国联证券 GUOLIAN SECURITIES

证券研究报告

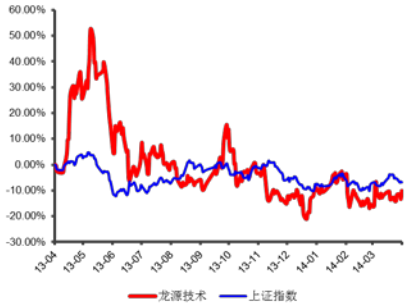
低氮改造仍是主力，锅炉改造现突破

环保节能

2014 年 04 月 24 日

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

2013/10/28 业绩符合前期判断，低氮改造业务仍是主力

2014/1/20 低氮改造业务仍是收入的主要来源

2014/3/26 业绩略低于预期，低氮改造业务仍是主力

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

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。

龙源技术（300105）2014 年一季报点评

事件：公司公布 2014 年一季报，一季度实现营业收入 16986.43 万元，同比增长 22.44%，实现归属于上市公司股东的净利润为 666.64 万元，同比增长 38.6%，实现每股收益为 0.02 元，**符合预期。**

点评：

- **业绩符合预期，积极拓展锅炉综合改造业务实现突破。**14 年一季度公司的业务实现了快速增长，其中低氮燃烧产品实现营业收入 7,195 万元，占比为 42.36%，同比增长 1.51%，仍然是收入的最主要来源，但增速在放缓，因为国内低氮改造市场 13 年处于高峰期，随着低氮改造市场的放量，低氮改造市场将逐步进入中后期，增速将逐步放缓，该业务的发展符合前期的判断；等离子产品实现营业收入 5,270 万元，同比下降 19.42%；微油点火产品实现营业收入 768 万元，同比增长 299.16%。值得注意的是，公司在大力发展传统节油点火和低氮改造业务的同时，积极拓展锅炉综合改造新业务，一季度确认了首个锅炉综合改造项目收入，实现营业收入 3,425 万元，是公司从设计制造型企业向节能环保综合服务型企业转型升级的阶段性成果，实现了公司的业务突破和拓展，但该业务未来是否能持续放量，还需要继续观察。另外一季度的销售费用大幅下降对净利润的提升也贡献较大，一季度销售费用实现 1789.66 万元，同比减少 1058.84 万元，销售费用率实现 10.54%，同比下降 9.99 个百分点，主要是公司去年同期为维护良好的市场信誉，积极主动对在实际运行中发现问题和缺陷的产品和项目进行进一步改进和完善，随着 13 年整体对产品的改进和完善，14 年销售费用有望逐步下降。
- **管理费用率有所下降、财务费用率仍然呈上升趋势。**一季度公司的管理费用实现 2487.85 万元，同比增长 20.42%，管理费用率实现 14.65%，较上年同期下降 0.24 个百分点，主要是公司严格费

用管控，控制效果较好。财务费用实现-215.98 万元，较上年同期增加 485.2 万元，财务费用率为-1.27%，同比提升 3.78 个百分点，主要是公司本期存款结构发生变化，利息收入减少所致。

- **维持 “谨慎推荐”评级。**由于公司的锅炉综合改造业务刚刚实现突破，我们暂且维持 14、15、16 年 EPS 分别为 0.75 元、0.82 元、0.83 元。以 4 月 23 日收盘价 21.07 元计算，对应 14、15、16 年 PE 分别为 27 倍、26 倍、24 倍，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，锅炉综合改造业务进展慢于预期的风险。

盈利预测表

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**1,236.71**	**1,380.48**	**1,711.43**	**1,932.52**	**2,168.77**
YOY(%)	*39.9%*	*11.6%*	*24.0%*	*12.9%*	*12.2%*
营业成本	814.76	959.61	1,173.51	1,337.27	1,514.74
营业税金及附加	15.45	12.37	21.39	24.16	27.11
销售费用	82.96	117.24	152.32	170.06	186.51
占营业收入比(%)	*6.7%*	*8.5%*	*8.9%*	*8.8%*	*8.6%*
管理费用	105.15	106.80	128.36	141.07	153.98
占营业收入比(%)	*8.5%*	*7.7%*	*7.5%*	*7.3%*	*7.1%*
EBIT	**217.24**	**182.85**	**234.64**	**258.74**	**285.21**
财务费用	(31.85)	(25.63)	(24.00)	(19.00)	(11.00)
占营业收入比(%)	*-2.6%*	*-1.9%*	*-1.4%*	*-1.0%*	*-0.5%*
资产减值损失	11.07	(10.32)	27.00	34.00	35.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	**238.03**	**218.79**	**231.64**	**243.74**	**261.21**
营业外净收入	13.32	13.16	13.16	13.16	13.16
利润总额	**251.35**	**231.95**	**244.80**	**256.90**	**274.37**
所得税	37.50	39.54	41.71	43.78	46.75
所得税率(%)	*14.9%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	**213.85**	**192.41**	**203.09**	**213.12**	**227.61**
占营业收入比(%)	*17.3%*	*13.9%*	*11.9%*	*11.0%*	*10.5%*
少数股东损益	2.02	0.43	0.43	0.43	0.43
归属母公司净利润	**211.83**	**191.99**	**204.06**	**212.69**	**227.18**
YOY(%)	*21.5%*	*-9.4%*	*6.3%*	*4.2%*	*6.8%*
EPS（元）	**0.74**	**0.67**	**0.72**	**0.75**	**0.80**

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	39.9%	11.6%	24.0%	12.9%	12.2%
营业利润	21.9%	-8.1%	5.9%	5.2%	7.2%
净利润	21.5%	-9.4%	6.3%	4.2%	6.8%
获利能力					
毛利率(%)	34.1%	30.5%	31.4%	30.8%	30.2%
净利率(%)	17.3%	13.9%	11.9%	11.0%	10.5%
ROE(%)	11.4%	9.5%	9.2%	8.7%	8.5%
ROA(%)	8.4%	6.5%	6.0%	5.7%	5.5%
偿债能力					
流动比率	3.86	3.02	2.78	2.72	2.70
速动比率	3.59	2.63	2.39	2.33	2.31
资产负债率%	25.2%	31.1%	33.4%	34.0%	34.7%
营运能力					
总资产周转率	49.3%	46.5%	50.7%	51.8%	52.7%
应收账款周转天数	285.49	298.15	298.15	298.15	298.15
存货周转天数	74.48	132.51	132.51	132.51	132.51
每股指标（元）					
每股收益	0.74	0.67	0.72	0.75	0.80
每股净资产	6.52	7.09	7.81	8.56	9.35
估值比率					
P/E	**28.4**	**31.3**	**27.5**	**26.4**	**24.7**
P/B	3.2	3.0	2.5	2.3	2.1

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	1,115.44	1,152.84	1,147.52	1,225.67	700.61
交易性金融资产	0.00	2.83	2.83	2.83	2.83
应收款项净额	967.30	1,127.64	1,397.98	1,578.57	1,771.55
存货	167.65	349.11	429.53	485.83	548.68
其他流动资产	81.50	79.70	98.81	111.57	125.21
流动资产总额	**2,331.89**	**2,712.12**	**3,076.67**	**3,404.47**	**3,807.22**
固定资产净值	77.63	71.47	172.47	204.96	195.64
减:资产减值准备	11.07	(10.32)	24.90	29.60	28.25
固定资产净额	66.56	81.79	197.37	234.56	223.89
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	60.05	93.78	24.03	14.31	8.11
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**126.61**	**175.57**	**221.40**	**248.87**	**232.00**
无形资产	27.63	30.43	29.21	28.00	26.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	24.42	48.45	48.45	48.45	48.45
资产总额	**2,510.55**	**2,966.57**	**3,375.73**	**3,729.78**	**4,114.45**
循环贷款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	471.26	725.01	892.03	1,008.93	1,139.46
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	127.40	174.39	215.30	242.59	272.37
流动负债	**603.66**	**899.40**	**1,107.33**	**1,251.52**	**1,411.83**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	27.94	24.68	21.42	18.16	14.90
负债总额	**631.60**	**924.08**	**1,128.75**	**1,269.68**	**1,426.73**
少数股东权益	0.00	0.00	0.43	0.86	1.29
股东权益	1,859.36	2,022.47	2,226.53	2,439.22	2,666.41
负债和股东权益	**2,490.96**	**2,946.55**	**3,355.71**	**3,709.76**	**4,094.43**

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	211.83	191.99	204.06	212.69	227.18
加：少数股东损益	1.85	0.37	0.43	0.43	0.43
公允价值变动	11.07	-10.32	27.00	34.00	35.00
折旧和摊销	9.79	11.97	12.97	24.44	31.74
营运资金的变动	-130.16	-87.94	-179.78	-113.41	-111.08
经营活动现金流	**104.38**	**106.07**	**64.68**	**158.15**	**183.28**
短期投资	0.00	-2.83	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-48.25	-70.00	-80.00	-50.00
投资活动现金流	**0.00**	**-51.08**	**-70.00**	**-80.00**	**-50.00**
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/（偿还）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-17.82	-28.81	0.00	0.00	0.00
计入循环贷款前融资活动	-17.82	-28.81	0.00	0.00	0.00
循环贷款的增加(减少)	-31.17	40.03	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**-66.81**	**-17.59**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
现金净变动额	**37.57**	**37.40**	**-5.32**	**78.15**	**133.28**

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

免责条款：

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。