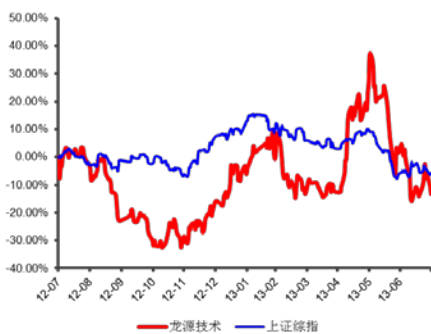


2013年07月30日

龙源技术（300105）半年度报告点评

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

2103/4/23 业绩略低于预期，关注后续的业务进展

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

独立性申明：

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7月31日公布2013年半年度报告，半年度实现营业收入38821.34万元，较去年同期增长4.99%，二季度单季度实现营业收入24947.86万元，环比增长79.82%，同比下滑15.8%；半年度归属上市公司股东的净利润为2673.6万元，比去年同期下滑63.11%，二季度单季度归属上市公司股东的净利润为2222.95万元，环比增长401.82%，同比下降67.29%。实现每股收益0.09元，低于我们此前的预期。

点评：

- 半年度业绩低于我们此前预期，收入仍然主要来源于低氮改造业务和等离子点火业务。公司13年半年度营业收入主要来源于低氮改造业务和等离子点火业务。其中低氮改造业务收入依然保持较快的增速，收入实现26055.33万元，同比增长93.33%，改造机组30台，同比增加15台，收入同比增加12,577.97万元，主要是随着之前公布的《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，低氮改造市场已经进入爆发期，从而带来公司的低氮改造业务实现快速增长，但同时由于市场进入者逐渐增多，导致低氮改造市场竞争激烈，盈利能力出现下滑。上半年，公司的低氮改造业务毛利率为31.89%，同比下降1.12个百分点，单台机组低氮改造价格为868.51万元，同比下降3.34%，预计未来较长的一段时间，低氮改造业务的毛利率随着竞争者的逐步增多，仍将维持下降趋势。对于等离子点火业务，上半年收入实现10944.73万元，同比增长9.85%，实现运行机组29台，同比增加12台，实现成套产品收入8,096.25万元，同比增加1,170.27万元，主要是因为火电基建增速放缓、市场竞争加剧，业务增长缓慢。同时盈利能力也出现大幅下滑。上半年等离子点火业务毛利率实现42.02%，同比下降8.29个百分点，主要是一方面受到市场竞争的影响，另一方面无油电厂进展

缓慢导致毛利率下滑严重，预计未来毛利率下滑的趋势仍将持续。余热利用业务半年度的收入贡献为 0，低于我们此前的预期。总体来看，半年度业绩增速比预期低，下半年的业务拓展压力将增大。

- **管理费用率、销售费用率和财务费用率有所上升。** 13 年半年度公司的管理费用实现 4825.53 万元，较去年同期增长 8.99%，管理费用率实现 12.43%，较去年同期上升 0.46 个百分点，主要是公司随着经营规模的扩大，管理人员薪酬支出大幅增加所致，预计明年仍将继续提升。13 年半年度销售费用实现 6777.7 万元，较去年同期增长 169.06%，销售费用率实现 17.46%，较去年同期上升 10.65 个百分点，主要系公司加大市场开发和维护力度的同时，对在实际运行中发现问题和缺陷的部分产品和项目进行进一步改进和完善，导致销售费用同比出现较大幅度增长。13 年半年度财务费用实现-1267.42 万元，同比增加 21.72%，财务费用率实现-3.27%，同比上升 1.11 个点，主要是由于利息收入减少所致。
- **现金流状况堪忧，应收账款回款压力仍然较大。** 13 年半年度经营性现金流量净流出 3796.49 万元，较去年同期下降 159.57%，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 年半年度应收账款余额为 75738.38 万元，较年初增加 8646.18 万元，应收账款的回款压力仍然较大，挤压了经营性现金流，现金流状况总体仍然堪忧。投资活动现金流量金额净流出 1735.1 万元，较去年同期流入 1201.56 万元，主要是购建固定资产和无形资产和其他长期资产支付减少所致。
- **维持“谨慎推荐”评级。** 半年度的业绩表现总体比预期低，由于受到市场竞争的影响以及销售费用的大幅增加，公司的业绩下滑幅度较大，我们下调原来的盈利预测，预计 13、14、15 年 EPS 分别为 0.75 元、0.82 元、0.83 元。以 7 月 30 日收盘价 22.6 元计算，对应 13、14、15 年 PE 分别为 30 倍、27 倍、27 倍，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	1,586.87	1,901.43	1,932.52	现金	1,077.87	1,115.44	925.00	915.60	900.61
YOY(%)	81.3%	39.9%	28.3%	19.8%	1.6%	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	1,041.23	1,252.41	1,257.95	应收款项净额	735.49	967.30	1,241.18	1,487.22	1,511.53
营业税金及附加	10.30	15.45	19.84	23.77	24.16	存货	155.16	167.65	209.81	248.29	247.59
销售费用	59.93	82.96	158.69	199.65	212.58	其他流动资产	71.04	81.50	104.58	125.31	127.35
占营业收入比(%)	6.8%	6.7%	10.0%	10.5%	11.0%	流动资产总额	2,039.56	2,331.89	2,480.56	2,776.41	3,042.18
管理费用	86.59	104.16	142.82	173.03	177.79	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%	9.0%	9.1%	9.2%	减: 资产减值准备	7.36	8.64	46.76	53.74	51.91
EBIT	189.88	217.24	223.19	251.47	258.94	固定资产净额	60.50	66.56	360.26	413.98	399.92
财务费用	(28.26)	(31.85)	(30.37)	(29.53)	(28.00)	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%	-1.6%	-1.4%	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	238.56	264.00	266.94	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	251.88	277.32	280.26	其他长期资产	26.67	24.42	24.42	24.42	24.42
所得税	29.59	37.50	37.76	41.74	42.49	资产总额	2,158.20	2,510.55	2,956.46	3,258.88	3,497.62
所得税率(%)	14.7%	14.9%	15.0%	15.1%	15.2%	循环贷款	0.00	5.00	75.26	0.00	0.00
净利润	171.95	213.85	214.12	235.59	237.77	应付款项	345.07	471.26	589.77	697.93	695.96
占营业收入比(%)	19.5%	17.3%	13.5%	12.4%	12.3%	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	167.88	200.66	202.44
归属母公司净利润	174.34	211.83	213.52	233.59	235.77	流动负债	465.74	603.66	832.90	898.59	898.40
YOY(%)	66.0%	21.5%	0.8%	9.4%	0.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.10	0.74	0.75	0.82	0.83	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	861.99	928.83	929.79
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%	28.3%	19.8%	1.6%	股东权益	1,663.40	1,859.36	2,072.88	2,306.47	2,542.24
营业利润	91.5%	21.9%	0.2%	10.7%	1.1%	负债和股东权益	2,158.20	2,490.96	2,936.87	3,239.29	3,478.03
净利润	66.0%	21.5%	0.8%	9.4%	0.9%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	39.2%	34.1%	34.4%	34.1%	34.9%	税后利润	174.34	211.83	213.52	233.59	235.77
净利率(%)	19.5%	17.3%	13.5%	12.4%	12.3%	加: 少数股东损益	-2.27	1.85	2.00	2.00	2.00
ROE(%)	10.5%	11.4%	10.3%	10.1%	9.3%	公允价值变动	22.79	11.07	15.00	17.00	20.00
ROA(%)	8.1%	8.4%	7.2%	7.2%	6.7%	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	-140.85	-156.18	-26.52
流动比率	4.38	3.86	2.98	3.09	3.39	经营活动现金流	-109.56	110.88	114.30	145.86	290.10
速动比率	4.05	3.59	2.73	2.81	3.11	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	22.8%	25.2%	29.2%	28.5%	26.6%	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%	53.7%	58.3%	55.3%	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	0.75	0.82	0.83	股利分配	-8.58	-17.82	0.00	0.00	0.00
每股净资产	10.50	6.52	7.27	8.09	8.92	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	70.26	-75.26	0.00
P/E	20.5	30.4	30.2	27.6	27.3	融资活动现金流	-45.34	-23.55	70.26	-75.26	0.00
P/B	2.2	3.5	3.1	2.8	2.5	现金净变动额	-154.90	37.57	-190.44	-9.40	240.10

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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。