



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备

刘波

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001
(8621) 2032 8929
bo.liu@bocigroup.com

龙源技术 2012 年上半年度 净利润增长 15%，低氮燃 烧毛利率下滑明显

龙源技术(300105.SZ/人民币 26.95, 未有评级)发布 2012 年半年度业绩报告: 实现营业收入 3.70 亿元, 同比增长 9.04%, 归属上市股东净利润 0.72 亿元, 同比增长 14.69%, 实现每股收益约 0.25 元。业绩增长低于市场一致预期。我们预测公司 2012-2014 年公司每股收益分别为 0.85、1.05、1.23 元, 对应当前股价的市盈率分别为 32、26 和 22 倍。

上半年营收增长 9%, 净利润增长 15%, 资产减值损失显著减少净利润增长幅度超过营业利润增长。上半年营收增长幅度不大, 综合毛利率下滑 2.01 个百分点, 毛利润仅实现 2% 的增长, 管理和销售费用同比均增长在 20% 左右, 营业利润下滑 12.34%, 公司最终实现净利润增长 15%, 主要由于资产减值损失部分同比去年减少近 1,500 万元的规模, 资产减值损失显著减少, 这主要系公司把握了火电企业成本压力减低、现金流好转的时机, 加大对应收账款的回款力度, 在营收稳步增长的情况下大幅降低了坏账准备。

图表 1. 近三年半年度及全年利润表重要指标情况

(人民币, 百万)	2010 上半年	2010 全年	2011 上半年	2011 全年	2012 上半年	同比 变动(%)
营业收入	171.04	487.47	339.12	883.99	369.76	9.04
销售税金	(0.01)	(0.88)	(2.43)	(10.30)	(4.51)	85.95
营业成本	(86.34)	(276.06)	(203.12)	(537.21)	(228.93)	12.70
毛利润	84.69	210.52	133.57	336.47	136.33	2.06
销售费用	(13.30)	(43.25)	(20.97)	(59.93)	(25.19)	20.12
管理费用	(22.77)	(69.34)	(36.32)	(86.67)	(44.27)	21.88
经营利润	48.62	97.93	76.28	189.87	66.86	(12.34)
财务费用	0.54	8.52	12.56	28.26	16.19	28.87
资产减值损失	(1.98)	(4.44)	(15.87)	(22.79)	(0.84)	(94.73)
营业利润	47.18	102.01	72.97	195.34	82.22	12.68
营业外收入	0.82	17.07	0.79	6.42	2.30	189.16
营业外支出	(0.11)	(0.25)	(0.17)	(0.22)	(0.03)	(80.71)
利润总额	47.89	118.84	73.59	201.54	84.48	14.80
所得税	(7.18)	(13.82)	(11.43)	(29.59)	(13.29)	16.19
少数股东权益	0.00	0.00	1.04	2.39	1.29	23.54
归属母公司所有者净利润	40.71	105.02	63.20	174.34	72.48	14.69
每股收益(元)	0.14	0.37	0.22	0.61	0.25	14.69
主要利润比率(%)						
综合毛利率	49.52	43.37	40.10	39.23	38.09	(2.01)
销售费用率	7.77	8.87	6.18	6.78	6.81	0.63
管理费用率	13.31	14.22	10.71	9.80	11.97	1.26
财务费用率	(0.32)	(1.75)	(3.70)	(3.20)	(4.38)	(0.67)
利润率	28.00	24.38	21.70	22.80	22.85	1.15

资料来源: 中银国际研究

总包模式拉低了低氮燃烧产品的毛利率，市场竞争激烈拉低微油点火装置的毛利率。公司上半年低氮燃烧产品的营收规模增长了51%，但毛利率下滑了近15个百分点，毛利润同比仅增长4.33%，毛利率显著下滑的原因是公司客户越来越多的采用总包模式，总包模式下低毛利率配套产品拉低了低氮燃烧总包项目的毛利率。另一方面，微油点火装置营业收入同比增长122%，但毛利率下滑18个百分点，由于市场竞争激烈导致毛利率大幅下滑。

图表 2.上半年主营产品情况

产品	营业收入 (人民币, 百万)	营业成本 (人民币, 百万)	毛利润 (人民币, 百万)	毛利率 (%)	营业收入比上年 年同期增减 (%)	营业成本比上年 年同期增减 (%)	毛利润比上年 年同期增减 (%)	毛利率比上年 年同期增减百分 点
低氮燃烧	134.8	90.3	44.5	33.0	51	93.68	4.33	(14.8)
等离子	99.6	49.5	50.1	50.3	2.03	7.97	(3.23)	(2.7)
锅炉余热利用	96.2	63.3	33.0	34.3	(31.45)	(39.16)	(9.42)	8.3
微油点火	26.3	19.6	6.7	25.6	122	193.04	30.18	(18.0)
其他产品	10.8	4.7	6.1	56.7				56.7
合计	367.7	227.3	140.4	38.2	8.42	11.89	3.24	(1.9)

资料来源：中银国际研究

销售费用和管理费用增长，主要系员工薪酬增长所致。公司人员结构中，生产人员占比仅24%，该类人员的薪酬支出在公司总体薪酬支出占比较小。从公司上半年应付职工薪酬增加额对比情况来看，员工薪酬增长较快。

图表 3.2011 年末的人员结构

人员结构	人数	占比
生产人员	185	24%
技术人员	304	39%
销售人员	160	21%
管理人员	95	12%
财务人员	30	4%
合计	774	100%

资料来源：中银国际研究

图表 4.应付职工薪酬数据对比 (单位: 万元)

时间点	期初账面金额	本期增加	本期减少	期末账面余额
2012年6月31日	1,055	5,646	5,627	1,074
2011年6月31日	1,472	3,972	4,065	1,380

资料来源：中银国际研究

等离子体节能环保设备增产项目建设进度低于预期。公司于2012年3月份调整了募投项目建设进度，等离子体节能环保设备增产项目的投产时间由2012年2月份调整至2012年12月份，该募投项目投产后，将产生较大规模的固定资产折旧费用，按照公司IPO公告，该项目投产后将产生折旧约1,784万元，对未来的利润增长有一定影响。

图表 5.募投项目进度情况 (单位: 万元)

承诺投资项目和超募资金投向	是否 已变更项目	募集资金承诺 投资总额	调整后 投资总额	截止期末 累计投入金额	截止期末 投资进度	项目达到预定 可使用状态
等离子体低 NOX 燃烧推广工程	否	5,000	5,000	5,000	100%	2012 年 8 月 20 日
等离子体节能环保设备增产项目	是	36,956	36,956	2,785.56	8%	2012 年 12 月 31 日
营销网络建设项目	否	4,500	4,500	2,147.5	48%	2012 年 8 月 20 日

资料来源: 中银国际研究

图表 6.IPO 披露的新增固定资产折旧 (单位: 万元)

募投项目	房屋、建筑物		机器设备		土地使用权		合计	
	投资额	投产后年 折旧	投资额	投产后年 折旧	投资额	投产后年 折旧	投资额	投产后年 折旧
等离子体节能环保设备增产项目	7,658	345	15,665	1,410	1,441.56	29	24,765	1,784
营销网络建设项目	1,764	79	514	51			2,278	130
合计	9,422	424	16,179	1,461	1,442	29	27,043	1,914

资料来源: 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371