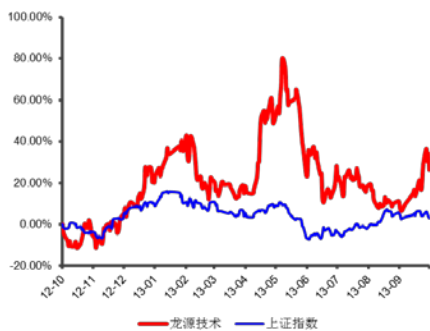


2013年10月27日

## 龙源技术（300105）三季度报告点评

**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
- 2103/4/23 业绩略低于预期，关注后续的业务进展
- 2013/8/1 业绩低于预期，关注四季度业务高峰

### 报告作者：

**分析师：马宝德**
**执业证书编号：S0590513090001**

### 联系人：

**马宝德**
**电话：0510-82833217**
**Email: [mabd@glsc.com.cn](mailto: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：公司公布2013年三季度报告，前三季度实现营业收入60993.46万元，较去年同期增长19.48%，三季度单季度实现营业收入22172.12万元，环比下降11.13%，同比增长57.56%；前三季度归属上市公司股东的净利润为5250万元，比去年同期下滑35.35%，三季度单季度归属上市公司股东的净利润为2576.4万元，环比增长15.9%，同比增长195.29%。实现每股收益0.18元，符合我们前期的判断。

### 点评：

- **前三季度业务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。**前三季度公司的低氮业务实现营业收入3.97亿元，同比增长2.06亿元，增长幅度达107.87%，占公司主营业务收入的65.34%，成为收入和净利润的主要来源。等离子点火和微油点火业务合计实现收入1.53亿元，同比下降0.55亿元，主要是受到电厂基建放缓，无燃油电厂项目数量减少和微油改造进度放慢造成了收入同比的下降。前三季度余热利用业务确认收入的机组数量少于上年同期，实现营业收入0.5亿元，相对上半年实现了订单的突破，但和去年同期相比确认机组的数量仍然下降。从毛利率水平看，公司的综合毛利率前三季度实现32.12%，较去年同期下降6.65个百分点，一方面是因为公司余热利用业务毛利率相对较低，拉低了整体毛利率，另一方面是因为低氮改造市场竞争日趋激烈，盈利能力出现下滑所致，预计未来较长一段时间，盈利能力仍将有下滑趋势。公司未来仍将深入开拓改造业务的应用领域和技术研发力度，进一步拓宽应用煤种和炉型。前三季度公司依托九江电厂、蒙阳电厂等示范工程，改善了燃烧器结构，实现了旋流项目技术应用，四季度公司的低氮改造业务有望迎来确认的高峰。
- **管理费用率有所下降、销售费用率仍然呈上升趋势。**13年前三

季度公司的管理费用实现 7602.44 万元，较去年同期增长 6.35%，管理费用率实现 12.46%，较去年同期下降 1.54 个百分点，主要是公司严格费用管控，控制效果开始体现。销售费用实现 8954.05 万元，较去年同期增长 82.5%，销售费用率实现 14.68%，较去年同期上升 5.07 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。从三季度单季度看，销售费用同比下降 9%，费用增长力度有所放缓。

- **现金流状况堪忧，应收账款回款压力仍然较大。** 13 年前三季度经营性现金流量净流出 4162.8 万元，较去年同期流出 12399.52 万元，主要是随着订单量的上升，采购量大幅增加同时保函、票据押金减少所致，现金流面临较大的压力。从应收账款的情况看，13 年前三季度应收账款余额为 72157.19 万元，较年初增加 5064.99 万元，应收账款的回款力度仍然需要继续加大。投资活动现金流量金额净流出 2497.71 万元，较去年同期流入 2307.23 万元，主要是去年同期购置房产支出金额较大，今年购建固定资产和无形资产和其他长期资产相对于去年大幅减少所致。
- **维持“谨慎推荐”评级。** 我们维持 13、14、15 年 EPS 分别为 0.75 元、0.82 元、0.83 元。以 10 月 25 日收盘价 24.66 元计算，对应 13、14、15 年 PE 分别为 33 倍、30 倍、30 倍，鉴于公司的低氮改造业务确认高峰在四季度，继续关注该业务的增长情况，我们维持“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						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>883.99</b>	<b>1,236.71</b>	<b>1,586.87</b>	<b>1,901.43</b>	<b>1,932.52</b>	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%	<b>流动资产总额</b>	<b>2,039.56</b>	<b>2,331.89</b>	<b>2,480.56</b>	<b>2,776.41</b>	<b>3,042.18</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>189.88</b>	<b>217.24</b>	<b>223.19</b>	<b>251.47</b>	<b>258.94</b>	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	<b>固定资产总额</b>	<b>68.21</b>	<b>126.61</b>	<b>424.95</b>	<b>432.63</b>	<b>406.71</b>
<b>营业利润</b>	<b>195.34</b>	<b>238.03</b>	<b>238.56</b>	<b>264.00</b>	<b>266.94</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>201.54</b>	<b>251.35</b>	<b>251.88</b>	<b>277.32</b>	<b>280.26</b>	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	<b>资产总额</b>	<b>2,158.20</b>	<b>2,510.55</b>	<b>2,956.46</b>	<b>3,258.88</b>	<b>3,497.62</b>
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
<b>净利润</b>	<b>171.95</b>	<b>213.85</b>	<b>214.12</b>	<b>235.59</b>	<b>237.77</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>174.34</b>	<b>211.83</b>	<b>213.52</b>	<b>233.59</b>	<b>235.77</b>	<b>流动负债</b>	<b>465.74</b>	<b>603.66</b>	<b>832.90</b>	<b>898.59</b>	<b>898.40</b>
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
<b>EPS (元)</b>	<b>1.10</b>	<b>0.74</b>	<b>0.75</b>	<b>0.82</b>	<b>0.83</b>	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
						<b>负债总额</b>	<b>492.53</b>	<b>631.60</b>	<b>861.99</b>	<b>928.83</b>	<b>929.79</b>
						少数股东权益	2.27	0.00	2.00	4.00	6.00
						股东权益	1,663.40	1,859.36	2,072.88	2,306.47	2,542.24
						<b>负债和股东权益</b>	<b>2,158.20</b>	<b>2,490.96</b>	<b>2,936.87</b>	<b>3,239.29</b>	<b>3,478.03</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>成长能力</b>						税后利润	174.34	211.83	213.52	233.59	235.77
营业收入	81.3%	39.9%	28.3%	19.8%	1.6%	加: 少数股东损益	-2.27	1.85	2.00	2.00	2.00
营业利润	91.5%	21.9%	0.2%	10.7%	1.1%	公允价值变动	22.79	11.07	15.00	17.00	20.00
净利润	66.0%	21.5%	0.8%	9.4%	0.9%	折旧和摊销	1.17	3.29	24.64	49.46	58.85
<b>获利能力</b>						营运资金的变动	-305.59	-117.16	-140.85	-156.18	-26.52
毛利率(%)	39.2%	34.1%	34.4%	34.1%	34.9%	<b>经营活动现金流</b>	<b>-109.56</b>	<b>110.88</b>	<b>114.30</b>	<b>145.86</b>	<b>290.10</b>
净利率(%)	19.5%	17.3%	13.5%	12.4%	12.3%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	10.5%	11.4%	10.3%	10.1%	9.3%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	8.1%	8.4%	7.2%	7.2%	6.7%	固定资产投资	0.00	-49.76	-375.00	-80.00	-50.00
<b>偿债能力</b>						<b>投资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>-49.76</b>	<b>-375.00</b>	<b>-80.00</b>	<b>-50.00</b>
流动比率	4.38	3.86	2.98	3.09	3.39	股权融资	0.00	15.30	0.00	0.00	0.00
速动比率	4.05	3.59	2.73	2.81	3.11	长期贷款的增加/(减少)	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%	公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						股利分配	-8.58	-17.82	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	41.0%	49.3%	53.7%	58.3%	55.3%	计入循环贷款前融资活	-8.58	-2.52	0.00	0.00	0.00
应收账款周转天数	303.68	285.49	285.49	285.49	285.49	循环贷款的增加(减少)	-28.18	-3.21	70.26	-75.26	0.00
存货周转天数	103.64	73.81	73.81	73.81	73.81	<b>融资活动现金流</b>	<b>-45.34</b>	<b>-23.55</b>	<b>70.26</b>	<b>-75.26</b>	<b>0.00</b>
<b>每股指标 (元)</b>						<b>现金净变动额</b>	<b>-154.90</b>	<b>37.57</b>	<b>-190.44</b>	<b>-9.40</b>	<b>240.10</b>
每股收益	1.10	0.74	0.75	0.82	0.83						
每股净资产	10.50	6.52	7.27	8.09	8.92						
<b>估值比率</b>											
P/E	22.4	33.2	32.9	30.1	29.8						
P/B	2.3	3.8	3.4	3.0	2.8						

**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。