本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

CICC 中国国际金融有限公司 CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION LIMITED

业绩回顾
证券研究报告

2012 年 10 月 24 日 | 节能环保 | 研究部

陈俊华[1]
分析员，SAC 执业证书编号：S0080511030014
chenjunhua@cicc.com.cn

陈舒薇
分析员，SAC 执业证书编号：S0080511100002
shuwei.chen@cicc.com.cn

审慎推荐

龙源技术(300105.SZ)

主营利润率稳健，但短期增速放缓

主要财务信息

（百万元）		2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
主营业务收入		435	487	884	1,180	2,084
	(+/-%)	17.1%	12.0%	81.3%	33.5%	76.6%
营业利润		100	102	195	259	432
	(+/-%)	16.5%	2.1%	91.5%	32.7%	66.7%
净利润		88	105	174	223	372
	(+/-%)	22.3%	19.8%	66.0%	28.2%	66.7%
摊薄每股盈利(元)		0.31	0.37	0.61	0.78	1.31
市盈率		66.1	55.2	33.2	25.9	15.6
市净率		20.3	3.9	3.5	3.2	2.7
EV/EBITDA		69.7	72.6	41.0	30.5	17.2
净资产收益率(%)		30.7%	7.0%	10.5%	12.2%	17.4%
现金分红收益率(%)		0.0%	0.0%	0.3%	0.9%	1.2%
净利润率		20.2%	21.5%	19.7%	18.9%	17.9%
总资产回报率		18.9%	6.1%	8.1%	9.9%	13.0%
资产负债率		38.4%	13.0%	22.8%	18.8%	25.4%

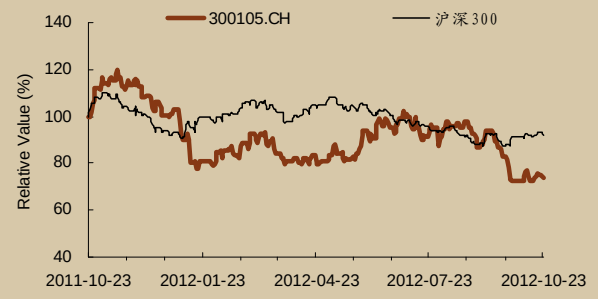
基本信息

	A股
股票代码	300105.CH
当前股价	人民币20.33
过去30日日均成交量(百万股)	1.14
52周最高价/最低价	人民币33.2/20.0
总市值(百万元)	5,796
发行股数(百万股)	285
其中：流通股(百万股)	71

相对走势

%	近一周	1个月	3个月	年初至今
300105.CH	+1.65	-10.76	-21.14	-27.19
沪深300	+0.75	+5.29	-2.26	+0.03
中金A股节能环保	+1.24	+2.28	-0.92	-0.26

股价表现



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

业绩略低于预期

2012 年 1-9 月实现收入 5.1 亿元，同比增 16%，净利 8121 万元，同比增 11%，合 EPS0.25 元；其中三季度实现收入 1.4 亿元，同比增 40%，净利润 873 万元，同比减少 14%，合 EPS0.03 元。

正面

结算淡季，仍实现收入同比增加且主营利润率稳定。三季度为结算淡季，仍实现收入同比增 40%至 1.4 亿元；且毛利率稳定在 41%，较上半年提升近 3 个百分点。我们认为毛利率的提升主要得益于订单结构的优化，预计当季等离子点火业务结算较多。

帐面仍有 11 亿现金，为公司潜在业务拓展提供充足资金实力。

负面

三季度营业费用环比增加 98%至 2387 万，是拉低当期利润的主要因素。

发展趋势

未来两年内：低氮改造、余热回收工程是公司主要业绩增长点。1）脱硝市场的发展初期，低氮业务弹性十足。我们预计低氮设备订单每增加 10 台，即增厚 EPS0.09 元。**2）**目前公司在谈余热回收项目众多，预计 2012-13 年电厂余热回收收入占总收入 30%以上，2014 年占比有望进一步增加。

短期内，脱硝加价政策出台慢于预期，脱硝订单结算或低于预期。由于脱硝加价政策尚不明朗，电厂脱硝改造推动力度低于预期，公司脱硝订单的结算的爆发期将有所延后，2012 年四季度订单结算将低于我们之前的预期。

估值与建议

下调评级至“审慎推荐”。我们看好公司在火电节能改造领域的定价能力以及脱硝业务的确定高成长性。短期内，考虑脱硝订单结算或低于预期，**我们下调了 2012、13 年盈利预测，分别下调了 12%和 12%，至 2.2 亿、3.7 亿，对应 EPS0.78 元和 1.31 元，**对应 PE 26x、16x。

风险：脱硝加价低于预期。

[1]报告贡献人：周烁君(zhousj@cicc.com.cn)

本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

图表 1：分季度利润简表

(人民币 百万元)	半年数据					季度数据							中金点评
	1H11	2H11	1H12	HoH	YoY	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	QoQ	YoY	
营业收入	**339**	**545**	**370**	**-32%**	**9%**	**101**	**444**	**73**	**296**	**141**	**-53%**	**40%**	三季度为结算淡季，仍实现收入同比增40%至1.4亿元；三季度毛利率稳定在41%，较上半年提升近3个百分点。主要得益于订单结构的优化，预计当季等离子点火业务结算较多。
营业成本	**203**	**334**	**229**	**-31%**	**13%**	**60**	**274**	**51**	**178**	**84**	**-53%**	**39%**	
营业税金及附加	2	8	5	-43%	86%	1	6	1	4	2	-44%	47%	
毛利润	**134**	**203**	**136**	**-33%**	**2%**	**39**	**164**	**22**	**115**	**55**	**-52%**	**40%**	
毛利率	40%	39%	38%			40%	38%	30%	40%	41%			
销售费用	21	39	25	-35%	20%	17	22	13	12	24	99%	38%	
管理费用	36	50	44	-12%	22%	21	29	20	25	27	11%	30%	三季度，营业费用环比增加98%至2387万，是拉低当期利润的主要因素。
资产减值损失	16	7	1	-88%	-95%	-5	11	-6	7	0	-93%	-110%	
EBIT	**60**	**107**	**66**	**-38%**	**9%**	**6**	**101**	**-5**	**71**	**3**	**-95%**	**-39%**	
EBIT利润率	18%	20%	18%			6%	23%	-7%	24%	2%			
财务费用	-13	-16	-16	3%	29%	-6	-10	-9	-7	-7	3%	26%	
营业利润	**73**	**122**	**82**	**-33%**	**13%**	**11**	**111**	**4**	**78**	**11**	**-87%**	**-6%**	
营业利润率	22%	22%	22%			11%	25%	5%	26%	7%			
营业外收入	1	6	2	-59%	189%	0	5	0	2	0	-93%	-68%	
利润总额	**74**	**128**	**84**	**-34%**	**15%**	**12**	**116**	**4**	**80**	**11**	**-87%**	**-9%**	
所得税	11	18	13	-27%	16%	2	16	1	12	2	-87%	-21%	
实际税率	16%	14%	16%			18%	14%	23%	15%	15%			
少数股东损益	-1	-1	-1	-4%	24%	-1	-1	-1	-1	0	-145%	-142%	
净利润	**63**	**111**	**72**	**-35%**	**15%**	**10**	**101**	**4**	**69**	**9**	**-87%**	**-14%**	
净利润率	19%	20%	20%			10%	23%	5%	23%	6%			
摊薄每股盈利(元)	**0.222**	**0.390**	**0.254**	**-35%**	**15%**	**0.036**	**0.354**	**0.014**	**0.240**	**0.031**	**-87%**	**-14%**	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：主要盈利假设调整

主要假设	2012			2013		
	Before	After	+/-	Before	After	+/-
毛利率						
等离子体点火设备	53%	53%	-	53%	53%	-
等离子低Nox燃烧系统	37%	37%	-	37%	37%	-
工业窑炉点火系统	35%	35%	-	35%	35%	-
微油点火系统产品	40%	40%	-	40%	40%	-
余热回收改造——水	34%	34%	-	34%	34%	-
产量（台数）						
等离子体点火设备	80	80	-	80	80	-
等离子低Nox燃烧系统	60	40	-20	120	100	-20
工业窑炉点火系统	3	3	-	3	3	-
微油点火系统产品	50	50	-	55	50	-5
余热回收改造——水	5	3	-2	6	5	-1
不含税售价格（百万元/台）						
等离子体点火设备	3.5	3.5	-	3.8	3.8	-
等离子低Nox燃烧系统	10	10	-	10	10	-
工业窑炉点火系统	0.9	0.9	-	0.9	0.9	-
微油点火系统产品	1.1	1.1	-	1.1	1.1	-
余热回收改造——水	140	140	-	140	140	-

资料来源：公司数据、中金公司研究部

本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

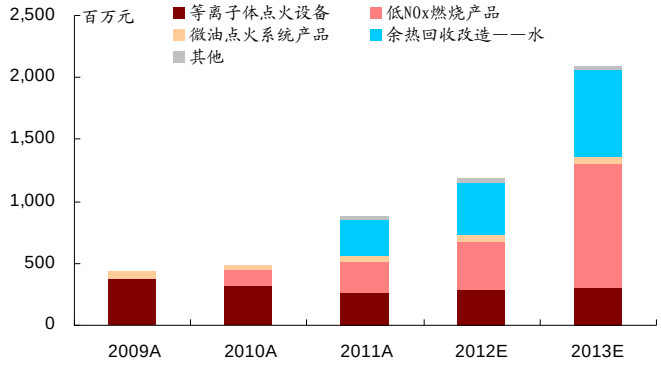
图表 3：主要财务简表

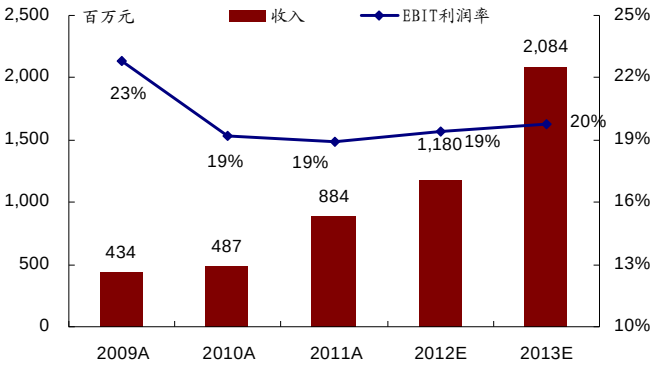
（单位：百万元）	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
损益表					
营业收入	**435**	**487**	**884**	**1,180**	**2,084**
营业成本	241	276	537	704	1,277
毛利润	**194**	**211**	**336**	**462**	**783**
减：管理费用	61	69	87	130	229
财务费用	-1	-9	-28	-30	-20
EBIT	99	93	167	229	412
EBITDA	104	100	178	239	423
营业利润	**100**	**102**	**195**	**259**	**432**
利润总额	**100**	**119**	**202**	**259**	**432**
所得税	13	14	30	39	65
少数股东损益	-	-	-2	-3	-5
净利润	**88**	**105**	**174**	**223**	**372**
摊薄每股盈利（元）	**1.33**	**1.19**	**1.10**	**0.78**	**1.31**
资产负债表	**2009A**	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**2013E**
货币资金	86	1,233	1,078	1,215	1,242
应收帐款	151	192	486	454	802
存货	118	95	155	207	366
其他流动资产	49	122	321	227	297
流动资产合计	**405**	**1,642**	**2,040**	**2,102**	**2,706**
长期投资	**-**	**-**	**14**	**14**	**14**
固定资产及在建工程	51	54	68	105	104
资产合计	**464**	**1,723**	**2,158**	**2,257**	**2,860**
短期借款	-	-	-	-	-
应付帐款	70	89	245	197	347
应交税金	6	13	49	66	116
其他应付款	1	1	3	5	8
流动负债合计	**178**	**223**	**466**	**397**	**699**
负债合计	**179**	**224**	**493**	**423**	**726**
少数股东权益	**0**	**0**	**2**	**-1**	**-6**
股本	66	88	158	285	285
储备和未分配利润	220	1,412	1,505	1,550	1,855
股东权益合计	**286**	**1,500**	**1,664**	**1,835**	**2,140**
负债及股东权益合计	**464**	**1,723**	**2,158**	**2,257**	**2,860**
现金流量表	**2009A**	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**2013E**
经营活动产生的现金流量	**52**	**56**	**-155**	**205**	**84**
投资活动产生的现金流量	**-24**	**-19**	**-41**	**-46**	**-10**
筹资活动产生的现金流量	**0**	**1,109**	**44**	**-23**	**-47**
主要财务比率	**2009A**	**2010A**	**2011A**	**2012E**	**2013E**
息税前利润率	23%	19%	19%	19%	20%
税前利润率	23%	24%	23%	22%	21%
净利润率	20%	22%	20%	19%	18%
资产周转比率					
总资产周转率	0.94	0.28	0.41	0.52	0.73
固定资产周转率	8.48	9.11	12.96	11.28	20.06
流动性比率					
速动比率	1.61	6.93	4.05	4.78	3.35
流动比率	2.27	7.36	4.38	5.30	3.87
杠杆比率					
净债务权益比率	-0.30	-0.82	-0.65	-0.66	-0.58
资产负债率	0.38	0.13	0.23	0.19	0.25
息税前利润/净财务费用	-125.5	-11.0	-5.9	-7.6	-20.6
杜邦分析					
净利润率	20%	22%	20%	19%	18%
资产周转率	0.9	0.3	0.4	0.5	0.7
资产/股东权益	1.6	1.1	1.3	1.2	1.3
净资产回报率	31%	7%	10%	12%	17%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

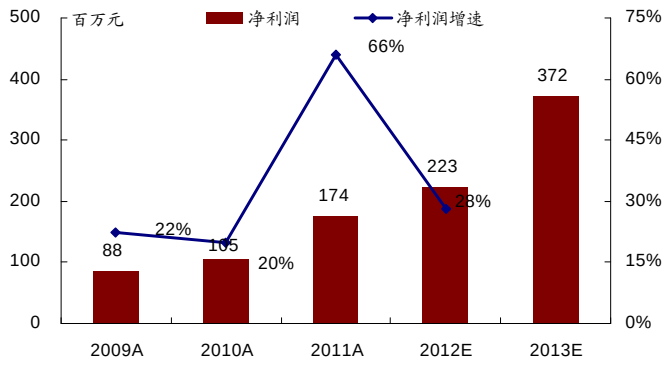
图表 4：龙源技术收入结构、EBIT 利润率

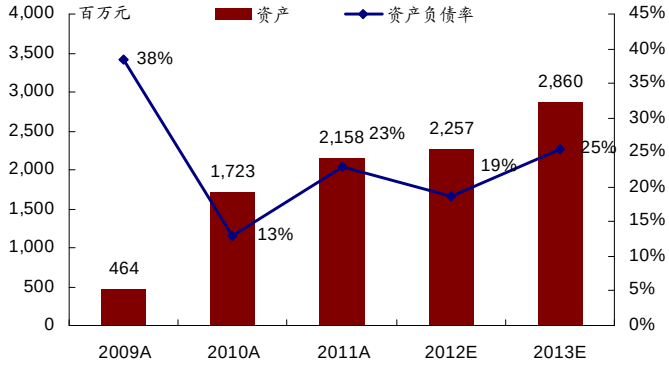




资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5：龙源技术净利润及资产负债率





资料来源：公司数据、中金公司研究部

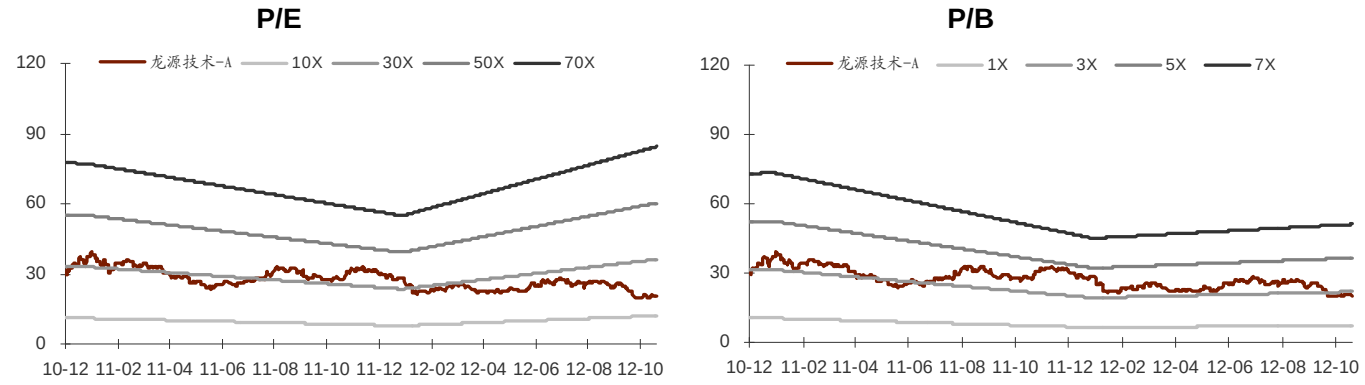
本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

图表 6：可比公司估值表

涉及领域	涉及领域	上市公司	2012-10-23 股价	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS 2011A	EPS 2012E	EPS 2013E	P/E(x) 2011A	P/E(x) 2012E	P/E(x) 2013E	P/B(x) 2011A	P/B(x) 2012E	P/B(x) 2013E
节能	建筑节能	达实智能	13.88	推荐	209	61	3	0.22	0.34	0.60	64.5	40.7	23.0	4.8	4.4	3.8
	工业节能	天壕节能	9.53	暂无评级	320	80	3	0.21	0.29	0.48	44.4	33.0	19.9	4.9	2.7	2.4
		易世达	11.64	中性	118	57	1	0.44	0.37	0.53	26.5	31.2	22.1	1.3	1.3	1.2
减排	废气治理	龙源技术	20.33	审慎推荐	285	71	6	0.61	0.78	1.31	33.2	25.9	15.6	3.5	3.2	2.7
		国电清新	17.40	审慎推荐	296	146	5	0.35	0.50	0.92	50.1	34.7	19.0	2.5	2.4	2.1
		永清环保	27.38	审慎推荐	134	36	4	0.53	0.61	0.88	51.6	45.0	31.0	2.4	4.4	4.0
		九龙电力	11.82	中性	512	232	6	0.09	0.28	0.38	139.0	42.8	31.0	2.3	2.2	2.1
		燃控科技	8.18	中性	241	150	2	0.29	0.36	0.46	28.3	23.0	17.8	1.4	1.4	1.4
	废水治理	碧水源	36.90	推荐	550	252	20	0.63	1.05	1.58	58.9	35.2	23.4	6.2	5.2	4.3
		津膜科技	25.64	暂无评级	116	29	3	0.37	0.60	0.98	68.7	42.5	26.1	14.4	4.1	3.6
		首创股份	4.22	审慎推荐	2,200	2,200	9	0.24	0.27	0.31	17.7	15.6	13.5	1.7	1.6	1.5
		重庆水务	5.33	审慎推荐	4,800	500	26	0.34	0.36	0.40	15.9	14.9	13.2	2.2	2.1	2.0
		中电环保	14.07	审慎推荐	130	90	2	0.36	0.44	0.55	39.6	31.9	25.8	2.3	2.2	2.1
		维尔利	22.26	审慎推荐	98	32	2	0.49	0.85	1.12	45.6	26.1	19.9	2.5	2.3	2.2
	固废治理	富春环保	13.04	审慎推荐	428	262	6	0.44	0.58	0.67	29.7	22.3	19.3	2.9	2.6	2.4
	环境监测	先河环保	12.85	中性	156	96	2	0.26	0.30	0.38	49.9	42.3	34.0	2.3	2.2	2.1
		平均值									47.7	31.7	22.2	3.6	2.8	2.5
		中间值									45.0	32.4	21.0	2.5	2.4	2.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 7：龙源技术历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司(“中金新加坡”)仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本研报由“迈博汇金”收集整理，更多研报请访问“迈博汇金”
点此进入 http://www.microbell.com

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部
北京市建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部
上海市淮海中路 398 号
邮编：200020
电话：(86-21) 6386-1195
传真：(86-21) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部
深圳市福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部
杭州市教工路 18 号
世贸丽晶城欧美中心 1 层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部
南京市中山北路 1 号
绿地广场 2 层
邮编：210008
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

广州天河路证券营业部
广州市天河区天河路 208 号
粤海天河城大厦 40 层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部
成都市锦江区滨江东路 9 号
香格里拉办公楼 1 层、16 层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

厦门莲岳路证券营业部
厦门市思明区莲岳路 1 号
磐基中心商务楼 4 层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

青岛香港中路证券营业部
青岛市市南区香港中路 9 号
香格里拉写字楼中心 11 层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

武汉解放大道证券营业部
武汉市硚口区解放大道 634 号
新世界中心写字楼 4 层
邮编：430032
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

重庆洪湖西路证券营业部
重庆市北部新区洪湖西路 9 号
欧瑞蓝爵商务中心 10 层及欧瑞
蓝爵公馆 1 层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

长沙车站北路证券营业部
长沙市芙蓉区车站北路 459 号
证券大厦附楼 3 层
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

佛山季华五路证券营业部
佛山市禅城区季华五路 2 号
卓远商务大厦一座 12 层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

天津南京路证券营业部
天津市和平区南京路 219 号
天津环贸商务中心（天津中心）10 层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

大连金马路证券营业部
大连市经济技术开发区金马路 128 号 B
邮编：116000
电话：(86-411) 8755-5088
传真：(86-411) 8801-7568

宁波扬帆路证券营业部
宁波市高新区扬帆路 999 弄 5 号
11 层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL CORPORATION LIMITED