

2012年12月31日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

26.80RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2012/12/28)	21.04
深证成份指数(2012/12/28)	9026.99
股价 12 个月高/低	49/17.6
总发行股数 (百万)	285.12
A 股数 (百万)	71.28
A 市值 (亿元)	15.00
主要股东	国电科技环保集团股份有限 公司(23.25%)
每股净值 (元)	6.06
股价/账面净值	3.47
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.82 -0.71 -24.65

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

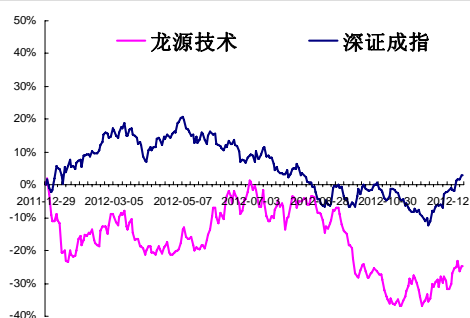
产品组合

低氮燃烧器	36.7%
等离子产品	27.1%
锅炉余热利用	26.2%
微油点火	7.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.1%
社保基金	6.32%

股价相对大盘走势



龙源技术(300105.SZ)

首次评级 Buy/买入

低氮燃烧改造进入高峰期, 业绩爆发增长可期

结论与建议:

公司是由国电集团控股的国家重点高新技术企业, 主要从事电力领域燃烧控制设备及系统的研究开发等业务, 自主研发的煤粉锅炉等离子体无燃油点火技术、等离子体双尺度低氮燃烧技术均达到了国际领先水准。低氮燃烧改造为业务主体, 在脱硝高峰带来了业务的繁荣。2013 年进入脱硝改造的高峰期, 公司业绩迎来高速增长机遇。

预计公司 2012-2014 年分别实现营收 9.85 亿元、16.06 亿元、21.87 亿元, YOY+11.6%、46.7%、36.1%, 分别实现净利润 2.18 亿元、3.06 亿元、3.95 亿元, YOY+24.9%、40.4%、29.2%, EPS 分别为 0.76、1.07、1.39 元, 当前股价对应 PE 分别为 28X、20X、15X, 考量脱硝启动带来业绩爆发增长, 首次评级给予“买入”建议。

- **4Q 是营收确认高峰期, 预计全年净利润增速约 25%:** 受益低氮燃烧器与余热利用兴起, 公司 2011 年业绩呈现爆发式增长。2012Q1-3, 余热利用订单确认收入偏慢, 整体业绩增长放缓。四季度是公司营收确认高峰期, 公司业绩有望走出偏缓态势, 我们预计全年净利润 YOY+25%左右。
- **政策推广+市场广阔, 行业爆发来临:** 凭借低氮燃烧(LNB)技术的良好性价比, 环境保护部颁布《火电厂氮氧化物防治技术政策》, 将低氮燃烧技术作为燃煤电厂锅炉的出厂基本配置技术。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 1380 台, 此番需要改造的在 1000 台, 按 2014 年底改造完成 80%计算, 未来两年改造为 450、350 台, 低氮燃烧器的改造市场迎来高峰时期。
- **公司竞争优势明显, 未来业绩爆发可期:** 低氮燃烧改造市场中, 公司技术优势突出, 众多厂商把公司列为首选合作对象, 市场占有率 40%以上, 随着脱硝市场正式启动, 订单也有望大幅增加。我们预计 2013-2014 年公司低氮燃烧业务收入分别增长 80%、50%, 助推公司业绩爆发式增长。
- **余热利用、微油点火成为助推公司业绩的新因素:** 国家十二五工业节能规划明确提出余热利用的目标, 预计“十二五”新建余热利用发电装机 2000 万千瓦, 公司背靠国电集团资源, 预计热电厂 EPC 项目每年 1~2 个项目, 平稳增长; 公司在等离子点火、微油点火市占率分别达 90%、40%, 考量新建火电机组较为平稳, 未来点火业务也将呈现平稳态势。
- **毛利率仍有稳中向上趋势:** 目前公司毛利率保持稳定, 基本稳定在 50%左右。由于公司所处业务在市场处寡头垄断地位, 且技术过硬, 有较高的定价权, 未来毛利率有保持稳定格局; 费用率方面, 随着财务费用率走高, 费用率有走高态势。
- **盈利预测:** 预计公司 2012-2014 年分别实现净利润 2.18 亿元、3.06 亿元、3.95 亿元, YOY+24.9%、40.4%、29.2%, EPS 分别为 0.76、1.07、1.39 元, 当前股价对应 PE 分别为 28X、20X、15X, 考量脱硝启动带来业绩爆发增长, 给予“买入”建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	105.02	174.34	217.70	305.73	394.86
同比增减	%	19.75%	66.01%	24.87%	40.43%	29.15%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.368	0.611	0.764	1.072	1.385
同比增减	%	19.75%	66.01%	24.87%	40.43%	29.15%
A 股市盈率(P/E)	X	57.12	34.41	27.56	19.62	15.19
股利(DPS)	RMB 元	0.100	0.100	0.200	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	0.48%	0.48%	0.95%	0.95%	0.95%

营运分析

公司是由国电集团控股的国家重点高新技术企业，主要从事电力领域燃烧控制设备及系统的研究开发，设计等业务，是世界首家开发和推广应用电站锅炉等离子点火及稳燃的高科技企业，等离子体无燃油点火技术、等离子体双尺度低氮燃烧技术均达到了国际领先水平。公司技术水准领先，曾获国家科技进步二等奖两次、国家能源局科技进步一等奖、获得国内外发明专利授权 21 项，实用新型和外观设计专利授权 76 项。

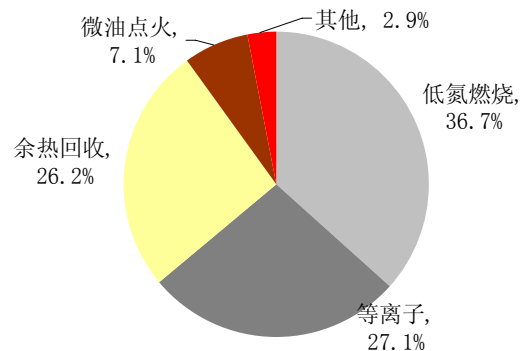
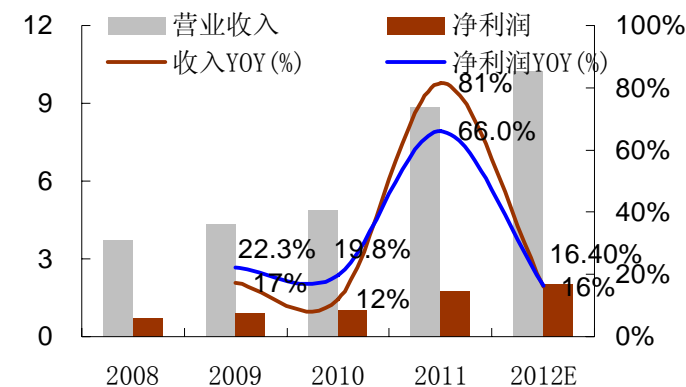
公司专注等离子点火及低氮燃烧技术，2011 年凭借低氮燃烧改造启动和新业务余热利用工程，带动公司整体业务飞速发展，实现收入 8.83 亿元(YOY+81.1%)、净利润 1.74 亿元(YOY+66.0%)。今年前三季度受余热改造工程订单放缓及等离子产品增长乏力因素影响，前三季度实现营收 5.10 亿元(YOY+16.1%)，实现净利润 0.81 亿元(YOY+10.6%)，但主要业务之一低氮燃烧业务仍显示良好增长势头，H1 实现收入 1.35 亿元(YOY+51.0%)。

展望未来，我们预计脱硝电价近期将正式出台，必将大力推进脱硝行业整体发展，低氮燃烧器作为脱硝前端主要配置迎来爆发式增长，公司凭借技术及市场优势，将强力助推公司业绩发展。

图表一：公司营收与利润情况

单位：亿元/% 图表二：公司 2012H1 各项业务收入结构

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/12)

资料来源：公司公告 群益证券(2012/12)

性价比突出，前端脱硝成为火电厂脱硝首选手段

前端脱硝通过对锅炉内部燃烧器进行改造，直接降低燃煤过程中产生的 NO_x，从源头对氮氧化物进行控制，其具有较低的投资和运营成本，且具较高脱硝效率。

加装低氮燃烧器之后燃煤锅炉的 NO_x 去除效率达 40%~50%，排放根据煤质及锅炉工况不同略有差异。但从费用看，一台装机容量 600MW 超超临界机组的燃煤锅炉低氮改装费用不超过 1000 万元，而相比 SCR 费用高达 5000 万以上，凭借低氮燃烧(LNB)技术的良好性价比，环境保护部颁布《火电厂氮氧化物防治技术政策》，将低氮燃烧技术作为燃煤电厂锅炉的出厂基本配置技术。

表一：低氮燃烧器与 SCR 脱硝性价比比较

技术类型	低氮燃烧器	选择性催化剂还原法
初装费用(万元/年)	800-1000	5000-6000
运行费用(万元/年)	无	1500-1600
经济寿命	4	20
平均运行成本(万元/年)	220	1800
脱硝效率	40%~50%	70% 以上
工况稳定性	随燃烧过程略有波动	非常稳定

资料来源：《电厂烟气脱除 NO_x 效率对 SCR 装置投资及运行费用的影响》

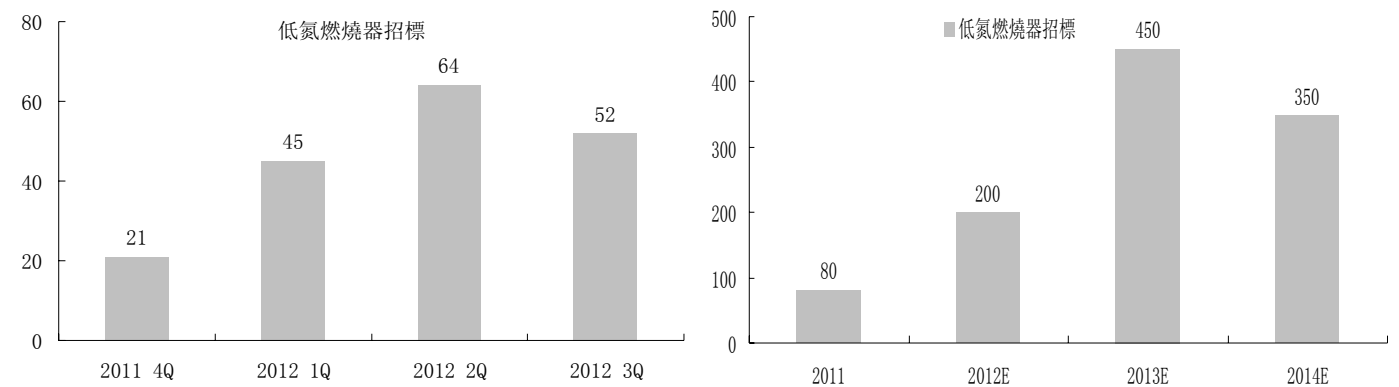
低氮燃烧器市场主要分为原厂市场及改造市场,龙源技术为改造市场占据领军者优势,市占率高达 50%左右

低氮燃烧器的市场分为原厂市场和改造市场,原厂市场面向新建造的锅炉,改造市场面向存量锅炉。原厂市场指锅炉在出厂时就已装配低氮燃烧器,因我国大型电站锅炉绝大部分为三大锅炉厂生产,其他厂商难以涉足其中。

改造市场指对 2008 年以前出厂、尚未装置脱硝设备的锅炉进行加装低氮燃烧器。根据 Frost&Sullivan 的统计,2008 年以前我国 300MW 规模以上火电厂燃煤锅炉数为 1380 台,截止 2011 年底其中约有 120 台已加装低氮燃烧器,考虑 2012 年招标量约 200 台,按 2014 年底 80%完成改造计算,将有 800 台锅炉成为需进行前端脱硝改造的潜在市场,按平均 900 万元/台计算,整个市场空间 72 亿元。

考虑到市场启动的渐进性以及 2014 年为最后一个改造年限,我们预计 2013 年将达到改造总量的高峰。预计 2012 年全年改造招标约 200 台,则 2013-2014 年低氮燃烧改造锅炉分别为 450、350 台,带来的市场容量分别为 40.5 亿、31.5 亿元,低氮燃烧市场将快速进入爆发阶段。

图表三: 火电锅炉低氮燃烧改造招标明显加速 单位:元; 图表四: 火电锅炉低氮燃烧改造招标机组预测 单位:台



资料来源: 中国采购与招标网, 群益证券(2012/12)

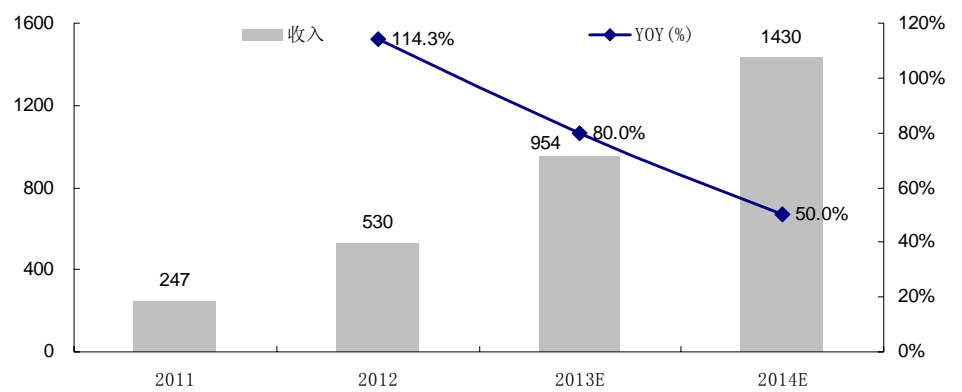
资料来源: 中国采购与招标网, 群益证券(2012/12)

龙源技术为改造市场占据领军者优势,凭借集团资源及技术优势,低氮燃烧器业务迎来爆发之势

改造市场竞争格局分为两部分,一部分是以龙源技术、燃控科技等专业燃烧器厂商为主的企业,规模较大,商业运作模式成熟;另一部分是以西安热工院为主的科研院所,具有较好的技术实力,但规模较小,接单量有限。

公司低氮燃烧改造技术达到国际领先水平,目前市占率高达 40%以上,在众多电厂改造时,由于环保质量的硬性约束,将公司列为首选合作对象,随着前端脱硝市场大规模爆发,凭借集团资源及技术优势,仍有望保持较高份额。

图表五: 低氮燃烧爆发式增长 单位:百万元/%



资料来源: 公司公告, 群益证券(2012/12)

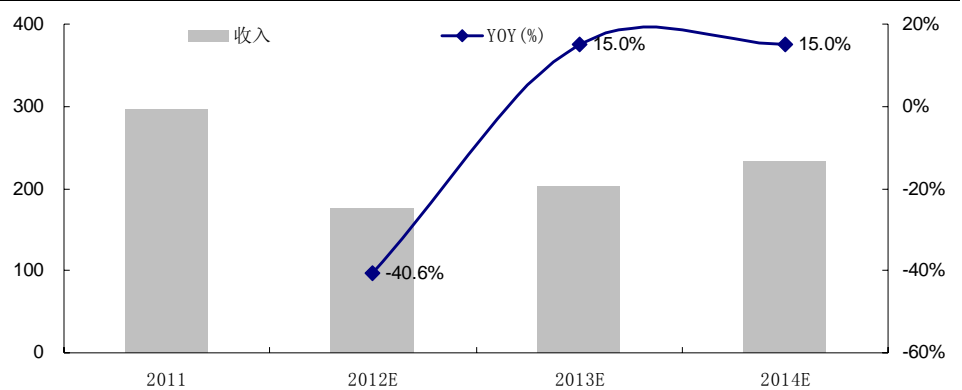
背靠国电集团，未来火电 EPC 项目以平稳释放为主

公司积极介入余热利用 EPC 工程项目，国家十二五工业节能规划明确提出余热利用的目标，预计“十二五”新增余热发电装机 2000 万千瓦，较十一五翻倍。热电厂余热利用 EPC 项目一方面为热电厂降低水、煤、供热成本，提高火力发电厂能源利用率；另一方面降低二氧化硫及氮氧化物排放，同时具备节能经济效益与减排设备效益，将成为电厂工艺应用领域的重大科技进步方向。

公司进入热电厂 EPC 项目主要资源优势来自于其背靠国电集团，集团下属电厂共有近 50 家涉足热电厂业务，共计 5000 万千瓦可以开发利用。目前每年释放 2~3 个项目可靠性较高，未来将给公司带来稳定增长点。

图表九：公司余热改造收入预测

单位：百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/12)

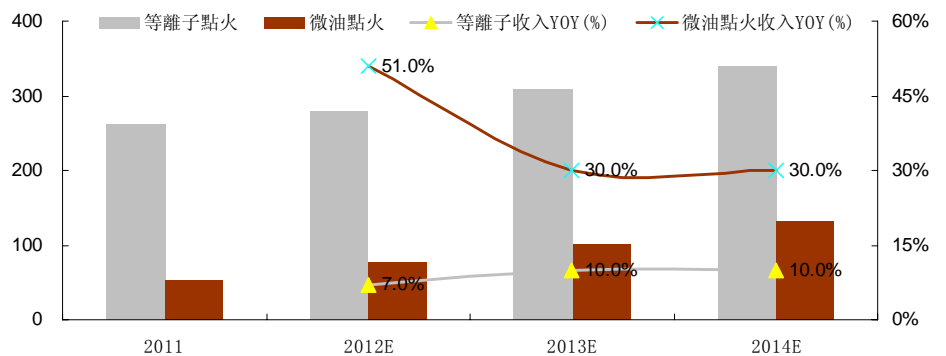
等离子点火及微油点火为公司传统业务，等离子点火在新建机组 60 万千瓦以上机组占比最大，而微油点火主要在存量机组中占据较大。

公司拥有煤粉锅炉等离子体点火及稳燃技术的完全知识产权，是整个行业的技术领导者，市场份额约 90% 左右，在微油点火设备行业中的市场份额约 40% 左右。

等离子点火需求主要与我国新建火电机组相关。近年来我国火电投资规模持续下降，今年前 11 月累计投资金额约，但考量我国未来火力发电仍将占据主要份额，预计未来三年火电新投产规模能维持在 4000 万千瓦，以 60 万 KW/台计算，年均新建机组 70 台左右，带来稳定市场需求；改造需求方面，截至 2011 年底，我国拥有约 2000 台火电机组尚需进行节油点火改造，近年来每年约 1000 台进行微油点火改造，需求相对平稳。因此我们预计等离子点火设备、微油点火设备需求稳定。

图表九：等离子与微油点火收入预测

单位：百万元/%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/12)

财务分析：高毛利率维持，费用率有走高态势

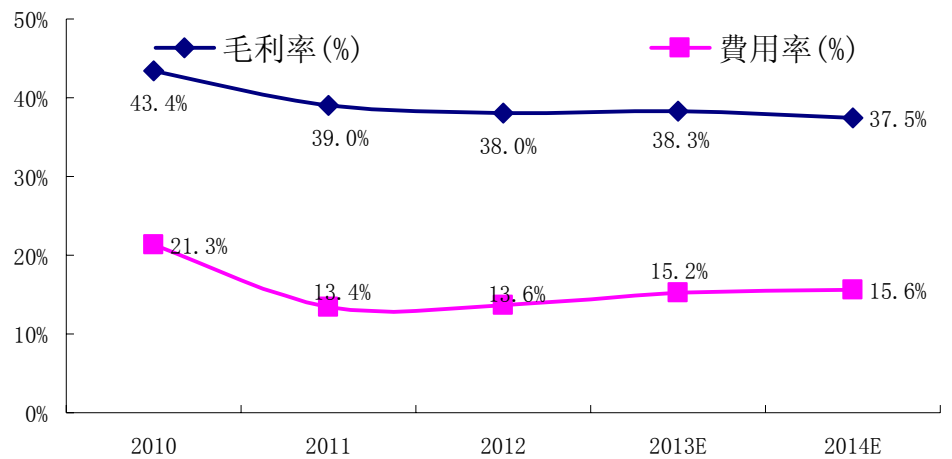
目前公司毛利率保持稳定，基本稳定在 50%左右。

展望未来，公司业务将呈现以低氮燃烧业务为主，余热利用与等离子点火业务为补充的格局。低 NO_x 燃烧系统方面，市场呈现爆发之际，虽然竞争会趋于激烈，但公司技术更优，考虑环保硬性要求，品质水准将是厂商首选因素，公司并不参与低价竞争，自身毛利率能保持大体稳定；等离子与微油点火方面，公司是市场引领者，拥有较高定价权，未来市场空间有限，恶性竞争出现概率小，也能保持稳定；余热利用毛利率较低，但公司接单较谨慎，且集团资源有较多业务，不会出现低价抢单现象。综合来看，未来毛利率大体能保持稳定。

费用率方面，公司费用率季节波动性较大，但年度周期看，管理与销售费用率保持平稳波动。但考量前两年募集资金带来的利息收入较高，目前财务费用进入转正周期，未来费用率会有所上升。

图表十：公司毛利率、费用率走势及预估

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

盈利预测：

综合分析，公司未来发展将呈现以低氮燃烧为主，余热利用与微油点火为补充的发展格局。作为低氮燃烧器领军企业，产品技术过硬，将在低氮燃烧爆发之际，迎来业务爆发式增长时期。

预计公司 2012-2014 年分别实现营收 9.85 亿元、16.06 亿元、21.87 亿元，YOY+11.6%、46.7%、36.1%，分别实现净利润 2.18 亿元、3.06 亿元、3.95 亿元，YOY+24.9%、40.4%、29.2%，EPS 分别为 0.76、1.07、1.39 元，当前股价对应 PE 分别为 28X、20X、15X，考量脱硝启动带来业绩爆发增长，首次评级给予“买入”建议，目标价 26.80 元(对应 2013 年 PE 25X)。

=预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
营业收入	487	884	1,095	1,606	2,187
经营成本	276	537	680	992	1,367
营业税金及附加	1	10	10	9	12
销售费用	43	60	75	118	164
管理费用	69	87	110	156	213
财务费用	-9	-28	-36	-31	-35
资产减值损失	4	23	11	8	7
投资收益	-	-	-	-	-
营业利润	102	195	246	354	460
营业外收入	17	6	6	7	7
营业外支出	0	0	-	-	-
利润总额	119	202	252	361	467
所得税	14	30	35	56	72
少数股东损益	-	-2	-1	-	-
归属于母公司所有者的净利润	105	174	218	306	395

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
货币资金	1,233	1,078	949	835	735
应收帐款	301	774	967	1,160	1,392
存货	95	155	202	242	290
流动资产合计	1,642	2,040	2,140	2,261	2,443
长期投资净额	-	-	-	-	-
固定资产合计	53	61	75	105	147
在建工程	0	8	6	5	6
无形资产	81	119	128	154	214
资产总计	1,723	2,158	2,268	2,415	2,657
流动负债合计	223	466	559	643	739
长期负债合计	1	27	25	38	39
负债合计	224	493	584	681	778
少数股东权益	-	2	5	6	7
股东权益合计	1,500	1,663	1,679	1,728	1,872
负债和股东权益总计	1,723	2,158	2,268	2,415	2,657

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012F	2013F	2014F
经营活动产生的现金流量净额	56	-136	-85	120	102
投资活动产生的现金流量净额	-19	-19	-5	23	35
筹资活动产生的现金流量净额	1,109	0	-39	-257	-237
现金及现金等价物净增加额	1,145	-155	-129	-114	-100

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。