

强烈推荐-A (维持)

龙源技术 300105.SZ

目标估值: 64.40 元

当前股价: 55.49 元

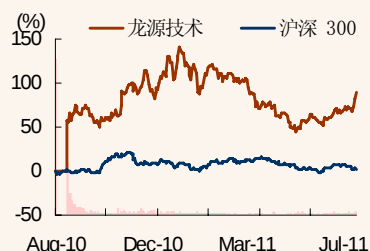
2011 年 7 月 28 日

基础数据

上证综指	2709
总股本(万股)	15840
已上市流通股(万股)	3960
总市值(亿元)	88
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	9.8
ROE(TTM)	8.2
资产负债率	19.3%
主要股东	国电科技环保集团有
主要股东持股比例	23.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	-4	89
相对表现	19	-3	81



相关报告

- 1、《龙源技术(300105) - 技术优势明显, 今年订单充足, 未来增长可期》2010/12/23
- 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》2010/12/8

彭全刚

010-57601860
pengqg@cmschina.com.cn
S1090511030016

研究助理:

侯鹏

010-57601861
houp@cmschina.com.cn

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn

余热利用和低氮燃烧业务提升业绩

上半年, 受益于低氮燃烧产品和余热利用产品收入的大幅增长, 公司业绩同比增长 55%, 主要产品盈利能力有所提升。未来, 脱硝市场即将开启, 余热利用产品得到推广, 将给公司带来巨大的成长空间, 我们维持“强烈推荐-A”投资评级。

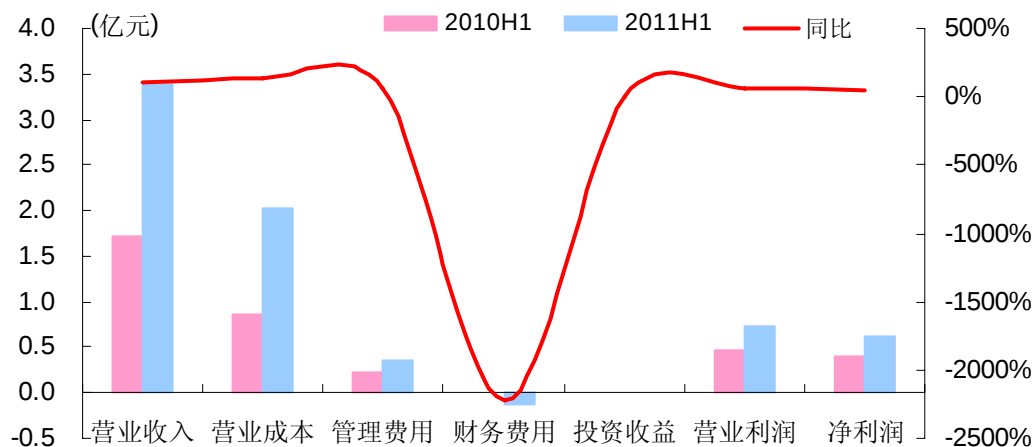
- **上半年每股收益 0.39 元, 基本符合预期。**公司上半年实现销售收入 3.4 亿元, 同比大幅增长 98%, 营业利润 0.7 亿元, 同比增长 55%, 归属于上市公司股东的净利润 0.6 亿元, 同比增长 55%, 折合每股收益 0.39 元, 基本符合预期。
- **新领域取得突破, 带动收入大幅增长。**从产品结构来看, 上半年, 公司等离子产品收入有所下滑, 同比减少 30.3%, 但受益于节能环保政策的推进, 公司低氮燃烧产品收入同比大幅增长 338%, 成为公司主营业务的重要组成部分。另外, 公司在锅炉余热利用领域取得突破, 完成 1.6 亿元的项目, 因此, 低氮燃烧和余热利用产品的增长是公司业绩大幅增长的主要原因。
- **主产品毛利率提升, 竞争优势明显。**上半年, 公司等离子产品、低氮燃烧产品和微油点火产品毛利率分别达到 53%、47.8% 和 43.6%, 比去年同期增长 2.3、1.7、3.7 个百分点, 在竞争较为激烈的市场环境下, 盈利水平提升, 反映公司突出的竞争优势。而公司余热利用产品, 虽然拉低了公司的综合毛利率, 但由于其金额大、收入高, 也是未来公司新的业绩增长点。
- **多产品快速推广, 未来成长广阔。**目前, 公司正加快等离子体低氮燃烧和锅炉余热利用业务的推广速度, “十二五”期间, 近千亿的脱硝市场将开启, 低氮燃烧技术作为电厂氮氧化物控制首选技术, 将给公司带来巨大的成长空间。另外, 公司还在进行海外市场渠道建设, 从而打开国际市场大门。
- **拥有核心技术的成长股, 维持“强烈推荐”评级。**我们预测公司 11~13 年每股收益分别为 1.25、1.84、2.37 元。总体来看, 未来脱硝市场即将开启, 公司低氮燃烧业务快速增长, 而热泵项目的成功突破和推广, 也将推动公司收入的大幅提升。公司拥有国际领先的核心技术, 并进入高速成长期, 我们给予 2012 年业绩 35 倍 PE, 目标价 64.4 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** 脱硝政策出台滞后, 市场竞争加大, 导致收入和毛利率低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	435	487	1012	1667	2157
同比增长	17%	12%	108%	65%	29%
营业利润(百万元)	100	102	231	341	441
同比增长	17%	2%	127%	48%	29%
净利润(百万元)	88	105	198	291	376
同比增长	22%	20%	89%	47%	29%
每股收益(元)	1.33	1.19	1.25	1.84	2.37
PE	41.8	46.5	44.4	30.2	23.4
PB	12.8	3.3	5.1	4.6	4.0

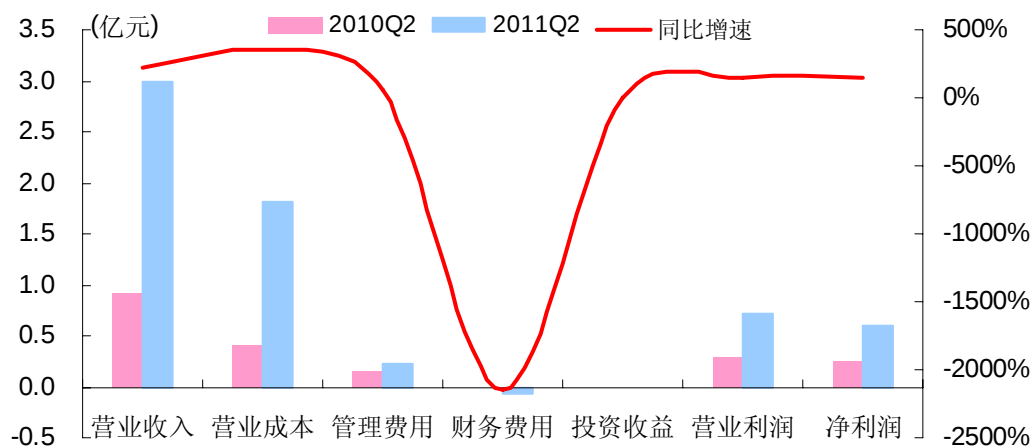
资料来源: 招商证券

图1: 龙源技术年度经营指标同比变动比较



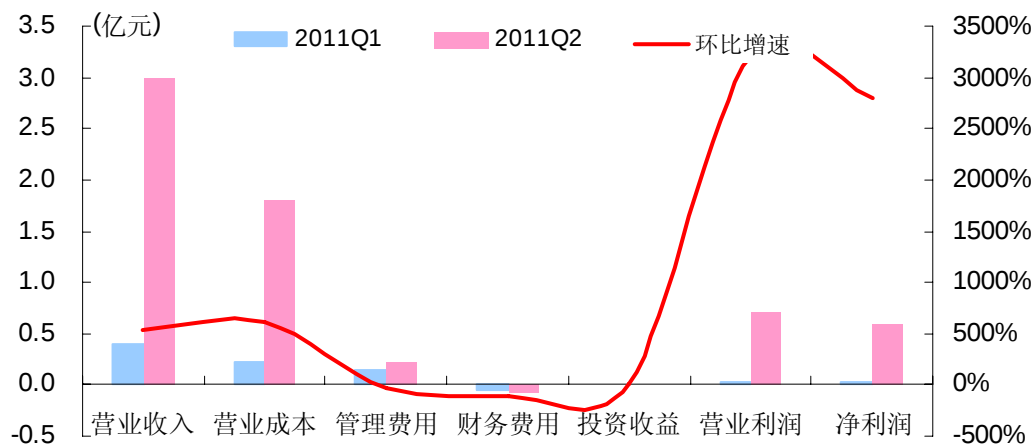
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图2: 龙源技术季度经营指标同比变动比较



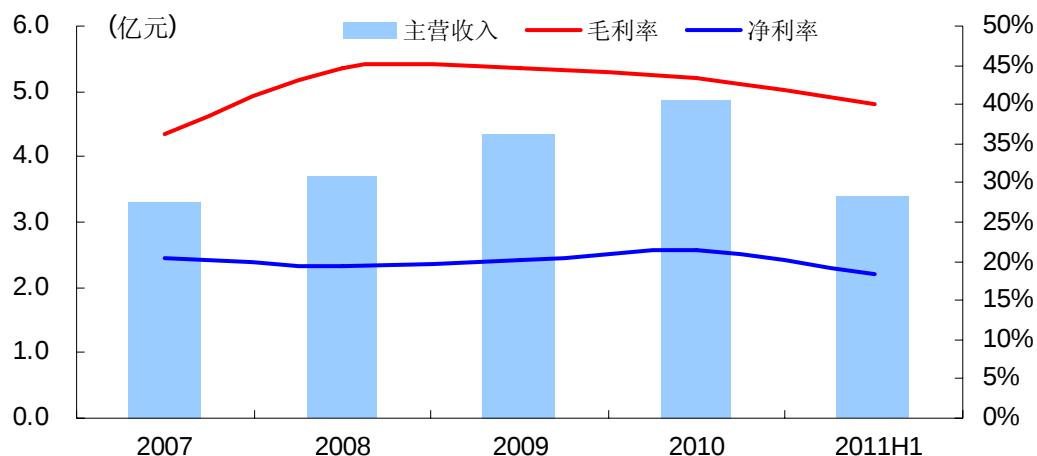
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图3: 龙源技术季度经营指标环比变动比较



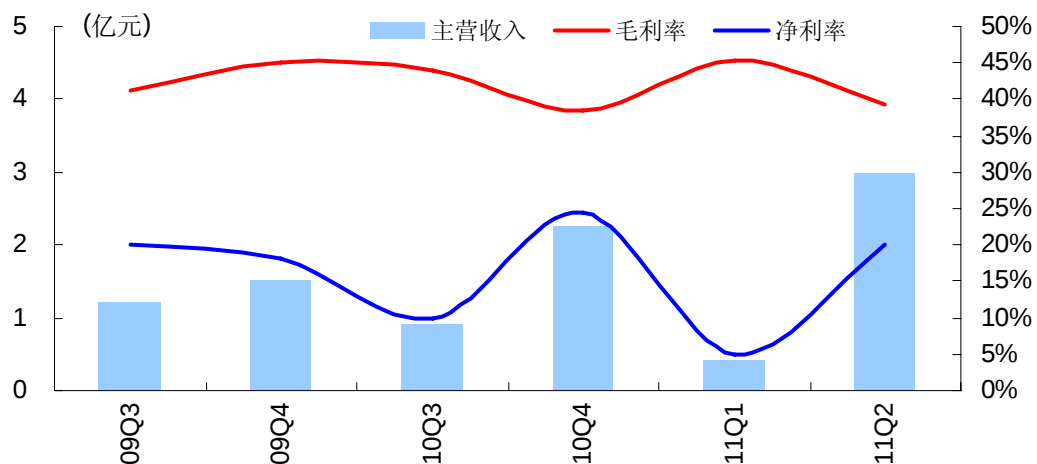
数据来源: 公司公告, 招商证券整理

图4：龙源技术年度收入和利润率指标比较



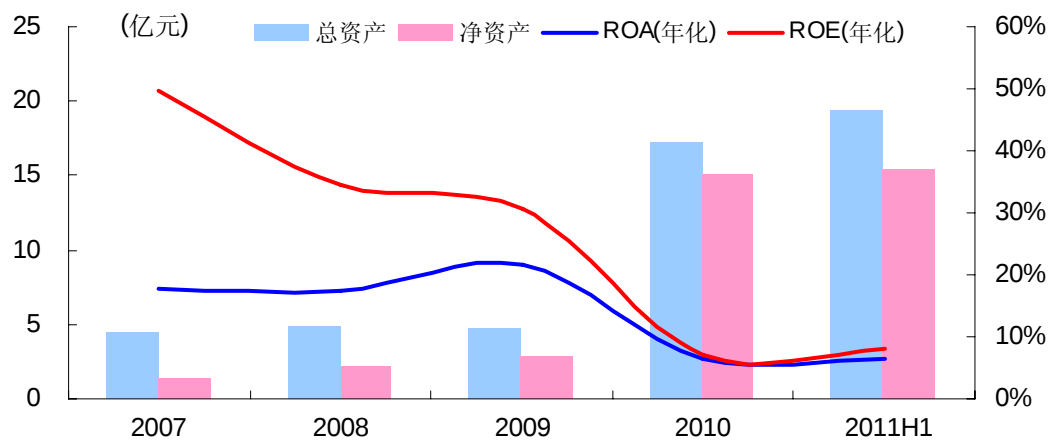
数据来源：公司公告，招商证券整理

图5：龙源技术季度营业收入和利润率指标比较



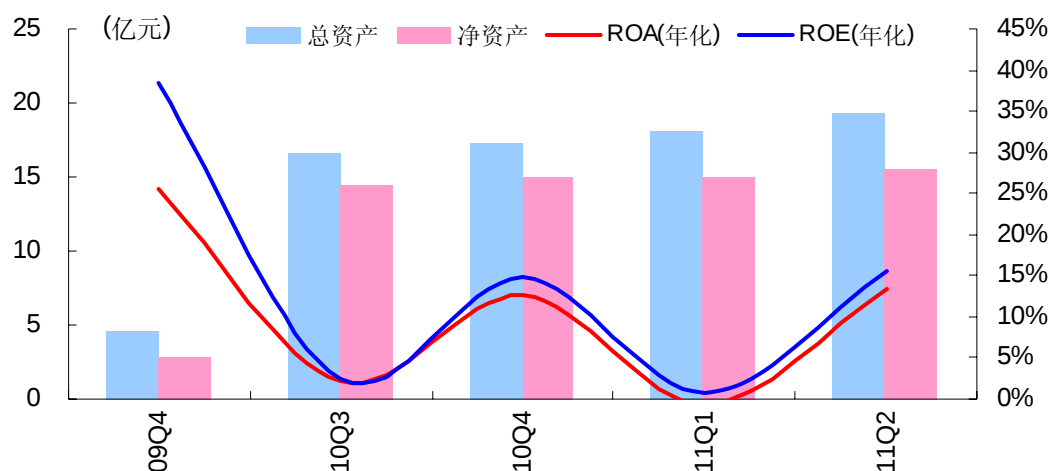
数据来源：公司公告，招商证券整理

图6：龙源技术年度资产收益率指标比较



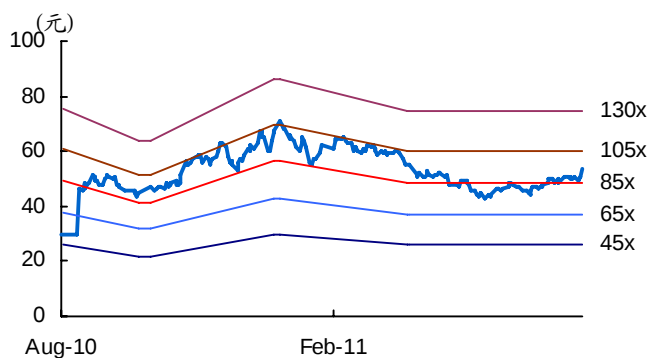
数据来源：公司公告，招商证券整理

图7：龙源技术季度资产收益率指标比较



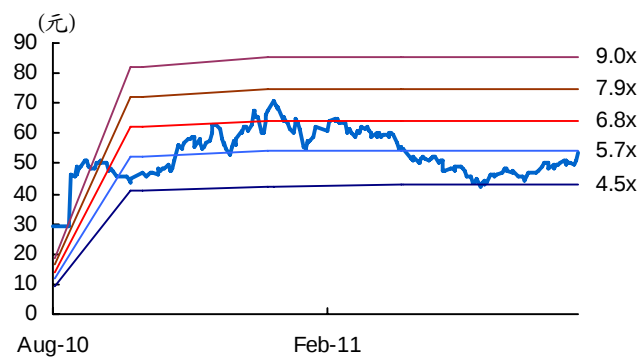
数据来源：公司公告，招商证券整理

图8：龙源技术历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图9：龙源技术历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	405	1642	2127	2595	4032
现金	86	1233	1332	1274	2334
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	58	120	198	257
应收款项	151	192	374	616	798
其它应收款	1	6	13	21	27
存货	118	95	170	287	365
其他	24	58	118	198	252
非流动资产	60	81	106	114	119
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	49	53	60	54	49
无形资产	6	24	22	20	18
其他	5	4	24	39	52
资产总计	464	1723	2233	2708	4151
流动负债	178	223	524	795	975
短期借款	0	0	100	100	100
应付账款	70	89	182	307	389
预收账款	66	49	100	168	213
其他	43	85	142	220	272
长期负债	0	1	1	1	1001
长期借款	0	0	0	0	1000
其他	0	1	1	1	1
负债合计	179	224	524	795	1975
股本	66	88	158	158	158
资本公积金	15	1102	1102	1102	1102
留存收益	204	310	448	652	915
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	286	1500	1709	1913	2176
负债及权益合计	464	1723	2233	2708	4151

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	59	-12	33	197
净利润	88	105	198	291	376
折旧摊销	0	0	9	12	14
财务费用	0	0	-20	-17	4
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-208	-286	-220
其它	-36	-46	10	32	23
投资活动现金流	-24	-24	-20	-20	-20
资本支出	0	0	-20	-20	-20
其他投资	-24	-24	0	0	0
筹资活动现金流	0	1109	131	-71	883
借款变动	0	0	100	0	1000
普通股增加	0	0	70	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	-59	-87	-113
其他	0	1109	20	17	-4
现金净增加额	28	1144	100	-58	1060

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	435	487	1012	1667	2157
营业成本	241	276	561	946	1202
营业税金及附加	0	1	2	2	3
营业费用	31	43	91	150	194
管理费用	61	69	142	233	302
财务费用	-1	-9	-20	-17	4
资产减值损失	3	4	6	10	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	100	102	231	341	441
营业外收入	1	17	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	100	119	233	343	442
所得税	13	14	35	51	66
净利润	88	105	198	291	376
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	88	105	198	291	376
EPS（元）	1.33	1.19	1.25	1.84	2.37

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	17%	12%	108%	65%	29%
营业利润	17%	2%	127%	48%	29%
净利润	22%	20%	89%	47%	29%
获利能力					
毛利率	44.5%	43.4%	44.6%	43.2%	44.3%
净利率	20.2%	21.5%	19.6%	17.5%	17.4%
ROE	30.7%	7.0%	11.6%	15.2%	17.3%
ROIC	30.2%	5.5%	9.9%	13.7%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	38.4%	13.0%	23.5%	29.4%	47.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	4.5%	3.7%	26.5%
流动比率	2.3	7.4	4.1	3.3	4.1
速动比率	1.6	6.9	3.7	2.9	3.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.3	0.5	0.6	0.5
存货周转率	1.5	2.6	4.2	4.1	3.7
应收帐款周转率	3.2	2.8	3.6	3.4	3.1
应付帐款周转率	3.1	3.5	4.1	3.9	3.5
每股资料(元)					
每股收益	1.33	1.19	1.25	1.84	2.37
每股经营现金	0.79	0.68	-0.07	0.21	1.24
每股净资产	4.33	17.04	10.79	12.07	13.74
每股股利	0.48	0.48	0.38	0.55	0.71
估值比率					
PE	41.8	46.5	44.4	30.2	23.4
PB	12.8	3.3	5.1	4.6	4.0
EV/EBITDA	90.0	94.3	42.8	27.9	20.5

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。现为招商证券研究董事、首席电力与公用事业研究员，曾获《新财富》2008～2010 年电力与公用事业最佳分析师、《证券市场周刊》水晶球奖 2009～2010 年最佳分析师。

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。本报告基于合法取得的信息，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。