



石油/能源

双良节能 (600481)

热电大额订单签订 转型预期愈发强烈

——双良节能中标 4.46 亿大额订单点评

	黄琨 (分析师)	吕娟 (分析师)	王浩 (分析师)
	021-38674935	021-38676139	0755-23976068
	huangkun010844@gtjas.co	lvjuan@gtjas.com	wanghao013539@gtjas.com
证书编号	S0880513080005	S0880511010047	S0880513090004

本报告导读:

公告子公司恒力电力与兴尔泰化工集团签署 4.46 亿元供热项目总承包合同, 判断公司后续将借助恒力电力打造热电系统集成总承包服务平台。增持。

投资要点:

结论: 公告子公司恒力电力与兴尔泰化工集团签署 4.46 亿元供热项目总承包合同, 判断公司后续将借助恒力电力打造热电系统集成总承包服务平台, 公司目前股价安全边际足够高, 战略转型打开成长空间, 维持 2014-16 年 EPS 0.41、0.70、1.03 元不变, 维持目标价 15.05 元不变, 增持。

点评: ①合同主要为兴尔泰提供热蒸汽总包工程服务, 是子公司恒力电力独立开展的业务, 设备均为外购, 合同总金额为 4.46 亿元, 是子公司首次斩获的大额总包工程, 按照 8% 利润率和母公司占比 60% 计算, 预计贡献利润 2140 万元; ②恒力电力主要从事热电工程设计和总包服务, 具备电力行业 (火电发电 (含核电站常规岛设计)) 专业甲级和电力行业 (变电工程、送电工程、新能源发电)、市政行业 (热力工程) 专业乙级资质, 可从事资质证书许可范围内相应的建设工程总承包业务以及项目管理和相关的技术与管理服务; ③双良节能立志转型为节能节水系统总承包提供商, 此次中标大单表明子公司已具备较强的热电总承包能力, 判断公司后续将借助恒力电力打造热电系统集成总承包服务平台。

股价安全边际足够高, 战略转型打开成长空间: ①化工业务剥离决心坚决, 将通过新三板上市交易; ②立志转型为节能节水系统总承包提供商, 判断将在节能环保方向外延发展; ③股价具备足够安全边际, 不考虑化工和集中供热业务, 仅相当于机械 2015 年 20 多倍估值, 属于低估值环保股。

催化剂: 外延式发展、节能节水政策出台。

风险提示: 战略转型拓展不顺。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,823	6,559	7,069	7,816	8,562
(-)%	13.5%	12.6%	7.8%	10.6%	9.5%
经营利润 (EBIT)	236	697	368	648	966
(+/-)%	-19.4%	195.4%	-47.2%	76.1%	49.3%
净利润	216	520	333	565	836
(+/-)%	39.4%	141.1%	-36.0%	69.8%	47.9%
每股净收益 (元)	0.27	0.64	0.41	0.70	1.03
每股股利 (元)	0.25	0.30	0.08	0.14	0.21

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	7.8%	14.3%	8.7%	11.7%	14.5%
净资产收益率 (%)	9.9%	20.9%	12.9%	18.3%	22.0%
投入资本回报率 (%)	8.5%	23.0%	11.1%	19.5%	31.2%
EV/EBITDA	20.0	9.6	14.7	9.9	7.3
市盈率	40.9	17.0	26.5	15.6	10.6
股息率 (%)	2.3%	2.7%	0.75%	1.28%	1.89%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.05

上次预测: 15.05

当前价格: 10.91

2014.11.09

交易数据

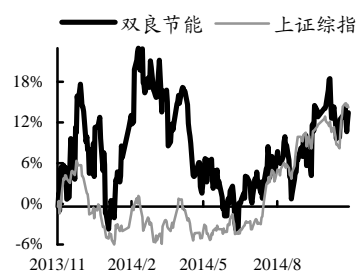
52 周内股价区间 (元)	9.16-12.80
总市值 (百万元)	8,838
总股本/流通 A 股 (百万股)	810/810
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	17.95
日均成交值 (百万元)	190.32

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,205
每股净资产	2.72
市净率	4.0
净负债率	38.82%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.05	0.08
Q2	0.13	0.11
Q3	0.24	0.11
Q4	0.23	0.12
全年	0.64	0.41

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	9%	21%
相对指数	-2%	-2%	6%

相关报告

- 《业绩低于预期 转型步伐加快》2014.10.28
- 《机械利润翻番 BOT 运营好转》2014.04.28
- 《京津冀燃煤锅炉改造加快 澳冷机成长提速》2014.03.28
- 《业绩超预期 未来成长看机械》2014.02.24
- 《三季度业绩远超预期 全年高增长提前兑现》2014.09.26

模型更新时间: 2014.11.09

股票研究

能源
石油

双良节能 (600481)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 15.05

上次预测: 15.05

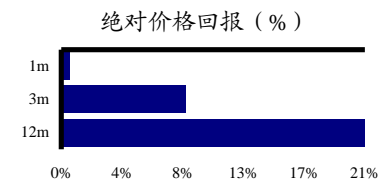
当前价格: 10.91

公司网址

www.shuangliang.com

公司简介

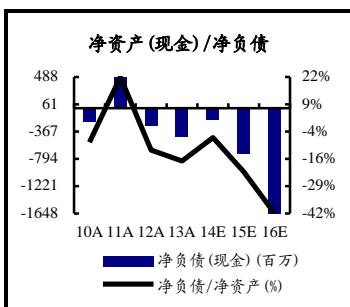
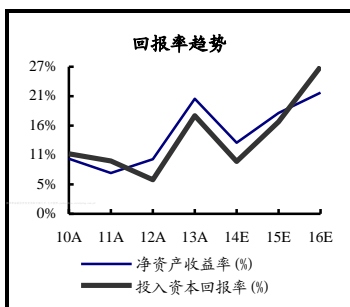
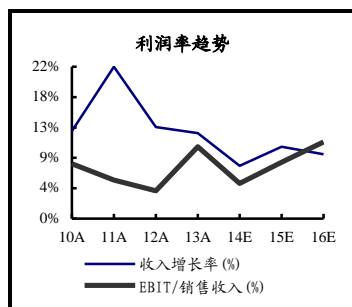
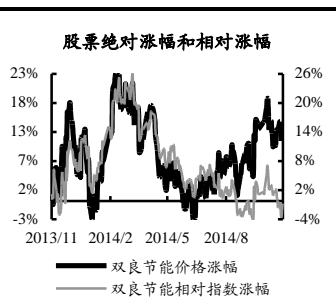
公司是中国中央空调行业的领导企业之一, 主要产品有溴化锂吸收式空调机组(蒸汽型、直燃型、热水型、烟气型)、空冷器、热管换热器、海水淡化等四大类 300 多个品种, 以及 HRH/HRC 余热利用技术, 提供制冷/供热服务的同时, 全面满足电力不足地区节电需求、高能耗企业节能降耗需求、缺水地区的节水需求以及沿海地区的淡水需求, 并有效减少 CO₂、SO₂ 排放, 实现节能环保。公司主要为航天、电子、冶金等行业以及宾馆、办公楼等民用建筑提供完整的中央空调系统设备。



52 周价格范围 9.16-12.80
市值 (百万) 8,838

财务预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表							
营业收入	4,192	5,132	5,823	6,559	7,069	7,816	8,562
营业成本	3,527	4,412	4,988	5,357	6,157	6,503	6,859
税金及附加	4	19	31	25	27	41	45
营业费用	157	211	249	226	247	281	308
管理费用	145	178	202	222	247	313	342
EBIT	341	293	236	697	368	648	966
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	-3	0	0	0
财务费用	54	92	99	130	127	134	135
营业利润	287	201	137	568	241	514	831
所得税	45	33	73	164	56	96	141
少数股东损益	14	4	-20	41	2	3	4
净利润	231	155	216	520	333	565	836
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	1,119	744	1,555	1,434	558	1,144	2,070
其他流动资产	1,665	1,713	2,191	2,321	2,584	2,810	3,010
长期投资	180	141	147	168	156	159	159
固定资产合计	1,971	2,321	2,482	2,912	3,010	3,023	2,782
无形及其他资产	259	399	459	440	299	277	250
资产合计	5,194	5,319	6,836	7,298	6,641	7,459	8,332
流动负债	1,941	2,882	3,042	3,233	2,631	2,816	2,983
长期负债	810	210	1,502	1,423	1,277	1,408	1,387
股东权益	2,443	2,227	2,292	2,642	2,733	3,235	3,962
投入资本(IC)	2,641	2,517	2,761	3,036	3,304	3,325	3,094
现金流量表							
NOPLAT	288	242	172	539	315	554	827
折旧与摊销	138	161	217	242	247	267	278
流动资金增量	15	(498)	154	(222)	225	39	33
资本支出	355	352	251	362	361	263	13
自由现金流	797	256	794	921	1,148	1,123	1,153
经营现金流	(44)	437	423	779	589	972	1,231
投资现金流	(340)	(194)	(352)	(325)	(371)	(292)	(40)
融资现金流	830	(827)	731	(704)	(1,093)	(94)	(264)
现金流净增加额	446	(584)	802	(249)	(876)	586	926
财务指标							
成长性							
收入增长率	12.9%	22.4%	13.5%	12.6%	7.8%	10.6%	9.5%
EBIT 增长率	-31.8%	-14.1%	-19.4%	195.4%	-47.2%	76.1%	49.3%
净利润增长率	-34.9%	-33.0%	39.4%	141.1%	-36.0%	69.8%	47.9%
利润率							
毛利率	15.9%	14.0%	14.3%	18.3%	12.9%	16.8%	19.9%
EBIT 率	8.1%	5.7%	4.1%	10.6%	5.2%	8.3%	11.3%
净利润率	5.5%	3.0%	3.7%	7.9%	4.7%	7.2%	9.8%
收益率							
净资产收益率(ROE)	10.0%	7.4%	9.9%	20.9%	12.9%	18.3%	22.0%
总资产收益率(ROA)	4.5%	2.9%	3.2%	7.1%	5.0%	7.6%	10.0%
投入资本回报率(ROIC)	10.9%	9.6%	6.2%	17.8%	9.5%	16.7%	26.7%
运营能力							
存货周转天数	56	52	59	66	64	66	66
应收账款周转天数	42	42	40	39	39	39	39
总资产周转天数	393	374	381	393	360	329	337
净利润现金含量	(0.19)	2.82	1.96	1.50	1.77	1.72	1.47
资本支出/收入	8.47%	6.85%	4.31%	5.51%	5.11%	3.36%	0.16%
偿债能力							
资产负债率	53.0%	58.1%	66.5%	63.8%	58.8%	56.6%	52.5%
净负债率	-8.5%	21.9%	-12.1%	-17.2%	-6.3%	-22.2%	-41.6%
估值比率							
PE	38.2	57.1	40.9	17.0	26.5	15.6	10.6
PB	3.8	4.2	4.1	3.5	3.4	2.9	2.3
EV/EBITDA	18.9	20.0	20.0	9.6	14.7	9.9	7.3
P/S	2.11	1.72	1.52	1.35	1.25	1.13	1.03
股息率	2.7%	1.4%	2.3%	2.7%	0.8%	1.3%	1.9%



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		