

龙源技术 (300105)

——调研报告

龙源技术 300105

事件概述:

近期,我们对龙源技术(300105)进行了实地调研,就市场关心的募投项目进展情况、公司未来发展方向和脱销业务发展近况等问题与公司高管进行了交流。

事件评述:

等离子点火和低油点火业务保持平稳。目前公司等离子项目中标率在50%~60%,等离子项目市场占有率在90%以上。一般新建机组都会采用等离子技术。而老机组改造则多采用低油点火技术。由于受到火电整体基建规模的影响,公司等离子点火设备和低油点火设备销售保持平稳,未来营收及利润的增长将主要来源与提高单件合同规模。

炉内低氮燃烧项目增长较快。公司等离子体低氮燃烧技术在目前国内炉内脱销技术中处于领先地位,脱销后可达到150~300mg/Nm³适应煤种多变性。烟煤、褐煤排放量可以达到200以下,达到了《火电污染物排放标准》(二次征求意见稿)对改造机组的排放要求。公司凭借多年的低氮技术的积累,目前已拥有自主技术产权,今年来公司承接的炉内低氮燃烧项目在全国范围内排名第一。

政策与标准的出台将对公司脱销影响较大。目前国家火电脱销相关政策尚未“落地”,目前对于新建机组项目,环保部基本上都采用技术较为成熟的SCR技术。因此,在新建机组项目上公司由于缺少足够的运行小时数等原因,尚不具备进入条件。但在老机组改造项目上,公司还是具备很强的竞争优势。若火电脱销最终采取总量控制政策,参照美国模式,以每个发电集团为单位,而不是以每台机组为单位(一台SCR机组拖带多台炉内脱销技术即可满足排污标准),将大大超出目前市场对于炉前脱销市场容量的预期。

余热项目保持稳步增长。作为公司未来主要业务之一的余热利用项目,今年来已承接了几个亿的项目储备。公司余热项目建设成本回收期为3个服务年,一年服务期为3个月。一年可节约7万吨标准煤,经济效益相当明显。而合同能源管理项目由于现金占用较大,公司目前相对承接较少。

三项主营业务市场空间广阔。今年上半年5大发电集团亏损150亿的背景下,降能耗、降排放、降成本将是火电企业首要的考虑。纵观公司目前经营的三项主营业务,均为火电厂提供降低成本,提高安全性及节能环保

维持 增持

分析师: 应晓明

S0630511010018

联系信息:

021-50586660*8645

yxm@longone.com.cn

日期

分析: 2011年09月13日

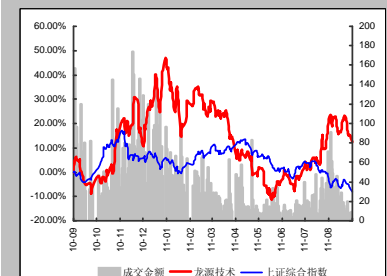
调研: 有

价格

当前市价: 52.00元

半年目标: 61.12元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	1.19	1.20	1.91	2.63
PE	48.25	40.21	27.57	16.36

注: EPS为最新股本摊薄后数据

保服务（等离子体低氮燃烧成本仅为SCR技术的1/20），领先的技术加上成熟盈利模式为公司未来业务增长提供了基础。

打造前点火、等离子体低氮燃烧及后端余热利用一体化。公司未来目标是，将公司打造成火电前点火、等离子体低氮燃烧及后端余热利用一体化服务提供商。公司拥有等离子点火、低油点火和等离子体低氮燃烧技术上的优势加上国电集团的支持，尤其是年内火电脱销政策出台后，公司凭借行业领先的技术优势，公司未来增长可能超市场预期。

投资建议：

综合以上分析，我们预计2011-2013年，公司每股收益为1.20，1.91，2.63元（CAGR48%），由于公司在等离子体点火及稳燃技术方面具有绝对的领先地位加上年产35套等离子体低NOx 燃烧系统产能的释放，将对公司经营业绩增长提供强大动力，我们预计2012年将是公司业绩的爆发点。因此我们按2012年35倍PE给予公司61.12元的目标价，当前价52.00元。维持“增持”评级。

盈利预测与财务指标：

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	372	435	487	792	1,223	2,041
增长率	12.0%	17.1%	12.0%	62.5%	54.5%	66.9%
营业利润(百万元)	86	100	102	220	346	476
增长率	21.3%	16.5%	2.1%	115.4%	57.3%	37.8%
净利润(百万元)	72	88	105	190	302	416
增长率	5.9%	22.3%	19.8%	80.8%	59.0%	37.9%
每股净资产(元)	3.16	4.33	17.04	10.67	12.57	15.20
每股收益(元)	1.09	1.33	1.19	1.20	1.91	2.63
市盈率(P/E)	0.0	0.0	102.1	45.1	28.4	20.6
市净率(P/B)	0.0	0.0	7.2	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	107.0	38.4	26.0	21.6
息率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	67	86	1233	1441	1948	2920
应收款项	141	177	256	346	558	966
存货净额	198	118	95	235	286	521
其他流动资产	24	24	58	63	103	192
流动资产合计	430	405	1642	2085	2895	4600
固定资产	48	51	54	94	128	123

无形资产及其他	6	6	24	23	23	22
投资性房地产	2	3	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	487	464	1723	2206	3050	4748
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
应付款项	105	90	145	185	273	533
其他流动负债	173	89	78	840	1293	2316
流动负债合计	278	178	223	1025	1566	2848
长期借款及应付债券	0	0	0	(510)	(510)	(510)
其他长期负债	0	0	1	2	2	2
长期负债合计	0	0	1	(508)	(508)	(508)
负债合计	278	179	224	517	1058	2340
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
股东权益	208	286	1500	1690	1992	2408
负债和股东权益总计	487	464	1723	2206	3050	4748

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.09	1.33	1.19	1.20	1.91	2.63
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.16	4.33	17.04	10.67	12.57	15.20
ROS	19%	20%	22%	24%	25%	20%
ROE	34%	31%	7%	11%	15%	17%
毛利率	44.6%	44.5%	43.4%	50.0%	50.6%	45.7%
EBIT Margin	23%	23%	19%	28%	28%	23%
EBITDA Margin	24%	24%	21%	28%	29%	24%
收入增长	12%	17%	12%	62%	54%	67%
净利润增长	6%	22%	20%	81%	59%	38%
资产负债率	57%	38%	13%	23%	35%	49%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	0.0	0.0	102.1	45.1	28.4	20.6
P/B	0.0	0.0	7.2	5.1	4.3	3.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	107.0	38.4	26.0	21.6

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	372	435	487	792	1223	2041
增长率	12.0%	17.1%	12.0%	62.5%	54.5%	66.9%
营业成本	206	241	276	396	605	1108
营业成本/营业收入	55.4%	55.5%	56.6%	50.0%	49.4%	54.3%
营业税金及附加	1	0	1	1	1	2
销售费用	25	31	43	60	96	165
销售费用/营业收入	6.6%	7.2%	8.9%	7.5%	7.9%	8.1%

管理费用	53	61	69	112	173	289
管理费用/营业收入	14.2%	14.0%	14.2%	14.1%	14.1%	14.2%
财务费用	(0)	(1)	(9)	0	1	2
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	(3)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收入	0	0	0	0	2	4
营业利润	86	100	102	220	346	476
增长率	21.32%	16.5%	2.1%	115.4%	57.3%	37.8%
营业外净收支	(0)	1	17	(0)	0	0
利润总额	85	100	119	219	346	476
增长率	12.0%	17.7%	18.3%	84.6%	57.5%	37.8%
所得税费用	14	13	14	29	44	60
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	72	88	105	190	302	416
增长率	5.9%	22.3%	19.8%	80.8%	59.0%	37.9%
现金流量表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	72	88	105	190	302	416
资产减值准备	(0)	0	2	(4)	0	0
折旧摊销	4	6	7	4	6	8
公允价值变动损失	2	3	4	4	4	4
财务费用	(0)	(1)	(9)	0	1	2
营运资本变动	(71)	(55)	(45)	564	238	550
其它	0	(0)	(2)	4	(0)	0
经营活动现金流	7	41	72	761	550	978
资本开支	(4)	(6)	(6)	(43)	(43)	(6)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(4)	(6)	(6)	(43)	(43)	(6)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	(510)	0	0
支付股利、利息	0	0	(11)	0	0	0
其它融资现金流	(7)	(16)	1102	0	0	0
融资活动现金流	(7)	(16)	1081	(510)	0	0
现金净变动	(4)	19	1146	208	507	973
货币资金的期初余额	71	67	86	1233	1441	1948
货币资金的期末余额	67	86	1233	1441	1948	2920
企业自由现金流	0	44	50	715	502	967
权益自由现金流	0	0	1152	205	503	969

作者简介

应晓明：东海证券研究所，节能环保行业分析师。证券从业经历10年。
 重点跟踪公司——国电清新、中电环保、易世达、南方汇通等

评级定义

市场指数评级 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

行业指数评级 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

公司股票评级 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897