



东兴证券
DONGXING SECURITIES

等离子体点火设备独领风骚

——龙源技术（300105）新股定价报告

2010年8月2日

建议申购

龙源技术

新股定价

摘要:

- **上市首日定价区间：45.36-51.84 元，建议申购价格：36.29-41.47 元。**预测 2010-2012 年每股收益分别为：0.97、1.62、1.76 元。上市首日定价区间：45.36-51.84 元。建议申购价格：36.29-41.47 元。
- **公司在离子体点火设备领域一枝独秀。**公司主要产品为等离子体点火设备、微油点火设备，主要用于电站煤粉锅炉的点火及低负荷稳燃。目前，公司约占国内等离子体点火设备 90% 左右的市场份额，技术水平居世界领先地位。
- **等离子体点火设备和微油点火设备具有良好的经济效益。**以一台 60 万千瓦机组为例：采用常规点火方式基建期间调试费用为 2395 万元，采用等离子体和微油点火方式费用分别为 730 万元和 717 万元，并且以后每年运行费用可降低 378 万元和 333 万元。
- **国家产业政策扶持节油点火设备制造行业的发展。**2008 年 8 月 1 日颁布的《国务院关于加强节油节电工作的通知》提出的节油节电的主要措施包括“所有火电厂（包括新建电厂）燃煤锅炉都要采用等离子体无油、小油枪等微油点火技术和低负荷稳燃技术，降低油耗。”该政策的实施将使电站煤粉锅炉对节能点火设备的需求大大增加。
- **募集资金项目大幅提升公司产能。**公司募投项目涉及产品主要有等离子体低 NOx 燃烧系统（新增产能 35 套）、等离子体点火及稳燃系统（新增产能 80 套）、微油点火系统（新增产能 100 套）和工业窑炉等离子体点火系统（新增产能 50 套）共四项。项目完全达产后，公司将年新增销售收入 14.4 亿元，年新增利润 2.18 亿元。
- **公司面临的主要风险。**国内火电建设放缓、产品升级换代、应收账款回收是公司面临的主要风险因素。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	435	497	1,463	1,890
增长率（%）	17%	14%	194%	29%
净利润（百万元）	88	86	143	155
增长率（%）	22%	-2%	67%	8%
ROE（%）	31%	24%	34%	31%
EPS（元）	1.33	0.97	1.62	1.76

周宏宇

电力设备行业研究员

010-6650 7323

zhouhy@dxzq.net.cn

zhouhy73@yahoo.cn

执业证书编号：S1480109050693

建议申购价格

36.29-41.47 元

上市首日定价区间

45.36-51.84 元

发行上市资料

发行后总股本（万股）	8,800
发行量（万股）	2,200
发行日期	2010.8.9
发行方式	上网发行
保荐机构	中银国际
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产（元）	4.33
净资产收益率（%）	35.79%
资产负债率（%）	38.43%

主要股东和持股比例

国电科技环保集团	31%
雄亚（维尔京）有限公司	25%
龙源燃控	24%
海融电力技术	20%

目录

1. 公司在离子体点火设备领域一枝独秀	4
2. 电站煤粉锅炉节能点火设备经济效益显著	5
3. 市场容量	6
4. 行业竞争格局	8
5. 财务指标分析	10
6. 募投项目介绍	12
7. 盈利预测与估值	13
8. 风险因素	15

表目录

表 1 等离子体点火设备产销量	4
表 2 微油点火设备产销量	4
表 3 等离子体点火设备销售价格	4
表 4 微油点火设备销售价格	5
表 5 基建期间调试费用对比	5
表 6 运营后每年运行费用对比	6
表 7 国内等离子点火系统及微油点火系统应用现状	6
表 8 烟台龙源等离子点火系统及微油点火系统应用现状	7
表 9 新建火电机组等离子点火系统市场容量	7
表 10 存量机组节油点火改造市场容量	7
表 11 国际市场等离子点火系统市场容量	8
表 12 等离子体点火领域市场格局	9
表 13 微油点火领域市场格局	9
表 14 公司偿债能力	10
表 15 公司资产周转能力	10
表 16 分产品毛利率情况	11
表 17 期间费用分析	11
表 18 募集资金使用计划	12
表 19 项目完全达产后新增收入结构	12
表 20 主营业务收入预测	13
表 21 毛利率预测	13
表 22 财务报表预测	14
表 23 关键预测指标	15
表 24 可比公司估值水平	15

图目录

图 1 两种点火设备在基建与改造中应用情况对比	8
-------------------------------	---

1. 公司在离子体点火设备领域一枝独秀

公司主要产品为等离子体点火设备、微油点火设备，主要用于电站煤粉锅炉的点火及低负荷稳燃。

电力行业是石油使用大户，电力行业用油中很大一部分用于火力发电厂机组的启动及低负荷稳燃。应用等离子体点火技术或微油点火技术可以大大降低锅炉燃油用量，经济效益显著，是我国目前重点推广的节油技术。

烟台龙源自 20 世纪 90 年代起，在借鉴国内外有关研究工作基础上，通过自主研发，逐步解决了等离子体发生器阴阳极寿命问题、等离子体形态控制和输送问题、阳极抗污染、等离子体燃烧器与冷炉制粉等系统工程关键技术问题，并申请多项专利，形成了具有完全自主知识产权的等离子体点火技术，并通过原国家电力公司技术鉴定，成为世界首家实现等离子体点火技术大规模工业化应用的厂家。

目前，公司约占国内等离子体点火设备 90% 左右的市场份额，技术水平居世界领先地位。报告期内，等离子体点火设备、微油点火设备的产销情况如下：

表 1 等离子体点火设备产销量

项目		2009 年	2008 年	2007 年
产能（套）		80	80	80
产销量	机组台数（套）	96	86	82
	机组容量（万千瓦）	4,691	4,259	4,166
销售收入（万元）		33,209.97	31,276.45	28,624.06

资料来源：招股说明书

表 2 微油点火设备产销量

项目		2009 年	2008 年
产销量	机组台数（套）	42	8
	机组容量（万千瓦）	1,434	363
销售收入（万元）		4,502.75	1,099.2

资料来源：招股说明书

表 3 等离子体点火设备销售价格

年度	不同类型机组的平均销售价格（万元）			
	20 万千瓦及以下机组	30 万千瓦机组	60 万千瓦机组	100 万千瓦机组
2009 年	313.69	301.20	345.16	604.26
2008 年	356.95	329.34	366.21	769.23
2007 年	287.03	312.24	358.49	647.19

资料来源：招股说明书

表 4 微油点火设备销售价格

年度	不同类型机组的平均销售价格（万元）			
	20 万千瓦及以下机组	30 万千瓦机组	60 万千瓦机组	100 万千瓦机组
2009 年	74.45	103	155.43	191.09
2008 年	--	97.7	177.1	--

资料来源：招股说明书

2. 电站煤粉锅炉节能点火设备经济效益显著

我国能源结构中煤炭占主导地位，石油、天然气资源储量相对不足，石油、天然气人均资源量仅为世界平均水平的 1/15 左右。根据中国石油和化学工业协会的统计：2008 年我国石油表观消费量约 3.65 亿吨，国内生产量约 1.86 亿吨，净进口量 1.79 亿吨，对外依存度约为 48%。

电力行业一直是我国的用油大户，其燃油消耗主要分为三部分：

- 1) 是燃油电站。由于国家正逐步关停燃油机组，该部分用油正逐步萎缩；
- 2) 是燃煤锅炉的点火及稳燃用油。根据有关资料显示，2000 年我国 30 万千瓦及 60 万千瓦机组冷态启动机组年平均用油量分别为 908.24 吨/台和 451.62 吨/台，其年平均稳燃用油量分别为 546.8 吨/台及 359.8 吨/台；
- 3) 是国内新建火电机组的调试用油。根据中电联 2007 年发布的《关于调整和修改火力发电厂工程基建阶段燃油和蒸汽用量标准及其计算公式的通知》，30 万千瓦及 60 万千瓦机组的调试用油分别为 2,857 吨/台和 4,355 吨/台。

因此实现煤粉锅炉的无油或少油点火与稳燃，降低火力发电厂燃油消耗，不仅可以优化我国能源消费结构，缓解我国能源结构缺陷所产生的经济、安全问题，而且也是燃煤发电厂降低发电成本的一条重要途径。

等离子体点火设备和微油点火设备都具有良好的经济效益。现以一台 60 万千瓦机组为例分析一下两种技术与常规点火方式的经济效益对比情况：

表 5 基建期间调试费用对比

常规点火方式		等离子体点火设备		微油点火设备	
燃油量	4,355 吨	燃煤量	8,090.62 吨	燃煤量	7,281.56 吨
燃油费用	2,395.25 万元	燃煤费用	364.08 万元	燃煤费用	327.67 万元
		电费	6.47 万元	燃油量	435.50 吨
		设备投资	360.00 万元	燃油费用	239.53 万元
				设备投资	150.00 万元
费用小计	2,395.25 万元	费用小计	730.55 万元	费用小计	717.20 万元

资料来源：招股说明书

表 6 运营后每年运行费用对比

常规点火方式		等离子体点火设备		微油点火设备	
燃油量	811.42 吨	燃煤量	1,507.40 吨	燃煤量	1,356.69 吨
燃油费用	446.28 万元	燃煤费用	67.83 万元	燃煤费用	61.05 万元
		电费	1.21 万元	燃油量	81.14 吨
		维护费用	9.48 万元	燃油费用	44.63 万元
				维护费用	8 万元
费用小计	446.28 万元	费用小计	78.52 万元	费用小计	113.68 万元

资料来源：招股说明书

3. 市场容量

随着石油资源的日趋紧张，价格日益上涨，以及国家对发电企业节能减排门槛的不断提高，火电厂面临着日趋严峻的经营压力和环保压力。

2008 年 8 月 1 日颁布的《国务院进一步加强节油节电工作的通知》（国发〔2008〕23 号）提出的节油节电的主要措施包括“所有火电厂（包括新建电厂）燃煤锅炉都要采用等离子体无油、小油枪等微油点火技术和低负荷稳燃技术，降低油耗。”该政策的实施将使电站煤粉锅炉对节能点火设备的需求大大增加。

截至 2009 年 12 月 31 日，国内已采用或签约将采用等离子体点火设备及微油点火设备的机组达到 1,146 台。具体分布情况如下：

表 7 国内等离子点火系统及微油点火系统应用现状

	等离子体点火系统		微油点火系统	
	台数	百分比	台数	百分比
基建	449	66.82%	223	33.18%
改造	89	18.78%	385	81.22%

资料来源：招股说明书

上述 1,146 台机组中，已采用或签约将采用烟台龙源等离子体点火设备及微油点火设备的机组共有 553 台。具体分布情况如下：

表 8 烟台龙源等离子点火系统及微油点火系统应用现状

	等离子体点火系统	微油点火系统
基建（台）	425	13
改造（台）	89	26

资料来源：招股说明书

3.1 新建机组市场分析

则 2011 - 2015 年本公司在新建火电机组市场年均新增等离子体点火设备订单可达 65 套。

表 9 新建火电机组等离子点火系统市场容量

2011 - 2015 年均增长装机容量（万千瓦）	6,800
2011 - 2015 火电年均增长装机容量（万千瓦）	4,760
平均单台装机容量（万千瓦）	42.72
2011 - 2015 年均增加机组数量（台）	111
2011 - 2015 年均增加采用等离子体点火设备的机组数量（台）	72
2011 - 2015 本公司年均等离子体点火设备新增订单（台）	65

资料来源：招股说明书

3.2 存量机组改造市场分析

估计截至 2009 年 12 月 31 日，我国仍将拥有约 4,041 台火电机组尚需进行节油点火改造。

表 10 存量机组节油点火改造市场容量

	台数
2008 年存量机组	6,237
2009 - 2011 年关停机组数量	-1,050
已改造机组数量（注）	-1,146
需进行改造机组数量	4,041

资料来源：招股说明书

预计每年签约改造机组台数为 30 台左右。

另外，自 2000 年以来，国内采用等离子体点火技术的机组已达到 400 多台。这部分机组燃烧器陆续进入更换周期，以 4 年大修周期计算，每年需改造升级台数约为 100 台炉。该部分机组的改造升级将成为未来公司稳定的收益来源。

3.3 海外市场的需求

从 2006 年开始，公司就开始了在国际市场的开发。

公司在韩国、俄罗斯、印尼、台湾地区建立的示范项目已吸引了当地的多发电企业来公司进行技术交流，公司已与印度发电企业开始商务谈判，美国示范项目在美国能源部的主持下顺利开展。根据公司在这些地区开展的市场推广工作情况分析，预计未来三年国际市场等离子体点火设备需求情况如下：

表 11 国际市场等离子点火系统市场容量

时间	韩国	俄罗斯	台湾	印尼	印度	美国	南非	合计
2010 年	3	3	0	1	1	0	1	9
2011 年	1	3	2	4	5	5	2	22
2012 年	2	4	2	6	6	10	2	32

资料来源：招股说明书

3.4 工业窑炉等离子体点火系统市场分析

2008 年 8 月 1 日颁布的《国务院进一步加强节油节电工作的通知》（国发〔2008〕23 号）中明确要求，工业窑炉逐步停用燃料油。根据中国水泥协会的统计资料，截至 2008 年底，全国新型干法水泥生产线共有 922 条。

水泥行业的干法水泥生产线的运行方式与煤粉锅炉有很多相似之处，也存在调试用油和启停用油。以日产 2,000 吨生产线为例，每年需要消耗轻质柴油约 120 吨，费用大约 66 万元。采用等离子体点火系统后，运行费用大约为燃油费用的 20%，每年可节约 52.8 万元。如果在基建期间采用，投产后即可回收投资，同时还可以取消窑炉的燃油系统，经济效益明显。

由于水泥行业采用等离子体点火系统后，经济效益显著，且市场还未有相同或相似的产品，因此现有的市场容量足以消化公司每年 50 套的产能。

4. 行业竞争格局

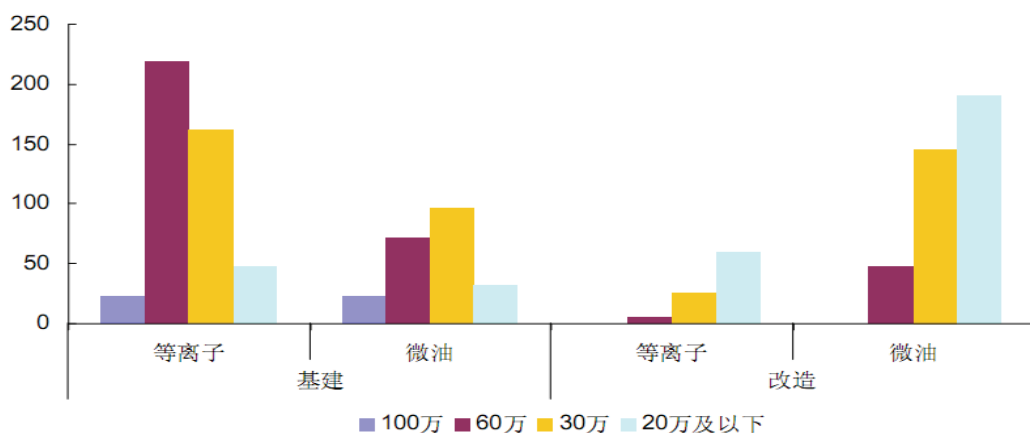
目前，我国在煤粉锅炉无油、节油点火技术领域处于领先水平，主要有两种技术路线：等离子体点火技术及微油点火技术。

4.1 两种技术路线竞争情况

以下为两种点火设备在基建与改造中应用情况对比：

图 1 两种点火设备在基建与改造中应用情况对比

单位：台



资料来源：招股说明书

从上图可以看出，等离子体点火设备主要应用于基建机组，且在 60 万千瓦及以上机组应用中所占比例最大；微油点火设备主要应用于存量机组的改造，且在 30 万千瓦及以下机组中所占比例最大。

4.2 等离子体点火设备生产企业

由于等离子体点火技术门槛较高，目前国内等离子体点火领域企业主要有 3 家，具体情况如下：

表 12 等离子体点火领域市场格局

公司名称	2009 年		2008 年		2007 年	
	台数	市场份额	台数	市场份额	台数	市场份额
本公司	48	92.31%	79	88.76%	105	93.75%
徐州燃烧控制研究院有限公司	--	--	5	5.62%	4	3.57%
洛阳博耐特工程技术有限公司	4	7.69%	5	5.62%	3	2.68%
总计	52	100.00%	89	100.00%	112	100.00%

资料来源：招股说明书

4.3 微油点火设备生产企业

由于微油点火技术门槛要低于等离子体点火技术，目前国内微油点火领域企业大约有 30 多家，行业排名前列的生产企业及市场份额如下：

表 13 微油点火领域市场格局

企业名称	2009 年	
	台数	市场份额
本公司	32	32.32%
徐州燃烧控制研究院有限公司	28	28.28%
济南海普电力节能科技有限公司	9	9.09%
杭州浙大天元科技有限公司	9	9.09%
大唐节能科技有限公司	7	7.07%
杭州意能节能技术有限公司	5	5.05%
哈尔滨国新电力科技有限公司（黑龙江电科院技术中心）	3	3.03%

资料来源：招股说明书

由于行业所需的特殊技术、知识和经验构成了进入壁垒，整个行业在快速发展过程中不断规范，一批技术实力差的企业将被逐步淘汰，因此，行业集中度有提高的趋势。

4.4 行业利润水平及变动趋势

在等离子体点火设备市场中，由于市场集中、产品科技含量高，市场竞争的焦点主要集中在产品技术、售后服务和行业经验上，因此产品利润水平较高，且持续稳定。

在微油点火设备市场中，由于技术简单，技术壁垒较低，因此该市场中生产厂家众多，竞争激烈，产品利润率与等离子体点火设备相比较低。

5. 财务指标分析

表 14 公司偿债能力

项目	2009.12.31	2008.12.31	2007.12.31
流动比率（倍）	2.27	1.55	1.28
速动比率（倍）	1.61	0.83	0.68
资产负债率（%）	38.43	57.20	68.92
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	10,654.27	9,036.49	8,049.13
利息保障倍数（倍）	—	123.26	61.69

资料来源：招股意向书

报告期内，本公司资产负债率逐年下降，流动比率、速动比率、息税折旧摊销前利润逐年上升，利息保障倍数较高，经营活动产生的现金流量充足，反映了本公司财务状况健康，经营良好。由于本公司的负债主要是经营性债务，且预收账款比例较高，银行债务较少，因此，偿债能力优良，不存在流动性风险。

表 15 公司资产周转能力

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
应收账款周转率（次/年）	2.84	2.71	2.45
存货周转率（次/年）	1.53	1.09	1.33

资料来源：招股意向书

报告期内，公司应收账款周转率呈逐年上升趋势，主要原因是本公司加大应收账款的回收力度，使得应收账款平均值的增幅小于销售收入的增幅。

2008 年公司存货周转率同比下降 18.05%，其主要原因是：2008 年新增的未完工订单导致存货余额的增加大于营业成本的结转导致的存货余额的减少，2008 年 12 月 31 日公司存货余额同比增加 9.61%；2008 年的营业成本同比下降 2.80%。

2009 年公司存货周转率同比上升 40.37%，其主要原因是：2009 年新增的未完工订单导致存货余额的增加小于营业成本的结转导致的存货余额的减少，2009 年 12 月 31 日公司存货余额同比下降 40.44%；2009 年的营业成本同比上升 17.21%。

报告期内按产品类别列示的毛利及毛利率情况如下：

表 16 分产品毛利率情况

项目	2009年度		2008年度		2007 年度	
	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)
等离子体产品	17,724.52	46.09	15,004.37	43.36	11,104.38	34.61
其中：等离子体点火设备	14,927.30	44.95	13,540.97	43.29	9,356.01	32.69
备品备件	2,797.22	53.29	1,463.40	43.93	1,748.37	50.55
微油点火系统产品	1,574.93	31.98	239.87	20.57	--	--
合计	19,299.45	44.49	15,244.24	42.61	11,104.38	34.61

资料来源：招股意向书

报告期内，等离子体产品的备品备件（主要包括燃烧器、阴极和阳极等）的毛利率略高于等离子体点火设备的毛利率，随着本公司完工的等离子体点火设备累计运行数量和运行时间的增加，备品备件对公司主营业务毛利率的贡献会相应增加。本公司微油点火系统产品的毛利率水平较等离子体产品低，由于本公司的发展重点是等离子体产品系列，微油点火系统产品对主营业务毛利率的影响将逐渐减少。

表 17 期间费用分析

项目	2009年度		2008年度		2007年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
销售费用	3,112.07	7.15	2,450.71	6.60	921.84	2.78
管理费用	6,096.52	14.01	5,271.53	14.19	3,580.53	10.80
财务费用	-78.96	-0.18	-19.70	-0.05	106.05	0.32
合计	9,129.64	20.98	7,702.53	20.73	4,608.42	13.90

资料来源：招股意向书

报告期内销售费用逐年增长，主要原因系本公司为满足近年来业务量快速增长对售后服务的需求，以及加大市场开发力度所致。管理费用呈逐年递增趋势，主要原因为职工薪酬的增长。

6. 募投项目介绍

本次拟公开发行人民币普通股（A股）2,200万股，占发行后总股本的25%。募集资金项目资金使用计划如下：

表 18 募集资金使用计划

序号	项目名称	项目总投资 资金额	使用 募集资金	募集资金使用计划		
				第一年	第二年	第三年
1	等离子体节能环保设备增产项目	63,435	36,965	16,000	13,595	7,370
2	等离子体低 NOx 燃烧推广工程项目	5,000	5,000	5,000	--	--
3	营销网络建设项目	4,500	4,500	3,285	1,215	--
4	其他与主营业务相关的营运资金	【】	【】			

资料来源：招股说明书

公司募投项目涉及产品主要有等离子体低 NOx 燃烧系统（新增产能 35 套）、等离子体点火及稳燃系统（新增产能 80 套）、微油点火系统（新增产能 100 套）和工业窑炉等离子体点火系统（新增产能 50 套）共四项。

根据区域内业务发展情况，公司将分批分期在哈尔滨、长春、石家庄、济南、太原、乌鲁木齐、郑州、南京、广州地区设立 9 个分公司。拟在印度、印尼、美国、俄罗斯建立办事机构。

本项目计划建设期为 18 个月。预计项目投产后，前 12 个月可达到生产能力的 70%，12 个月后可达到设计生产能力。项目完全达产后新增收入结构如下：

表 19 项目完全达产后新增收入结构

产品	产能（套）	价格（万元）	销售收入（万元）	比例
等离子体点火设备	80	275	22,000	15%
等离子体低 NOx 燃烧系统	35	3,000	105,000	73%
工业窑炉等离子体点火系统	50	80	4,000	3%
微油点火设备	100	130	13,000	9%
合计	--	--	144,000	100%

资料来源：招股说明书

假设公司所得税率 25%，项目完全达产后，公司将年新增销售收入 14.4 亿元，年新增利润 2.18 亿元。

7. 盈利预测与估值

截至 2009 年 12 月 31 日，本公司正在履行或将要履行的金额在 500 万元以上的合同金额总计 46,205.78 万元。2010 年 1-3 月，公司新签合同金额 20,002.85 万元；其中，等离子体设备合同 17,722.92 万元，微油设备合同 2,279.93 万元。

表 20 主营业务收入预测

主营业务收入（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
等离子点火设备(百万元)	346	385	423	575	650
(+/-)		11%	10%	36%	13%
微油点火系统产品(百万元)	12	49	74	160	200
(+/-)		322%	50%	117%	25%
等离子体低 NOx 燃烧系统	0	0	0	700	1,000
(+/-)		0%	0%	0%	43%
工业窑炉等离子体点火系统	0	0	0	28	40
(+/-)		0%	0%	0%	43%
合计	372	435	497	1,463	1,890
(+/-)		32%	17%	194%	29%

表 21 毛利率预测

毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
等离子点火设备(%)	43.4%	46.1%	45.0%	45.0%	45.0%
微油点火系统产品(%)	20.6%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
等离子体低 NOx 燃烧系统(%)	0.0%	0.0%	28.0%	28.0%	28.0%
工业窑炉等离子体点火系统(%)	0.0%	0.0%	45.0%	45.0%	45.0%
综合毛利率(%)	44.6%	44.5%	43.1%	35.4%	34.6%

表 22 财务报表预测

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	372	435	497	1,463	1,890
营业成本	206	241	283	944	1,236
营业费用	25	31	40	117	151
管理费用	53	61	70	205	265
财务费用	(0)	(1)	1	24	51
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	86	100	100	168	182
利润总额	85	100	101	168	182
所得税	14	13	15	25	27
净利润	72	88	86	143	155
归属母公司所有者的净利润	72	88	86	143	155
NOPLAT	72	86	86	163	198
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	67	86	99	293	378
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	121	151	163	481	621
预付款项	24	24	24	24	24
存货	198	118	140	466	609
流动资产合计	430	405	454	1,345	1,738
非流动资产	56	60	152	309	290
资产总计	487	464	605	1,654	2,028
短期借款	0	0	69	810	1,000
应付帐款	84	70	78	259	338
预收款项	172	66	66	66	66
流动负债合计	278	178	254	1,232	1,528
非流动负债	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司股东权益	208	286	351	422	500
净营运资本	152	226	200	113	210
投入资本 IC	121	180	301	919	1,122
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	72	88	86	143	155
折旧摊销	4	6	0	17	19
净营运资金增加	68	74	(27)	(86)	97
经营活动产生现金流	55	52	68	(273)	27
投资活动产生现金流	(40)	(24)	(103)	(178)	(4)
融资活动产生现金流	(10)	0	47	645	62
现金净增（减）	5	28	13	193	85

表 23 关键预测指标

预测指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	372	435	497	1,463	1,890
主营收入增长率	12%	17%	14%	194%	29%
净利润（百万元）	72	88	86	143	155
净利润增长率	6%	22%	-2%	67%	8%
ROE	34%	31%	24%	34%	31%
EPS（元）	1.09	1.33	0.97	1.62	1.76

预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97、1.62、1.76 元，参考可比公司估值水平，我们认为给予 2011 年 28-32 倍 PE 较为合理，上市首日定价区间：45.36-51.84 元。建议申购价格：36.29-41.47 元。

表 24 可比公司估值水平

	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	PB
九洲电气	0.67	0.56	0.70	28.88	34.55	27.64	3.21
合康变频	0.78	0.85	1.11	49.21	45.15	34.58	3.82
龙源技术	1.33	0.97	1.62				

8. 风险因素

- 1) 国内火电厂建设速度下降的风险；
- 2) 产品升级换代的风险；
- 3) 应收账款回收风险；
- 4) 关联交易风险。

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，多年电力行业工作经验。2008年加盟东兴证券研究所，从事电力与电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。