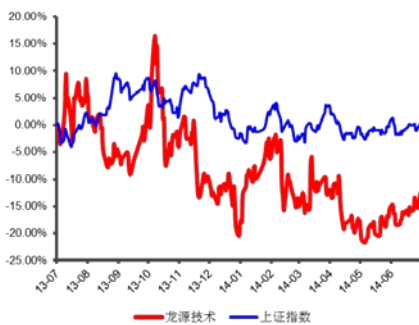


2014年7月31日

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
- 2013/8/1 业绩低于预期，关注四季度业务高峰
- 2014/1/20 低氮改造业务仍是收入的主要来源
- 2014/4/24 低氮改造是主力，锅炉改造实现突破
- 2014/7/15 费用控制得当，业绩回升

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。

事件：公司公布 2014 年半年度报告，公司实现营业收入 62,470.88 万元，同比增加 23,649.54 万元，增长 60.92%；实现营业利润 5,844.03 万元，同比增加 3,005.70 万元，增长 105.90%；实现归属于母公司净利润 5,489.24 万元，同比增加 2,815.64 万元，增长 105.31%；实现 EPS 为 0.11 元，超出我们此前预期。

点评：

- **业绩略超我们此前预期，锅炉改造业务有所突破。**公司的主营业务产品目前涵盖点火业务、低氮燃烧业务和余热回收利用业务。公司上半年收入和净利润实现了大幅的增长，略超出我们此前的预期。从分项业务看，上半年公司等离子产品收入 10256.12 万元，占主营业务收入比例为 16.47%，较去年同期下降 11.82 个百分点；低氮燃烧产品收入 34073.38 万元，占主营业务收入比例为 54.71%，较去年同期下降 12.62 个百分点；锅炉余热利用产品收入 8727.44 万元，占主营业务收入比例为 14.01%，较去年同期提高 14.01 个百分点；锅炉综合改造产品收入 3435.9 万元，占主营业务收入比例为 5.50%，较去年同期提高 5.50 个百分点；可以看出锅炉余热利用和锅炉综合改造业务实现了较快的增长，其中锅炉综合改造业务有了实质的突破。低氮改造业务收入同比下降，符合我们前期的判断，主要是源于火电锅炉的前端脱硝行业处于改造末期，后续的增长空间有限。对于下半年可以持续关注公司的锅炉改造业务的发展情况。
- **费用控制得力，大幅提升了净利润的空间。**上半年公司的管理费用实现 5278.03 万元，同比增长 9.38%，管理费用率实现 8.45%，较上年同期下降 3.98 个百分点，主要是公司严格费用管控，控制效果较好。销售费用实现 3772.14 万元，同比下降 44.34%，销售费用率为 6.04%，同比下降 11.42 个百分点，主要是公司通过不断完善产品技术，提高项目计划可控性，完善项目实施过程中的质

量控制等措施，产品售后维护费用同比下降；同时公司通过进一步完善业务部门绩效考核，合理管控市场费用，销售费用实现了同比下降。财务费用实现-923.77万元，较上年同期增加343.65万元，财务费用率为-1.48%，同比提升1.78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。**我们给予14、15、16年EPS（摊薄后）分别为0.42元、0.45元、0.47元。以7月30日收盘价12.05元计算，对应14、15、16年PE分别为29倍、27倍、26倍，持续关注公司的业务拓展和期间费用的控制，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，锅炉改造业务进展慢于预期的风险。

盈利预测表

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,236.71	1,380.48	1,711.43	1,932.52	2,168.77	现金	1,115.44	1,152.84	1,158.03	1,251.64	700.61
YOY(%)	39.9%	11.6%	24.0%	12.9%	12.2%	交易性金融资产	0.00	2.83	2.83	2.83	2.83
营业成本	814.76	959.61	1,173.51	1,337.27	1,514.74	应收款项净额	967.30	1,127.64	1,397.98	1,578.57	1,771.55
营业税金及附加	15.45	12.37	21.39	24.16	27.11	存货	167.65	349.11	429.53	485.83	548.68
销售费用	82.96	117.24	136.91	150.74	167.00	其他流动资产	81.50	79.70	98.81	111.57	125.21
占营业收入比(%)	6.7%	8.5%	8.0%	7.8%	7.7%	流动资产总额	2,331.89	2,712.12	3,087.18	3,430.44	3,849.36
管理费用	105.15	106.80	128.36	141.07	153.98	固定资产净值	77.63	71.47	172.47	204.96	195.64
占营业收入比(%)	8.5%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%	减: 资产减值准备	11.07	(10.32)	24.90	29.60	28.25
EBIT	217.24	182.85	250.05	278.07	304.72	固定资产净额	66.56	81.79	197.37	234.56	223.89
财务费用	(31.85)	(25.63)	(24.00)	(19.00)	(11.00)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-2.6%	-1.9%	-1.4%	-1.0%	-0.5%	在建工程	60.05	93.78	24.03	14.31	8.11
资产减值损失	11.07	(10.32)	27.00	34.00	35.00	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	126.61	175.57	221.40	248.87	232.00
营业利润	238.03	218.79	247.05	263.07	280.72	无形资产	27.63	30.43	29.21	28.00	26.78
营业外净收入	13.32	13.16	13.16	13.16	13.16	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	251.35	231.95	260.21	276.23	293.88	其他长期资产	24.42	48.45	48.45	48.45	48.45
所得税	37.50	39.54	44.34	47.07	50.08	资产总额	2,510.55	2,966.57	3,386.24	3,755.75	4,156.58
所得税率(%)	14.9%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	213.85	192.41	215.87	229.16	243.81	应付款项	471.26	725.01	892.03	1,008.93	1,139.46
占营业收入比(%)	17.3%	13.9%	12.6%	11.9%	11.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	2.02	0.43	0.43	0.43	0.43	其他流动负债	127.40	174.39	213.04	239.75	269.50
归属母公司净利润	211.83	191.99	216.84	228.73	243.38	流动负债	603.66	899.40	1,105.07	1,248.68	1,408.96
YOY(%)	21.5%	-9.4%	12.9%	5.5%	6.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.41	0.37	0.42	0.45	0.47	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	1,126.49	1,266.84	1,423.86
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	少数股东权益	0.00	0.00	0.43	0.86	1.29
成长能力						股东权益	1,859.36	2,022.47	2,239.31	2,468.03	2,711.41
营业收入	39.9%	11.6%	24.0%	12.9%	12.2%	负债和股东权益	2,490.96	2,946.55	3,366.22	3,735.73	4,136.56
营业利润	21.9%	-8.1%	12.9%	6.5%	6.7%						
净利润	21.5%	-9.4%	12.9%	5.5%	6.4%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	34.1%	30.5%	31.4%	30.8%	30.2%	税后利润	211.83	191.99	216.84	228.73	243.38
净利率(%)	17.3%	13.9%	12.6%	11.9%	11.2%	加: 少数股东损益	1.85	0.37	0.43	0.43	0.43
ROE(%)	11.4%	9.5%	9.7%	9.3%	9.0%	公允价值变动	11.07	-10.32	27.00	34.00	35.00
ROA(%)	8.4%	6.5%	6.4%	6.1%	5.9%	折旧和摊销	9.79	11.97	12.97	24.44	31.74
偿债能力						营运资金的变动	-130.16	-87.94	-182.05	-113.99	-111.10
流动比率	3.86	3.02	2.79	2.75	2.73	经营活动现金流	104.38	106.07	75.19	173.61	199.44
速动比率	3.59	2.63	2.40	2.36	2.34	短期投资	0.00	-2.83	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	25.2%	31.1%	33.3%	33.7%	34.3%	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	-48.25	-70.00	-80.00	-50.00
总资产周转率	49.3%	46.5%	50.5%	51.5%	52.2%	投资活动现金流	0.00	-51.08	-70.00	-80.00	-50.00
应收账款周转天数	285.49	298.15	298.15	298.15	298.15	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	74.48	132.51	132.51	132.51	132.51	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	0.41	0.37	0.42	0.45	0.47	股利分配	-17.82	-28.81	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.62	3.94	4.37	4.81	5.29	计入循环贷款前融资活动	-17.82	-28.81	0.00	0.00	0.00
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-31.17	40.03	0.00	0.00	0.00
P/E	29.2	32.2	28.5	27.0	25.4	融资活动现金流	-66.81	-17.59	0.00	0.00	0.00
P/B	3.3	3.1	2.8	2.5	2.3	现金净变动额	37.57	37.40	5.19	93.61	149.44

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。