

电气设备

龙源技术 (300105.SZ) / 25.55 元

低氮燃烧器订单显著增长

事项

近期，我们实地调研了龙源技术，并与高管就公司的经营情况进行了交流。同时也通过草根调研的方式进一步了解低氮燃烧器市场。

主要观点

1. 低氮燃烧器订单增速显著，将成为公司近三年的最主要看点。

通过我们各方面的调研了解，推测公司 1-5 月新接低氮燃烧器订单在 40 台以上，已经超过去年全年的订单水平。由此可以预见，今年公司的低氮燃烧器业务发展迅速，毛利相对稳定，将成为利润的主要贡献来源。

2. 低氮燃烧器市场今年刚刚起步，明、后年将达到顶峰。

无论是前端脱硝还是尾部脱硝，今年都逐渐启动，表现为相关公司的订单增加。根据我们对脱硝市场的调研，各个电力集团都已经制定了各自的规划，并且均认为前端+尾部是技术经济性最优的工艺，在保证电力供应的同时，大修排产进行改造。

市场方面，30 万千瓦以上的锅炉是改造的重点，据统计全国约有 30 万千瓦以上锅炉约 1700 台，此番需要改造的在 1400-1500 台。今年刚刚表现出市场的启动，将是增速最快的一年，明年和后年临近新标准的开始执行日期 2014 年 7 月 1 日，将有更多的改造需求，是体量较大的两年，低氮燃烧器的改造市场也将在明年和后年达到顶峰。

3. 低氮燃烧器市场不仅解决降氮问题，更提高锅炉效率，每三至五年即要改造一遍，公司口碑良好，市场占有率高。

我们一直强调，低氮燃烧器不仅可以降低 NOx 排放，更重要的可以通过改造燃烧器优化锅炉内部流场，从而解决锅炉结焦、燃烧效率低等问题，提高燃烧系统的稳定性、煤粉燃烧效率、以及锅炉对煤种的适用性。根据我们草根调研的结果，目前龙源技术在改造市场上口碑很好，很多有改造意向的公司都将龙源技术列为第一选择。作为锅炉燃烧的参考指标，稳定性是最重要的考虑因素，公司不参与低价竞争，中标率仍在 50% 以上，说明市场对公司非常认可。

市场担心此轮改造之后公司这方面的业务发展，但低氮燃烧器需要每 3-5 年改造一次，这部分市场需求依然客观存在。公司在解决降氮的问题同时，还解决了褐煤掺烧的问题，苏龙的褐煤掺烧项目已经形成很好的示范，适当掺烧低品位的煤可以降低电厂成本。本轮改造公司有大量的业绩作示范，下一轮改造过程中，选择公司产品的企业将越来越多。

证券分析师： 李大军
 执业编号： S0360511070002
 Tel: 010-66500821
 Email: lidj@hczq.com
 联系人： 谢天卉
 Tel: 010-66500817
 Email: xietianhui@hczq.com

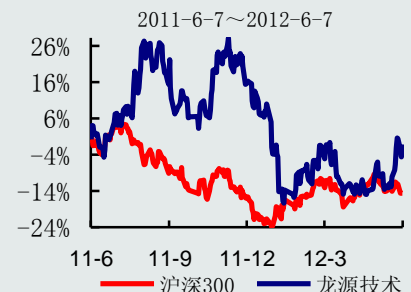
投资评级

投资评级： 强推
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	28512
流通 A 股/B 股(万股)	7128/0
资产负债率(%)	7.9
每股净资产(元)	6.78
市盈率(倍)	25.62
市净率(倍)	3.77
12 个月内最高/最低价	62.0/22.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《行业淡季，增速依然显著》	2012-04-25
《点火、低氮、余热三足鼎立，助推公司高速发展》	2012-03-02
《增长稳定，三季报基本符合预期》	2011-10-24
《政策催化，公司明年迎来小高峰》	2011-09-22
《低氮燃烧器收入激增，公司营业拐点出现》	2011-07-29
《行业淡季，依然看好全年业绩》	2011-04-27

4. 余热利用示范效果良好，预计将有更多订单落地。

公司余热利用业务自从大同形成良好的示范后，就有类似需求的电力企业与公司进行交流，但由于这项业务设计资金量大，谈判步骤较为复杂，暂时没有订单落地。

我们认为整个节能行业都面临着体量较大、进展相对较慢等问题，但公司巧妙的抓住了市场需求与自身的优势，利用火电厂中的余热进行供热，逐渐取得市场认可。这部分热量属低温余热，与钢铁、水泥、玻璃等行业的高温余热相比，与城市热网的温差较小，利用更加困难，但在北方有供热需求的地区有足够的市场需求，我们认为行业中的一些企业还在观望，未来会有更多订单落地。

5. 无油电厂不断推广，经济性逐渐体现。

公司的等离子点火的市场占有率一直独占鳌头，达到 90% 以上。目前国电集团的所有新建电厂都要求建设成无油电厂，这既是节油节能的需要，也可帮助电厂节约部分成本。我们认为这项业务处于稳步推进的过程中，还要看能否在集团外取得突破。

6. 三足鼎立的业务已经形成，节能改造将成为未来最大看点。

目前，公司的产品结构已经由原来的点火产品业务占主导地位，发展为锅炉节油与无油点火业务、低氮燃烧业务、锅炉余热利用业务三足鼎立的发展态势。我们认为公司在保证传统的点火业务稳定的同时，将利用节能减排的大好形势，大力发展低氮燃烧业务和锅炉余热利用业务。

短期看来，公司低氮燃烧器订单在今年有望突破百台，公司将持续高速增长。长期看来，公司作为国电集团的节能平台地位较为明确，电厂共有电、水、烟气三个出口，每个出口都有可以节能改造的空间，循环水及烟气的余热利用、无油电厂的推进等锅炉节能改造项目将为公司发展提供后续动力。

风险提示

1. 火电行业的增速放缓及带来的回款周期延长等风险。
2. 无油电厂的推广力度。

盈利预测

我们预测公司 12-13 年的营业收入将达到 14.6 和 20.4 亿，对应 eps1.00、1.30 元，维持强推评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2040	1996	2296	2635
现金	1078	1433	1651	1912
应收账款	486	276	318	360
其它应收款	24	10	13	16
预付账款	62	45	53	53
存货	155	123	124	134
其他	235	109	136	160
非流动资产	119	103	106	107
长期投资	0	0	0	0
固定资产	60	54	47	41
无形资产	24	29	36	40
其他	34	20	23	26
资产总计	2158	2099	2402	2742
流动负债	466	156	116	39
短期借款	0	0	0	0
应付账款	245	135	157	179
其他	220	21	-40	-140
非流动负债	27	9	12	16
长期借款	0	0	0	0
其他	27	9	12	16
负债合计	493	165	129	55
少数股东权	2	1	0	-1
归属母公司股东	1663	1932	2273	2687
负债和股东权	2158	2099	2402	2742

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	-136	335	209	247
净利润	172	284	368	450
折旧摊销	9	8	8	8
财务费用	-28	-39	-48	-55
投资损失	0	0	0	0
营运资金变	-332	95	-122	-159
其它	43	-12	2	3
投资活动现金	-19	-2	-10	-5
资本支出	19	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-2	-10	-5
筹资活动现金	0	22	20	19
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	22	20	19
现金净增加额	-155	355	218	261

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	884	1462	2035	2697
营业成本	537	909	1313	1773
营业税金及附加	10	15	18	23
营业费用	60	105	138	183
管理费用	87	146	193	256
财务费用	-28	-39	-48	-55
资产减值损失	23	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	195	321	415	511
营业外收入	6	5	6	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	202	326	420	517
所得税	30	42	52	67
净利润	172	284	368	450
少数股东损益	-2	-1	-1	-1
归属母公司净利润	174	284	369	451
EBITDA	176	290	375	464
EPS (元)	1.10	1.00	1.30	1.58

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	81.3%	65.4%	39.2%	32.5%
营业利润	91.5%	64.4%	29.1%	23.3%
归属母公司净利润	66.0%	63.1%	29.9%	22.1%
获利能力				
毛利率	39.2%	37.9%	35.5%	34.2%
净利率	19.7%	19.5%	18.2%	16.7%
ROE	10.5%	14.7%	16.3%	16.8%
ROIC	23.9%	49.0%	51.5%	50.9%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	7.9%	5.4%	2.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.38	12.80	19.73	66.88
速动比率	4.05	12.01	18.66	63.48
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.69	0.90	1.05
应收帐款周转率	3	4	7	8
应付帐款周转率	3.21	4.78	9.01	10.57
每股指标(元)				
每股收益	0.61	1.00	1.30	1.58
每股经营现金	-0.48	1.18	0.73	0.87
每股净资产	5.83	6.78	7.97	9.42
估值比率				
P/E	23.21	25.62	19.72	16.15
P/B	2.43	3.77	3.21	2.71
EV/EBITDA	35	21	17	13

资料来源：公司报表、华创证券

分析师介绍

李大军：电力设备与新能源行业首席分析师，清华大学电子系硕士，惠普公司三年实业经验，从事通信、电力行业咨询。2009年8月加入华创证券，负责电力设备与新能源行业研究。现组建六人研究团队，深入研究和紧密跟踪电力设备、新能源、节能、环保、新能源汽车、工业自动化等新兴产业。

谢天卉：环保行业分析师，哈尔滨工业大学环境系博士，2010年8月加入华创证券，负责环保行业研究工作，跟踪水处理、大气处理、固废处理与处置、环境监测等领域。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石墨飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市海淀区复兴路 21 号
海育大厦 7 层
邮编: 100036
传真: 010-59370801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编: 518040
传真: 0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编: 200122
传真: 021-50583558