

龙源技术 (300105.SZ) 其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

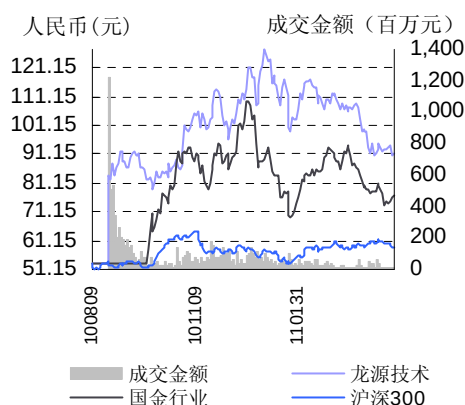
市价(人民币): 91.50 元

因工程结算问题, 利润同比大幅下降

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)	22.00
总市值(百万元)	8,052.00
年内股价最高最低(元)	127.50/53.00
沪深 300 指数	3230.96



相关报告

1. 《脱硝+无燃油电厂, 双轮驱动未来成长》, 2011.3.29
2. 《产品线向余热利用, 省煤器扩展》, 2010.12.8
3. 《短看脱硝, 长看电厂无燃油改造》, 2010.11.15

赵乾明 分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

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

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.329	1.193	2.450	3.215	3.886
每股净资产(元)	4.33	17.04	19.36	22.06	25.81
每股经营性现金流(元)	0.79	0.63	0.31	1.86	2.92
市盈率(倍)	N/A	102.14	44.13	33.62	27.82
行业优化市盈率(倍)	61.74	61.74	61.74	61.74	61.74
净利润增长率(%)	22.31%	19.76%	105.26%	31.25%	20.87%
净资产收益率(%)	30.67%	7.00%	12.65%	14.58%	15.05%
总股本(百万股)	66.00	88.00	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 2011 年一季度实现收入 4072.74 万元, 同比下降 48.64%; 归属上市公司股东净利润共计 244.66 万, 同比增加 85.33%, 摊薄后 EPS 为 0.02 元, 比去年同期的 0.19 元大幅下降。

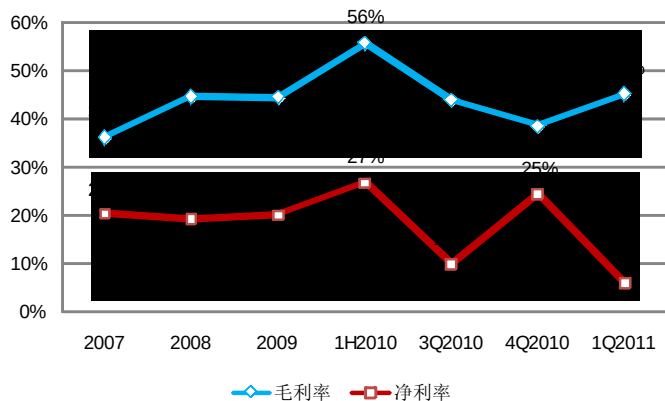
经营分析

- **业绩低于预期, 施工周期是主因:** 公司改造项目需配合电厂大修期, 电厂通常在 5 月份和秋季进行两次大修, 因此一季度为公司传统淡季, 业绩波动较大, 半年报和年报的业绩能更准确的反应公司实际经营情况; 同时, 今年新建电厂热电联供型较多, 此类电厂一般在入冬前投产, 导致公司在第一季度新建项目收入减少较多。
- **应当关注公司在手订单而非短期业绩:** 公司前一年合同和当年全年业绩高度相关, 年初在手订单预示了全年业绩。龙源在 2010 年初在手合同 4.6 亿元, 2010 年一季度新签合同 2 亿元, 而 2011 年初在手合同达到 8.3 亿元, 一季度签约情况大大好于去年, 预示今年全年将出现大幅增长。公司已经完成了大同电厂的余热利用工程并成功供热一个月, 此项公司很可能在今年上半年结算(合同额 1.6 亿元), 因此我们预计公司上半年收入将达到 4 亿元。
- **低 Nox 燃烧技术领先者:** 公司在双尺度低氮燃烧方面有丰富实践经验, 独创了等离子体深度降氮技术, 煤质较好的烟煤/褐煤 Nox 排放量可降低到 200mg/m³ 以下, 能大大节约后续 SCR 催化剂使用量, 降低基建和运营成本。低 Nox 项目只有在点火调试阶段需要技术骨干人员到场指导, 目前公司有低 Nox 点火技术骨干十余人, 可以保证今年低 Nox 点火项目顺利施工。
- **无燃油电厂保证长期增长:** 高油价时代, 无燃油电厂经济型突出, 将是公司持续发展的重要保证。无燃油电厂改造价格是等离子体点火改造价格的 2-3 倍, 扩大了市场空间, 提升公司等离子体点火产品的平均售价, 将带来一个更加广阔的市场。公司在手订单中有 30 多个无燃油电厂项目。

盈利调整和投资建议

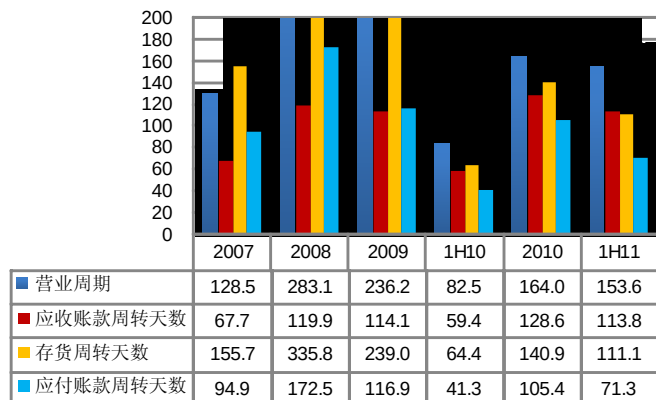
- 我们维持公司 2011/2012 公司盈利预测, 实现净利润 2.16/2.66 亿, 净利润同比增长 105.26%和 31.25%, EPS 分别为 2.45/3.22 元。目前股价对应 37x11PE 和 28x12PE, 鉴于公司发展的良好前景, 我们维持“买入”评

图表1：分季度利润率变化



来源：公司财报，国金证券研究所

图表2：年度经营情况比较



图表3：盈利情况简表

	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010	1Q11	变化	点评
营业收入(百万元)	435	79	171	263	487	41	-49%	完成验收的项目减少
-营业成本	55.5%	57.7%	50.5%	52.4%	56.6%	54.8%	-2.9%	营业收入下降
=毛利	44.5%	42.3%	49.5%	47.6%	43.4%	45.2%	2.9%	
-营业税金及附加	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2	新增城市建设维护税、教育费附加
-销售费用	7.2%	8.5%	7.8%	10.2%	8.9%	21.1%	12.6	正常变动
-管理费用	14.0%	10.7%	13.3%	15.1%	14.2%	33.4%	22.7	管理人员增加以及合并上海银锅
-财务费用	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-1.0%	-1.7%	14.3%	-14.0	募集资金定期存款利息增加
-资产减值损失	0.6%	-0.8%	1.2%	1.2%	0.9%	-0.3%	0.6	应收账款坏账准备增加
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	
+营业外收支	0.1%	0.0%	0.4%	0.3%	3.5%	0.9%	0.9	客户扣款增加
=利润总额	23.1%	24.2%	28.0%	22.4%	24.4%	6.0%	-18.2	
-所得税费用	2.9%	3.9%	4.2%	3.4%	2.8%	1.1%	-2.9	报告期内利润总额下降
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-1.1%	-1.1	
=归属于母公司所有者净利润	20.2%	20.3%	23.8%	19.0%	21.5%	6.0%	-14.3	

来源：公司财报，国金证券研究所

图表4：分产品销售预测明细

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
等离子点火产品							
销售收入（万元）	32,083	34,608	38,459	32,176	42,000	50,400	49,450
增长率（YOY）	N.A.	7.87%	11.13%	-16.34%	30.53%	20.00%	-1.88%
销售毛利	11,104	15,004	17,725	15,313	20,160	24,192	23,736
销售毛利率	34.6%	43.4%	46.1%	47.6%	48.0%	48.0%	48.0%
等离子体点火器	数量（套）	82	86	96	95	100	115
	价格（万元/套）	349	364	346	339	420	430
	销售额（万元）	28,624	31,276	33,210	32,176	42,000	49,450
	毛利（万元）	9,356	13,541	14,927	15,313	20,160	23,736
	毛利率	32.7%	43.3%	44.9%	47.6%	48.0%	48.0%
备品备件	销售额（万元）	3,459	3,331	5,249	0	0	0
	占等离子点火设备比例	12%	11%	16%	0%	0%	0%
	毛利（万元）	1,748	1,463	2,797	0	0	0
	毛利率	50.6%	43.9%	53.3%	0.0%	0.0%	0.0%
低NOx点火器							
低NOx点火器	数量（套）	0	0	0	12	30	100
	价格（万元/套）	0	0	0	1079	1100	1100
	销售额（万元）	0	0	0	12,947	33,000	110,000
	增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	154.89%	100.00%
	毛利（万元）	0	0	0	4,800	11,550	38,500
	毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	37.1%	35.0%	35.0%
微油点火产品							
低NOx点火器	数量（套）	0	8	42	33	45	40
	价格（万元/套）	0	146	117	110	110	110
	销售额（万元）	0	1,166	4,925	3,618	4,950	4,400
	增长率（YOY）	N.A.	N.A.	322.36%	-26.53%	36.82%	-11.11%
	毛利（万元）	0	240	1,575	1,022	1,485	1,320
	毛利率	0.0%	20.6%	32.0%	28.3%	30.0%	30.0%
工业窑炉点火系统							
销售收入（万元）	0	0	0	0	2160	3440	4000
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	59.26%	16.28%
销售成本（万元）	0	0	0	0	1,404	2,236	2,600
销售毛利	0	0	0	0	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
循环水余热利用系统							
销售收入（万元）	0	0	0	0	30000	30000	20000
增长率（YOY）	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.00%	-33.33%
销售成本（万元）	0	0	0	0	22,200	22,200	14,800
销售毛利	0	0	0	0	7,800	7,800	5,200
销售毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.00%	26.00%	26.00%
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	7	0	0	0
销售收入/总收入	3.4%	4.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售成本（万元）	202	57	47	2	0	0	0
销售毛利（万元）	878	1,321	87	5	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	48,747	112,110	154,240	187,850
毛利（万元）	11,982	16,566	19,387	21,141	41,751	57,616	70,156
平均毛利率	36.13%	44.59%	44.55%	43.37%	37.24%	37.35%	37.35%

来源：国金证券研究所

注 1:2010 年起，公司不单独披露备品备件销售收入，将此项并入等离子体点火产品

注 2: 受益于等离子体无燃油电厂建设，公司从 2011 年起等离子体点火产品平均售价逐步上升。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	4	4	8	15
买入	0	2	2	3	9
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.33	1.30	1.38

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-26	持有	86.30	N/A
2 2010-11-15	买入	105.00	121.00 ~ 139.00
3 2010-12-08	买入	103.45	123.00 ~ 145.00
4 2011-03-29	买入	98.80	110.00 ~ 110.00

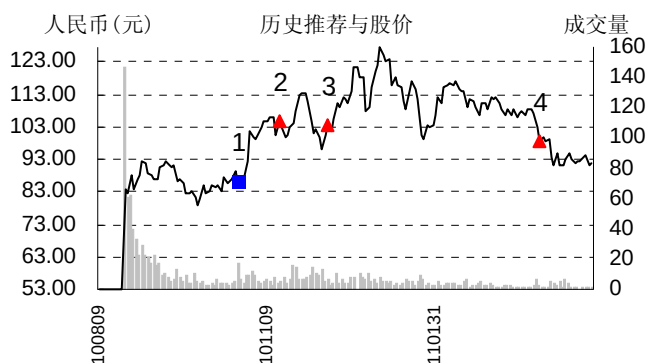
来源：国金证券研究所

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)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

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)-66215599-8792

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)-33089915

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 921 室