



低氮燃烧拉动营收，迎爆发式增长 ——龙源技术（300105）2012半年报点评

联系人

李冬婷 86-10-88366060-8781
从业证书编号 S1070111100019

熊英 86-10-88366060-8837
从业证书编号 S1070112070044

分析师

桂方晓
从业证书编号 S1070511070001

投资评级：推荐（维持）

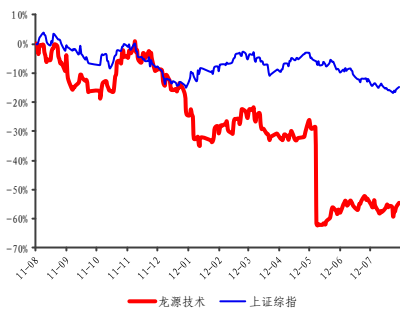
市场数据

目前股价	26.95
总市值(亿元)	76.00
流通市值(亿元)	19.20
总股本(万股)	28512
流通股本(万股)	7128
12个月最高/最低	49.00/22.33

公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E
营业收入	884	1793	2350
(+/-%)	81.3%	102.8%	31.1%
净利润	174	293	403
(+/-%)	66.0%	67.9%	37.5%
摊薄每股收益	1.10	1.03	1.41
PE	24.3	26.0	18.9

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

投资建议：

龙源技术（300105）发布半年报，上半年公司实现营业收入 36,976.47 万元，同比增长 9.04%；利润总额为 8,448.39 万元，同比增长 14.8%；归属上市公司股东的净利润为 7,248.44 万元，同比增长 14.69%，基本符合我们和市场的预期。预计 12-13 年 EPS 分别为 1.03 和 1.41 元，PE 为 26.2 和 19.1X。鉴于下半年低氮燃烧市场将步入爆发式增长时期，维持“推荐”评级。

要点：

- **业绩符合预期：**上半年公司实现营业收入 36,976.47 万元，同比增长 9.04%；利润总额 8,448.39 万元，同比增长 14.8%；归属上市公司股东的净利润为 7,248.44 万元，同比增长 14.69%，基本符合我们和市场的预期。

- **低氮业务快速增长，构筑公司营收来源：**分产品来看，低氮燃烧和微油点火系统产品营收同比大幅增长 51%和 122%，等离子产品营收同比小幅增长 2.03%，锅炉余热利用产品营收同比下降 31.45%。低氮燃烧产品首次超越等离子产品和锅炉余热利用产品，成为公司的首要营收贡献者。其快速增长主要是由于我国火电厂脱硝市场迅猛发展，在脱硝电价补贴较低的情况下，低氮燃烧成为火电厂脱硝的第一步。

从毛利率来看，公司整体毛利率下降 1.91%，其中除锅炉余热利用产品毛利率同比增加 8.33%外，其他产品毛利率均有所下滑，原因是由于总包方式占比增加和市场竞争加剧。公司期间费用率上升 1.22 个百分点，其中销售费用率同比小幅上升 0.62 个百分点至 6.8%；管理费用率上升 1.26 个百分点至 11.97%，主要是由于公司规模扩大，人员增加；财务费用率由于利息收入的增加继续维持负值。

- **电企盈利增加，助力公司现金流改善：**公司经营活动现金流量净额 6372.86 万元，扭转去年 8725.31 万元的净流出，同比大幅增长 173.04%，主要是由于公司收入增加和回款加快使得公司现金流入的增长速度快于现金流出。投资活动现金流出 2936.66 万元，流出额较去年增加 2180.87 万元，主要是由于上半年投资加快；筹资活动现金净流出 820.56 万元，无太大变化。

- **低氮燃烧市场步入爆发式增长时期：**首先，去年两次上调电价使火电企业盈利同比均有大幅度改善，下半年降息和煤价下跌逐步释放，火电企业盈利能力将继续提升，使得火电企业有能力进行脱硝投资，也保障了

公司应收账款的顺利回收；其次，政府加大脱硝的政策力度，脱硝补贴电价有望逐步上涨，脱硝行业景气度上升。低氮燃烧技术以其较低的成本将率先启动，低氮燃烧市场将进入爆发式增长时期。公司作为技术领先的低氮燃烧企业将充分受益于行业的增长。

- **风险提示：**脱硝市场启动慢于预期。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
利润表 单位: 百万元				
营业收入	884	1793	2350	2638
营业成本	537	1105	1471	1645
销售费用	60	140	164	179
管理费用	87	197	235	264
财务费用	-28	-11	-12	-15
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	195	340	468	538
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	202	340	468	538
所得税	30	48	66	75
少数股东损益	-2	0	0	0
净利润	174	293	403	463
资产负债表				
流动资产	2040	2694	3365	3954
货币资金	1078	1158	1340	1683
应收帐款	486	708	928	1041
应收票据	226	213	279	314
存货	155	376	500	559
非流动资产	119	142	161	175
固定资产	68	117	138	154
资产总计	2158	2837	3526	4128
流动负债	466	878	1165	1304
短期借款	0	0	0	0
应付款项	345	581	774	866
非流动负债	27	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
负债合计	493	878	1165	1304
股东权益	1666	1958	2361	2824
股本	158	285	285	285
留存收益	1505	1671	2074	2537
少数股东权益	2	2	2	2
负债和权益总计	2158	2837	3526	4128
现金流量表				
经营活动现金流	-136	118	222	384
其中营运资本减少	-310	-163	-202	-106
投资活动现金流	-19	-38	-40	-41
其中资本支出	-19	-60	-40	-41
融资活动现金流	0	0	0	0
净现金总变化	-155	80	182	343

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
主要财务指标				
成长性				
营业收入增长	81.3%	102.8%	31.1%	12.3%
营业成本增长	94.6%	105.7%	33.2%	11.8%
营业利润增长	91.5%	74.3%	37.5%	15.0%
利润总额增长	69.6%	68.9%	37.5%	15.0%
净利润增长	66.0%	67.9%	37.5%	15.0%
盈利能力				
毛利率	39.2%	38.4%	37.4%	37.6%
销售净利率	19.7%	16.3%	17.1%	17.5%
ROE	10.5%	14.9%	17.1%	16.4%
ROIC	31.8%	33.6%	35.0%	33.8%
营运效率				
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用/营业收入	9.8%	11.0%	10.0%	10.0%
财务费用/营业收入	-3.2%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	14.7%	14.0%	14.0%	14.0%
应收帐款周转率	2.6%	3.0%	2.9%	2.7%
存货周转率	4.3%	4.2%	3.4%	3.1%
流动资产周转率	0.5%	0.8%	0.8%	0.7%
总资产周转率	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%
偿债能力				
资产负债率	22.8%	31.0%	33.0%	31.6%
流动比率	4.38	3.07	2.89	3.03
速动比率	4.05	2.64	2.46	2.60
每股指标(元)				
EPS	1.10	1.03	1.41	1.62
每股净资产	10.52	6.87	8.28	9.90
每股经营现金流	-0.86	0.42	0.78	1.35
每股经营现金/EPS	-0.8	0.4	0.6	0.8
估值				
PE	24.4	26.1	19.0	16.5
PEG	0.20	0.36	0.70	1.27
PB	2.6	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	0.35	0.22	0.16	0.14
EV/SALES	7.84	4.30	3.28	2.92
EV/IC	0.10	0.08	0.06	0.05
ROIC/WACC	2.37	2.51	2.61	2.52
REP	0.04	0.03	0.02	0.02

研究员介绍及承诺:

桂方晓: 中国科学技术大学统计与金融系硕士, 2011 年加入长城证券, 任新能源行业分析师。

李冬婷: 北京大学经济学学士、管理学硕士, 2011 年加入长城证券, 任电力环保等公用事业行业分析师。

熊英: 中国人民大学金融学硕士, 2012 年加入长城证券, 任电力环保等公用事业行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王涛: 0755-83516217, 18665822616, wangt@cgws.com
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层(邮编: 518034)
传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层(邮编: 100044)
传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼(邮编: 200135)
传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>