






资本货物/工业

龙源技术 (300105)

环保会议即将召开，脱硝热点备受关注

	刘骁 (分析师)	刘迪 (研究助理)	刘俊廷 (研究助理)
	010-59312823	010-59312756	0755-23976521
	liuxiao009336@gtjas.com	liudi010852@gtjas.com	liujunting@gtjas.com
证书编号	S0880512040002	S0880111120091	S0880111090086

本报告导读:

环保会议即将召开，近期困扰北方地区的 PM2.5 和氮氧化物排放将成为热点。同时，2013 年电厂用于节能技改投资或有增加，提升龙源技术全年余热改造预期。
投资要点:

- PM2.5 等环保压力推动脱硝改造全面实施，同时根据环保部规划 2013 年改造量 330 台（较 2012 年规划增长 150%），设备企业充分受益。

龙源技术 2012 年市占率维持 50%，预计 2013 年脱硝业务贡献 50% 增长。我们认为环保压力和“责任状”保证改造在 13 年全面推进，市场对此认识不足。

- 根据《中财网》报道，全国环保大会将于近日召开，受雾霾天困扰北方多地的影响，PM2.5 及与之密切相关的脱硝将成为本次会议的重点，我们提请注意对行业和公司形成的利好。
- 随着包括国电集团在内的发电企业 2012 年盈利复苏，2013 年投入到节能设备技改资金预计将有所增加、改造积极性提升。受此影响，我们上调龙源技术 2013 年余热设备确认台数至 2 台（之前预期为 1 台），贡献收入增量大于 1 亿元。
- 盈利预测与投资建议：考虑 2013 年上调余热确认台数，上调公司 2013 年收入 1.2 亿元，对应 EPS 上调 0.05 元至 1.25 元。继续维持“增持”评级。
- 风险提示：脱硝改造进度低于预期的风险。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	487	884	1,150	1,929	2,388
(+/-)%	12%	81%	30%	68%	24%
经营利润 (EBIT)	98	190	219	375	469
(+/-)%	-4%	94%	15%	71%	25%
净利润	105	174	221	357	450
(+/-)%	20%	66%	27%	62%	26%
每股净收益 (元)	0.37	0.61	0.77	1.25	1.58
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率 (%)	20.1%	21.5%	19.0%	19.4%	19.6%
净资产收益率 (%)	6.2%	9.7%	11.3%	15.9%	17.0%
投入资本回报率 (%)	18.7%	23.1%	28.8%	24.9%	37.4%
EV/EBITDA	53.3	28.9	24.3	15.3	11.0
市盈率	64.9	39.1	30.9	19.1	15.2
股息率 (%)	-	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.00

上次预测: 29.00

当前价格: 25.28

2013.01.23

交易数据

52 周内股价区间 (元)	17.33-47.20
总市值 (百万元)	7,208
总股本/流通 A 股 (百万股)	285/71
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	36

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,729
每股净资产	6.06
市净率	4.2
净负债率	0%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	0.01	0.03
Q2	0.21	0.24
Q3	0.04	0.03
Q4	0.35	0.47
全年	0.61	0.77

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	33%	21%	13%
相对指数	23%	14%	14%

相关报告

《脱硝电价试点扩大为全国，龙源技术受益最大》 2013.01.09

《行业发展趋势未改，四季度收入加速确认》 2012.10.24

《低氮燃烧改造订单、收入将双提升》 2012.10.10

《2012 年订单爆发，2013 年进入收入确认周期》 2012.09.05

《关注补贴电价调整节奏和低氮确认进度》 2012.08.07

模型更新时间: 2013.01.23

股票研究

工业
资本货物

龙源技术 (300105)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 29.00

上次预测: 29.00

当前价格: 25.28

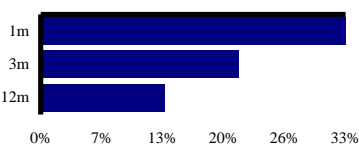
公司网址

www.lypower.com

公司简介

公司主要从事电力领域燃烧控制设备及系统的研究开发、设计制造、现场调试、人员培训、技术咨询等业务, 首家开发和推广应用电站锅炉等离子点火及稳燃技术的高科技企业。主要产品为等离子体点火设备、微油点火设备, 主要用于电站煤粉锅炉的点火及低负荷稳燃。公司作为中国乃至世界等离子体点火设备的主要生产厂家, 约占国内等离子体点火设备 90% 左右的市场份额, 技术水平居世界领先地位。拥有煤粉锅炉等离子体点火及稳燃技术的完全知识产权, 是整个行业的技术领导者。

绝对价格回报 (%)

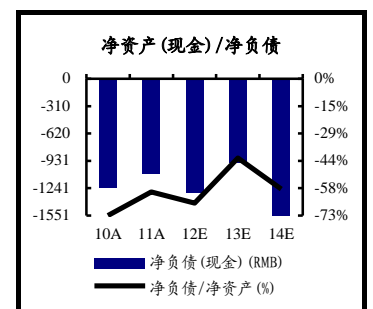
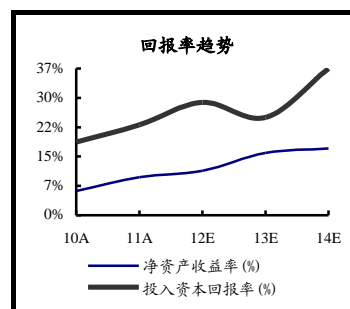
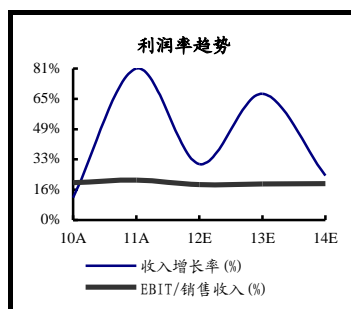
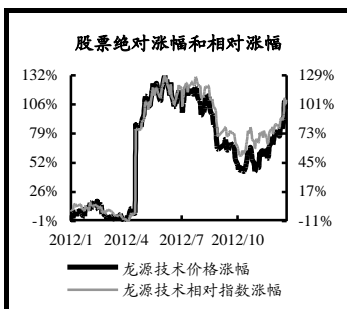


52 周价格范围 17.33-47.20

市值 (百万) 7,208

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
损益表					
营业总收入	487	884	1,150	1,929	2,388
营业成本	276	537	715	1,225	1,516
税金及附加	1	10	13	22	28
销售费用	43	60	78	123	153
管理费用	69	87	124	183	222
EBIT	98	190	219	375	469
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-9	-28	-30	-32	-45
营业利润	102	195	249	407	514
所得税	14	30	37	61	76
少数股东损益	0	-2	-3	-5	-6
净利润	105	174	221	357	450
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,233	1,078	1,293	954	1,557
其他流动资产	7	9	0	0	0
长期投资	0	14	14	14	14
固定资产合计	54	68	75	80	85
无形及其他资产	24	25	25	24	24
资产合计	1,723	2,158	2,372	3,232	3,557
流动负债	223	466	545	1,108	1,042
非流动负债	1	27	1	3	6
股东权益	1,697	1,790	1,954	2,254	2,647
投入资本(IC)	464	700	647	1,283	1,070
现金流量表					
NOPLAT	87	162	187	320	400
折旧与摊销	7	9	8	9	10
流动资金增量	-39	-309	11	-631	217
资本支出	-15	-19	-8	-8	-8
自由现金流	39	-158	198	-310	619
经营现金流	56	-136	251	-276	665
投资现金流	-19	-19	-8	-8	-8
融资现金流	1,109	0	-28	-55	-54
现金净增加额	1,145	-155	215	-339	603
财务指标					
成长性					
收入增长率	12.0%	81.3%	30.1%	67.7%	23.8%
EBIT 增长率	-3.7%	93.9%	15.2%	71.4%	25.1%
净利润增长率	19.8%	66.0%	26.5%	62.0%	25.9%
利润率					
毛利率	43.4%	39.2%	37.8%	36.5%	36.5%
EBIT 率	20.1%	21.5%	19.0%	19.4%	19.6%
净利润率	21.5%	19.7%	19.2%	18.5%	18.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	6.2%	9.7%	11.3%	15.9%	17.0%
总资产收益率(ROA)	6.1%	8.1%	9.3%	11.1%	12.6%
投入资本回报率(ROIC)	18.7%	23.1%	28.8%	24.9%	37.4%
运营能力					
存货周转天数	141	85	85	85	85
应收账款周转天数	129	140	140	140	140
总资产周转天数	819	801	719	530	519
净利润现金含量	0.53	-0.78	1.14	-0.77	1.48
资本支出/收入	3%	2%	1%	0%	0%
偿债能力					
资产负债率	13.0%	22.8%	23.0%	34.4%	29.5%
净负债率	-72.7%	-60.2%	-66.1%	-42.2%	-58.6%
估值比率					
PE	64.9	39.1	30.9	19.1	15.2
PB	4.0	3.8	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	53.3	28.9	24.3	15.3	11.0
P/S	14.0	7.7	5.9	3.5	2.9
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



1. 环保大会即将召开, PM2.5 将成为最热话题

1.1. 雾霾天气持续不散, 促使治理加速

根据《中财网》的报道, “全国环保工作会议将召开, 从产业发展阶段来看, 目前环保产业中大气脱硝、污水处理、固废处理以及环境监测这四大子行业处于快速成长期。”

同时, 根据美国大使馆监测数据显示, 2013 年 1 月 23 日上午的污染指数再次达到了 434。而在过去大半个月里, 全国 74 个监测城市中有 33 个城市的部分监测站点数据超过 300, 即空气质量达到了严重污染程度。

包括环保部、工信部在内的多部位相继表示将加大对各种排放源的治理工作, 我们认为极端污染情况将促使治理加速, 对于 2013 年火电厂脱硝改造的确定性有所加强。

1.2. 氮氧化物是造成 PM2.5 的重要原因

燃煤机组排放的氮氧化物是造成 PM2.5 的重要原因, 为实现 2015 年减排 10% 的目标, 2013 年必须大力推广电厂脱硝装置改造。

PM2.5 的形成有两大主因: 直接排放和化学生成。

化学生成过程中, 氮氧化物作为重要参与物质将起到关键作用, 所以降低空气中氮氧化物含量有利于对大气 PM2.5 的控制。

一般认为, 火电厂排放的氮氧化物约占全国排放量的 35%-40%, 火电厂脱硝改造“十二五”要求削减 29%, 远高于全国 10% 的目标。

表 1: 火力发电锅炉及燃气轮机组大气氮氧化物排放浓度限值

燃料和热能转化设施类型	污染物项目	适用条件	限制 (mg/m ³)	污染物排放监控位置
燃煤锅炉	氮氧化物(以 NO ₂ 计)	全部	100	烟囱或烟道
			200 (a)	
以油为燃料的锅炉或燃气轮机组	氮氧化物(以 NO ₂ 计)	新建燃油锅炉	100	
		现有燃油锅炉	200	
		燃气轮机组	120	
以气体为燃料的锅炉或燃气轮机组	氮氧化物(以 NO ₂ 计)	天然气锅炉	100	
		其他气体燃料锅炉	200	
		天然气燃气轮机	50	
		其他气体燃料燃气轮机组	120	

注: (a) 采用 W 型火焰炉膛的火力发电锅炉, 现有循环流化床火力发电锅炉, 以及 2003 年 12 月 31 日前建成投产或通过建设项目环境影响报告书审批的火力发电锅炉执行该限值。

数据来源: 国泰君安证券研究、能源局网站

2. 受益电厂盈利改善，13 年余热改造量或持续提升

电厂盈利改善，将进一步提升电厂在节能设备等方面的技改投资。由于目前较难获得发电集团的整体盈利情况，我们假设旗下上市公司具备代表性，统计了几家以火电为主上市公司 2012 年的盈利情况。

从结果看，2012 年三季度净利润增速显著上升，负债率较 2011 年有所下降，预计全年情况将进一步得到改善。

同时，宏观经济稳步复苏带来用电量增速回升，对未来电力供需形势的预期逐步改善，这些都将是有利于集团公司加大技能技改设备投入。

表 2: 电厂 2012 年盈利情况改善，预计节能技改的投资能力和意愿都有所加强。

		净利润增速 (%)					负债率 (%)				
		2008	2009	2010	2011	2012Q3	2008	2009	2010	2011	2012
国电电力	600795	-89.54	791.68	-3.83	50.15	13.83	71.6	73.3	75.7	77.9	78.9
大唐发电	601991	-77.35	131.91	76.23	-22.78	49.31	80.6	82.0	81.8	79.3	80.5
华能国际	600011	-161.72	242.61	-30.24	-64.22	197.41	74.7	74.9	72.8	77.1	75.6
华电国际	600027	-287.85	145.44	-81.94	-61.90	1,343.28	81.7	79.3	83.1	84.1	83.5
国投电力	600886	-77.53	-19.31	-6.94	-48.60	86.09	67.0	81.5	84.0	82.0	81.6

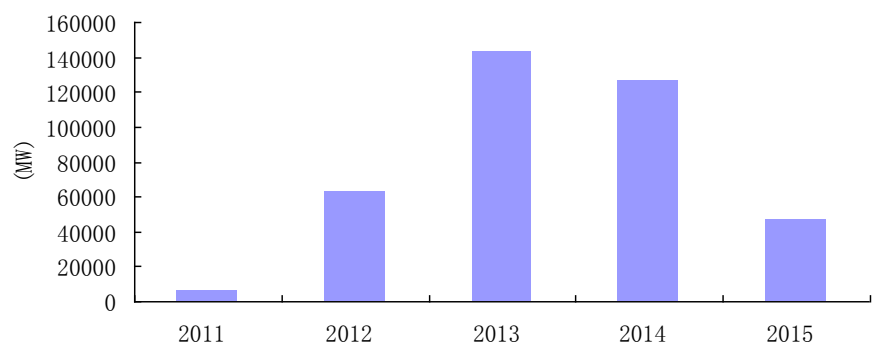
数据来源：国泰君安证券研究、Wind 资讯

基于以上判断，我们预计公司 2013 年余热业务完成台数为 2 台/套，较 2012 年增加 100%，同时较我们之前的预期也增长 1 套，对应超过 1 亿元的收入增量。

3. 环保部规划保障 2013 年改造投资翻番有多，公司继续受益

根据环保部规划，2013 年将有 330 台火电机组实施脱硝改造，较 2012 年的 133 台增长近 150%，对应行业投资也是翻番有多。

图 1: 根据规划，2013 年是改造设备安装高峰，2012 年提前进入招标高峰



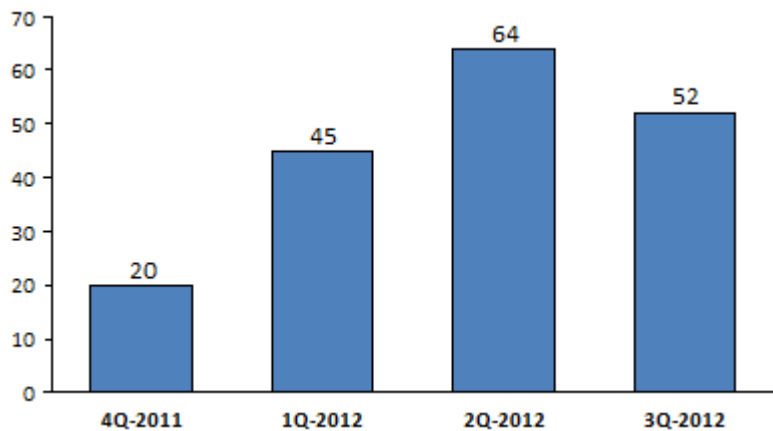
数据来源：国泰君安证券研究、环保部网站

表 3: 各省市 2012 年脱硝重点任务名单及机组总计容量 (MW)

省份	容量 (MW)	省份	容量 (MW)	省份	容量 (MW)	省份	容量 (MW)
广东	7540	安徽	3190	上海	1500	广西	630
江苏	6700	天津	3330	重庆	1500	甘肃	600
山西	6200	辽宁	2950	贵州	1800	吉林	330
河南	4620	河北	2730	湖南	1965	山东	300
内蒙古	4950	宁夏	2970	湖北	1200		
陕西	3990	浙江	2100	四川	600		
福建	3760	江西	1710	云南	900	总计	68060MW

数据来源: “十二五”主要污染物总量减排目标责任书、国泰君安证券研究

图 2: 4Q2011-2Q2012 火电低氮燃烧招标机组数量统计 (单位: 台)



数据来源: 中国采购与招标网、国泰君安证券研究

备注: 中国采购与招标网为国家发改委授权, 中国政府唯一指定发布招标公告网站

我们预测公司 2012 年实际中标台数在 90 台/套, 确认在 60 台左右; 考虑 133 台是环保部规定的改造下限, 实际招标量肯定大于“责任状”签订台数。

从份额上看, 我们判断我们接近 50%, 则全年实际招标台数在 180 台/套, 但改造 (完成) 台数在 130-140 台 (符合责任状要求)。

由于行业进入壁垒高, 技术优势领先的龙源技术有望继续维持接近 50% 的市占率, 我们保守预计从改造完成口径, 2013 年对应 110-120 台, 单项收入翻番。

综上, 我们上调对 2013 年余热业务的预期, 综合上调公司后入 1.3 亿元, 调整后 2013 年 EPS 为 1.25 元, 维持增持评级, 目标价格 29 元。我们认为环保压力和“责任状”保证改造在 13 年全面推进, 市场对此认识不足。同时近期将召开的环保大会形成短期利好, 地方环保细则有望陆续出台。

表 3: 公司 2011 年-2013 年分产品收入及毛利率预测表

主要产品系列		2011A	2012E	2013E
锅炉余热利用产品	营业收入 (亿元)	2.97	2.30	3.52
	毛利率 (%)	29.7%	33%	32%
等离子产品	营业收入 (亿元)	2.60	3.00	3.30
	毛利率 (%)	53.39	52%	52%
低氮燃烧产品	营业收入 (亿元)	2.47	5.50	11.55
	毛利率 (%)	37.2%	34%	34%
微油点火系统产品	营业收入 (亿元)	0.52	0.77	0.92
	毛利率 (%)	39.9%	30%	30%

数据来源: 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		