

审慎推荐-A (维持)

龙源技术 300105.SZ

目标估值: 130~150 元

当前股价: 121.48 元

2010 年 12 月 23 日

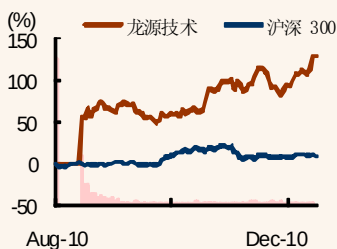
技术突出优势, 未来增长可期

基础数据

上证综指	2878
总股本(万股)	8800
已上市流通股(万股)	2200
总市值(亿元)	107
流通市值(亿元)	27
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	18	129	129
相对表现	16	114	132



相关报告

- 1、《龙源技术(300105)-世界领先原创技术, 助公司抢占脱硝大市场》2010/11/25
- 2、《龙源技术(300105)-拓展业务领域, 做锅炉燃烧节能减排全方位专家》2010/12/7

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。公司低氮燃烧技术在抢占脱硝市场中仍具有优势, 目前难以被替代, 随着示范项目的成功运行, 将在电厂中更快推广。而且, 公司今年低氮燃烧系统订单充足, 后续技术持续创新, 未来发展有充足储备。看好公司长远发展, 维持“审慎推荐-A”投资评级, 建议长期持有。

□ **未来脱硝政策技术多元, 炉内脱硝具备成本优势。**根据国家对火电厂大气污染物的排放要求, 预计非重点区域氮氧化物的排放标准要求降到 400mg 以下, 重点区域要降到 200mg 以下。此外, 在未来环保部出台氮氧化物排放标准时, 也会对不同煤质有不同的标准。

为达到氮氧化物的排放标准, 炉内脱硝和 SCR 脱硝技术预计都将使用。但在具体脱硝技术选择上, 若炉内脱硝能达到标准, 未来可能不强制使用 SCR。而脱硝电价的补贴也可能区别对待, 根据电厂氮氧化物排放达标程度进行差别补贴。我们认为, 在脱硝政策不存在强制技术要求的背景下, 即使采取差别补贴电价, 公司的炉内脱硝技术由于其运行成本仅为 SCR 的 1/20, 仍具较大的成本优势。

□ **等离子、双尺度对低氮燃烧各有贡献, “等离子+双尺度”实现超低氮燃烧。**氮氧化物的来源主要是煤中的含氮有机物, 其对氮氧化物贡献占到 80%, 因此, 在燃烧过程中, 氧气越少, 氮氧化物越少, 生成的氮气越多。低氮燃烧则是主要通过对氧气的控制, 减少氮氧化物的形成来实现。公司的等离子、双尺度两项技术对低氮燃烧各有贡献, 而通过“等离子+双尺度”则能实现超低氮燃烧。

➢ **等离子:** 等离子燃烧属于内燃控制, 对燃烧器进行改造, 让氧气低、温度低, 在点着火的同时将氮氧化物还原成氮气。一般燃烧器喷出去煤粉氮氧化物 1200mg, 等离子燃烧器喷出去的仅为 80~100mg。

➢ **双尺度:** 双尺度是宏观布局, 通过对锅炉的改造, 实现燃烧过程中氮氧化物形成较少。今年, 宝钢的机组通过双尺度可以降到 100mg, 未见对锅炉有不良影响。

➢ **等离子+双尺度:** 两种技术相结合, 能够实现不用 SCR 脱硝, 也达到国家规定的标准。公司在吉林江南的示范工程中, 将使用“等离子+双尺度”低氮燃烧技术, 可以将氮氧化物排放量降到 100mg 以下。

□ **国家级节能一等奖, 优势明显, 适用性广, 难以替代。**目前, 公司无油电厂项目获得国家节能技术一等奖 (仅特高压、空冷等 4 个项目获奖)。与小油枪不同, 公司的等离子点火不需要加氧气, 容易操作, 且不需要改变锅炉构造, 不会改变一次风的结构。公司的等离子燃烧技术能耗很少, 保证稳燃, 并且可以适用于任何煤质, 技术上仍具优势, 理论上所有的电厂都可以做成无油电厂。目前, 公司已做的无油电厂项目是康平和东胜, 运行了两年多。东胜煤质并不好, 但使用等离子效果很好。

- **公司低氮燃烧系统今年订单充足，未来业绩值得期待。**2010 年，国内有 20 台机组使用公司双尺度技术。目前，公司业务也已经延伸到 60 万级机组。今年，公司低氮燃烧系统做 20 套，预计结算 10 套，明年预计可达到 40 套。我们判断，公司明年业务超预期可能性较大。
- **技术持续创新，新业务将不断拓展，长期发展储备多。**除现有技术外，公司坚持创新，在余热利用、旋流燃烧器、循环流化床、锅炉综合能效等多方面争取突破，未来还将拓展多项新业务，长期发展储备充足。
 - **余热利用项目。**公司计划将循环水中的热量转移，即热泵。热泵技术壁垒不是特别高，但需要对锅炉和电厂非常了解。目前，该技术在阳泉电厂用过一次，效果很好，可节省 5~6 万吨煤（60 万千瓦）。12 月 7 日，公司公告为国电大同发电公司实施的余热回收集中供热技改工程，可节省 7 万吨左右标煤，预计将于 1 月底投产。供暖期结束后，年底确认收入。目前，热泵业务主要是工程建设，未来不排除合同能源管理的方式。
 - **“等离子+双尺度”推广应用。**在吉林江南电厂的示范工程中，将使用“等离子+双尺度”的低氮燃烧技术，预计可以将氮氧化物排量降到 100mg 以下。若这一示范项目顺利实施，公司“等离子+双尺度”技术未来在脱硝领域认可度提高，未来推广应用将更加便利。
- **维持“审慎推荐”投资评级，目标价 124.5~140 元。**我们认为，公司等离子、双尺度等炉内低氮燃烧技术在抢占脱硝市场中仍具有优势，目前难以被替代，随着示范项目的成功运行，将在电厂中更快推广。而且，公司今年低氮燃烧订单充足，后续技术持续创新，未来发展有充足储备。看好公司长远发展，维持“审慎推荐-A”投资评级。我们预计，公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 1.30 元、2.49 元、3.50 元。参考节能环保板块平均估值水平，目标价 130~150 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。

分析师承诺

负责本研究报告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》2008~2010 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，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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。