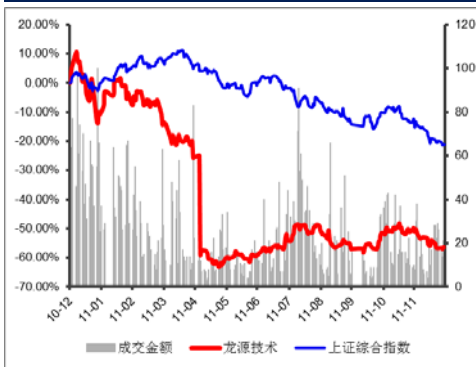


2012年02月14日

龙源技术(300105)跟踪点评

评级: 谨慎推荐(维持)

最近52周走势:



相关研究报告:

2011/11/16 《乘低氮燃烧之风, 业绩有望实现腾飞》

2011/12/20 《大气污染防治势在必行, 剑指火电脱硝》

2012/01/04 《火电厂大气污染物排放标准正式执行》

报告作者:

分析师: 赵心

执业证书编号: S0590210020005

联系人:

马宝德

电话: 0510-82833217

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。

近期, 电监会发布了《关于脱硝电价政策的研究和建议》, 从分析的结果看, 尽快出台脱硝电价加价政策非常必要及紧迫。

点评:

- 目前的电价补贴政策不足以支撑电厂脱硝设施建设, 电价加价政策预期增强。报告中的数据显示, 重点调研省份已投运脱硝机组容量占燃煤机组装机容量的 16.15%, 平均脱硝效率 70%, 与环保部的氮氧化物减排要求差距较远。新建脱硝机组的单位总成本约为 1.13 分/kwh, 老机组改造的单位总成本约为 1.33 分/kwh, 而前期公布的电价补贴政策只有 0.8 分/kwh, 差距较大。所以目前电厂脱硝成本较高, 电厂积极性不高。“十二五”期间, 如果要实现氮氧化物减排 10% 的目标, 最可能的政策方案是针对不同机组的脱硝成本进行不同的电价补贴, 缓解发电企业的资金困境。
- 公司的等离子低氮燃烧系统脱硝效率高, 同时可降低脱硝成本。从调研报告反映的情况看, 多数机组采取后端脱硝(SCR)或 SCR+低氮燃烧系统的脱硝工艺, 但 SCR 的成本较高, 建设成本约 100-150 元/kw, 运营成本 0.6 分/kwh, 脱硝效率较高; 低氮燃烧系统的建设成本 50 元/kw 左右, 零运营成本, 脱硝效率较低。低氮燃烧器的成本优势非常明显, 而公司的等离子低氮燃烧系统较传统低氮燃烧器的脱硝效率更高, 结合了传统低氮燃烧器和 SCR 的优点, 在国电旗下的火电机组应用较为广泛。
- 维持“谨慎推荐”评级。鉴于宏观经济形势下行的担忧, 我们略微调低 12、13 年的盈利预测, 预计 11、12、13 年 EPS 分别为 1.1 元、1.74 元和 2.33 元。以 2 月 13 日收盘价 42.96 元计算, 对应 2012 年 PE 为 24 倍, 维持“谨慎推荐”评级。
- 风险提示: 等离子低氮燃烧产品的业绩贡献不达预期的风险; 存在竞争对手进入的风险。

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	883.99	1,772.30	2,457.14	现金	86.35	1,232.77	1,223.19	959.16	946.94
YOY(%)	17.1%	12.0%	81.3%	100.5%	38.6%	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	483.23	1,038.81	1,453.03	应收款项净额	176.77	256.42	465.00	932.27	1,292.51
营业税金及附加	0.07	0.88	6.36	12.76	17.69	存货	117.97	95.16	166.51	355.18	491.82
销售费用	31.12	43.25	77.79	150.65	205.91	其他流动资产	23.53	57.82	104.85	210.22	291.45
占营业收入比(%)	7.2%	8.9%	8.8%	8.5%	8.4%	流动资产总额	404.62	1,642.17	1,959.56	2,456.83	3,022.72
管理费用	60.97	69.34	123.76	247.77	343.02	固定资产净值	54.37	59.54	83.48	288.58	435.48
占营业收入比(%)	14.0%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	减: 资产减值准备	5.38	6.17	8.65	29.90	45.13
EBIT	101.70	97.94	191.88	321.34	436.53	固定资产净额	48.99	53.37	74.83	258.67	390.35
财务费用	(0.79)	(8.52)	(22.10)	(19.64)	(17.15)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.2%	-1.7%	-2.5%	-1.1%	-0.7%	在建工程	2.34	0.14	7.07	41.69	34.09
资产减值损失	2.60	4.44	13.00	15.00	18.00	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	81.91	300.36	424.44
营业利润	99.90	102.01	200.98	325.98	435.68	无形资产	5.69	24.30	23.33	22.36	21.38
营业外净收入	0.58	16.82	6.24	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	207.22	325.98	435.68	其他长期资产	2.82	3.46	3.46	3.46	3.46
所得税	12.78	13.82	31.08	48.90	65.35	资产总额	464.46	1,723.44	2,068.25	2,783.00	3,472.01
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	176.14	277.09	370.33	应付款项	89.59	145.25	254.16	542.14	750.71
占营业收入比(%)	20.2%	21.5%	19.9%	15.6%	15.1%	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	137.32	286.61	396.32
归属母公司净利润	87.70	105.02	174.14	275.09	368.33	流动负债	178.31	223.21	391.48	828.75	1,147.02
YOY(%)	22.3%	19.7%	65.8%	58.0%	33.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.33	1.19	1.10	1.74	2.33	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	392.48	830.15	1,148.82
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	2.00	4.00	6.00
营业收入	17.1%	12.0%	81.3%	100.5%	38.6%	股东权益	285.96	1,499.62	1,673.76	1,948.84	2,317.17
营业利润	16.5%	2.1%	97.0%	62.2%	33.7%	负债和股东权益	464.47	1,723.43	2,068.24	2,782.99	3,472.00
净利润	22.3%	19.7%	65.8%	58.0%	33.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	44.5%	43.4%	45.3%	41.4%	40.9%	税后利润	87.70	105.02	174.14	275.09	368.33
净利率(%)	20.2%	21.5%	19.9%	15.6%	15.1%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00
ROE(%)	30.7%	7.0%	10.4%	14.1%	15.9%	公允价值变动	2.60	4.44	13.00	15.00	18.00
ROA(%)	18.9%	6.1%	8.4%	9.9%	10.6%	折旧和摊销	0.69	0.64	7.09	21.27	43.67
偿债能力						营运资金的变动	-53.85	-45.68	-155.81	-302.39	-244.22
流动比率	2.27	7.36	5.01	2.96	2.64	经营活动现金流	37.14	64.42	40.42	10.97	187.78
速动比率	1.61	6.93	4.58	2.54	2.21	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	38.4%	13.0%	19.0%	29.8%	33.1%	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	-50.00	-275.00	-200.00
总资产周转率	93.7%	28.3%	42.7%	63.7%	70.8%	投资活动现金流	0.00	0.83	-50.00	-275.00	-200.00
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	1.10	1.74	2.33	股利分配	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	4.33	17.04	10.57	12.30	14.63	计入循环贷款前融活动	0.00	1,116.52	0.00	0.00	0.00
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	52.4	33.2	24.8	融资活动现金流	-17.87	1,081.17	0.00	0.00	0.00
P/B	13.3	3.4	5.5	4.7	3.9	现金净变动额	19.27	1,146.42	-9.58	-264.03	-12.22

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9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

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。