

## 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

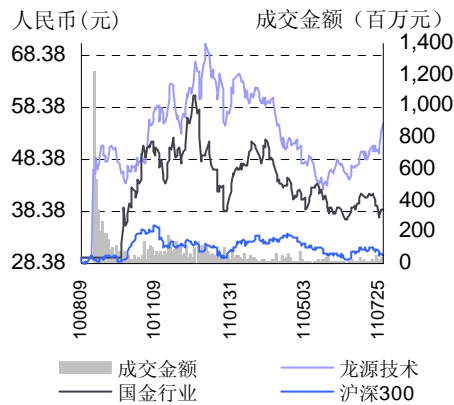
市价(人民币): 55.49元

## 中报高增长, 迎接脱硝政策出台

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)	8,789.62
年内股价最高最低(元)	70.73/29.40
沪深 300 指数	2981.00



## 相关报告

- 《中报预增 40%-60%, 下半年继续高速增长》, 2011.7.11
- 《因工程结算问题, 利润同比大幅下降》, 2011.4.26
- 《脱硝+无燃油电厂, 双轮驱动未来成长》, 2011.3.29

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	1.195	1.918	2.731
每股净资产(元)	4.33	17.04	19.06	22.38	27.17
每股经营性现金流(元)	0.79	0.63	0.85	0.48	1.84
市盈率(倍)	N/A	102.14	40.64	25.31	17.78
行业优化市盈率(倍)	54.15	106.04	88.32	88.32	88.32
净利润增长率(%)	22.31%	19.76%	80.16%	60.59%	42.34%
净资产收益率(%)	30.67%	7.00%	11.28%	15.43%	18.09%
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

- 2011 年上半年, 公司经营业绩实现大幅增长, 营业收入 33,911.72 万元, 较去年同期增长 98.27%; 营业利润为 7,296.74 万元, 较去年同期增长 54.64%; 归属上市公司股东净利润为 6,320.10 万元, 较去年同期增长 55.26%。
- 低氮燃烧和锅炉余热利用业务收入同比大幅度增长, 是公司营业收入和净利润大幅增长的主要原因。

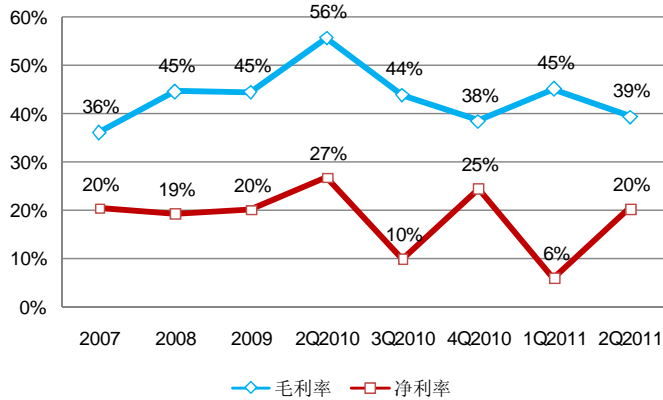
## 经营分析

- 余热利用项目拉低平均利润率: 公司 2011 上半年毛利率和净利率分别为 40%和 19%, 低于 2010 年同期的 50%和 24%, 主要原因是余热利用项目毛利仅为 26%, 净利率为 11%, 且收入占整体收入的 41%。公司点火器产品整体毛利率同比上升 0.59%, 经营情况良好。
- 新建机组结构变化导致等离子体点火器收入下降: 去年新建机组中热电联产机组很少, 而今年热电联供型比例接近半数, 此类电厂一般在入冬前投产, 导致公司在上半年新建项目收入与去年相比较少。等离子点火器主要用于新建电厂, 上半年此项收入同比下降 30%, 验证我们这一推断, 预计下半年此产品销量将会回升。
- 低 Nox 燃烧技术领先者, 迎接脱硝政策来临: 我们预计脱硝政策和补贴电价最晚在 9、10 月份出台, 脱硝电价为 1.2 分, 排放标准与“二次征求意见稿”相同。公司是炉内脱硝的领军者, 在双尺度低氮燃烧方面有丰富实践经验, 独创了等离子体深度降氮技术, 煤质较好的烟煤/褐煤 Nox 排放量可降低到 200mg/m<sup>3</sup> 以下, 能节约后续 SCR 催化剂使用量, 降低基建和运营成本, 对处于亏损中的电厂具有很强吸引力, 明年增长有保证。

## 盈利调整和投资建议

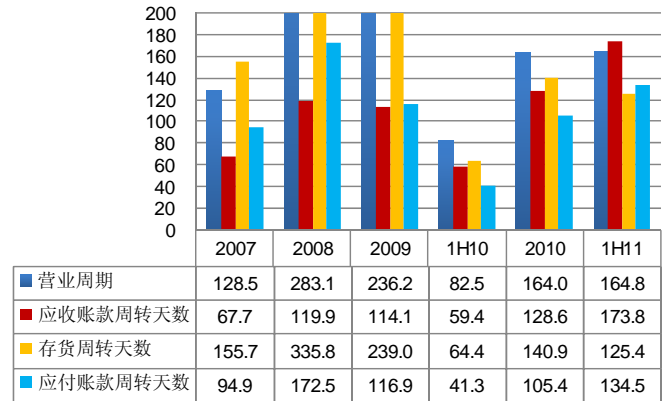
- 考虑到今年余热利用项目结算风险和脱硝政策落实对公司明年的积极影响, 我们调低公司 2011 年, 调高 2012 年盈利预测, 净利润分别为 1.89/3.04 亿, 净利润同比增长 86.60%和 91.45%, EPS 分别为 1.20/1.92 元。目前股价对应 46x11PE 和 29x12PE, 鉴于公司发展的良好前景, 维持“买入”评级。
- 超预期的因素来自于新签余热利用项目在年内确认收入, 以及脱硝补贴电价超预期。

图表1: 分季度利润率变化



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 年度经营情况比较



图表3: 半年度盈利情况简表

	1H10	1Q11	1H11	同比	环比	点评
营业收入(百万元)	171	41	339	98%	225%	低氮燃烧和余热利用业务贡献大
-营业成本	50.5%	54.8%	59.9%	9.4	5.1	营业收入上升
=毛利	49.5%	45.2%	40.1%	-9.4	-5.1	
-营业税金及附加	0.0%	0.2%	0.7	0.7	0.5	新增城市建设维护税、教育费附加
-销售费用	7.8%	21.1%	6.2%	-1.6	-14.9	加大市场营销和售后力度所致
-管理费用	13.3%	33.4%	10.7%	-2.6	-22.7	管理人员增加以及合并上海银锅
-财务费用	-0.3%	-14.3%	-3.7%	-3.4	10.6	募集资金定期存款利息增加
-资产减值损失	1.2%	-0.3%	4.7%	3.5	5.0	应收账款坏账准备增加
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0.4%	0.9%	0.2%	-0.2	-0.7	客户扣款增加
=利润总额	28.0%	6.0%	21.7%	-6.3	15.7	
-所得税费用	4.2%	1.1%	3.4%	-0.8	2.3	报告期内利润总额上升
-少数股东损益	0.0%	-1.1%	-0.3%	-0.3	0.8	
=归属于母公司所有者净利润	23.8%	6.0%	18.6%	-5.2	12.6	

注: 环比栏指今年上半年各项指标相比今年一季度各项指标的环比变化值;  
环比栏中收入环比指今年2Q相对今年1Q收入环比增幅。

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表4: 分产品销售预测明细

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	42,000	50,400	49,450	
增长率(YOY)	N.A.	7.87%	11.13%	-16.34%	30.53%	20.00%	-1.88%	
销售毛利	11,104	15,004	17,725	15,313	20,160	24,192	23,736	
销售毛利率	34.6%	43.4%	46.1%	47.6%	48.0%	48.0%	48.0%	
等离子体点火器	数量(套)	82	86	96	95	100	120	115
	价格(万元/套)	349	364	346	339	420	420	430
	销售额(万元)	28,624	31,276	33,210	32,176	42,000	50,400	49,450
	毛利(万元)	9,356	13,541	14,927	15,313	20,160	24,192	23,736
	毛利率	32.7%	43.3%	44.9%	47.6%	48.0%	48.0%	48.0%
备品备件	销售额(万元)	3,459	3,331	5,249	0	0	0	0
	占等离子点火设备比例	12%	11%	16%	0%	0%	0%	0%
	毛利(万元)	1,748	1,463	2,797	0	0	0	0
毛利率	50.6%	43.9%	53.3%	0.0%	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	25	70	150
	价格(万元/套)	0	0	0	1079	1100	1100	1100
	销售额(万元)	0	0	0	12,947	27,500	77,000	165,000
	增长率(YOY)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	112.41%	180.00%	114.29%
	毛利(万元)	0	0	0	4,800	9,625	26,950	57,750
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	37.1%	35.0%	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	30	30	30
	价格(万元/套)	0	146	117	110	110	110	110
	销售额(万元)	0	1,166	4,925	3,618	3,300	3,300	3,300
	增长率(YOY)	N.A.	N.A.	322.36%	-26.53%	-8.79%	0.00%	0.00%
	毛利(万元)	0	240	1,575	1,022	990	990	990
毛利率	0.0%	20.6%	32.0%	28.3%	30.0%	30.0%	30.0%	
<b>工业窑炉点火系统</b>								
销售收入(万元)	0	0	0	0	2160	3440	4000	
增长率(YOY)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	59.26%	16.28%	
销售成本(万元)	0	0	0	0	1,404	2,236	2,600	
销售毛利	0	0	0	0	756	1,204	1,400	
销售毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	
数量	0	0	0	3	27	43	50	
销售价格(万元/套)	80	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	16000	40000	40000	
增长率(YOY)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	150.00%	0.00%	
销售成本(万元)	0	0	0	0	11,840	29,600	29,600	
销售毛利	0	0	0	0	4,160	10,400	10,400	
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	
<b>其他业务</b>								
销售收入(万元)	1,080	1,379	134	7	0	0	0	
销售收入/总收入	3.4%	4.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
销售成本(万元)	202	57	47	2	0	0	0	
销售毛利(万元)	878	1,321	87	5	0	0	0	
销售毛利率	81.28%	95.83%	65.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
销售总收入(万元)	33,163	37,152	43,517	48,747	90,960	174,140	261,750	
毛利(万元)	11,982	16,566	19,387	21,141	35,691	63,736	94,276	
平均毛利率	36.13%	44.59%	44.55%	43.37%	39.24%	36.60%	36.02%	

来源: 国金证券研究所

注 1: 2010 年起, 公司不单独披露备品备件销售收入, 将此项并入等离子体点火产品

注 2: 受益于等离子体无燃油电厂建设, 公司从 2011 年起等离子体点火产品平均售价逐步上升。

图表5: 财务三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	372	435	487	910	1,741	2,618
增长率		17.1%	12.0%	86.6%	91.4%	50.3%
主营业务成本	-206	-241	-276	-553	-1,104	-1,675
%销售收入	55.4%	55.5%	56.6%	60.8%	63.4%	64.0%
毛利	166	194	211	357	637	943
%销售收入	44.6%	44.5%	43.4%	39.2%	36.6%	36.0%
营业税金及附加	-1	0	-1	-2	-3	-5
%销售收入	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-25	-31	-43	-82	-139	-209
%销售收入	6.6%	7.2%	8.9%	9.0%	8.0%	8.0%
管理费用	-53	-61	-69	-91	-174	-262
%销售收入	14.2%	14.0%	14.2%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	88	102	98	182	321	467
%销售收入	23.6%	23.4%	20.1%	20.1%	18.4%	17.8%
财务费用	0	1	9	30	27	27
%销售收入	-0.1%	-0.2%	-1.7%	-3.2%	-1.6%	-1.0%
资产减值损失	-2	-3	-4	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	86	100	102	209	345	492
营业利润率	23.1%	23.0%	20.9%	23.0%	19.8%	18.8%
营业外收支	0	1	17	6	0	0
税前利润	85	100	119	215	345	492
利润率	23.0%	23.1%	24.4%	23.6%	19.8%	18.8%
所得税	-14	-13	-14	-26	-41	-59
所得税率	16.0%	12.7%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	72	88	105	189	304	433
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	88	105	189	304	433
净利率	19.3%	20.2%	21.5%	20.8%	17.4%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	72	88	105	189	304	433
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	11	17	27	33
非经营收益	2	0	-1	-4	0	0
营运资金变动	-25	-44	-60	-129	-289	-304
经营活动现金净流	55	52	56	74	42	162
资本开支	-18	-4	-15	-174	-114	-47
投资	-22	-20	-5	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-40	-24	-19	-175	-114	-47
股权募资	0	0	1,117	0	0	0
债权募资	0	0	0	-1	0	1
其他	-10	0	-8	0	-11	-11
筹资活动现金净流	-10	0	1,109	-1	-11	-10
现金净流量	5	28	1,145	-101	-83	104

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	67	86	1,233	1,132	1,048	1,153
应收款项	141	177	256	399	765	1,150
存货	198	118	95	212	423	642
其他流动资产	24	24	58	113	223	337
流动资产	430	405	1,642	1,856	2,460	3,282
%总资产	88.4%	87.1%	95.3%	88.4%	88.1%	90.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	48	51	54	212	298	310
%总资产	9.9%	11.1%	3.1%	10.1%	10.7%	8.5%
无形资产	6	6	24	30	34	38
非流动资产	56	60	81	245	334	350
%总资产	11.6%	12.9%	4.7%	11.6%	11.9%	9.6%
资产总计	487	464	1,723	2,100	2,793	3,632
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	278	156	195	358	708	1,071
其他流动负债	1	22	28	65	116	169
流动负债	278	178	223	423	823	1,240
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	1	0	0	0
负债	278	179	224	423	823	1,241
普通股股东权益	208	286	1,500	1,677	1,970	2,391
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	487	464	1,723	2,100	2,793	3,632

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	1.086	1.329	1.193	1.195	1.918	2.731
每股净资产	3.157	4.333	17.041	19.061	22.384	27.169
每股经营现金净流	0.830	0.791	0.632	0.845	0.479	1.838
每股股利	0.000	0.000	0.120	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	34.41%	30.67%	7.00%	11.28%	15.43%	18.09%
总资产收益率	14.73%	18.88%	6.09%	9.01%	10.88%	11.91%
投入资本收益率	35.38%	31.04%	5.77%	9.57%	14.33%	17.18%
增长率						
主营业务收入增长率	12.03%	17.13%	12.02%	86.60%	91.45%	50.31%
EBIT增长率	18.16%	15.92%	-3.71%	86.30%	75.82%	45.55%
净利润增长率	5.94%	22.31%	19.76%	80.16%	60.59%	42.34%
总资产增长率	11.02%	-4.60%	271.06%	21.86%	33.00%	30.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.9	114.1	128.6	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	335.8	239.0	140.9	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	172.5	116.9	105.4	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	43.7	41.1	40.0	84.6	62.1	43.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.19%	-30.20%	-82.21%	-67.46%	-53.23%	-48.18%
EBIT利息保障倍数	-445.3	-128.8	-11.5	-6.2	-11.8	-17.0
资产负债率	57.20%	38.43%	12.99%	20.13%	29.48%	34.17%

来源: 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	1	3	3	4	13
买入	0	3	3	3	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.46	1.45	1.43

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 2010-10-26	持有	47.88	N/A
2 2010-11-15	买入	58.25	121.00 ~ 139.00
3 2010-12-08	买入	57.39	123.00 ~ 145.00
4 2011-03-29	买入	54.81	110.00 ~ 110.00
5 2011-04-26	买入	50.76	N/A
6 2011-07-11	买入	49.80	N/A

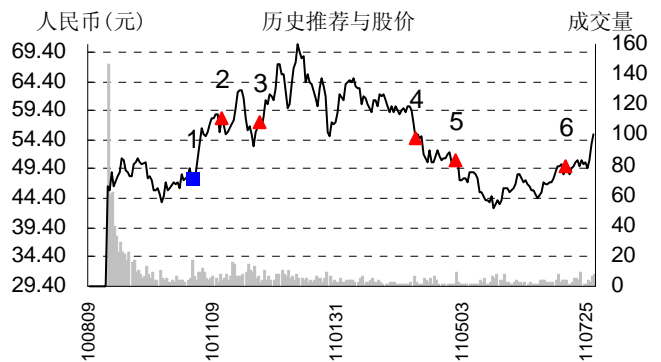
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室