

合同能源管理迈出实质性一步

事件：双良节能系统股份有限公司经营管理层审议通过，公司以自有资金出资设立江苏双良合同能源管理有限公司注册资本 5000 万元，公司以现金方式出资 5000 万元，占注册资本的 100%。

我们的观点：

- **双良节能的合同能源管理迈开了实质性的一步。**。双良合同能源的主要经营业务包括：合同能源管理；节能项目投资；工业余热利用；节能系统工程的诊断、设计、改造、运营。之前，我们一直希望双良节能公司能在合同能源管理方面有所突破，本次江苏双良合同能源管理有限公司额成立，表明公司在合同能源管理方面已经做好充分的准备。我们相信公司已经解决了法律、资金等方面的障碍，公司的合同能源管理有望进入实质运作阶段。
- **合同能源管理公司的成立将带动公司溴冷余热利用机组的销售。**双良节能为浙江恒盛化纤所建工程使用的“聚酯化纤维酯化工艺余热制冷技术”已经被列入《国家重点节能推广目录（第二批）》中，而公司此前成功研发的应用于热电余热供暖的国内首创世界最大 6×30MW 吸收式热泵机组运行情况一直良好。但是由于公司溴冷机下游客户内部决策的原因，溴冷余热利用的推进速度一直差强人意。我们相信在合同能源管理公司成立后，以合同能源管理的形式，将使得溴冷余热利用能更容易被下游客户所接受，我们认为合同能源管理公司的成立将带动公司溴冷机余热利用机组的销售。
- **双良节能下半年的苯乙烯以及空冷器业务可能超预期。**公司上半年苯乙烯业务的毛利率仅为 4.89%，但是我们认为下半年苯乙烯业务毛利率恢复到 7% 的毛利率是大概率事件。而空冷器方面，2010 年上半年，双良节能空冷器业务营收同比下降 52.63%，我们认为下半年可能迎来公司空冷器业务收入的集中释放。
- **维持公司买入的投资评级：**维持对公司 EPS2010 年 0.65 元，2011 年 0.87 元的盈利预测，维持公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888×6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888×6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

赵辰

石油与化工行业助理分析师

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
------	----	----	----	----	------

股价 (2010 年 9 月 3 日)	16.48 元
---------------------	---------

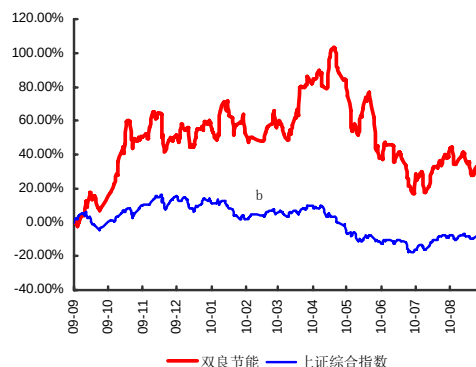
目标价格	30 元
------	------

总股本/A 股 (万股)	81008.3
--------------	---------

A 股市值 (百万元)	13350
-------------	-------

国家/地区	中国
-------	----

行业	化工
----	----



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.56%	3.38%	50.95%
相对表现 (%)	7.23%	-0.64%	60.33%

资料来源：WIND

财务预测				
(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-5%	45%	17%	26%
EBITA 同比	116%	32%	22%	26%
ROE	17%	29%	28%	28%
ROIC	19%	21%	22%	28%
EPS	0.53	0.65	0.87	1.18
每股净资产 (元)	3.12	2.21	3.08	4.25
P/E (X)	47.5	38.8	28.8	21.2
p/B(X)	8.0	11.3	8.1	5.9
营业收入同比	-5%	45%	17%	26%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：公司财务报表

	2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012
流动资产	1899	1886	2184	2527	3178	营业总收入	3915	3713	5381	6280	7935
现金	848	646	269	314	397	营业总成本	3788	3245	4765	5459	6842
应收票据	237	198	172	201	254	营业成本	3481	2931	4404	5073	6361
应收账款	239	309	301	352	444	销售费用	150	147	188	201	262
预付账款	80	111	506	583	731	管理费用	87	123	129	138	175
存货	438	557	881	1015	1272	财务费用	33	35	35	35	35
非流动资产	1782	1947	1917	2218	2105	其他经营收益	-2	-3	5	10	10
长期投资	119	148	148	148	148	投资净收益	-2	-3	5	10	10
固定资产	1428	1403	1403	1590	1765	营业利润	124	465	620	832	1103
在建工程	79	212	212	329	10	营业外收入减支出	-6	-6	-6	-6	-6
无形资产	115	144	144	144	159	利润总额	119	460	615	826	1097
资产合计	3681	3833	4101	4745	5430	减：所得税	24	47	92	124	143
应付项目	682	704	1057	1218	1527	净利润	95	413	523	702	955
付息负债	888	755	1254	1035	374	少数股东损益	-11	58	0	0	0
短期借款	581	537	563	169	-734	归属母公司净利润	105	355	523	702	955
长期付息负债	307	218	690	866	1104						
其他负债	115	120	0	0	0	成长能力					
负债合计	1685	1579	2311	2253	1969	营业收入同比	31%	-5%	45%	17%	26%
所有者权益	1996	2254	1790	2492	3447	EBI TA同比	13%	116%	32%	22%	26%
实收资本	675	675	810	810	810	归属母公司净利润同比	-17%	237%	47%	34%	36%
资本公积	971	971	971	971	971	利润水平					
留存收益	258	457	980	1682	2637	销售毛利率	11%	21%	18%	19%	20%
少数股东权益	92	150	0	0	0	销售净利率	2%	11%	10%	11%	12%
负债和权益合计	3681	3833	4101	4745	5430	整体绩效					
经营活动现金流	271	336	258	773	923	RCE	6%	17%	29%	28%	28%
净利润	95	413	523	702	955	ROI C	9%	19%	21%	22%	28%
折旧摊销	109	127	87	157	128	运营效率					
营运资金变动	66	-206	-347	-110	-206	应收账款周转率	20.5	13.5	17.6	19.2	19.9
投资活动现金流	-200	-295	-53	-448	-6	存货周转率	8.2	7.5	7.5	6.6	6.9
资本支出	-198	-265	-87	-460	-6	偿债能力					
长期投资	-2	-32	5	10	10	流动比率	1.4	1.3	1.3	1.8	3.9
筹资活动现金流	388	-243	-582	-267	-828	速动比率	1.1	0.9	0.8	1.1	2.3
短期借款	204	-43	26	-394	-1028	EBI TA / I	2.0	7.0	6.9	15.2	63.2
长期借款	-441	-89	473	175	239	资产负债率	46%	41%	56%	47%	36%
普通股增加	63	0	135	0	0	每股指标					
资本公积	805	0	0	0	0	EPS	0.16	0.53	0.65	0.87	1.18
其他	-243	-111	-1216	-37	-57	每股净资产	2.82	3.12	2.21	3.08	4.25
现金净增加额	460	-202	-377	45	83	P/E	160.3	47.5	38.8	28.8	21.2
						P/B	8.9	8.0	11.3	8.1	5.9

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn