58.25	121.00 ~ 139.00
2 2010-12-08	买入	57.39	123.00 ~ 145.00
3 2011-03-29	买入	54.81	110.00 ~ 110.00
4 2011-04-26	买入	50.76	N/A
5 2011-07-11	买入	49.80	N/A
6 2011-07-29	买入	53.00	N/A
7 2011-08-09	买入	58.90	N/A
8 2011-10-25	买入	50.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B