

2014年10月27日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩

S0350512090002

010-88576939-808

[tanq@ghzq.com.cn](mailto:tanq@ghzq.com.cn)

联系人：李恩国

010-88576878-812

[lieg@ghzq.com.cn](mailto:lieg@ghzq.com.cn)

## 三季度业绩符合预期，看好新业务突破

### ——龙源技术（300105）点评报告

#### 事件：

公司前三季度盈利 7408.66 万，同比增长 41.12%。前三季度收入 9.28 亿元，同比增长 52.10%。

#### 主要观点：

**1、三季度业绩符合预期，新业务不断突破、传统业务保持增长、管理进一步完善** 公司前三季度盈利 7408.66 万，同比增长 41.12%，符合预期。公司积极开拓省煤器、锅炉综合改造业务，并取得突破，成为公司重要增长点；公司低氮燃烧业务、节油业务、锅炉余热利用等传统业务继续保持同比增长；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；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，报告期内销售费用实现了同比下降 38.43%。值得注意的是，公司三季度收入增长 36.67%，利润下滑 25.5%，是由于去年三季度资产减值计提冲回 1358 万，为非经常性项目，而今年资产减值损失 167 万，排除这个因素影响，公司三季度单季增长非常明显。

**2、以省煤器为核心的电厂综合改造业务顺利启动，有望成为公司下一个业绩支柱** 一旦“十三五”期间“近零排放”政策开始执行，就需要各火电厂对现有的环保设备和技术进行新一轮改造。在国内火电减排政策日趋严格的形势下，火电厂亟需综合性的整体改造方案。龙源技术提出了一套以省煤器产品为核心的电厂综合改造方案，省煤器作为换热设备，可以吸收电厂烟气的余热并加以利用，同时烟气温度降低可提升脱硫脱硝除尘设备效率。以省煤器产品为核心的锅炉烟气余热利用同时具备较高的环保和经济效益。平均每个火电机组的省煤器项目金额达到几百万到几千万，预计净利润率约 15%，目前市场处于启动初期，公司目前市场占有率约为 15%。公司具有国电背景和较强技术优势，预计未来市场份额还有较大提升空间，可参考公司等离子点火器市场占有率约 80%，低氮燃烧器市场份额也达 30-40%。未来如果燃煤机组烟气余热利用改造高潮爆发，H 型肋片省煤器有望成为公司下一个业绩支柱。

**3、锅炉综合改造业务首次实现突破，公司收入大幅增加** 锅炉综合改造业务是根据电厂客户要求对机组存在的缺陷进行改造，可能涉及燃烧系统、辅机系统等多方面。公司承担的“长源一发 12 号炉煤种变更适应性改造项目”于今年 3 月利投产，使得公司锅炉综合改造业务首次实现了突破，并实现了公司收入的较大增加。今年前三季度，锅炉改造占总收入约 3.7%，即 3400 万元，体现了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，预计此部分收入将持续增加。未来公司将不断拓展锅炉综合改造业务，丰富现有业务和产品结构，获得更多后续订单，该项业务收入有望持续放量。

**4、低氮燃烧业务步入中后期，公司有望顺利完成收入结构调整，实现稳定增长** 为确保按期做到达标排放，今年将会成为我国火电机组脱硝改造的高峰年。伴随国内火电厂存量机组改造的基本完成，低氮改造市场将逐步步入中后期。预计明年起公司低氮燃烧改造的业务收入将开始下滑，公司该项业务的发展符合我们的前期判断。预计在电厂综合改造和锅炉综合改造市场启动后，明年公司收入结构将有较大变化。

**5、等离子系列点火产品占据稳定市场份额，未来一段时间将保持平稳** 公司是中国乃至世界等离子体点火设备的主要生产厂家，约占国内等离子体点火设备 80% 左右的市场份额。目前国内存在大量燃用劣质煤的锅炉，这些锅炉的启动和稳燃尚没有实行改造，依然采用工业用油，运行成本较高，环保负担大。近年来，公司致力于疑难特种锅炉以及劣质煤锅炉等离子点火技术的研究和工业应用，并不断取得突破，填补等离子体点火领域的技术空白。总体来说，等离子点火技术未来还有大量待开发的市场，公司将凭借不断的技术突破争取到更多的订单，公司等离子及微油点火业务收入将在未来 2~3 年内保持稳定。今年 4 月，公司与土耳其签订了海外首个等离子体无燃油电厂项目，将成为公司“等离子体无燃油燃煤电厂”技术的海外工程示范，为该技术的出口前景提供可能。

**6、盈利预测与评级** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别 0.35 元、0.42 元、0.52 元，对应估值分别为 37 倍、31 倍、25 倍。公司以省煤器为主的余热利用和锅炉综合改造业务支持公司新增长，给予买入评级。

**7、风险提示** 环保政策落实进度低于预期；行业竞争激烈带来的产品毛利率降低风险；省煤器的推广进度低于预期。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1380	1367	1605	1903
增长率(%)	12%	-1%	17%	19%
归母净利润（百万元）	192	181	215	266
增长率(%)	-9%	-5%	19%	23%
摊薄每股收益（元）	0.67	0.35	0.42	0.52
ROE(%)	9.40%	8.36%	9.32%	10.70%

## 2014-2016 年盈利预测

证券代码: 300105.sz 股票价格: 13.20 投资评级: 买入 日期: 2014/10/26

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	8%	9%	11%	EPS	0.67	0.35	0.42	0.52
毛利率	30%	31%	31%	30%	BVPS	7.09	4.19	4.46	4.80
期间费率	15%	16%	15%	15%	<b>估值</b>				
销售净利率	14%	13%	13%	14%	P/E	19.60	37.33	31.44	25.47
<b>成长能力</b>					P/B	1.86	3.15	2.96	2.75
收入增长率	12%	-1%	17%	19%	P/S	2.73	4.96	4.22	3.56
利润增长率	-9%	-5%	19%	23%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.47	0.45	0.48	0.52	营业收入	1380	1367	1605	1903
应收账款周转率	1.22	1.22	1.22	1.22	营业成本	960	941	1114	1323
存货周转率	2.75	2.75	2.75	2.75	营业税金及附加	12	14	16	19
<b>偿债能力</b>					销售费用	117	109	120	133
资产负债率	31%	29%	31%	33%	管理费用	108	109	120	133
流动比	3.02	3.31	3.01	2.68	财务费用	(26)	(11)	(10)	(9)
速动比	2.63	2.89	2.60	2.27	其他费用/(-收入)	10	0	0	0
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	219	205	245	304
现金及现金等价物	1153	1231	1162	1004	营业外净收支	13	10	10	10
应收款项	1128	1123	1319	1564	利润总额	232	215	255	314
存货净额	349	347	411	488	所得税费用	40	32	38	47
其他流动资产	83	85	99	117	净利润	192	182	216	267
流动资产合计	2712	2783	2988	3171	少数股东损益	0	1	1	1
固定资产	82	131	168	351	归属于母公司净利润	192	181	215	266
在建工程	94	44	94	94					
无形资产及其他	30	30	29	27	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	103	140	108	136
资产总计	2967	3037	3327	3691	净利润	192	182	216	267
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	0	1	1	1
应付款项	725	669	801	970	折旧摊销	12	10	15	18
预收帐款	100	99	116	137	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	75	75	75	75	营运资金变动	(102)	(53)	(124)	(150)
流动负债合计	899	842	992	1182	投资活动现金流	(58)	1	(87)	(183)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(49)	1	(87)	(183)
其他长期负债	25	25	25	25	长期投资	0	0	0	0
长期负债合计	25	25	25	25	其他	(9)	0	0	0
负债合计	924	867	1016	1206	筹资活动现金流	33	(54)	(75)	(93)
股本	285	513	513	513	债务融资	(5)	0	0	0
股东权益	2042	2170	2311	2485	权益融资	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2967	3037	3327	3691	其它	38	(54)	(75)	(93)
					现金净增加额	78	87	(55)	(140)

## 【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

## 【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。