

龙源技术（300105）\电力设备与新能源

火改龙头新签调峰大单，关联合同额印证景气度

事件：

2022年11月30日，公司发布《关于签署国能宁夏灵武发电有限公司新建银川供热应急热源及调峰项目BOT项目合同暨关联交易的公告》、《关于调整公司2022年度日常性关联交易额度的公告》、《2023年度日常性关联交易预计公告》等：新签《国能宁夏灵武发电有限公司新建银川供热应急热源及调峰项目BOT项目合同》，销售合同总金额不超过1.8亿元，并调增2022年关联销售交易合同额度至10.9亿元，同时预计2023年关联销售交易合同金额不超过11.4亿元。

➤ 新签电极锅炉热电解耦大单，深度介入火电改造各主要环节

项目装设8台50MW电极式热水锅炉，设置1个1000m³的常压热水储热罐，电锅炉总规模为400MW，工程造价不超过17985万元，工期4个月内，采用BOT模式，运营期10年或全投资内部收益率达到16%之日止，项目收入=调峰耗电量*(度电补偿收入-0.33元/kWh)。假设年利用小时数为1100h，根据我们的测算，10年运营期IRR要达到16%，度电补偿收入至少应为0.415元/kWh。

根据《宁夏电力辅助服务市场运营规则》（西北能监市场[2021]14号）规定，深度调峰交易负荷率小于40%时的报价范围为0.35-0.75元/kWh，我们认为0.415元/kWh以上的度电补偿收入较为容易达成，项目有望于10年内达到回报并移交业主。

作为火电锅炉侧改造的龙头公司，此次合同拓宽了公司灵活性改造的技术路线，有望使公司进一步受益于火电灵活性改造趋势。同时此次合同约定的16%全投资内部收益率也进一步证明火电灵活性改造具备经济效益，有望率先受益于电力市场化趋势。

➤ 关联销售交易额度再次调增，行业景气度或正在上行

2022年4月初，公司发布《2022年度日常性关联交易预计公告》，预计当年关联销售合同总额不超过人民币6.1亿元，8月底，公司发布《关于调整公司2022年度日常性关联交易额度的公告》，调增关联销售额度至8.26亿元。今日接近年底，公司再次发布《关于调整公司2022年度日常性关联交易额度的公告》，调增关联销售额度至10.9亿元。公司2021年新签EPC/EP订单总计6.7亿元，2020年新签EPC/EP订单总计4.3亿元。

这不仅为公司上市以来首次年内两度调增关联交易额度，同时也是2015年以来，关联销售额度首次超10亿元。公司还首次于年末预计了次年关联销售交易额度不超过11.4亿元。公司历史关联销售收入占营收的最大比例为2020年的73.3%。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为7.82/13.65/23.33亿元，对应增速分别为44.27%/74.7%/70.88%，净利润分别为1.07/1.46/3.42亿元，对应增速分别为1698.21%/36.59%/133.68%，对应PE分别为40/30/12倍，EPS分别为0.21/0.28/0.66元/股，2年CAGR为78.65%。我们给予公司23年43倍PE，维持目标价12元，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：火电新建规模不及预期；市场竞争加剧；关联交易风险

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

电源设备

买入（维持评级）

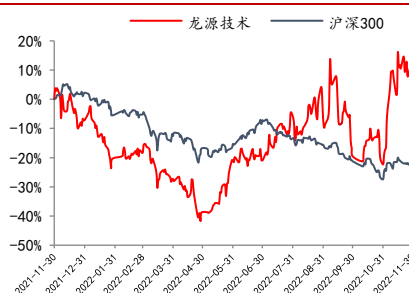
8.18元

12元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	519/513
流通A股市值（百万元）	4,198
每股净资产（元）	3.63
资产负债率（%）	21.58
一年内最高/最低（元）	8.99/4.11

股价相对走势



分析师：贺朝晖

执业证书编号：S0590521100002

邮箱：hezhang@glsc.com.cn

联系人 袁澎

邮箱：yuanp@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《<电力现货市场基本规则(征求意见稿)>点评：电力现货时代加速开启》2022.11.28
- 2、《龙源技术（300105）\电力设备与新能源行业火电“先立”助力燃烧龙头迎来业绩拐点》2022.11.23

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	458	542	782	1365	2333
增长率 (%)	-10.72%	18.22%	44.27%	74.70%	70.88%
EBITDA (百万元)	6	-7	105	153	375
归母净利润 (百万元)	10	6	107	146	341
增长率 (%)	-29.95%	-39.29%	1698.21%	36.59%	133.68%
EPS (元/股)	0.02	0.01	0.21	0.28	0.66
市盈率 (P/E)	433.4	713.8	39.7	29.1	12.4
市净率 (P/B)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.8
EV/EBITDA	202.7	-337.5	28.4	18.7	7.0

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2022 年 11 月 30 日收盘价

本报告仅供
 ybjieshou@eastmoney.com
 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1135	1211	1384	1613	2027	营业收入	458	542	782	1365	2333
应收账款+票据	578	517	557	729	959	营业成本	371	438	602	1031	1734
预付账款	34	61	75	112	160	税金及附加	5	6	8	15	25
存货	176	184	231	367	570	营业费用	38	41	45	53	62
其他	127	7	23	40	68	管理费用	93	93	102	121	143
流动资产合计	2050	1980	2269	2861	3783	财务费用	-29	-36	-36	-41	-50
长期股权投资	0	78	78	78	78	资产减值损失	-1	-4	-8	-11	-12
固定资产	121	141	128	115	102	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
在建工程	15	0	0	0	0	投资净收益	18	2	0	0	0
无形资产	46	48	46	43	40	其他	10	8	66	-6	-7
其他非流动资产	27	83	39	17	14	营业利润	8	5	118	171	401
非流动资产合计	208	351	291	253	234	营业外净收益	2	1	1	1	1
资产总计	2258	2330	2561	3114	4018	利润总额	10	6	119	172	402
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	0	0	12	26	60
应付账款+票据	302	331	379	537	760	净利润	10	6	107	146	341
其他	84	175	272	537	910	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	387	505	652	1074	1670	归属于母公司净利润	10	6	107	146	341
长期带息负债	0	0	0	0	0	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	13	11	11	11	11	成长能力					
非流动负债合计	13	11	11	11	11	营业收入	-10.72%	18.22%	44.27%	74.70%	70.88%
负债合计	399	517	663	1085	1681	EBIT	-362.28%	-61.38%	373.36%	57.10%	169.04%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-84.44%	-228.24%	1554.50%	45.62%	144.36%
股本	513	522	519	519	519	归母净利润	-29.95%	-39.29%	1698.21%	36.59%	133.68%
资本公积	677	702	693	693	693	获利能力					
留存收益	669	590	686	817	1125	毛利率	18.95%	19.13%	22.97%	24.51%	25.68%
股东权益合计	1859	1814	1898	2029	2336	净利率	2.14%	1.10%	13.68%	10.70%	14.63%
负债和股东权益总计	2258	2330	2561	3114	4018	ROE	0.53%	0.33%	5.64%	7.20%	14.61%
						ROIC	-1.19%	-4.15%	1.77%	17.04%	45.93%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债	17.69%	22.17%	25.89%	34.84%	41.85%
净利润	10	6	107	146	341	流动比率	5.3	3.9	3.5	2.7	2.3
折旧摊销	25	23	22	23	23	速动比率	4.6	3.4	3.0	2.2	1.8
财务费用	-29	-36	-36	-41	-50	营运能力					
存货减少	-38	-8	-47	-136	-203	应收账款周转率	1.1	1.3	1.8	2.6	3.7
营运资金变动	5	30	30	59	88	存货周转率	2.1	2.4	2.6	2.8	3.0
其它	51	44	28	157	204	总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6
经营活动现金流	23	59	104	208	404	每股指标(元)					
资本支出	-26	-8	-5	-5	-5	每股收益	0.0	0.0	0.2	0.3	0.7
长期投资	1022	19	0	0	0	每股经营现金流	0.0	0.1	0.2	0.4	0.8
其他	-865	-85	61	-1	-1	每股净资产	3.6	3.5	3.7	3.9	4.5
投资活动现金流	130	-74	57	-5	-5	估值比率					
债权融资	0	0	0	0	0	市盈率	433.4	713.8	39.7	29.1	12.4
股权融资	0	9	-3	0	0	市净率	2.3	2.3	2.2	2.1	1.8
其他	-103	-27	16	27	16	EV/EBITDA	202.7	(337.5)	28.4	18.7	7.0
筹资活动现金流	-103	-18	13	26	16	EV/EBIT	(60.7)	(80.3)	36.0	21.9	7.4
现金净增加额	50	-33	173	229	414						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2022 年 11 月 30 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/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，国联证券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。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695