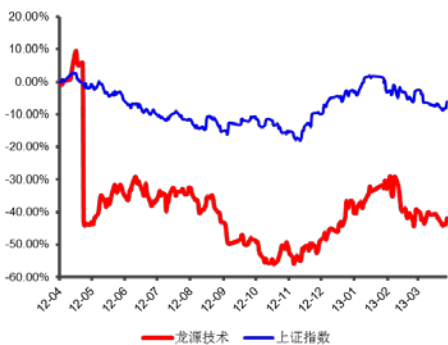


2013年04月21日

龙源技术（300105）一季度报告点评

评级：维持“谨慎推荐”

最近 52 周走势：

相关研究报告：

2012/4/5 继续期待低氮燃烧和余热利用业务放量

2012/10/26 业绩低于预期，关注后续订单释放

2013/3/4 低氮改造+余热利用业务助推业绩快速提升

报告作者：
分析师：赵心
执业证书编号：S0590210020005
联系人：
马宝德
电话：0510-82833217
Email: mabd@glsc.com.cn
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：公司于4月20日公布2013年一季度报告，一季度实现营业收入13873.48万元，较去年同期增长88.83%；归属上市公司股东的净利润为480.98万元，比去年同期增长21.32%。实现每股收益0.02元，略低于我们此前的预期。

点评：

- **一季度业绩比预期略低，主要业务收入来源于低氮改造业务和等离子点火业务。**公司13年一季度营业收入主要来源于低氮改造业务、等离子点火和微油点火业务。其中低氮改造业务依然保持较快的增速，收入实现7087.29万元，同比增长78.01%，但我们此前预期的略微偏低，主要是因为随着低氮改造市场逐渐进入订单高峰期，市场进入者逐步增多，竞争更加激烈所致。等离子点火业务收入实现6593.88万元，同比增长161.37%，比我们预期的略微偏高，主要是公司加大等离子产品的改造和基建市场拓展力度所致，但由于未来火电新增装机容量增速将趋缓，公司的等离子点火业务总体将呈现稳定发展，波动不会太大。微油点火业务收入实现192.31万元，同比下降69.22%，由于该业务不是公司业务的发展重心，所以对后续总体业务的贡献仍然较小。余热利用业务一季度的收入贡献为0，低于我们此前的预期。总体来看，一季度业绩增速比预期略低，后三个季度的业务拓展压力将增大。
- **未来低氮改造和余热利用业务仍是主要看点。**公司未来业务的拓展重心仍然是低氮改造业务和余热利用业务。随着之前公布的《火电厂大气污染物排放标准》提到的现有电厂改造达标日期（2014年7月1日）的逐步临近，低氮改造市场在13、14年处于订单的高峰期，可以继续关注后续公司的低氮改造业务放量的情况。对于余热利用业务，由于公司主要面向国电集团，订单量受国电集团盈利情况的影响较大。预计随着宏观经济的企稳回升，国电集团的盈利状况将逐步改善，对余热利用的需求也将逐步增

加，公司在余热利用领域的订单量将逐步有所恢复。

- **管理费用率有所下降，销售费用率和财务费用率有所上升。** 13年一季度的管理费用实现 2066 万元，较去年同期增长 4.87%，管理费用率实现 14.89%，较去年同期下降 11.92 个百分点，下降幅度明显，主要是公司一直秉承降本增效、费用控制的原则，在管理费用开支方面的控制效果体现的较为明显，预计后期仍将呈逐步下降趋势。13 年一季度销售费用实现 2849 万元，较去年同期增长 116.33%，销售费用率实现 20.53%，较去年同期上升 2.61 个百分点，主要系公司加大市场开发和维护力度导致人员的相关费用上升较大。财务费用实现-701.18 万元，同比增加 24.11%，财务费用率实现-5.05%，同比上升 7.53 个点，主要是由于利息支出有所增加所致。
- **现金流状况堪忧，应收账款回款压力仍然较大。** 13 年一季度经营性现金流量净流出 13197 万元，较去年同期减少 9960 万元，主要是随着订单量的上升，采购量的大幅增加所致。从应收账款的情况看，13 年一季度应收账款余额为 70094 万元，较去年同期增长 70.61%，较年初增加 3002 万元，应收账款的回款压力仍然较大，挤压了经营性现金流，现金流状况总体堪忧。投资活动现金流量金额净流出 1002 万元，较去年同期流出 800 万元，主要是募集资金项目“等离子体节能环保设备增产项目”投入增加所致。
- **维持“谨慎推荐”评级。** 一季度的业绩表现总体比预期略低，由于一季度是公司的传统淡季，需要继续关注后三个季度的业绩增长情况，我们暂且维持原来的盈利预测，预计 13、14、15 年 EPS 分别为 0.95 元、1.1 元、1.18 元。以 4 月 19 日收盘价 23.22 元计算，对应 13、14、15 年 PE 分别为 24 倍、21 倍、19 倍。鉴于脱硝行业 13、14 年处于订单确认高峰，而公司低氮改造业务在大型火电机组改造中占据市场主导地位，仍然会成为充分受益的标的，我们继续维持“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：** 低氮改造业务的业绩贡献不达预期的风险；存在竞争对手竞争导致产品价格下降的风险，余热利用业务进展慢于预期的风险。

盈利预测表

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	883.99	1,236.71	1,686.87	2,001.43	2,232.52	现金	1,077.87	1,115.44	925.00	1,002.03	1,257.83
YOY(%)	81.3%	39.9%	36.4%	18.6%	11.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	537.21	814.76	1,122.66	1,338.87	1,508.20	应收款项净额	735.49	967.30	1,319.39	1,565.43	1,746.18
营业税金及附加	10.30	15.45	21.09	25.02	27.91	存货	155.16	167.65	226.53	266.02	298.95
销售费用	59.93	82.96	112.68	133.10	147.79	其他流动资产	71.04	81.50	111.17	131.90	147.12
占营业收入比(%)	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	6.6%	流动资产总额	2,039.56	2,331.89	2,582.09	2,965.38	3,450.08
管理费用	86.59	104.16	140.01	164.12	180.83	固定资产净值	67.86	75.20	407.03	467.72	451.83
占营业收入比(%)	9.8%	8.4%	8.3%	8.2%	8.1%	减: 资产减值准备	7.36	8.64	46.76	53.74	51.91
EBIT	189.88	217.24	289.32	339.23	366.69	固定资产净额	60.50	66.56	360.26	413.98	399.92
财务费用	(28.26)	(31.85)	(32.63)	(35.29)	(40.30)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-3.2%	-2.6%	-1.9%	-1.8%	-1.8%	在建工程	7.71	60.05	64.69	18.65	6.79
资产减值损失	22.79	11.07	15.00	17.00	20.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	68.21	126.61	424.95	432.63	406.71
营业利润	195.34	238.03	306.95	357.52	386.99	无形资产	23.76	27.63	26.52	25.42	24.31
营业外净收入	6.20	13.32	13.32	13.32	13.32	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	201.54	251.35	320.27	370.84	400.31	其他长期资产	26.67	24.42	24.42	24.42	24.42
所得税	29.59	37.50	48.01	55.81	60.69	资产总额	2,158.20	2,510.55	3,057.99	3,447.85	3,905.53
所得税率(%)	14.7%	14.9%	15.0%	15.1%	15.2%	循环贷款	0.00	5.00	67.40	0.00	0.00
净利润	171.95	213.85	272.26	315.03	339.62	应付款项	345.07	471.26	636.76	747.79	840.34
占营业收入比(%)	19.5%	17.3%	16.1%	15.7%	15.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(2.39)	2.02	2.00	2.00	2.00	其他流动负债	120.67	127.40	172.12	202.19	226.54
归属母公司净利润	174.34	211.83	271.66	313.03	337.62	流动负债	465.74	603.66	876.29	949.98	1,066.88
YOY(%)	66.0%	21.5%	28.2%	15.2%	7.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.10	0.74	0.95	1.10	1.18	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	26.79	27.94	29.09	30.24	31.39
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	492.53	631.60	905.38	980.22	1,098.27
成长能力						少数股东权益	2.27	0.00	2.00	4.00	6.00
营业收入	81.3%	39.9%	36.4%	18.6%	11.5%	股东权益	1,663.40	1,859.36	2,131.02	2,444.05	2,781.66
营业利润	91.5%	21.9%	29.0%	16.5%	8.2%	负债和股东权益	2,158.20	2,490.96	3,038.40	3,428.26	3,885.94
净利润	66.0%	21.5%	28.2%	15.2%	7.9%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	39.2%	34.1%	33.4%	33.1%	32.4%	税后利润	174.34	211.83	271.66	313.03	337.62
净利率(%)	19.5%	17.3%	16.1%	15.7%	15.2%	加: 少数股东损益	-2.27	1.85	2.00	2.00	2.00
ROE(%)	10.5%	11.4%	12.7%	12.8%	12.1%	公允价值变动	22.79	11.07	15.00	17.00	20.00
ROA(%)	8.1%	8.4%	8.9%	9.1%	8.6%	折旧和摊销	1.17	3.29	24.64	49.46	58.85
偿债能力						营运资金的变动	-305.59	-117.16	-191.14	-157.05	-112.67
流动比率	4.38	3.86	2.95	3.12	3.23	经营活动现金流	-109.56	110.88	122.16	224.43	305.80
速动比率	4.05	3.59	2.69	2.84	2.95	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	22.8%	25.2%	29.6%	28.4%	28.1%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-49.76	-375.00	-80.00	-50.00
总资产周转率	41.0%	49.3%	55.2%	58.0%	57.2%	投资活动现金流	0.00	-49.76	-375.00	-80.00	-50.00
应收账款周转天数	303.68	285.49	285.49	285.49	285.49	股权融资	0.00	15.30	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	103.64	73.81	73.81	73.81	73.81	长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	1.10	0.74	0.95	1.10	1.18	股利分配	-8.58	-17.82	0.00	0.00	0.00
每股净资产	10.50	6.52	7.47	8.57	9.76	计入循环贷款前融资活动	-8.58	-2.52	0.00	0.00	0.00
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-28.18	-3.21	62.40	-67.40	0.00
P/E	25.0	37.0	28.9	25.0	23.2	融资活动现金流	-45.34	-23.55	62.40	-67.40	0.00
P/B	2.6	4.2	3.7	3.2	2.8	现金净变动额	-154.90	37.57	-190.44	77.03	255.80

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。