

龙源技术 (300105.SZ) 其他可再生能源行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

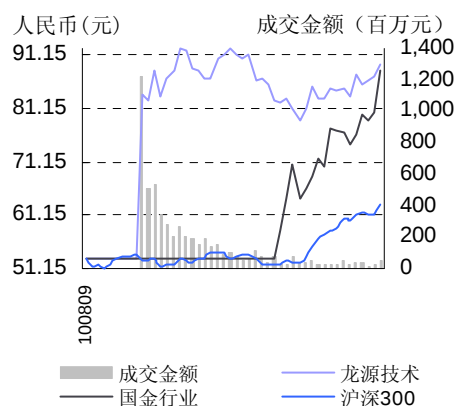
市价 (人民币): 89.40 元

收入未如期确认, 销售费用率上升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	17.60
总市值(百万元)	7,867.20
年内股价最高最低(元)	92.30/53.00
沪深 300 指数	3481.08



相关报告

1. 《新技术满足新需求》, 2010.8.12

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.086	1.329	1.188	1.833	2.961
每股净资产(元)	3.16	4.33	16.69	18.26	21.22
每股经营性现金流(元)	0.83	0.79	0.83	0.58	0.06
市盈率(倍)	N/A	N/A	75.28	48.78	30.19
行业优化市盈率(倍)	N/A	61.74	61.74	61.74	61.74
净利润增长率(%)	5.94%	22.31%	19.17%	54.31%	61.57%
净资产收益率(%)	34.41%	30.67%	7.11%	10.04%	13.95%
总股本(百万股)	66.00	66.00	88.00	88.00	88.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 龙源技术 2010 年 1-9 月实现收入 2.63 亿, 同比减少 7.67%; 归属上市公司股东净利润共计 4984 万, 同比减少 17.30%; EPS 为 0.73 元。

经营分析

- 收入未能如期确认导致销售收入同比下滑: 公司单个项目金额大, 且电厂在 168 小时满负荷试运行后才会支付大部分工程款, 收入确认可能会延迟。在报告期内, 公司符合收入确认条件的项目数量下降, 因而三季度收入同比下降 23.33%。
- 市场推广活动增加销售费用: 3 季度单季度销售费用率 14.6%, 远高于今年上半年的 7.8% 和去年 3 季度的 5.7%; 主要原因是上市后公司加大了市场推广力度, 而所签合同带来的收入相对于销售费用具有滞后性, 因而三季度销售费用率同比大幅提升。
- 今年低氮燃烧项目完成套数和单套金额可能不如预期: 公司年初接到 12 台低氮燃烧改造项目, 部分项目可能不能在年底前完工支付, 且项目整体单价达不到 1800 万元/套, 这将对公司今年业绩产生负面影响。

盈利调整

- 我们调整公司盈利预测, 2010-2012 公司实现净利润 105, 161 和 261 百万, EPS 分别为 1.19, 1.83 和 2.96 元, 净利润同比增长 19.17%, 54.31% 和 61.57%

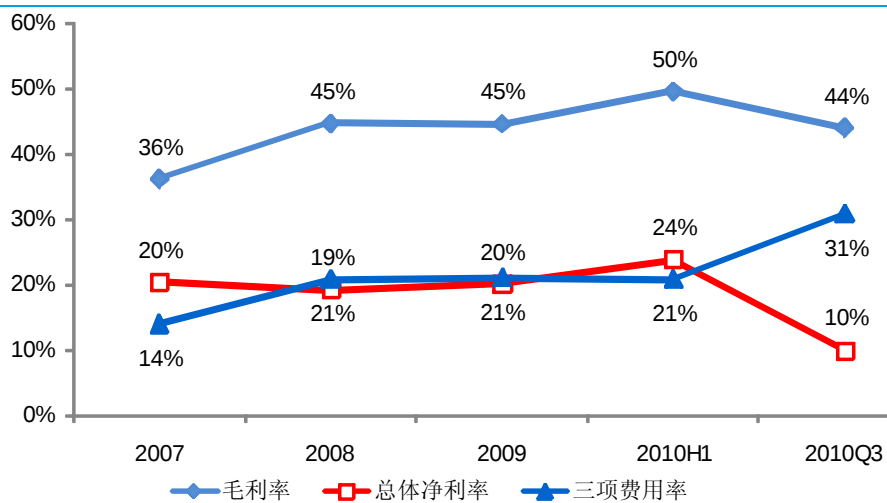
投资建议

- 目前股价对应 75x10PE/49x11PE, 考虑到公司的等离子体低 NOx 燃烧系统销售直接受益于国家环保脱硝政策, 且中国脱硝市场的广阔前景, 我们建议投资者关注龙源技术, 暂给予“持有”评级。

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130210010309
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

黄亚森 联系人
(8621)61038216
huangys@gjzq.com.cn

图表1：毛利率、净利率和三项费用率变化



来源：公司公告 国金证券研究所

图表2：分产品盈利预测

项 目			2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
等离子点火产品									
销售收入（万）			32,083	34,608	38,459	49,887	85,606	168,234	213,900
增长率(YOY)			N.A.	7.87%	11.13%	29.72%	71.60%	96.52%	27.14%
销售毛利			11,104	15,004	17,725	20,525	33,231	62,177	78,150
销售毛利率			34.6%	43.4%	46.1%	41.1%	38.8%	37.0%	36.5%
点火设备	等离子体 点火器	数量（套）	82	86	96	86	92	109	120
		价格（万元/套）	349	364	346	330▼	320	310	300
		销售额（万元）	28,624	31,276	33,210	28,380	29,440	33,790	36,000
		毛利（万元）	9,356	13,541	14,927	12,771	13,248	15,206	16,200
		毛利率	32.7%	43.3%	44.9%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
	低NOx点 火器	数量（套）	0	0▼	0▼	10▼	30	75	100
		价格（万元/套）	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
		销售额（万元）	0	0	0	15,000	45,000	112,500	150,000
		毛利（万元）	0	0	0	4,500	14,400	36,000	48,000
		毛利率	27.9%	27.9%	27.9%	30.0%	32.0%	32.0%	32.0%
备品备件	销售额（万元）		3,459	3,331	5,249	6,507	11,166	21,944	27,900
	占等离子点火设备比例		12%	11%	16%	15%▼	15%	15%	15%
	毛利（万元）		1,748	1,463	2,797	3,254	5,583	10,972	13,950
	毛利率		50.6%	43.9%	53.3%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
微油点火产品									
销售收入			0	1,166▼	4,925	4,796	5,067	5,333	5,270
增长率(YOY)			N.A.	N.A.	322.36%	-2.62%	5.67%	5.24%	-1.18%
销售毛利			0	240	1,575	1,535	1,622	1,707	1,686
销售毛利率			0.00%	20.57%	31.98%	32.00%	32.00%	32.00%	32.00%
新建	销售收入（万元）		0	1,099	1,855	2096	2187	2273	2210
	销售数量		0	8	13	15▼	16	17	17
	销售价格（万元/套）		0	137	143	140	137	134	130▼
改造	销售收入（万元）		0	0	2,648	2700	2880	3060	3060
	销售数量		0	0	29	30▼	32	34	34
	销售价格（万元/套）		0	0	91	90	90	90	90
总数量			0	8	42	45	48	51	51
工业窑炉点火系统									
销售收入（万元）			0	0	0	240	2160	3440	4000
增长率(YOY)			N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	800.00%	59.26%	16.28%
销售毛利			0	0	0	84	756	1,204	1,400
销售毛利率			0.00%	0.00%	0.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
数量			0	0	0	3	27	43	50
销售价格（万元/套）			80	80	80	80	80	80	80
其他业务									
销售收入（万元）			1,080	1,379	134	0	0	0	0
销售收入/总收入			3.4%	4.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售毛利（万元）			878	1,321	87	0	0	0	0
销售毛利率			81.28%	95.83%	65.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售总收入（万元）			33,163	37,152	43,517	54,923	92,833	177,007	223,170
毛利（万元）			11,982	16,566	19,387	22,143	35,609	65,088	81,236
平均毛利率			36.13%	44.59%	44.55%	40.32%	38.36%	36.77%	36.40%

来源：国金证券研究所

图表3：财务三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	332	372	435	549	928	1,770
增长率		12.0%	17.1%	26.2%	69.0%	90.7%
主营业务成本	-212	-206	-241	-328	-572	-1,119
% 销售收入	63.9%	55.4%	55.5%	59.7%	61.6%	63.2%
毛利	120	166	194	221	356	651
% 销售收入	36.1%	44.6%	44.5%	40.3%	38.4%	36.8%
营业税金及附加	-1	-1	0	-1	-2	-4
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-9	-25	-31	-37	-63	-120
% 销售收入	2.8%	6.6%	7.2%	6.8%	6.8%	6.8%
管理费用	-36	-53	-61	-77	-130	-248
% 销售收入	10.8%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	74	88	102	106	161	279
% 销售收入	22.4%	23.6%	23.4%	19.3%	17.4%	15.8%
财务费用	-1	0	1	13	22	20
% 销售收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-2.3%	-2.4%	-1.1%
资产减值损失	-3	-2	-3	-2	-1	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	71	86	100	117	182	296
营业利润率	21.3%	23.1%	23.0%	21.3%	19.6%	16.8%
营业外收支	6	0	1	3	3	3
税前利润	76	85	100	120	185	299
利润率	23.0%	23.0%	23.1%	21.9%	20.0%	16.9%
所得税	-9	-14	-13	-16	-24	-39
所得税率	11.2%	16.0%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	68	72	88	105	161	261
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	68	72	88	105	161	261
净利率	20.4%	19.3%	20.2%	19.0%	17.4%	14.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	68	72	88	105	161	261
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	6	7	9	11	22	36
非经营收益	-1	2	0	-1	-3	-3
营运资金变动	5	-25	-44	-41	-130	-289
经营活动现金净流	77	55	52	73	51	5
资本开支	-25	-18	-4	-90	-154	-112
投资	0	-22	-20	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-25	-40	-24	-91	-154	-112
股权募资	0	0	0	1,078	-23	0
债权募资	-20	0	0	0	0	1
其他	-8	-10	0	0	0	0
筹资活动现金净流	-28	-10	0	1,078	-23	1
现金净流量	25	5	28	1,060	-126	-106

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	71	67	86	1,146	1,020	914
应收款项	129	141	177	206	349	665
存货	181	198	118	216	376	736
其他流动资产	5	24	24	35	59	114
流动资产	386	430	405	1,603	1,804	2,429
% 总资产	88.1%	88.4%	87.1%	91.9%	86.7%	87.1%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	46	48	51	123	251	323
% 总资产	10.4%	9.9%	11.1%	7.1%	12.1%	11.6%
无形资产	3	6	6	15	25	34
非流动资产	52	56	60	142	278	359
% 总资产	11.9%	11.6%	12.9%	8.1%	13.3%	12.9%
资产总计	439	487	464	1,745	2,082	2,788
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	274	278	156	245	421	814
其他流动负债	28	1	22	31	54	105
流动负债	302	278	178	276	475	919
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	302	278	179	276	475	920
普通股股东权益	136	208	286	1,469	1,607	1,868
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	439	487	464	1,745	2,082	2,788

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.603	1.086	1.329	1.188	1.833	2.961
每股净资产	5.243	3.157	4.333	16.692	18.261	21.222
每股经营现金净流	2.981	0.830	0.791	0.827	0.577	0.059
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	49.65%	34.41%	30.67%	7.11%	10.04%	13.95%
总资产收益率	15.43%	14.73%	18.88%	5.99%	7.75%	9.35%
投入资本收益率	48.37%	35.38%	31.04%	6.28%	8.72%	13.00%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	12.03%	17.13%	26.21%	69.03%	90.67%
EBIT增长率	N/A	18.16%	15.92%	4.31%	51.88%	73.25%
净利润增长率	N/A	5.94%	22.31%	19.17%	54.31%	61.57%
总资产增长率	N/A	11.02%	-4.60%	275.66%	19.33%	33.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.7	119.9	114.1	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	155.7	335.8	239.0	240.0	240.0	240.0
应付账款周转天数	94.9	172.5	116.9	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	49.2	43.7	41.1	79.8	97.4	65.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.22%	-32.19%	-30.20%	-78.04%	-63.47%	-48.91%
EBIT利息保障倍数	70.0	-445.3	-128.8	-8.3	-7.2	-14.0
资产负债率	68.92%	57.20%	38.43%	15.81%	22.82%	33.01%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室