

双良节能（600481） 综合类行业

—业绩同比大幅下滑

2010 年 8 月 9 日

投资评级	中性	公司评级	A	收盘价	15.77	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：

公司周末发布 2010 年中期报告，报告期内，公司共实现营业收入 194,066.29 万元，较上年同期比上升 16.86%，实现净利润 9,598.01 万元，较上年同期比下降了 37.99%。实现基本每股收益 0.12 元。

结论：

公司上半年业绩，同比大幅下滑，主要原因：第一、化工业务主要受国际原油价格大幅波动的影响，公司苯乙烯产品的毛利率出现较大幅度下滑，公司苯乙烯业务利润同比锐减；第二、机械业务受累全球经济的持续低迷，空冷机和高效换热器产品订单锐减，收入同比大幅下滑，仅有溴化锂制冷机受国家节能减排政策的刺激同比实现大幅增长。目前，公司全球经济仍不明朗，公司业务短期内仍难以放量增长。

正文：

- ◆ **化工业务进一步拖低公司盈利能力** 公司化工业务占主营业务收入 70%以上，机械业务占公司主营业务约 30%，但机械业务毛利占主营业务毛利 80%，化工业务偏低的毛利率一直是拖累公司综合毛利率水平的主要因素，报告期内，公司综合毛利率为 16.19%，同比下降 4.38 个百分点，主要原因是，化工业务毛利率同比下滑 5.89 个百分点。化工业务毛利率的大幅下滑，进一步拖低公司的盈利能力。
- ◆ **机械业务后续增长潜力较大** 报告期内，公司机械业务实现营业收入 58,193.32 万元，与上年同期相比下降了 14.61 %。公司溴化锂制冷机业务是报告期内唯一实现同比增长的子业务，溴化锂制冷机的增长主要受国家节能减排政策的刺激，节能减排概念符合未来工业发展的方向，这部分需求将快速上升，溴化锂制冷机将成为公司中长期的主要增长点；空冷器与高效换热器受多重因素影响收入同比大幅下滑，但盈利能力同比大幅提升，产品设计及性能方面有较大的提升，报告期内，毛利率分别同比提升 4.56 和 12.16 个百分点。
- ◆ **估值与投资建议** 我们预计公司 2010/2011/2012 年将分别实现每股收益 0.27/0.44/0.57 元，公司业绩受国内外宏观经济环境景响较大，随着国内外经济环境的日趋明朗，我们认为，公司未来几年机械产品将会是一个逐渐放量增长的过程，机械产品收入占比的不断提升，将使公司同样迎来内生式增长期，公司 2011 年估值相对偏高，暂时给予公司“中性”投资评级。

联系方式

研究员：	邹翠利
执业证书编号：	S0020109061421
电 话：	021-51097188-1922
电 邮：	zoucuili@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

附表 财务估值报表

资产负债表					利润表				
		单位:百万元					单位:百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1886	2003	2290	2719	营业收入	3713	4269	5123	6148
现金	646	640	631	772	营业成本	2931	3586	4201	4918
应收账款	309	323	401	476	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	65	71	87	103	营业费用	147	171	204	245
预付账款	111	118	145	167	管理费用	123	141	160	198
存货	557	613	745	862	财务费用	35	33	35	31
其他	198	238	281	339	资产减值损失	6	7	7	7
非流动资产	1947	1931	1975	1988	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	148	139	142	141	投资净收益	-3	-2	-2	-2
固定资产	1403	1514	1582	1618	营业利润	465	326	509	741
无形资产	114	137	164	190	营业外收入	1	1	1	1
其他	282	142	86	39	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	3833	3935	4264	4707	利润总额	460	320	504	735
流动负债	1560	1709	1856	1985	所得税	47	48	76	110
短期借款	537	552	547	549	净利润	413	272	428	625
应付账款	277	342	407	423	少数股东损益	58	32	50	74
其他	746	815	902	1013	归属母公司净利润	355	240	378	552
非流动负债	19	-132	-282	-432	EBITDA	627	474	672	910
长期借款	13	-137	-287	-437	EPS (元)	0.53	0.30	0.47	0.68
其他	6	6	6	6	主要财务比率				
负债合计	1579	1577	1575	1553	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	150	182	233	306	成长能力				
股本	675	810	810	810	营业收入	-5.2%	15.0%	20.0%	20.0%
资本公积	971	836	836	836	营业利润	274.8%	-29.9%	56.3%	45.5%
留存收益	457	529	811	1202	归属于母公司净利润	237.2%	-32.3%	57.2%	46.0%
归属母公司股东权益	2104	2175	2457	2848	获利能力				
负债和股东权益	3833	3935	4264	4707	毛利率	21.1%	16.0%	18.0%	20.0%
现金流量表					净利率	9.6%	5.6%	7.4%	9.0%
		单位:百万元			ROE	16.9%	11.0%	15.4%	19.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	22.6%	16.5%	23.4%	31.1%
经营活动现金流	383	457	473	656	偿债能力				
净利润	413	272	428	625	资产负债率	41.2%	40.1%	36.9%	33.0%
折旧摊销	127	115	127	138	净负债比率	47.81%	38.98%	29.21%	20.07%
财务费用	35	33	35	31	流动比率	1.21	1.17	1.23	1.37
投资损失	3	2	2	2	速动比率	0.85	0.81	0.83	0.93
营运资金变动	-206	25	-141	-162	营运能力				
其它	13	9	20	22	总资产周转率	0.99	1.10	1.25	1.37
投资活动现金流	-166	-121	-196	-175	应收账款周转率	11	11	11	11
资本支出	142	84	142	127	应付账款周转率	12.69	11.59	11.22	11.85
长期投资	-30	-10	3	-1	每股指标 (元)				
其他	-54	-46	-51	-49	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.30	0.47	0.68
筹资活动现金流	-324	-342	-286	-340	每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.56	0.58	0.81
短期借款	-43	14	-5	2	每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.69	3.03	3.52
长期借款	-192	-150	-150	-150	估值比率				
普通股增加	0	135	0	0	P/E	29.98	53.17	33.81	23.16
资本公积增加	0	-135	0	0	P/B	5.06	5.87	5.20	4.49
其他	-89	-206	-131	-192	EV/EBITDA	21	27	19	14
现金净增加额	-105	-5	-9	141					

资料来源：国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn