

双良节能 (600481) \ 机械设备

——空冷系统再中大单，市场持续拓展

事件：

公司公告，公司、建研科技股份有限公司与河南省第二建设集团有限公司联合体中标《国电双维电厂新建工程项目钢结构间冷塔及间冷系统EPC总承包》项目。

投资要点：

➤ 空冷系统再中大单，彰显强劲的拿单实力

此次中标项目为国家能源投资集团有限责任公司发起的国电双维电厂新建工程项目钢结构间冷塔及间冷系统EPC总承包项目，是国家能源投资集团有限责任公司第一个空冷项目，项目金额3.78亿元。项目建成后，将会是全球空冷业务领域最高最大钢塔项目、第一个1000MW级钢结构间冷系统项目，同时也是第一个全方位落地的智慧空冷项目。公司负责钢结构间冷系统设备的设计、供货，本次中标标志着公司全钢结构空冷塔及间冷系统得到优质客户认可，有助于公司进一步提高市场占有率及市场影响力，良好的示范效应有利于促进公司在空冷领域业务的拓展及持续盈利能力的提升。公司一直致力于全钢结构间接空冷塔的技术研究，目前已经完成华能集团宁夏大坝电厂、陕能集团麟游电厂、蒙能集团锡林热电、信友集团新疆奇台电厂四个项目五座钢结构间冷塔，其中七台机组如今已通过168小时试运行，顺利移交转入商业运营。如果此次项目顺利实施，再次彰显公司在空冷领域的核心竞争优势。

➤ 继续维持推荐评级

我们维持19-21年的EPS分别为0.18、0.22、0.29元，对应PE分别为20、16、13倍，公司空冷系统的竞争优势明显，拿单实力强劲，看好公司的发展，继续维持推荐评级。

➤ 风险提示

项目进展不达预期的风险，盈利能力下滑的风险

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,718.36	2,505.07	3,182.49	3,928.01	5,136.07
增长率 (%)	-14.69%	45.78%	27.04%	23.43%	30.75%
EBITDA (百万元)	209.71	367.87	438.32	531.73	683.52
净利润 (百万元)	88.03	248.17	300.38	365.03	474.79
增长率 (%)	-45.44%	181.91%	21.04%	21.52%	30.07%
EPS (元/股)	0.05	0.15	0.18	0.22	0.29
市盈率 (P/E)	68.08	24.15	19.95	16.42	12.62
市净率 (P/B)	2.90	2.66	2.45	2.22	1.99
EV/EBITDA	28.73	17.35	17.76	14.06	13.45

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**3.66元**
 目标价格：**元**

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,637/1,627
流通A股市值 (百万元)	5,953
每股净资产 (元)	1.38
资产负债率 (%)	41.75
一年内最高/最低 (元)	5.28/3.00

一年内股价相对走势



马宝德 分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

相关报告

- 《双良节能 (600481) \ 机械设备行业》
2019.06.27
- 《双良节能 (600481) \ 机械设备行业》
2019.04.24
- 《双良节能 (600481) \ 机械设备行业》
2019.04.02

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,304.5	1,048.6	1,686.7	2,081.8	2,722.1	营业收入	1,718.3	2,505.0	3,182.4	3,928.0	5,136.0
应收账款+票据	1,030.6	1,180.0	2,364.4	2,010.4	3,709.9	营业成本	1,202.2	1,774.8	2,374.1	2,963.3	3,899.3
预付账款	114.88	129.11	197.26	210.11	325.93	营业税金及附加	18.30	23.17	29.43	35.35	48.79
存货	457.78	417.88	987.14	766.57	1,541.0	营业费用	200.55	217.38	276.16	333.88	451.97
其他	5.65	5.58	5.58	5.58	5.58	管理费用	221.32	123.07	156.35	184.62	241.40
流动资产合计	2,917.5	2,787.9	5,247.7	5,081.1	8,311.2	财务费用	42.06	-0.52	32.99	52.83	80.53
长期股权投资	127.40	303.03	303.03	303.03	303.03	资产减值损失	-18.80	-7.38	-10.00	-30.00	-75.00
固定资产	492.90	464.67	439.91	407.45	417.99	公允价值变动收益	0.51	3.13	3.00	5.00	10.00
在建工程	43.55	24.70	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	-84.94	0.00	0.00	0.00
无形资产	96.76	94.29	87.72	81.14	74.57	其他	0.00	-84.94	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	71.30	98.38	97.71	97.03	96.36	营业利润	53.22	207.77	326.41	392.99	499.07
非流动资产合计	831.91	985.07	928.36	888.65	891.94	营业外净收益	49.80	100.55	15.00	22.00	40.00
资产总计	3,749.4	3,773.0	6,176.1	5,969.8	9,203.1	利润总额	103.01	308.33	341.41	414.99	539.07
短期借款	530.00	428.47	1,843.6	1,548.5	3,278.8	所得税	17.47	55.80	51.51	62.70	80.86
应付账款+票据	427.68	492.62	1,129.5	895.19	1,769.0	净利润	85.55	252.53	289.90	352.29	458.21
其他	705.02	574.89	735.05	826.16	1,153.6	少数股东损益	-2.49	4.36	-10.49	-12.74	-16.57
流动负债合计	1,662.7	1,495.9	3,708.2	3,269.8	6,201.5	归属于母公司净利	88.03	248.17	300.38	365.03	474.79
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.83	1.57	1.57	1.57	1.57	成长能力					
非流动负债合计	0.83	1.57	1.57	1.57	1.57	营业收入	-14.69%	45.78%	27.04%	23.43%	30.75%
负债合计	1,663.5	1,497.5	3,709.8	3,271.4	6,203.1	EBIT	-42.24%	122.66	21.48%	24.80%	32.29%
少数股东权益	21.08	26.61	16.13	3.38	-13.19	EBITDA	-39.63%	75.42%	19.15%	21.31%	28.55%
股本	1,620.5	1,637.5	1,637.5	1,637.5	1,637.5	归属于母公司净利	-45.44%	181.91	21.04%	21.52%	30.07%
资本公积	1.55	-2.09	-2.09	-2.09	-2.09	获利能力					
留存收益	442.78	613.44	814.83	1,059.5	1,377.8	毛利率	30.04%	29.15%	25.40%	24.56%	24.08%
股东权益合计	2,085.9	2,275.4	2,466.3	2,698.3	3,000.0	净利率	4.98%	10.08%	9.11%	8.97%	8.92%
负债和股东权益总	3,749.4	3,773.0	6,176.1	5,969.8	9,203.1	ROE	4.26%	11.04%	12.26%	13.54%	15.76%
现金流量表						ROIC	4.63%	10.90%	11.37%	8.69%	11.39%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	69.60	256.41	274.90	329.79	415.71	资产负债率	44.37%	39.69%	60.07%	54.80%	67.40%
折旧摊销	70.48	57.86	61.71	61.71	61.71	流动比率	1.75	1.86	1.42	1.55	1.34
财务费用	57.81	11.15	35.19	55.03	82.73	速动比率	1.48	1.58	1.15	1.32	1.09
存货减少	-76.74	38.66	-569.26	220.57	-774.47	营运能力					
营运资金变动	334.07	-57.52	-455.49	198.00	-614.01	应收账款周转率	1.80	2.23	1.47	2.08	1.51
其它	-19.93	-10.97	-10.00	-30.00	-75.00	存货周转率	2.63	4.25	2.41	3.87	2.53
经营活动现金流	435.29	295.59	-662.95	835.10	-903.33	总资产周转率	0.46	0.66	0.52	0.66	0.56
资本支出	47.39	45.63	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	21.15	180.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.05	0.15	0.18	0.22	0.29
其他	196.01	6.78	20.00	30.50	52.50	每股经营现金流	0.27	0.18	-0.40	0.51	-0.55
投资活动现金流	127.47	-218.85	20.00	30.50	52.50	每股净资产	1.26	1.37	1.50	1.65	1.84
债权融资	-449.30	-292.89	1,415.2	-295.13	1,730.3	估值比率					
股权融资	1.80	35.04	0.00	0.00	0.00	市盈率	68.08	24.15	19.95	16.42	12.62
其他	-194.33	-99.10	-134.19	-175.34	-239.21	市净率	2.90	2.66	2.45	2.22	1.99
筹资活动现金流	-641.83	-356.95	1,281.0	-470.47	1,491.1	EV/EBITDA	28.73	17.35	17.76	14.06	13.45
现金净增加额	-72.52	-273.58	638.06	395.13	640.27	EV/EBIT	43.27	20.59	20.68	15.91	14.78

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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、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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 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：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210