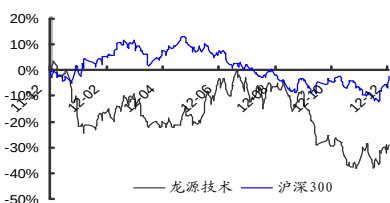


投资品 - 电气设备

2012 年 12 月 14 日

市场数据	2012 年 12 月 13 日
当前价格(元)	19.62
52 周价格区间(元)	17.60-52.97
总市值(百万)	5594.05
流通市值(百万)	1398.51
总股本(百万股)	285.12
流通股(百万股)	71.28
日均成交额(百万)	26.84
近一月换手(%)	49.41%
Beta(2 年)	
第一大股东	国电科技环保集团股份有限公司
公司网址	http://www.lypower.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
龙源技术	8.70%	-21.18%	-29.89%
沪深 300	1.26%	-0.3%	-3.96%

颜彪

执业证书号: S1030510120004

0755-83199599-8136

yanbiao@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 颜彪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

脱硝补贴电价提升将加快订单的签订

——龙源技术(300105)跟踪报告

评级: 增持(维持)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	883.99	1340.50	2043.50	2618.50
收入同比(%)	81.34%	51.64%	52.44%	28.14%
归属母公司净利润(百万)	174.34	231.51	302.00	374.15
净利润同比(%)	66.00%	32.79%	30.45%	23.89%
毛利率(%)	39.23%	36.78%	34.12%	33.45%
ROE(%)	10.48%	12.32%	13.84%	14.64%
每股收益(元)	1.10	0.81	1.06	1.31
P/E	18.26	24.75	18.98	15.32

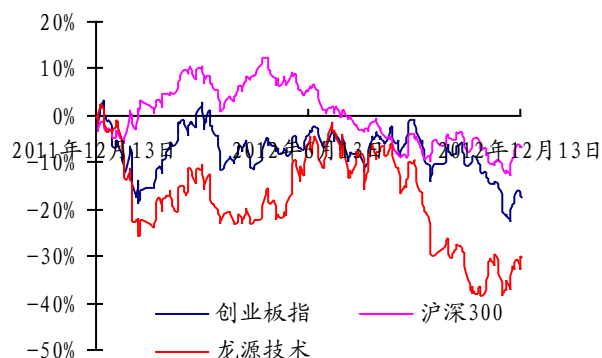
资料来源: 世纪证券研究所

- **近期市场表现分析:** 公司最近一个季度走势明显弱于大盘与可比公司, 主要原因有: (1) **宏观市场方面:** 公司所处的火电行业景气度不断下滑、火电脱硝补贴不足导致火电企业脱硝积极性不足、电厂余热利用受到火电企业盈利下滑影响较大; (2) **公司业绩低于预期:** 2012 年前三季度净利润 8120.9 万元, 同比增长 10.72%; 其中第三季度净利润仅为 872.5 万元, 同比减少 14.02%。
- **有利因素:** (1) **脱硝补贴电价提升的预期。** 我们预计 2013 年可能在全国范围内对火电机组脱硝改造 1.1 分/千瓦时的补贴, 我们预计新增火电脱硝装机容量同比增长 100%以上。参考火电脱硫电价出台后, 脱硫机组投运的情况, 我们预计 2013 年成为火电机组低氮燃烧改造最高峰。(2) **火电企业盈利的改善。** 经过 2012 年煤炭价格的大幅下跌, 火电企业的亏损面大幅减少, 从上市公司净利润及现金流增长看, 2012 年出现大幅增长。火电企业的盈利改善将有助于公司业务的拓展, 同时回款情况将出现大幅改观。
- **不利因素:** 如果脱硝电价补贴提升至 1.1 分/千瓦时, 则基本可以弥补新建机组同步脱硝成本, 但对于原有机组技改脱硝仍存在 0.2 分/千瓦时的差距, 对于火电企业仍有一定的压力。同时脱硝电价补贴实施时点不确定, 可能造成 2013 年火电脱硝前高后低。另外, 随着低氮燃烧需求的开启, 竞争也将加剧, 武汉天和、燃控科技等更多企业进入到前端脱硝领域, 毛利率将受到影响。
- **盈利预测:** 下调 2012-2013 年 EPS, 分别为 0.81 元、1.06 元, 对应 2012/2013 年动态 PE 分别为 24/18。公司未来业绩超预期依赖于整个电力行业盈利能力转好以及火电脱硝的大力推进, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 脱硝补贴低于预期, 竞争加剧。

公司近期市场表现分析

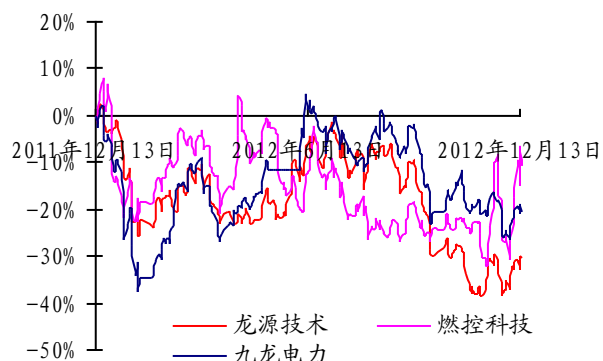
截止到 2012 年 12 月 12 日，龙源技术收盘价 20.10 元，最近一个季度(9 月 13 日-12 月 13 日)走势明显弱于大盘，区间跌幅达到 23.08%，而沪深 300 区间跌幅为 2.91%，创业板区间跌幅为 16.72%；另外其走势也差于可比上市公司燃控科技、九龙电力。

Figure 1 龙源技术与市场指数比较



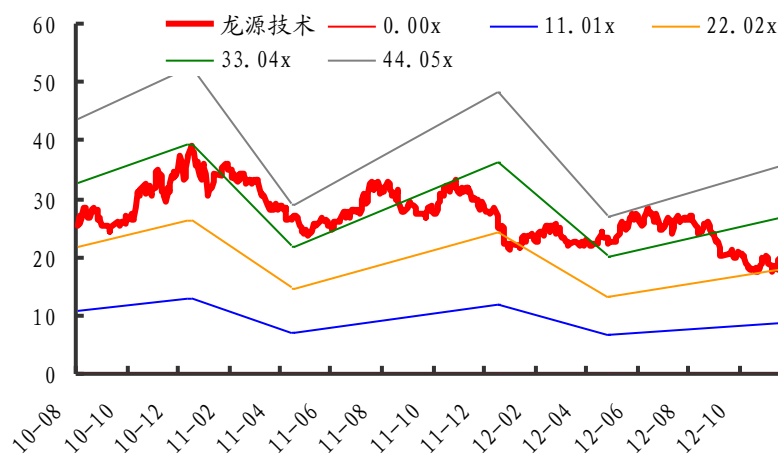
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 龙源技术与可比公司走势比较



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 公司上市以来 PE-Band



数据来源：wind、世纪证券研究所

我们分析原因主要有以下几方面：

(1) 宏观市场方面：公司所处的火电行业景气度不断下滑、火电脱硝补贴不足导致火电企业脱硝积极性不足、电厂余热利用受到火电企业盈利下滑影响较大。

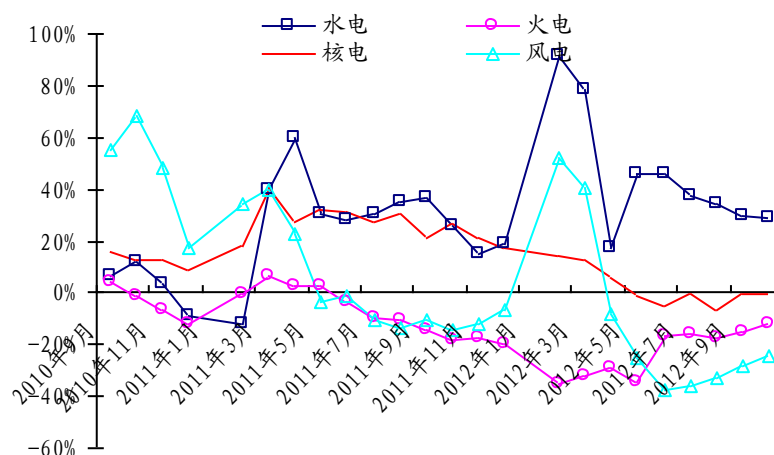
➤ 火电投资增速持续下降

2012 年 1-10 月，火电完成投资 717 亿元，同比下降 12.40%，延续上年持续下降态势，火电完成投资占电源完成投资的比重下降至

26.78%，较上年同期下降 2.9 个百分点。1-10 月份，全国基建新增发电生产能力 4753 万千瓦，较上年同期减少 1284 万千瓦，其中火电投产 2965 万千瓦同比减少 1146 万千瓦。

火电投资的下滑对公司等离子点火、微油点火业务收入增速带来不利影响。

Figure 4 各种电源投资同比增速



数据来源：中电联、世纪证券研究所

► 火电脱硝市场容量高，但进展低于预期

根据 2011 年发布的新版《火电厂大气污染物排放标准》中对氮氧化物排放的要求：从 2012 年 1 月 1 日开始，要求所有新建机组 NO_x 排放量达到 100mg/m³。从 2014 年 7 月 1 日开始，要求重点地区所有火电投运机组 NO_x 排放量达到 100mg/m³，非重点地区 2013 年以前投产的机组达到 200mg/m³。

从环保部公布的《全国投运燃煤机组脱硝设施清单》(2010 年和 2011 年)，脱硝改造的主要是 30 万千瓦及以上机组。根据环保部数据，目前 30 万千瓦火电机组约为 950 台，60 万千瓦及以上机组约为 500 台，截止到 2011 年底脱硝改造共完成 289 台，**2012-2014 年剩余需要改造机组为 1160 台。**

新建机组脱硝标配“LNB+SCR/SNCR”，我们预计 2012-2014 年均新增火电装机 5000 万千瓦；按照单台容量 60 万千瓦计算，**年均合计 80 台。**

根据电监会发布的《关于脱硝电价政策的研究和建议》，同步建设脱硝设施的单位总成本约为 1.13 分/千瓦时，技改加装脱硝设施的单位总成本约为 1.33 分/千瓦时。但是目前火电机组脱硝补贴为 0.8 分/千瓦时，不能弥补脱硝的成本，火电企业脱硝动力不足。

➤ 火电企业盈利能力下降对余热利用有较大影响

电厂循环冷却水余热利用最有效的途径是利用热泵技术，将低品位的余热提升至 60-90℃ 或更高，用于供暖或其他轻工业生产。公司在热电厂低温低压余热利用领域经过多年的开发和技术改进，在国电集团获得示范应用。

2010 年公司与国电大同第二发电公司签订了电站余热回收合同，合同金额 1.6 亿元，利用热泵技术回收电站余热，进行供热。2011 年公司与国电内蒙古东胜热电有限公司签订了余热回收集中供热总包，合同金额 1.29 亿元。在节能减排的压力下，电厂余热利用未来成长空间巨大，仅国电集团内部的规模就有 40-50 台，市场规模达到 40-50 亿。

2011 年该业务实现收入 2.97 亿元，收入占比达到 33.7%，毛利占比达到 25.7%，成为公司新的盈利来源。

2011 年火电企业受到煤炭价格高企的影响，A 股 25 家涉及火电业务上市公司 2011 年净利润同比下降 23.01%，其中 4 家出现亏损。根据财政部公布数据，2011 年五大发电集团火电业务累计亏损 312.2 亿元，比上年增亏 190.7 亿元。

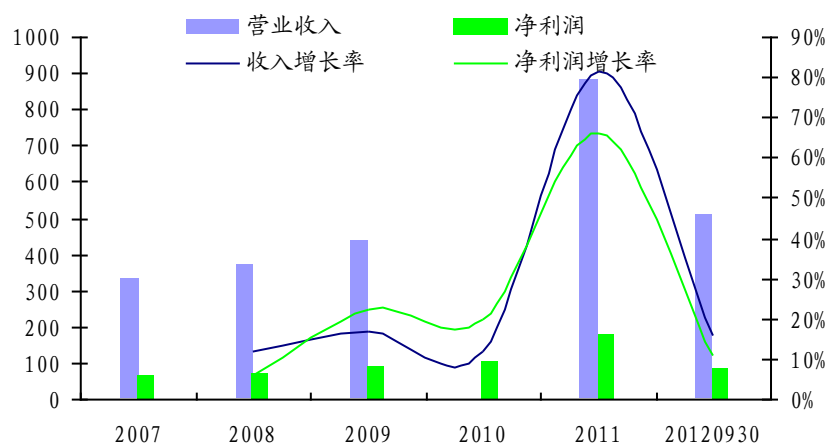
火电企业盈利能力下滑影响了电厂余热利用的推广以及签订合同的执行进度

(2) 公司业绩低于预期:

2012 年前三季度净利润 8120.9 万元，同比增长 10.72%；其中第三季度净利润仅为 872.5 万元，同比减少 14.02%。

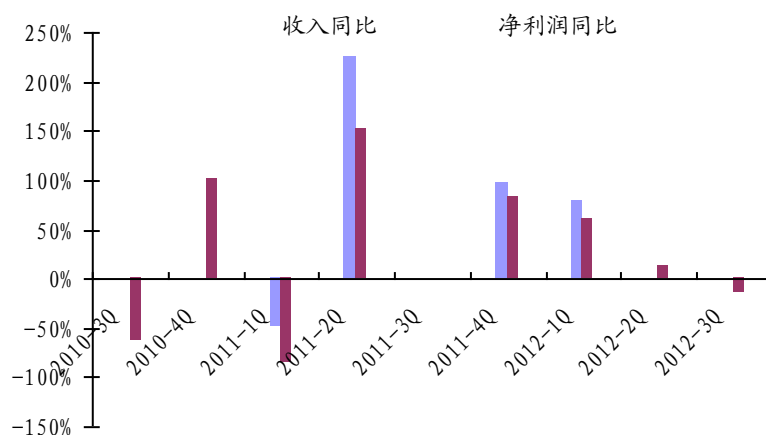
2012Q3 期间费用率达到 31.24%，受低氮燃烧业务毛利率下滑的影响，2012 年前三季度毛利率同比下降 1.39 个百分点。

Figure 5 收入及净利润增长率 (单位: 百万元)



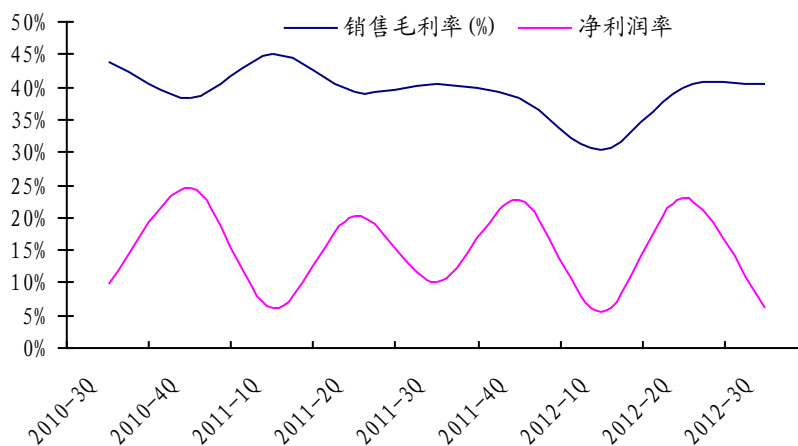
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 6 单季度收入及净利润增长率



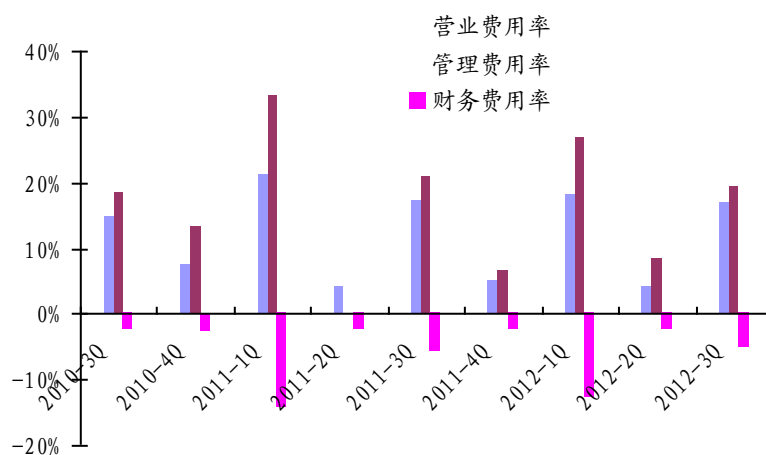
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 7 各季度毛利率和净利率



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 8 各季度费用率



数据来源: wind、世纪证券研究所

有利因素：脱硝电价补贴提升的预期+火电企业盈利转好**(1) 政策加码**

《节能减排“十二五”规划》：完成 4 亿千瓦现役燃煤机组脱硝设施建设，对 7000 万千瓦燃煤机组实施低氮燃烧技术改造。到 2015 年燃煤机组脱硝效率达到 75%以上。钢铁烧结机、有色金属窑炉、建材新型干法水泥窑、石化催化裂化装置、焦化炼焦炉配套实施低氮燃烧改造或安装脱硫脱硝设施，“十二五”时期新增二氧化硫和氮氧化物削减能力 277 万吨、358 万吨。

《“十二五”节能环保产业发展规划》：研发推广重点行业烟气脱硝；重点示范膜生物反应器（MBR）、垃圾焚烧及烟气处理、烟气脱硫脱硝等先进技术装备及能源、农业等行业清洁生产重大技术装备；推广城镇生活污水脱氮除磷深度处理设备、300 兆瓦及以上燃煤电厂烟气脱硝技术装备、600 兆瓦及以上燃煤电厂烟气脱硫及布袋或电袋复合除尘设备和高效垃圾焚烧炉等重大装备。

《国家环境保护“十二五”规划》：“十二五”氮氧化物 2046.2 万吨，比“十一五”下降 10%。持续推进电力行业污染减排。新建燃煤机组要同步建设脱硫脱硝设施，未安装脱硫设施的现役燃煤机组要加快淘汰或建设脱硫设施，烟气脱硫设施要按照规定取消烟气旁路。加快燃煤机组低氮燃烧技术改造和烟气脱硝设施建设，单机容量 30 万千瓦以上（含）的燃煤机组要全部加装脱硝设施。加快其他行业脱硫脱硝步伐。推进钢铁行业二氧化硫排放总量控制，全面实施烧结机烟气脱硫，新建烧结机应配套建设脱硫脱硝设施。加强水泥、石油石化、煤化工等行业二氧化硫和氮氧化物治理。

《“十八大”报告》：把生态文明建设放在突出地位，努力建设美丽中国。“十八大”把自然环境提升到生态文明的高度，显示了国家对环保的重视。

“十二五”期间，我国环保投资将达到 3.4 万亿元，2013 年将达到投资高峰。另外从“十一五”火电脱硫的经验来看，火电脱硝目标的完成操作性较强，其突破口是脱硝补贴电价的提升。

(2) 硬性指标

2011 年底，地方政府以及五大发电集团等与环保部签署“十二五”

主要污染物总量减排目标责任书, 2012 年必须完成的重点脱硝项目共有 147 台机组合计 6800 万千瓦, 预计 2013 年签订的重点火电脱硝改造项目将达 1 亿千瓦以上。

截止到 2011 年底我国火电装机容量为 7.65 亿千瓦, 已投运脱硝装机容量为 1.29 亿千瓦, 考虑到 2012 年签订的脱硝改造项目, 2013-2015 年存量改造的脱硝机组约为 5.68 亿千瓦 (重点地区火电脱硝改造在 2014 年 7 月前完成)。因此对于重点地区火电企业, 2013 年完成火电脱硝任务较为紧迫, 我们预计新增火电脱硝装机容量同比增长 100% 以上。

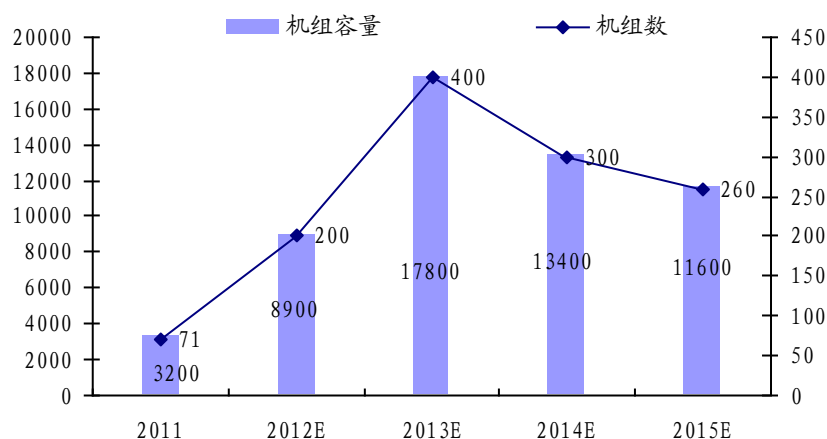
(3) 脱硝补贴电价提升的预期

电监会对于火电脱硝电价补贴的建议已得到发改委等决策部门的认可, 同时环保部联合发改委已完成对全国重点地区火电厂脱硫脱硝进展情况的摸底调查, 我们预计 2013 年可能在全国范围内对火电机组脱硝改造 1.1 分/千瓦时的补贴, 届时脱硝改造将大规模开展。

随着脱硝电价提升预期的加强, 我们预计 2012 年改造火电机组达到 200 台、2013 年达到 400 台, 同比分别增长 181.7% 和 100%。

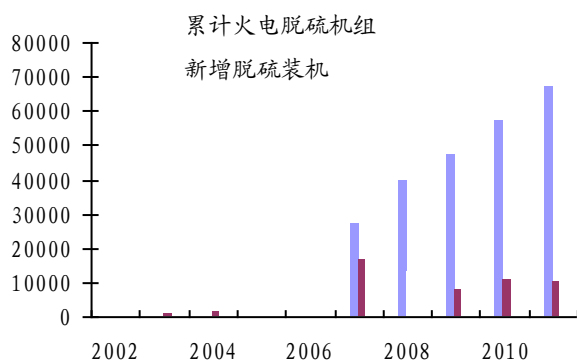
参考火电脱硫电价出台后, 脱硫机组投运的情况, 我们预计 2013 年成为火电机组低氮燃烧改造最高峰, 2012-2014 年改造的机组数量分别为 200、400 和 300 台。对相关公司业绩的影响为 2012 年开始放量, 2014 年为高峰期, 2015 年开始下降。

Figure 9 火电机组脱硝容量及机组数预计 (左轴: 万千瓦, 右轴: 台)



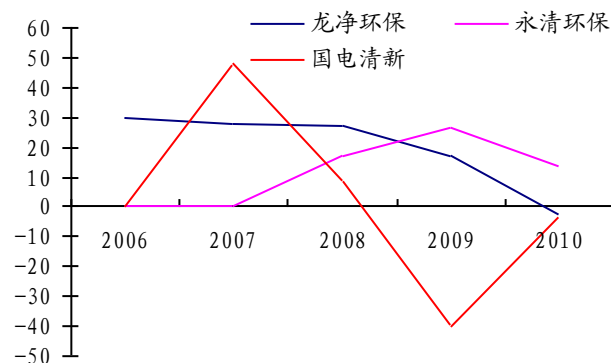
数据来源: 新华网 (中国风电火电十年跨越式发展)、电监会、世纪证券研究所

Figure 10 脱硫装机容量 (单位: 万千瓦)



数据来源: 中电联、世纪证券研究所

Figure 11 主要脱硫公司收入增速 (05-10 年)



数据来源: wind、环保部、世纪证券研究所

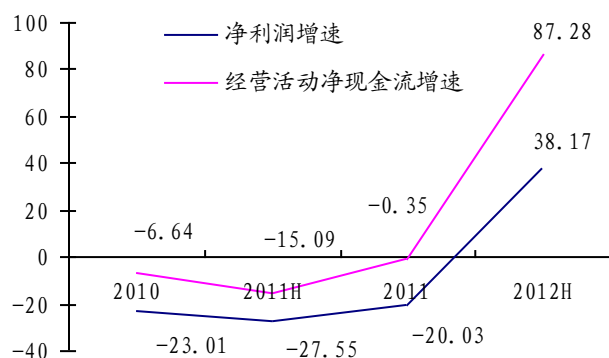
(4) 火电企业盈利的改善

经过 2012 年煤炭价格的大幅下跌, 火电企业的亏损面大幅减少, 从上市公司净利润及现金流增长看, 2012 年出现大幅增长。

火电企业的盈利改善将有助于公司业务的拓展, 同时回款情况将出现大幅改观。

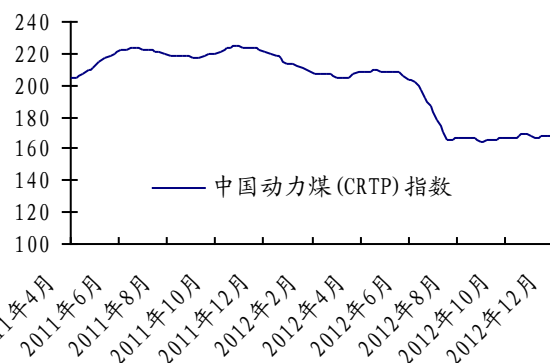
2012 年前三季度公司资产减值损失比上年度减少 1006.9 万元, 同比减少了 88.56%, 主要因为下游火电客户基本面转好而应收账款回款好于去年同期。

Figure 12 火电上市公司净利润及现金流同比增速 (单位: %)



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 13 中国动力煤 CRTP 指数 (周)

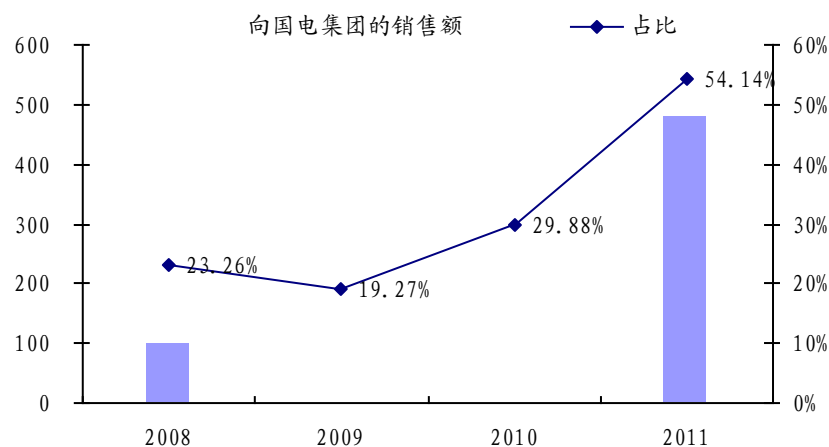


数据来源: 同花顺、世纪证券研究所

(5) 背靠国电集团

未来 3 年内, 国内五大发电集团按计划需要进行脱硝技改的机组大约有 2000 台, 仅国电系统内也有约 200 台的机组需要进行技改, 12-14 年将分批进行改造, 依靠国电系统, 公司将面临巨大的市场空间。

Figure 14 国电集团对公司收入的贡献 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

不利因素: 不确定性仍然存在, 竞争加大

(1) 不确定性仍然存在

如果脱硝电价补贴提升至 1.1 分/千瓦时, 则基本可以弥补新建机组同步脱硝成本, 但对于原有机组技改脱硝仍存在 0.2 分/千瓦时的差距, 对于火电企业仍有一定的压力。

在政策压力下, 2013 年新增火电脱硝装机容量同比有望增加 100%, 但新的脱硝电价实施时点仍存在不确定性, 同时结合火电企业盈利情况, 2013 年火电脱硝可能存在前低后高的态势。

电厂余热利用短期内仍受制于火电厂资金压力, 大规模开展仍需时日。

点火业务下滑的趋势基本确立。

(2) 竞争加剧

随着低氮燃烧需求的开启, 竞争也将加剧, 武汉天和、燃控科技等更多企业进入到前端脱硝领域, 公司毛利率将受到影响。

盈利预测

目前公司业绩主要推动因素仍是低氮燃烧器业务订单, 2012 年行业招标数据显示低氮燃烧改造开始加速, 公司财务数据显示 2012Q3 预付款比期初增加了 49.46% (主要是采购量增加)、存货比期初增加了 60.84% (主要是正在执行的订单增加)、预收款比期初增加了 133.78%, 均显示公司订单增长显著。

我们预计 2012 年全年低氮燃烧改造 (含新建) 招标 200 台, 其中

公司订单超过 100 台。预计 2012 年确认 80 台，2013 年确认 140 台。

余热利用 2012 年确认 2 套、2013 年确认 4 套。

低氮燃烧毛利率有所下降。

Figure 15 主要业务收入及毛利率预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
等离子点火	346.08	384.59	324.20	259.98	240.00	225.00	210.00
增长率	-6.55%	11.13%	-15.70%	-19.81%	-7.69%	-6.25%	-6.67%
毛利率	43.36%	46.09%	47.23%	53.39%	50.00%	48.00%	50.00%
微油点火	11.66	49.25	36.18	51.86	77.00	65.00	65.00
增长率		322.38%	-26.54%	43.34%	48.48%	-15.58%	0.00%
毛利率	20.57%	31.98%	28.26%	39.99%	28.00%	28.00%	28.00%
低氮燃烧			129.47	247.26	800.00	1,330.00	1,520.00
增长率				90.98%	223.55%	66.25%	14.29%
毛利率			37.07%	37.22%	34.00%	32.00%	31.00%
锅炉余热利用				296.89	200.00	400.00	800.00
增长率					-32.63%	100.00%	100.00%
毛利率				29.79%	34.00%	34.00%	34.00%
其他				24.72	20.00	20.00	20.00
毛利率				14.39%	40.00%	30.00%	30.00%
合计	357.74	433.84	487.41	880.71	1,337.00	2,040.00	2,615.00
增长率	11.50%	21.27%	12.35%	80.69%	51.81%	52.58%	28.19%
综合毛利率	44.59%	44.55%	43.37%	39.23%	36.62%	34.01%	33.36%

数据来源：wind、世纪证券研究所

我们下调 2012-2013 年 EPS，分别为 0.81 元、1.06 元，对应 2012/2013 年动态 PE 分别为 24/18。公司未来业绩超预期依赖于整个电力行业盈利能力转好以及火电脱硝的大力推进，维持“增持”评级。

Figure 16 三大报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2040	2563	2927	3528	营业收入	884	1341	2044	2619
现金	1078	1100	800	800	营业成本	537	847	1346	1743
应收账款	486	736	1028	1318	营业税金及附加	10	16	25	31
其他应收款	24	33	41	52	营业费用	60	92	139	170
预付账款	62	93	135	174	管理费用	87	134	196	244
存货	155	254	404	523	财务费用	-28	-18	-13	-4
其他流动资产	235	346	519	661	资产减值损失	23	5	6	8
非流动资产	119	220	259	282	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	60	118	167	204	营业利润	195	264	344	427
无形资产	24	24	24	24	营业外收入	6	8	10	12
其他非流动资产	34	78	69	54	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2158	2783	3186	3809	利润总额	202	271	354	439
流动负债	466	895	997	1247	所得税	30	43	56	69
短期借款	0	241	56	47	净利润	172	229	298	370
应付账款	245	381	538	697	少数股东损益	-2	-3	-4	-4
其他流动负债	220	273	402	503	归属母公司净利润	174	232	302	374
非流动负债	27	9	12	16	EBITDA	176	256	350	449
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.10	0.81	1.06	1.31
其他非流动负债	27	9	12	16	主要财务比率				
负债合计	493	904	1008	1262	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	2	-0	-4	-8	成长能力				
股本	158	285	285	285	营业收入	81.3%	51.6%	52.4%	28.1%
资本公积	1032	905	905	905	营业利润	91.5%	35.0%	30.6%	24.0%
留存收益	473	689	991	1365	归属于母公司净利润	66.0%	32.8%	30.4%	23.9%
归属母公司股东权益	1663	1879	2181	2555	获利能力				
负债和股东权益	2158	2783	3186	3809	毛利率 (%)	39.2%	36.8%	34.1%	33.5%
现金流量表					净利率 (%)	19.7%	17.3%	14.8%	14.3%
单位: 百万元					ROE (%)	10.5%	12.3%	13.8%	14.6%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC (%)	23.9%	20.5%	19.5%	19.8%
经营活动现金流	-136	-102	-71	53	偿债能力				
净利润	172	229	298	370	资产负债率 (%)	22.8%	32.5%	31.7%	33.1%
折旧摊销	9	11	19	26	净负债比率 (%)	0.00%	26.64%	5.57%	3.72%
财务费用	-28	-18	-13	-4	流动比率	4.38	2.86	2.94	2.83
投资损失	0	0	0	0	速动比率	4.05	2.58	2.53	2.41
营运资金变动	-332	-332	-408	-371	营运能力				
其他经营现金流	43	8	32	32	总资产周转率	0.46	0.54	0.68	0.75
投资活动现金流	-19	-117	-57	-48	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	19	115	60	50	应付账款周转率	3.21	2.70	2.93	2.82
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-2	3	2	每股收益 (最新摊薄)	1.10	0.81	1.06	1.31
筹资活动现金流	0	241	-172	-5	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.48	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	241	-185	-9	每股净资产 (最新摊薄)	3.10	4.70	7.17	9.18
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	70	127	0	0	P/E	18.26	24.75	18.98	15.32
资本公积增加	-70	-127	0	0	P/B	6.48	4.28	2.80	2.19
其他筹资现金流	0	0	13	4	EV/EBITDA	27	18	13	10
现金净增加额	-155	22	-300	0					

数据来源: wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.