

审慎推荐-A (首次)

龙源技术 300105.SZ

目标估值: 124.50-140.00 元

当前股价: 113.40 元

2010 年 11 月 25 日

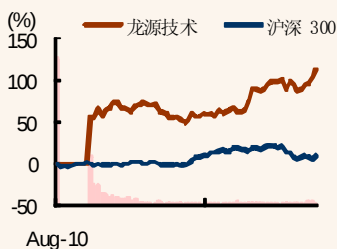
世界领先原创技术, 助公司抢占脱硝大市场

基础数据

上证综指	2898
总股本(万股)	8800
已上市流通股(万股)	2200
总市值(亿元)	99
流通市值(亿元)	25
每股净资产(MRQ)	16.4
ROE(TTM)	9.5
资产负债率	13.4%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	113	113
相对表现	37	103	124



彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090209090315

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

近日,我们对龙源技术进行了调研。节能减排和氮氧化物排放控制将带来无燃油电厂和脱硝市场的大量需求。公司拥有原创的煤粉锅炉等离子体点火及稳燃技术,为世界领先水平,经济效益和社会效益都较好。同时,我们在对公司客户深圳能源的调研中了解到,公司的双尺度低氮燃烧技术在深圳能源妈湾电厂改造中得到了成功的运用,为电厂带来了实际的经济效益。凭借公司世界领先的原创技术,预计能够在未来脱硝市场中占据明显优势,带动公司收入大幅增长,未来三年业绩复合增速在 60%左右,成长性很高。我们首次给予“审慎推荐”投资评级。

- **节能减排带动等离子体点火设备需求,无燃油电厂有望得到广泛推广。**2008 年《国务院关于加强节油节电工作的通知》中提出,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。“十二五”期间这一政策的继续贯彻落实将继续促进等离子体点火设备的市场需求增长,而经济效益和社会效益更好的无燃油电厂也有望随之推广开来。
- **氮氧化物污染控制催生脱硝大市场。**近年来,我国氮氧化物污染始终较为严重,对其排放的控制要求也愈加严格。“十二五”期间,实施总量控制的减排污染物将增加氨氮和氮氧化物两项。在 2009 年 7 月的《火电厂大气污染物排放标准》(征求意见稿)中也明确规定:自 2010 年 1 月 1 日起,新建、扩建、改建火电厂建设项目氮氧化物排放浓度重点地区不高于 200mg/m³,其他地区不高于 400 mg/m³,至 2015 年 1 月 1 日,所有火电机组氮氧化物排放浓度都要要求重点地区不高于 200 mg/m³,其他地区不高于 400mg/m³。依此估算,需要改造的装机在 2000 台左右,共 2 亿多千瓦,需要在 2015 年前全部改造完成,平均每年改造 300-400 台。继脱硫之后,脱硝政策将出台,催生脱硝大市场。
- **公司凭借世界领先技术,在脱硝市场中优势明显。**等离子点火设备有较高技术壁垒。公司拥有原创的煤粉锅炉等离子体点火及稳燃技术,为世界领先水平,引领行业发展方向。与 SCR 技术相比,公司的等离子低氮燃烧技术拥有成本上的巨大优势,初始投资费用仅为 SCR 技术的 1/2,运营费用则为 1/20,运营基本不需要费用。同时,等离子低氮燃烧技术同样可将氮氧化物排放浓度降低到 150 左右甚至更低,能够满足国家重点地区的排放要求。随着脱硝政策和电价补贴政策的出台,公司的等离子低氮燃烧技术将在脱硝市场上大显身手,充分发挥优势。
- **拥有不同等级多款产品,具备各自市场。**公司目前主要产品包括普通等离子体点火设备(4 个等离子燃烧器)、等离子无燃油点火设备(8 个等离子燃烧器)、等离子低氮燃烧设备(24-32 个等离子燃烧器)、工业窑炉等离子点火系统(1 个等离子燃烧器)以及微油点火设备。其中工业窑炉等离子点火系统量相对较少。等离子无燃油点火设备和低氮燃烧设备预计将成为公司未来 3 年的主要发展方向。

- **无燃油电厂静待市场认可，或成未来推广方向。**等离子无燃油点火设备是公司未来希望推广的方向，其中燃烧器较普通等离子点火设备多一倍，价格也较高，每套价格在 600-700 万元左右。无燃油电厂取消了油库，节约了大量燃油费用，还降低了工程造价和油库占地，经济和社会效益都十分显著。公司目前参与了东胜、康平等 10 个左右项目的无燃油电厂实施，随着示范机组的成功投产，无燃油电厂预计将逐渐被市场所认可，未来订单将陆续增加，而且由于无燃油点火设备单价较高，将更大幅度地带动收入增长。
- **脱硝政策出台将刺激低氮燃烧设备需求大增。**随着脱硝政策的出台，公司的低氮燃烧设备需求预计将大幅增长。若脱硝政策在明年初出台，预计公司 2011 年销售设备将达到 30~40 台，2012 年能达到 70~80 台，将为公司贡献收入近 14 亿。市场拓展将先从改造机组入手，改造机组顺利投产运营后，将开始进入销售单价更高的基建领域。
- **客户看好公司发展，双尺度低氮燃烧在深圳能源成功运用。**之前，我们还对公司等离子点火技术的客户深圳能源进行了调研，深圳能源采用公司的双尺度低氮燃烧点火技术，对锅炉进行了成功改造，看好公司未来发展。深圳能源妈湾电厂采用公司的双尺度点火技术，改造了 30 万千瓦机组锅炉，一次性投入 1300 万元（其中深圳市补贴了 600 万元），之后没有运行费用。如果不进行锅炉改造，电厂每年启动投油需要 100 万元左右，因此，公司的实际投入在 7 年即可收回。此外，采用等离子体双尺度低氮燃烧技术改造还可将公司氮氧化物的排放浓度大幅降低，每年每台炉节省近百万元的排污收费，为公司带来了切实的经济效益。从经济性的角度来考虑，老电厂也都有改造的动力，公司未来市场广阔。
- **首次给予“审慎推荐”投资评级，目标价 124.5~140 元。**我们认为，节能减排和氮氧化物排放控制将带来无燃油电厂和脱硝市场的大量需求。随着公司无燃油电厂示范项目和等离子低氮燃烧设备改造项目的成功投产，公司等离子无燃油点火设备和低氮燃烧设备将占领更大的市场份额，预计 2010、2011、2012 年每股收益分别为 1.30 元、2.49 元、3.50 元，复合增速在 60% 左右。鉴于公司较高的成长性，我们给予 2011 年 50 倍 PE 估值或 2012 年 40 倍 PE 估值，目标价 124.5-140 元。
- **风险因素：**脱硝政策推后出台风险；无燃油电厂推广速度较慢风险；估值较高，市场整体回调的风险。

表 1: 盈利预测简表

简要盈利预测	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入（百万元）	371.4	435.2	622.8	1327.3	2069.2
二、营业总成本（百万元）	283.6	332.7	484.8	1061.8	1695.4
1. 主营成本	205.9	241.3	367.0	810.8	1304.1
2. 营业税金及附加	0.70	0.07	0.12	0.13	0.21
3. 销售费用	24.5	31.1	37.4	79.6	124.2
4. 管理费用	52.7	61.0	81.0	172.5	269.0
5. 财务费用	-0.2	-0.8	-0.6	-1.3	-2.1
三、投资收益（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1. 联营企业投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. 出售股票投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、资产减值损失（百万元）	2.2	2.6	3.7	8.0	12.4
五、营业利润（百万元）	85.7	99.9	134.3	257.5	361.4
1. 营业外收入	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
2. 营业外支出	1.3	0.3	0.4	0.4	0.4
六、利润总额（百万元）	85.3	100.5	134.8	258.1	362.0
1. 所得税	13.6	12.8	20.2	38.7	54.3
七、净利润（百万元）	71.7	87.7	114.6	219.4	307.7
1. 少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
八、归属净利润（百万元）	71.7	87.7	114.6	219.4	307.7
1. 总股本（百万股）	66.0	66.0	88.0	88.0	88.0
九、每股收益（元）	1.09	1.33	1.30	2.49	3.50

资料来源：招商证券

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

彭全刚：清华大学博士，长期从事电力行业研究工作，曾供职于中国华能集团公司、国务院电力体制改革工作小组办公室，2007 年加入招商证券。现为招商证券研究副董事，曾获《新财富》2008、2009 年电力与公用事业最佳分析师。

侯鹏：清华大学硕士，曾供职于国家开发投资公司旗下国投电力公司，长期从事电力项目建设和企业管理工作，全面掌握水电、火电、风电、光伏发电项目的特点，对电力企业运营有独到认识。2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券电力及公用事业行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。