

## 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

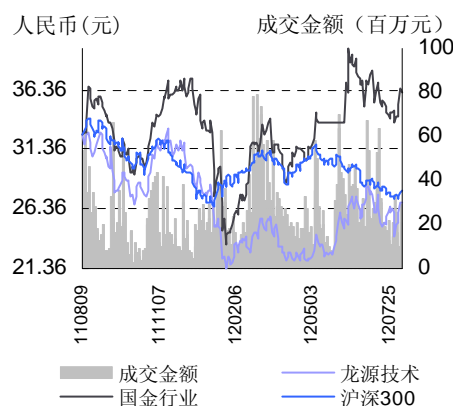
市价(人民币): 26.56元

## 期待下半年脱硝带来业绩弹性

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)	71.28
总市值(百万元)	75.73
年内股价最高最低(元)	33.13/21.36
沪深 300 指数	2389.80



## 相关报告

1. 《业绩低于预期, 期待 2012》, 2012.1.11
2. 《业绩小步跑, 年底结算高》, 2011.10.25
3. 《向锅炉综合节能减排服务商进军》, 2011.8.9

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017  
(8621)61038263  
zhaqmq@gjzq.com.cn

邬煜 联系人  
(8621)61038200  
wuyu@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.193	1.101	0.891	1.296	1.591
每股净资产(元)	17.04	10.50	7.17	8.47	10.06
每股经营性现金流(元)	0.63	-0.86	1.22	0.53	1.62
市盈率(倍)	102.14	46.60	29.82	20.50	16.69
行业优化市盈率(倍)	106.04	157.97	45.65	45.65	45.65
净利润增长率(%)	19.76%	66.00%	45.67%	45.46%	22.79%
净资产收益率(%)	7.00%	10.48%	12.42%	15.30%	15.82%
总股本(百万股)	88.00	158.40	285.12	285.12	285.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布 2012 年半年报, 2012 年上半年实现营业收入 369.76 百万元, 同比增长 9.04%; 实现利润总额 84.48 百万元, 同比增长 14.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润 72.48 百万元, 同比增长 14.69%; EPS 为 0.25 元, 符合预期。

## 经营分析

- 公司上半年业绩符合预期, 其中低氮燃烧业务受益于脱硝市场启动实现了快速增长, 等离子体、微油点火业务总体保持平稳发展态势, 余热利用业务受到市场竞争和合同工期影响较去年收入有所下滑。
  - 低氮燃烧业务: 受益于脱硝市场启动, 收入实现快速增长(51%), 但毛利率同比大幅下滑 14.76 个百分点, 引发市场对于公司低氮燃烧业务经营情况是否发生变化的质疑, 但我们认为该下滑仅为同比基数效应, 环比来看仍然保持较为稳定水平, 经营环境并未发生显著变化。
  - 等离子点火业务: 由于公司等离子点火业务主要针对新增机组, 考虑到每年新增火电机组较为稳定, 因此发展较为平稳, 毛利率虽然小幅下滑, 但是仍然保持在较高水平(50.31%)。
  - 余热锅炉业务: 12 年上半年公司未新签余热订单, 仅结算去年订单的尾款, 因此较同期 1.4 亿的收入有所下滑。
  - 微油点火业务: 由于微油点火市场竞争激烈, 导致产品销售价格较同期有所下降从而致使产品毛利率大幅下滑, 但该业务占比较小, 对公司整体业务影响不大。

## 盈利调整

- 根据中报情况, 我们更新公司 2012-2014 年盈利预测为 0.891 元、1.296 元和 1.591 元, 同比分别增长 45.67%、45.46%和 22.79%。

## 投资建议

- 目前股价对应 30x12PE 和 20x13PE, 我们仍然维持之前对于龙源技术的看法: 伴随脱硝市场启动带来的行业 1-2 年的高景气度, 公司将凭借其在低氮燃烧领域领先的技术优势充分享受脱硝市场启动带来的高订单和业绩弹性; 维持买入评级, 考虑其目前订单充足, 1-2 年的业绩确定性高, 给予 25x13PE, 目标价 33 元。

## 事件：公司公布半年报

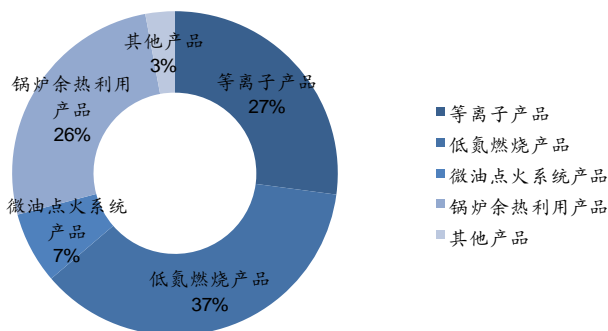
- 公司公布 2012 年半年报，2012 年上半年实现营业收入 369.76 百万元，同比增长 9.04%；实现利润总额 84.48 百万元，同比增长 14.80%；实现归属于上市公司股东净利润 72.48 百万元，同比增长 14.69%；EPS 为 0.25 元，符合预期。

## 我们的分析与点评

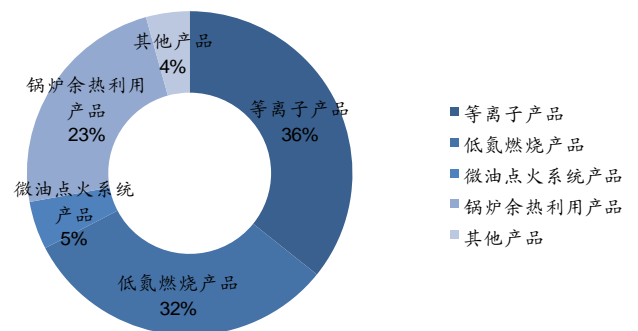
### 同比基数效应至低氮产品毛利率大幅下滑，经营环境并未恶化

- 公司上半年业绩符合预期，其中低氮燃烧业务受益于脱硝市场启动实现了快速增长，等离子体、微油点火业务总体保持平稳发展态势，余热利用业务受到市场竞争和合同工期影响较去年收入有所下滑。
  - 低氮燃烧业务：受益于脱硝市场启动，收入实现快速增长(51%)，但毛利率同比大幅下滑 14.76 个百分点，引发市场对于公司低氮燃烧业务经营情况是否发生变化的质疑，但我们认为该下滑仅为同比基数效应，环比来看仍然保持较为稳定水平，经营环境并未发生显著变化。
    - 1) 11 年上半年，公司产品主要是供设备为主，享受较高的毛利率水平，进入下半年，采用总包的客户逐渐增多，造成合同成本增加，综合毛利率下滑，而 12 年整体延续了 11 年下半年以来的情况，因此同比 11 年上半年的高基数下滑较多。
    - 2) 作为以上说法的验证，我们对比了公司自 11 年以来毛利率的变化趋势，11 年公司低氮业务的毛利率为 37%，其中上半年为 48%，下半年为 31%，而本期的毛利率(33%)虽然同比下滑较多，但是环比仍保持稳定的水平。
  - 等离子点火业务：由于公司等离子点火业务主要针对新增机组，考虑到每年新增火电机组较为稳定，因此发展较为平稳，毛利率虽然小幅下滑，但是仍然保持在较高水平(50.31%)。
  - 余热锅炉业务：12 年上半年公司未新签余热订单，仅结算去年订单的尾款，因此较同期 1.4 亿的收入有所下滑。
  - 微油点火业务：由于微油点火市场竞争激烈，导致产品销售价格较同期有所下降从而致使产品毛利率大幅下滑，但该业务占比较小，对公司整体业务影响不大。

图表1：龙源技术 2012H 营业收入占比

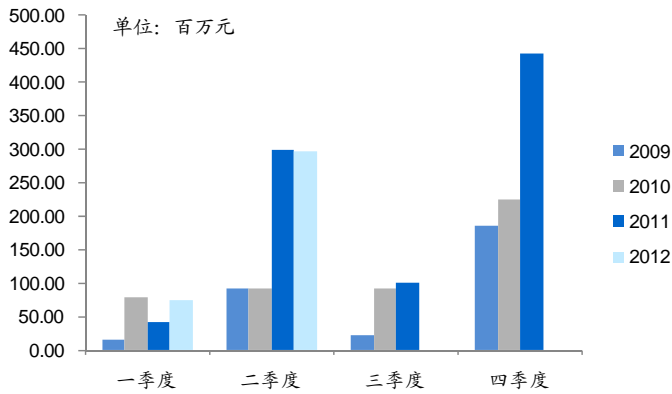


图表2：龙源技术 2012H 营业毛利占比



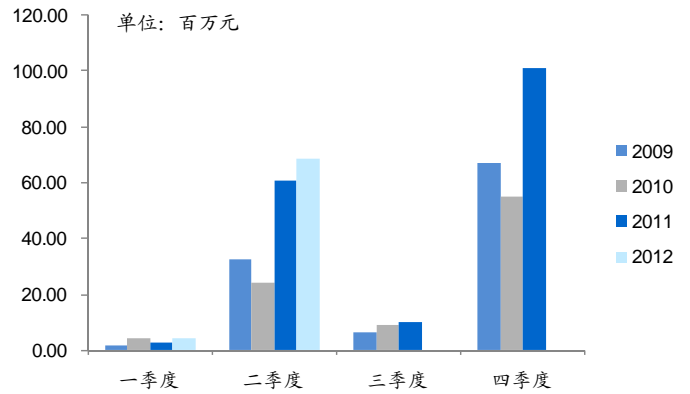
来源：公司半年报，国金证券研究所

图表3: 碧水源单季营业收入

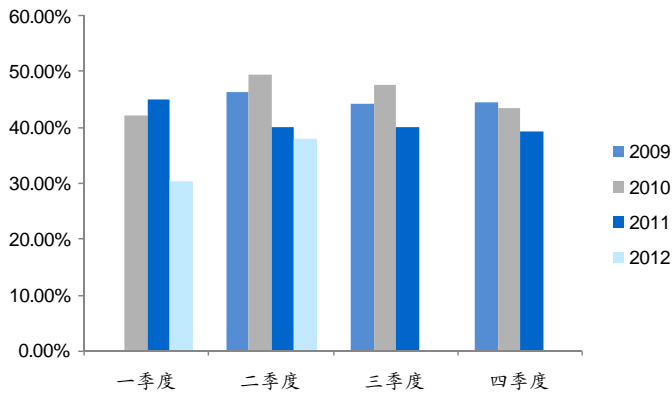


来源: 公司半年报, 国金证券研究所

图表4: 碧水源单季净利润

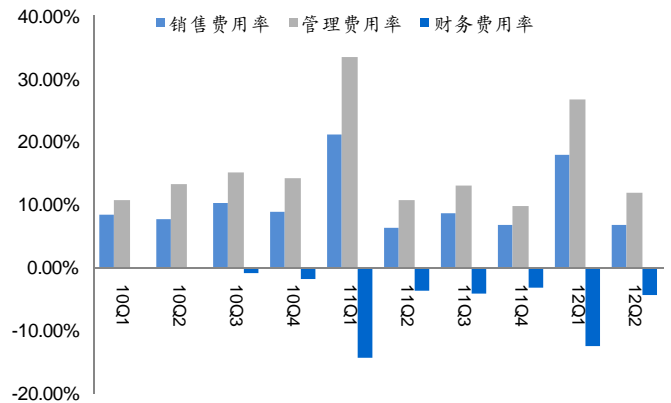


图表5: 公司分季度累计毛利率



来源: 公司半年报, 国金证券研究所

图表6: 公司分季度累计期间费用率



### 更新盈利预测, 继续看好公司发展

- 根据中报情况, 我们更新公司 2012-2014 年盈利预测为 0.891 元、1.296 元和 1.591 元, 同比分别增长 45.67%、45.46%和 22.79%。
- 目前股价对应 30x12PE 和 20x13PE, 我们仍然维持之前对于龙源技术的看法: 伴随脱硝市场启动带来的行业 1-2 年的高景气度, 公司将凭借其在低氮燃烧领域领先的技术优势充分享受脱硝市场启动带来的高订单和业绩弹性; 维持买入评级, 考虑其目前订单充足, 1-2 年的业绩确定性高, 给予 25x13PE, 目标价 33 元。

**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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**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：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B