

龙源技术(300105)

研究员: 程鹏 执业证书编号: S0570510120044

☎ 025-83290916 ✉ chengpeng_htsc@hotmail.com

🌐 http://t.zhangle.com/4025

排放新标出台, 行业爆发在即

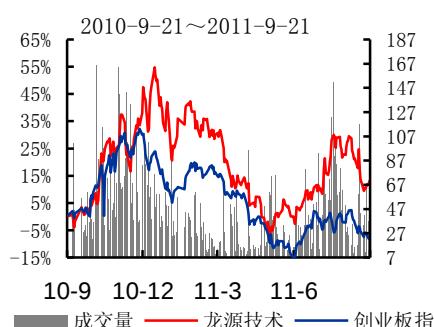
投资评级: 推荐(首次评级)

电气设备 II

当前价格(元): 53

目标价格(元): 60

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 《火电厂大气污染物排放标准》将从 2012 年 1 月 1 日开始实施。要求所有新建火电机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米; 从 2014 年 7 月 1 日开始, 火电机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米, 重点地区所有火电投运机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米。我们认为新排放标准极为严格, 脱硝市场将真正启动, 迎来爆发式增长。以存量机组改造每千瓦脱硝装置投资 200 元, 新机组加装每千瓦脱硝装置投资 100 元计算, 整个火电厂脱硝“十二五”市场容量近 1500 亿元。

◆ 从建造以及运营成本考虑, LNB+SCR 将成为主流技术, 新建机组低氮燃烧器市场将主要由三大锅炉厂垄断, 公司低氮燃烧产品目前主要用于 30 万千瓦机组存量机组, 后续将在 60 万千瓦机组燃烧炉内使用。目前我国 100MW-500MW 的燃煤机组超过 1000 台, 按照每套 1500 万元计算, 市场总容量约为 150 亿, 年均投资 50 亿元。我们认为由于存量机组改造市场单项金额较小, 需要根据个体情况独立设计和制造, 对于三大锅炉厂而言缺乏足够吸引力, 改造市场将主要以点火企业为主, 公司将凭借技术优势和股东背景保持先发优势。

◆ 2011-2013 年公司营业收入分别达到 8.88 亿、13.14 亿、17.26 亿, 实现每股收益分别为 1.29 元、2 元、2.8 元, 考虑明年脱硝行业将迎来爆发式增长, 公司业绩超预期可能性较大, 近三年净利润复合增长率超过 60%, 给予公司“推荐”评级, 合理估值应为 2012 年动态 30 倍 PE, 6 个月目标价为 60 元。

公司基本资料

总股本(万)	15840
流通 A 股(万)	3960
52 周内股价区间(元)	42.61-71
总市值(亿)	83.95
总资产(亿)	19.29
每股净资产(元)	9.8

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	4.87	8.88	13.14	17.26
+/-%	12.02	82.16	47.97	31.35
净利润(百万)	105.02	204.23	316.25	443.26
+/-%	19.76	94.46	54.85	40.16
EPS(元)	0.66	1.29	2	2.8
P/E	79.94	41.11	26.55	18.94

排放新标出台，脱硝行业爆发在即

◆ 抢占技术高点，等待脱硝行业爆发

《火电厂大气污染物排放标准》将从 2012 年 1 月 1 日开始实施。要求所有新建火电机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米；从 2014 年 7 月 1 日开始，火电机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米，重点地区所有火电投运机组 NOx 排放量要达到 100mg/立方米。我们认为新排放标准极为严格，脱硝市场将真正启动，迎来爆发式增长。

以存量机组改造每千瓦脱硝装置投资 200 元，新机组加装每千瓦脱硝装置投资 100 元计算，整个火电厂脱硝“十二五”市场容量近 1500 亿元。

表格 1 “十二五”脱硝市场容量测算 单位：万千瓦、亿元、元 / 千瓦

	数值	备注
改造机组		
火电装机容量	70663	截至 2010 年底，火电装机容量 7.07 亿千瓦
脱硝机组投运	5000	烟气脱硝机组投运 5000 万千瓦
单位投资成本	200	
市场容量	1200	
新建机组		
2010-2015 年新增火电装机容量	30000	预计 2015 年底，火电装机容量 107000 万千瓦
新机组脱硝单位投资成本	100	
市场容量	200	
市场空间合计	1400	

资料来源：华泰证券

目前火电厂应用的脱硝手段有三种：低氮燃烧脱硝、选择性催化还原法（SCR）脱硝和非选择性催化还原法（SNCR）脱硝。低氮燃烧脱硝是在燃烧过程中控制氮氧化物的产生，也称前端脱硝；SCR 和 SNCR 是对燃烧锅炉排放的尾气脱硝，净化尾气中的氮氧化物，也称后端脱硝。SNCR 由于控制难度较大，难以成为主流技术。

表格 2 低氮燃烧设备和 SCR 成本比较 单位：万元

	低氮燃烧设备	SCR
初置成本	1,800-3,000	约 5,000
年均运行费用	100	2,000
催化剂费用	-	1,000
还原剂设备费用	-	1,000

数据来源：招股意向书

我们认为从建造以及运营成本考虑，LNB+SCR 将成为主流技术，低氮燃烧技术将有广阔的成长空间。目前，三大锅炉厂已具备低氮燃烧器的设计和生产能力，在产品出厂时配置前端装置，新建机组低氮燃烧器市场将主要由三大锅炉厂垄断。公司低氮燃烧产品目前主要用于 30 万千瓦机组存量机组，后续将在 60 万千瓦机组燃烧炉内使用。目前我国 100MW-500MW 的燃煤机组超过 1000 台，按照每套 1500 万元计算，市场总容量约为 150 亿，年均投资 50 亿元。我们认为由于存量机组改造市场单项金额较小，需要根据个体情况独立设计和制造，对于三大锅炉厂而言缺乏足够吸引力，改造市场将主要以点火企业为主，公司将凭借技术优势和股东背景保持先发优势。

公司自主开发的“煤粉锅炉等离子体低 NO_x 燃烧技术”，通过采用空气分级、燃料分级和火焰内还原等方式，有效降低了氮氧化物排放。目前已先后在深圳妈湾电厂、上海宝钢自备电厂、东胜热电厂等十几台锅炉实现成功应用，完成了在珠三角、长三角及京津塘重点地区布局，改造电厂平均 NO_x 排放已经达到 150 mg / 立方米，在吉林江南电厂氮氧化物排放在 130 mg / 立方米，公司仍在不断改进。

◆ 等离子业务维持稳定

目前公司等离子项目市场占有率在 90% 以上。一般新建机组都会采用等离子技术。老机组改造多采用微油点火技术。2010 年新签订单 82,661 万元，其中等离子点火设备合同 37,081 万元，低氮改造合同 18,491 万元，电站余热利用 16,000 万元，点火设备订单同比大幅增长 230%，但由于受到火电整体基建规模的影响，公司等离子点火设备和低油点火设备销售难以保持持续增长，预计保持稳定。

表格 3 公司 2007 年至 2009 年新签等离子体设备合同情况

		2007 年		2008 年		2009 年	
		金额 (万元)	台数	金额 (万元)	台数	金额 (万元)	台数
等离子体点	基建	35,187	88	21,995	62	10,912	34
火设备	改造	5,964	13	3,868	8	1,784	5
等离子体无	基建	2,955	4	2,296	4	5,371	8
燃油设备	改造	-	-	-	-	-	-
等离子体低	基建	-	-	11,252	5	-	-
氮系统	改造	-	-	-	-	1,280	1
合计	基建	38,142	92	35,543	71	16,283	42
	改造	5,964	13	3,868	8	3,064	6

资料来源：招股意向书

◆ 余热利用或带来惊喜

公司 2010 年 12 月与国电大同发电公司签订实施余热回收集中供热技改工程合同，通过回收利用机组辅机循环水余热，总金额为 1.6 亿元人民币，2011 年上半年已确认大部分收入。

我国一次能源利用率为 30%，比世界平均水平低了 3 个百分点，存在着巨大的能源浪费。其中，我国各行业的余热总资源约占其燃料消耗总量的 17%-80%，其中的 60% 是可以通过技术手段加以回收利用的。2006 年国家发改委出台《“十一五”十大重点节能工程实施意见》，余热余压利用工程位列其中。目前我国火电装机超过 7 亿千瓦，考虑一半机组完成改造则市场容量在 460 亿元。我们预计在集团的支持下，将有望继续承担国电旗下电厂的后续改造任务。

我们认为余热利用业务将有望成为公司支柱性产业，与等离子、低氮燃烧业务三分天下。

盈利预测与评级

◆ 基本预测

表格 4 公司盈利预测假设 单位：亿元

营业收入	2010A	2011E	2012E	2013E
等离子产品	3.22	3.8	5.28	6.96
低氮燃烧产品	1.29	3	6	9
微油点火产品	0.36	0.48	0.96	1.2
余热利用		1.6	2	2.5
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
等离子产品	47.59%	53%	51%	48%
低氮燃烧产品	37.07%	48%	48%	48%
微油点火产品	28.26%	43%	41%	39%
余热利用		35%	35%	35%

数据来源：华泰证券

◆ 公司评级：推荐

2011-2013 年公司营业收入分别达到 8.88 亿、13.14 亿、17.26 亿，实现每股收益分别为 1.29 元、2 元、2.8 元，考虑明年脱硝行业将迎来爆发式增长，公司业

绩超预期可能性较大，近三年净利润复合增长率超过 60%，给予公司“推荐”评级，合理估值应为 2012 年动态 30 倍 PE，6 个月目标价为 60 元。

表格 5 盈利预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2011E	2012E	2013E	会计年度	2011E	2012E	2013E
流动资产	1965	2335	2852	营业收入	888	1314	1726
现金	1233	1233	1388	营业成本	466	703	941
应收账款	370	558	740	营业税金及附加	2	2	3
其他应收款	11	16	21	营业费用	71	92	104
预付账款	86	130	173	管理费用	124	158	173
存货	161	242	324	财务费用	-3	-1	-3
其他流动资产	106	156	205	资产减值损失	4	4	4
非流动资产	176	266	253	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	0	0	0	投资净收益	0	0	0
固定资产	148	238	225	营业利润	223	355	505
无形资产	24	24	24	营业外收入	17	17	17
其他非流动资产	4	3	3	营业外支出	0	0	0
资产总计	2141	2601	3106	利润总额	240	372	521
流动负债	448	612	705	所得税	36	56	78
短期借款	77	73	0	净利润	204	316	443
应付账款	151	228	305	少数股东损益	0	0	0
其他流动负债	220	312	400	归属母公司净利润	204	316	443
非流动负债	0	0	0	EBITDA	226	364	514
长期借款	0	0	0	EPS (元)	1.29	2.00	2.80
其他非流动负债	0	0	0				
负债合计	448	612	705	主要财务比率			
少数股东权益	0	0	0	会计年度	2011E	2012E	2013E
股本	158	158	158	成长能力			
资本公积	1032	1032	1032	营业收入	82.2%	48.0%	31.4%
留存收益	503	799	1211	营业利润	119.0%	59.0%	42.1%
归属母公司股东权益	1693	1989	2401	归属于母公司净利润	94.5%	54.9%	40.2%
负债和股东权益	2141	2601	3106	获利能力			
				毛利率 (%)	47.5%	46.5%	45.5%
现金流量表				净利率 (%)	23.0%	24.1%	25.7%
单位: 百万元				ROE (%)	12.1%	15.9%	18.5%
会计年度	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	35.1%	36.5%	42.2%
经营活动现金流	23	124	256	偿债能力			
净利润	204	316	443	资产负债率 (%)	20.9%	23.5%	22.7%
折旧摊销	5	10	13	净负债比率 (%)	17.25%	11.88%	0.00%
财务费用	-3	-1	-3	流动比率	4.39	3.82	4.05
投资损失	0	0	0	速动比率	4.03	3.42	3.59
营运资金变动	-183	-201	-196	营运能力			
其他经营现金流	0	-0	0	总资产周转率	0.46	0.55	0.60
投资活动现金流	-93	-100	0	应收账款周转率	3	3	3
资本支出	100	100	0				

长期投资	0	0	0	应付账款周转率	3.88	3.71	3.53
其他投资现金流	7	0	0	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	70	-24	-101	每股收益 (最新摊薄)	1.29	2.00	2.80
				每股经营现金流 (最新摊薄)			
短期借款	77	-5	-73	每股净资产 (最新摊薄)	0.15	0.78	1.62
长期借款	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	10.69	12.56	15.16
普通股增加	70	0	0	估值比率			
资本公积增加	-70	0	0	P/E	41.11	26.55	18.94
其他筹资现金流	-8	-19	-28	P/B	4.96	4.22	3.50
现金净增加额	0	0	155	EV/EBITDA	32	20	14

资料来源：华泰证券

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。