

龙源技术 2011 年中报点评

脱硝和余热业务放量助推业绩增长

韩玲 分析师

电话: 0755-82739411

eMail: gfh1@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030002

中报要点: 公司上半年实现营业收入 3.39 亿元, 同比增长 98%; 净利润 6320 万元, 同比增长 55%; 扣非后净利 6267 万元, 同比增长 56%。公司营业收入和净利润大幅增长主要来自于公司低氮燃烧业务和锅炉余热利用业务收入同比大幅度增长。

公司脱硝业务开始放量。 低氮燃烧业务收入同比增长 338%, 达 8925 万元。随着脱硝政策的即将公布, 我们预计公司全年低氮燃烧器产品可以收入 4.8 亿元, 此外上半年脱硝业务毛利率也提升较为明显。

余热回收业务开始步入收获期。 我们估计去年年底与大股东签订的 1.6 亿余热回收合同大概已经确认 1.3-1.4 个亿销售收入, 成功实现了新业务的突破。我们预计公司余热业务将从今年开始步入收获期, 2011 年全年预计收入有望达到约 2.5 亿元。2012-2013 年预计分别为 4 亿、5.2 亿元。

除余热利用业务外, 主营产品毛利继续上升。 公司利润增速约为收入增速的一半, 主要是因为综合毛利同比下滑仅 10%。公司目前的三大主营业务的毛利普遍提升, 11 年上半年主营收入的综合毛利 50.1%, 同比上升 0.59%; 公司综合毛利的下滑主要是因为余热回收业务毛利水平较低的原因。我们测算了余热业务的毛利约为 25%, 考虑到未来公司在这块业务上继续发力, 产能充分的释放等因素, 我们预计该业务毛利水平大概可以提高到 30% 左右。

盈利预测与投资建议: 我们预测 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.21、2.02 和 2.60 元。目标价格 60 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 综合毛利下降风险, 新业务拓展风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	435.17	487.47	1144.29	2122.23	2806.06
增长率(%)	17.13%	12.02%	134.74	85.46%	32.22%
EBITDA(百万元)	105.75	104.74	212.51	387.71	510.33
净利润(百万元)	87.70	105.02	191.10	320.16	412.42
增长率(%)	22.31%	19.76%	81.96%	67.53%	28.82%
每股收益(元)	1.33	1.19	1.21	2.02	2.60
市盈率	0.00	102.14	45.99	27.45	21.31
市净率	0.00	7.15	5.20	4.37	3.63
EV/EBITDA	0.00	90.65	37.12	20.97	15.84

数据来源: 烟台龙源电力技术股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	53.77
目标价格(元)	60.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	15.14%	13.12%	15.96%
沪深 300	-1.37%	-5.11%	4.76%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

158.40/39.60

主要股东:

国电科技环保集团有限公司

主要股东持股比例

12.92%

财务比率

ROE	7.00%
ROA	10.08%
资产负债率	12.99%
每股净资产(元)	17.04

2010 年报数据

公司上半年实现净利润同比增长55.3%

公司上半年实现营业收入3.39亿元，同比增长98.27%；净利润6320万元，同比增长55.26%；扣非后净利6267万元，同比增长56.26%。公司营业收入和净利润大幅增长主要来自于公司低氮燃烧业务同比大幅度增长338%，同时锅炉余热利用业务收入也在上半年实现突破，算在其他业务收入中，确认收入约为1.3-1.4亿元。

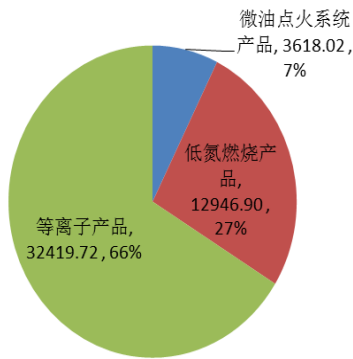
表1：2010-2011上半年业绩对比

(人民币, 百万)	2010 上半年	2011 上半年	同比变动(%)
营业收入	171.04	339.12	98.27
销售税金	(0.01)	(2.43)	19041.94
营业成本	(86.34)	(203.12)	135.27
毛利润	84.69	133.57	57.72
销售费用	(13.30)	(20.97)	57.70
管理费用	(22.77)	(36.32)	59.55
经营利润	48.62	76.28	56.87
资产减值损失	(1.98)	(15.87)	700.72
财务费用	0.54	12.56	2210.21
投资收益	0.00	0.00	#DIV/0!
营业外收入	0.82	0.79	(2.95)
营业外支出	(0.11)	(0.17)	48.89
利润总额	47.89	73.59	53.67
所得税	(7.18)	(11.43)	59.18
少数股东权益	0.00	1.04	#DIV/0!
净利润	40.71	63.20	55.26
主要比率 (%)			
毛利率	49.51	39.39	(10.13)
销售费用率	7.77	6.18	(1.59)
管理费用率	13.31	10.71	(2.60)
经营利润率	28.43	22.49	(5.94)
净利率	23.80	18.64	(5.16)
所得税率	15.00	15.54	0.54
少数股东权益率	0.00	(1.68)	(1.68)

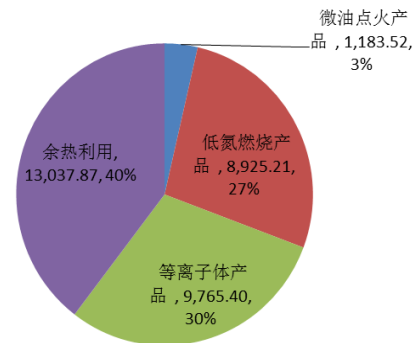
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

今年上半年余热利用业务占比大幅提升，达到总收入的40%左右；低氮燃烧产品收入也大幅增加。公司逐渐形成了以低氮燃烧产品、等离子体产品、余热利用服务和微油点火产品的4大业务系列，其中低氮燃烧产品、等离子体产品、余热利用成长为3大支柱业务。产品结构不断优化。

图表 1：公司 2010 年主营业务收入构成（单位：万元）



图表 2：公司 2011 年上半年主营业务收入构成（单位：万元）

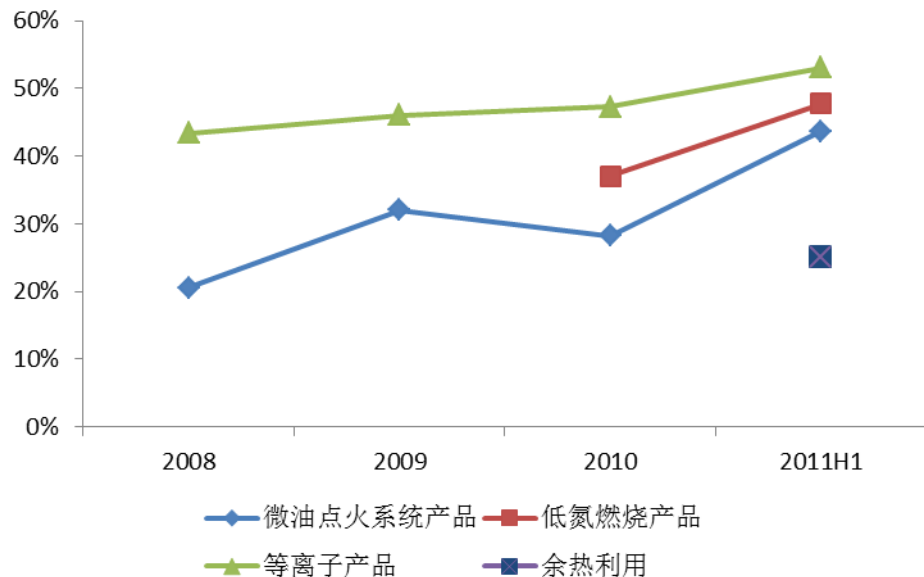


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

除余热利用业务外，主营产品毛利继续上升

公司利润增速大概只有收入增速的一半，主要是因为综合毛利率从2010年的49.5%下滑到今年上半年的39.4%。但是公司目前的三大主营业务的毛利普遍还有小幅提升，11年上半年主营收入的综合毛利为50.1%，同比上升0.59%；我们估计公司综合毛利的下滑主要是因为余热回收业务毛利水平相对较低的缘故。我们测算了上半年余热业务的毛利大概为25%，考虑到未来公司在这块业务上继续发力，产能充分的释放等因素，我们预计该业务的毛利水平大概可以提高到30%左右。

图3：公司主要产品毛利率变化（%）



数据来源：聚源数据、广发证券发展研究中心

风险提示

- 综合毛利下降风险；
- 新业务拓展风险。

资产负债表

单位：百万元

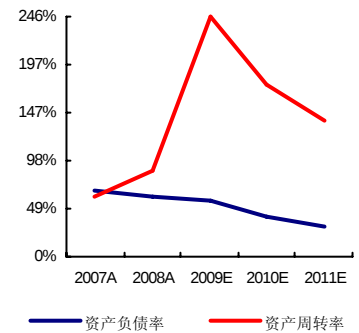
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	405	1,642	1,831	2,385	3,005
货币资金	86	1,233	902	658	704
应收及预付	200	307	611	1,166	1,535
存货	118	95	318	562	766
其他流动资产	0	7	0	0	0
非流动资产	60	81	369	566	660
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	53	172	268	288
在建工程	2	0	162	254	319
无形资产	6	24	32	41	50
其他长期资产	3	3	3	3	3
资产总计	464	1,723	2,200	2,952	3,664
流动负债	178	223	509	941	1,241
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	178	223	509	941	1,241
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0
负债合计	179	224	509	941	1,241
股本	66	88	158	158	158
资本公积	15	1,102	1,032	1,032	1,032
留存收益	204	310	501	821	1,233
归属母公司股东权益	286	1,500	1,691	2,011	2,423
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	464	1,723	2,200	2,952	3,664

利润表

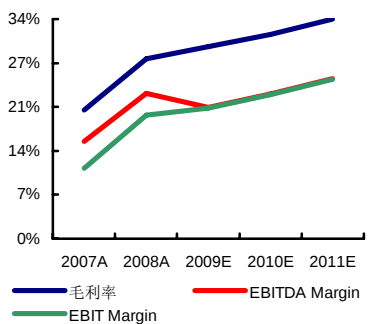
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	435	487	1144	2122	2806
营业成本	241	276	683	1281	1694
营业税金及附加	0	1	2	3	4
销售费用	31	43	101	181	244
管理费用	61	69	162	300	397
财务费用	-1	-9	-27	-19	-17
资产减值损失	3	4	4	5	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	102	219	371	478
营业外收入	1	17	6	6	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	100	119	225	377	485
所得税	13	14	34	56	73
净利润	88	105	191	320	412
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	105	191	320	412
EBITDA	108	105	213	388	510
EPS (元)	1.33	1.19	1.21	2.02	2.60

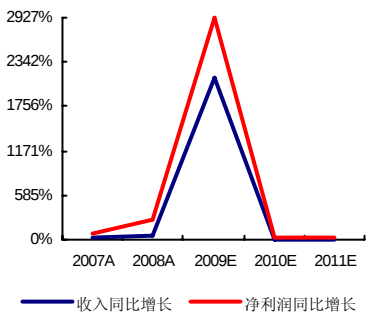
资产负债率趋势



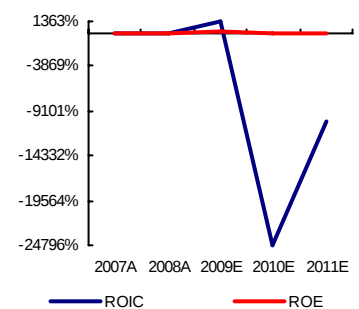
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

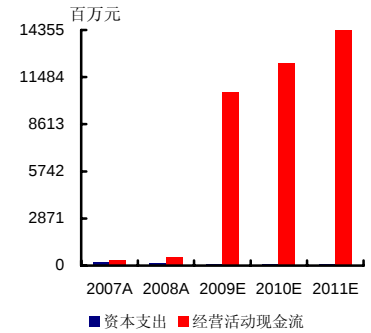
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	56	-31	-21	176
净利润	88	105	191	320	412
折旧摊销	6	7	16	32	43
营运资金变动	-44	-60	-237	-371	-279
其它	2	4	-1	-1	-1
投资活动现金流	-24	-19	-299	-223	-130
资本支出	-4	-15	-299	-223	-130
投资变动	-20	-5	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	1,109	-1	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-1	0	0
股权融资	0	1,117	0	0	0
其他	0	-8	0	0	0
现金净增加额	28	1,145	-331	-244	46
期初现金余额	67	86	1,233	902	658
期末现金余额	95	1,231	902	658	704

主要财务比率

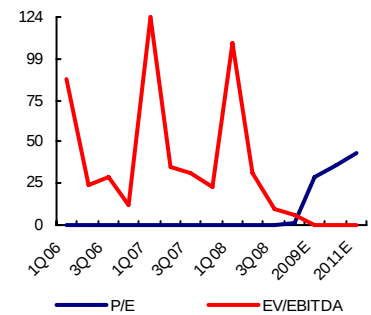
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	17.1%	12.0%	134.7%	85.5%	32.2%
营业利润	16.5%	2.1%	114.8%	69.1%	29.0%
归属于母公司净利润	22.3%	19.8%	82.0%	67.5%	28.8%
获利能力					
毛利率	44.5%	43.4%	40.3%	39.6%	39.6%
净利率	20.2%	21.5%	16.7%	15.1%	14.7%
ROE	30.7%	7.0%	11.3%	15.9%	17.0%
ROIC	44.5%	32.4%	21.2%	22.4%	23.1%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	13.0%	23.2%	31.9%	33.9%
净负债比率	-30.2%	-82.2%	-53.3%	-32.7%	-29.1%
流动比率	2.27	7.36	3.59	2.54	2.42
速动比率	1.48	6.70	2.76	1.71	1.58
营运能力					
总资产周转率	0.91	0.45	0.58	0.82	0.85
应收账款周转率	3.20	2.84	2.97	2.95	2.96
存货周转率	1.53	2.59	2.28	2.21	2.21
每股指标 (元)					
每股收益	1.33	1.19	1.21	2.02	2.60
每股经营现金流	0.79	0.63	-0.20	-0.13	1.11
每股净资产	4.33	17.04	10.67	12.69	15.30
估值比率					
P/E	0.0	102.1	46.0	27.5	21.3
P/B	0.0	7.2	5.2	4.4	3.6
EV/EBITDA	-0.8	90.6	37.1	21.0	15.8

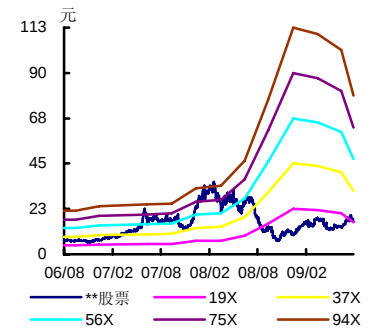
资本支出与经营活动现金流



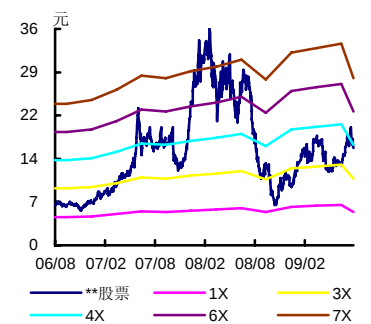
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发电力设备与新能源研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备及新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-8681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

相关研究报告

龙源技术(300105.sz)_年报点评

韩玲

2011-03-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。