

**湘财证券研究所**

电力设备与能源小组

研究员: 张俊

Tel: 021-68634518-8646

E-mail: zj3173@xcsc.com

研究员: 冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-mail: fs2855@xcsc.com

研究员: 侯文涛

Tel: 021-68634518-8227

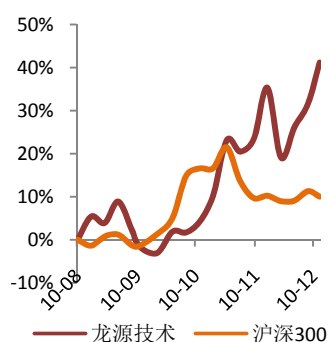
6个月目标价: 164.85元

当前股价: 117.99元

**基本资料**

总股本(百万): 88  
流通股(百万): 22  
总市值(亿): 104  
10年EPS(元): 1.37  
10年BVPS(元): 4.14  
资产负债率: 13.37%

近期龙源技术走势



**□ 脱硝设备在手订单达二十余套, 明年预计 60-80 台套**

公司目前脱硝在手订单达到二十余套, 基本锁定明年相关业绩。明年订单有望达到 80 台套的水平。今年脱硝订单主要是以双尺度燃烧炉为主, 此类产品的单价为 1200 万左右, 使用此类技术, 氮氧化物排放可以做到 200mg/米<sup>3</sup>。于此同时, 公司在吉林江南上了一台 60 万千瓦的等离子低氮燃烧系统。这是相关产品第一台进入实际运行。截至 12 月 22 日, 该系统已经满负荷运行了六天, 离满负荷 168 小时的验收标准只差一天, 监测的结果相当理想, 期望氮氧化物下降到 100 毫克/米<sup>3</sup>。此类设备单台价格要达到 3500 万元以上。

我们认为, 吉林江南的等离子体低氮燃烧系统的成功运行, 将成为一个标杆示范项目, 一方面公司可以获得宝贵的实践经验, 获取第一手的运行数据, 为以后的大面积推广相关产品打下良好基础; 另一方面在炉内脱氮行业中, 第一台非常重要, 只有成功运用后其他客户才有可能放心使用公司的产品。公司背靠国电集团这棵大树, 有着竞争对手无法比拟的先天优势, 公司新产品成功运行后, 有望在其他四大发电集团顺利铺开。这从公司在手订单分布情况就可以看出来。公司目前在手 20 余台脱氮系统订单中, 妈湾项目、独山子项目、宝钢项目等都不是国电集团的项目, 这说明公司炉内脱硝技术得到市场的认可。

对脱硝的补贴政策很有可能在明年十二五规划中有所体现。目前的脱硝政策是从 2008 年就出现了, 不过一直是征求意见稿, 没有完全的明确下来。结合中国节能减排政策的大环境, 明年关于脱硝的补贴政策有望明确。有消息说补贴将以氮氧化物排放含量成梯度实施, 比如说排放 NOx 浓度在 200mg/米<sup>3</sup>以下的, 政府每度电补贴 5 厘钱, 排放浓度在 100mg/米<sup>3</sup>以下的, 一度电补贴一分钱。

**□ 余热回收将成为公司另一发展亮点, 明年营收有望达到 3 亿**

12 月 3 日, 公司发布公告, 公司为大同发电公司实施余热回收集中供热技改工程, 合同总金额为 1.6 亿元人民币。

从公司管理层得知, 这个项目是今年七月份中标开始设计建设的, 明年一月底有望投产。公司对于热泵方面的布局不是一时兴起之举, 而是一个长期打算。今年做好大同项目以后, 明年很有希望获得 3-4 个类似项目, 我们得知公司正在和相关发电企业做一个深入的沟通, 明年四、五月份就会有项目签署实施。我们估计, 公司明年相关业务营收有望达到 3 亿, 2012 年将达到 4.5-6 亿的营收。按照 2009 年公司 4.35 亿的销售收入来看, 相当于再造了一个新的龙源技术。

**□ 6-12 个月目标价 164.85 元, “买入” 评级**

预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.37 元、2.68 元、4.71 元。6-12 个月目标价 164.85 元, 给予“买入”评级。未来业绩爆发点在于脱硝补贴政策推出; 公司等离子体低氮燃烧系统适用范围提高; 余热回收项目开展顺利。

**□ 风险提示**

十二五规划中的脱硝相关政策未能如期推出, 政策细则和实施时间的不确定性。

表 1、各项业务收入及毛利率预测

| (百万元)                 | 2008 | 2009 | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------------------|------|------|--------|--------|--------|
| <b>等离子体点火产品</b>       |      |      |        |        |        |
| 销售数量 (套)              | 86   | 96   | 90     | 93     | 106    |
| 销售收入                  | 313  | 332  | 311    | 321    | 366    |
| yoy                   | 9%   | 6%   | -6%    | 3%     | 14%    |
| 毛利率                   | 43%  | 45%  | 44.90% | 44.80% | 44.70% |
| <b>等离子体低 NOx 燃烧系统</b> |      |      |        |        |        |
| 销售数量 (套)              | -    | -    | 9      | 38     | 82     |
| 销售收入                  | -    | -    | 108    | 513    | 1189   |
| yoy                   | -    | -    | -      | 375%   | 132%   |
| 毛利率                   | -    | -    | 41%    | 38%    | 38%    |
| <b>微油点火系统</b>         |      |      |        |        |        |
| 销售数量 (套)              | 22   | 42   | 44     | 43     | 42     |
| 销售收入                  | 11   | 49   | 49     | 45     | 43     |
| yoy                   |      | 345% | 0      | -8%    | -4%    |
| 毛利率                   | 20%  | 32%  | 32%    | 32%    | 32%    |
| <b>低温余热产品</b>         |      |      |        |        |        |
| 销售收入                  | -    | -    | -      | 320    | 510    |
| yoy                   | -    | -    | -      | -      | 59%    |
| 毛利率                   | -    | -    | -      | 25%    | 25%    |
| <b>工业窑炉等离子体点火产品</b>   |      |      |        |        |        |
| 销售数量 (套)              | -    | -    | 3      | 30     | 45     |
| 销售收入                  | -    | -    | 2.4    | 24     | 36     |
| yoy                   | -    | -    | -      | 900%   | 50%    |
| 毛利率                   | -    | -    | 35%    | 35%    | 35%    |
| <b>备件产品</b>           |      |      |        |        |        |
| 销售收入                  | 33   | 52   | 68     | 89     | 115    |
| yoy                   | -    | 58%  | 31%    | 31%    | 29%    |
| 毛利率                   | 43%  | 53%  | 54%    | 54%    | 55%    |
| 主营收入                  | 357  | 433  | 539    | 1318   | 2268   |
| yoy                   | -    | 21%  | 24%    | 145%   | 72%    |
| 主营业务毛利率               | 42%  | 44%  | 44%    | 37%    | 37%    |

信息来源：公司公告、湘财证券研究所

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |        |       |        |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|--------|--------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |        |       |        |        |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009   | 2010E | 2011E  | 2012E  |
| <b>流动资产</b>    | 405  | 1760  | 2408  | 3267  | <b>营业收入</b>     | 435    | 540   | 1322   | 2274   |
| 现金             | 86   | 1353  | 1457  | 2054  | 营业成本            | 241    | 302   | 833    | 1433   |
| 应收账款           | 151  | 192   | 644   | 796   | 营业税金及附加         | 0      | 0     | 1      | 1      |
| 其他应收款          | 1    | 4     | 9     | 14    | 营业费用            | 31     | 38    | 93     | 159    |
| 预付账款           | 24   | 32    | 85    | 147   | 管理费用            | 61     | 74    | 153    | 239    |
| 存货             | 118  | 145   | 136   | 139   | 财务费用            | -1     | -16   | -32    | -39    |
| 其他流动资产         | 25   | 36    | 77    | 118   | 资产减值损失          | 3      | 2     | 2      | 2      |
| <b>非流动资产</b>   | 60   | 101   | 195   | 286   | 公允价值变动收益        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 固定资产           | 49   | 69    | 149   | 232   | <b>营业利润</b>     | 100    | 139   | 271    | 479    |
| 无形资产           | 6    | 7     | 7     | 8     | 营业外收入           | 1      | 2     | 1      | 1      |
| 其他非流动资产        | 5    | 25    | 39    | 46    | 营业外支出           | 0      | 1     | 1      | 1      |
| <b>资产总计</b>    | 464  | 1861  | 2604  | 3553  | <b>利润总额</b>     | 100    | 140   | 272    | 480    |
| <b>流动负债</b>    | 178  | 346   | 854   | 1388  | 所得税             | 13     | 19    | 37     | 65     |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 88     | 121   | 235    | 415    |
| 应付账款           | 70   | 111   | 291   | 496   | 少数股东损益          | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 其他流动负债         | 108  | 235   | 562   | 893   | 归属母公司净利润        | 88     | 121   | 235    | 415    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 99     | 126   | 245    | 450    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.33   | 1.37  | 2.68   | 4.71   |
| 其他非流动负债        | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |        |       |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 179  | 346   | 854   | 1389  | <b>主要财务比率</b>   |        |       |        |        |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | 会计年度            | 2009   | 2010E | 2011E  | 2012E  |
| 股本             | 66   | 88    | 88    | 88    | <b>成长能力</b>     |        |       |        |        |
| 资本公积           | 15   | 1101  | 1101  | 1101  | 营业收入            | 17.1%  | 24.0% | 145.0% | 72.0%  |
| 留存收益           | 204  | 325   | 561   | 975   | 营业利润            | 16.5%  | 39.0% | 95.4%  | 76.5%  |
| 归属母公司股东权益      | 286  | 1514  | 1750  | 2164  | 归属于母公司净利润       | 22.3%  | 37.6% | 95.1%  | 76.1%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 464  | 1861  | 2604  | 3553  | <b>获利能力</b>     |        |       |        |        |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 44.5%  | 44.0% | 37.0%  | 37.0%  |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       | 净利率(%)          | 20.2%  | 22.4% | 17.8%  | 18.2%  |
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | ROE(%)          | 30.7%  | 8.0%  | 13.5%  | 19.2%  |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | ROIC(%)         | 44.0%  | 70.6% | 73.5%  | 370.5% |
| <b>经营活动现金流</b> | 52   | 195   | 172   | 656   | <b>偿债能力</b>     |        |       |        |        |
| 净利润            | 88   | 121   | 235   | 415   | 资产负债率(%)        | 38.4%  | 18.6% | 32.8%  | 39.1%  |
| 折旧摊销           | 0    | 3     | 6     | 10    | 净负债比率(%)        | 0.00%  | 0.00% | 0.00%  | 0.00%  |
| 财务费用           | -1   | -16   | -32   | -39   | 流动比率            | 2.27   | 5.08  | 2.82   | 2.35   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率            | 1.61   | 4.67  | 2.66   | 2.25   |
| 营运资金变动         | 0    | 82    | -95   | 250   | <b>营运能力</b>     |        |       |        |        |
| 其他经营现金流        | -35  | 6     | 57    | 20    | 总资产周转率          | 0.91   | 0.46  | 0.59   | 0.74   |
| <b>投资活动现金流</b> | -24  | -55   | -98   | -98   | 应收账款周转率         | 3      | 3     | 3      | 3      |
| 资本支出           | 4    | 43    | 100   | 100   | 应付账款周转率         | 3.12   | 3.33  | 4.14   | 3.64   |
| 长期投资           | -20  | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b> |        |       |        |        |
| 其他投资现金流        | -40  | -12   | 2     | 2     | 每股收益(最新摊薄)      | 1.00   | 1.37  | 2.68   | 4.71   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 0    | 1125  | 31    | 40    | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.59   | 2.22  | 1.95   | 7.45   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.25   | 17.21 | 19.88  | 24.60  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |       |        |        |
| 普通股增加          | 0    | 22    | 0     | 0     | P/E             | 118.40 | 86.04 | 44.10  | 25.04  |
| 资本公积增加         | -10  | 1086  | 0     | 0     | P/B             | 36.31  | 6.86  | 5.93   | 4.80   |
| 其他筹资现金流        | 10   | 18    | 31    | 40    | EV/EBITDA       | 104    | 82    | 42     | 23     |
| <b>现金净增加额</b>  | 28   | 1266  | 104   | 597   |                 |        |       |        |        |

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。