



朱立民  
021-53519888-1907  
zhulimin@sigchina.com  
执业证书编号: S0870510120002

## 万事开头难 集中供热业务终有突破

## 基本数据 (11Q3)

报告日股价 (元)	9.05
12mth A 股价格区间 (元)	16.76/6.49
总股本 (百万股)	810.09
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	7331
每股净资产 (元)	2.53
PBR (X)	3.58
DPS (Y10, 元)	10 股派 3 元

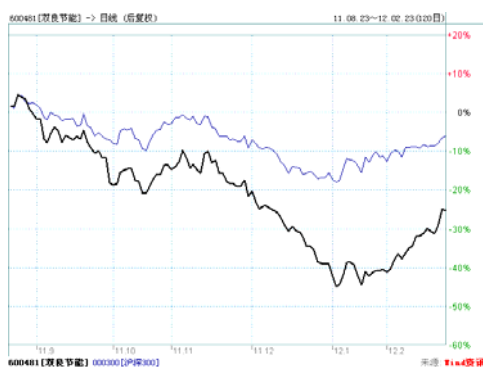
## 主要股东 (11Q3)

江苏双良集团有限公司	34.02%
STAR BOARD LIMITED	23.43%
华夏沪深 300 指数基金	1.58%
泰信先行策略基金	1.23%

## 收入结构 (11H1)

苯乙烷	68.50%
中央空调主机	17.11%
空冷器	11.18%
换热器	1.83%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM12-CT01

相关报告: 2011 年 8 月 4 日公司中报点评

首次报告日期: 2011-01-12

## ■ 公司动态:

## ■ 控股子公司与朔州签署《朔州市城镇供热特许经营协议》

双良节能 (600481) 2 月 23 日发布了“关于控股子公司签署《朔州市城镇供热特许经营协议》”的公告。公告称, 近日, 公司控股子公司山西双良再生能源开发利用有限公司 (公司持股 51%) 与朔州市住房保障和城乡建设管理局签署了《朔州市城镇供热特许经营协议》。

## 合同主要内容

## 1、特许经营权授予

朔州市住房保障和城乡建设管理局 (以下简称“甲方”) 自协议生效之日起, 授予山西双良再生能源开发利用有限公司 (以下简称“乙方”) 在协议约定期限和规定地域内, 独家享有供热业务的经营权利。

## 2、特许经营期限

协议之特许经营权有效期限为自协议生效之日起计 30 年。自 2012 年 1 月 18 日起至 2042 年 1 月 18 日止。

## 3、特许经营权地域

朔州市区七里河以南范围和朔州经济开发区内平朔铁路专用线以西、安泰街以南区域。七里河以北华电集团规划区域 (如果华电集团 2 × 300MW 热电联产机组 2012 年不能如期开工, 将其七里河以北规划供热区域纳入特许经营范围)。设计供热能力 2000 万平方米。

## 4、供热价格制定和调整

供热采暖价格由甲方所在城市人民政府统一定价, 其价格制定和调整须根据相关法律和国家政策组织制定并批准。乙方应严格遵照执行。

## ■ 合同对上市公司的影响

公司认为, 朔州市城镇供热项目是公司承接的首个溴化锂吸收式热泵在集中供热领域的运营项目, 该项目的实施丰富了公司业务模式, 为公司带来长期稳定的现金流入, 增强公司的持续盈利能力。

## ■ 主要观点:

## 万事开头难，集中供热业务终有突破

公司余热利用主导产品溴化锂制冷机产品和溴化锂吸收式热泵产品。2011 年上半年公司溴化锂制冷机（热泵）业务共实现收入 44579.80 万元，与上年同期同比增长 19.93%，毛利率同比下降 6.90 个百分点。

国家统计局 2 月 22 日公布的 2011 年国民经济和社会发展统计公报显示，根据初步核算，2011 年全国万元国内生产总值(GDP)能耗下降 2.01%，降幅比 2010 年收窄 2 个百分点。2011 年能源消费总量为 34.8 亿吨标准煤，比前一年增长 7%。其中，煤炭、原油、天然气、电力消费量分别增长 9.7%、2.7%、12.0%和 11.7%。

随着国家节能减排力度的不断加大、工业节能十二五规划等相关政策的陆续出台，工业节能市场需求将被逐步激发，未来工业余热利用特别是热泵机组在城市集中供热领域的应用将成为公司该项业务的主要增长点。同时，公司新成立的江苏双良合同能源管理公司也在积极运作，促成公司由制造销售节能设备向提供节能运营服务转型。

根据网络信息，朔州市城镇供热项目已早在 2011 年 5 月中旬开工，10 月份完成首期工程，并进入实际运行。作为双良节能首个承接的溴化锂吸收式热泵在集中供热领域的运营项目，朔州市城镇供热项目是少有的先开工建设、后签订供热特许经营协议的项目。这种状况既反映了公司对溴化锂吸收式热泵在集中供热领域运用的自信，也反映了朔州市政府部门对这项技术运用的慎重。

我们认为，《朔州市城镇供热特许经营协议》的签订对于双良节能具有标志性意义，朔州市城镇供热项目已经成为样本项目，项目的双方和未来潜在的甲方将对已经存在的朔州项目进行研究评价。我们预计，在不远的将来，山西其他地区政府部门将效仿朔州，积极推动溴化锂吸收式热泵在城镇集中供热领域的应用。

## 双良节能 2010 年年报显示已在多个城市开展合同能源管理

尽管节能产品市场需求旺盛，但双良节能并不安于仅仅成为一个节能设备的制造商。2010 年 9 月双良节能注资 5000 万元成立了全资控股的合同能源管理有限公司，开始向节能运营产业布局。

2010 年 10 月 10 日，公司全资子公司江苏双良合同能源管理有限公司与山西科莱再生能源开发利用有限公司签署相关增资协议，双良合同能源以货币资金 2,550 万元人民币认购山西科莱注册资本增资额 1041 万元，占增资后注册资本的 51%。山西科莱是一家专业从事水（地）源热泵供热系统工程建设和运营的企业。

2010 年 10 月 23 日，双良合同能源公司以货币资金 3,150 万元认购四联智能技术股份有限公司 14% 股权，四联智能技术股份有限公

司是一家为节能减排及新能源利用提供咨询、设计、实施、运营等全套解决方案的公司。

**表 1: 公司 2010 年年报披露设立的再生能源开发公司**

子公司全称	注册地	注册 资本	实际出 资额目余额	持股 比例	表决权 比例	少数股东 权益	少数股东权益中用于冲 减少数股东损益的金额
山西双良再生能源开发利用有限公司	太原市	2,041	2,550	51%	51%	1,509.64	229.86
太原市再生能源供热有限公司	太原市	500	500	100%	100%	-	
大同市再生能源供热有限公司	大同市	500	350	70%	70%	54.67	95.33
吕梁市再生能源供热有限公司	吕梁市	500	300	60%	60%	157.25	42.75
兴县再生能源供热有限公司	兴县	500	450	90%	90%	34.21	15.79
汾阳市再生能源供热有限公司	汾阳	100	70	70%	70%	26.36	3.64

**数据来源: 公司报告**

基于自己的溴化锂吸收式余热利用系统技术,双良节能的合同能源管理业务具备了技术领先、投资和运行成本低、投资回收期短等独特优势。日益增长的城市集中供热需求更为双良节能热电余热供暖合同能源管理业务创造了历史性机遇。未来合同能源管理业务将成为双良节能收入和盈利的又一重要贡献者。

## ■ 投资建议

由于公司在热电领域的集中供热项目通常在下半年确认收入、印度电站的空冷器项目大部分将在 2012 年确认收入,我们维持公司 2011 年和 2012 年的业绩预测。

公司可转债大部分回售对公司利润影响极其有限。政府对节能减排的政策支持力度进一步加强和对海水淡化产业的鼓励则构成了对公司业务发展的有力支持。鉴于公司的核心竞争力并未受到影响、节能机械项目国内外订单将纷至沓来、朔州集中供热项目的设备收益有望在 2011 年得到确认,我们认为公司的中期投资价值仍未体现在股价上,因此,维持给予公司的“跑赢大市”的投资评级。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,192	5,676	6,662	7,412
年增长率(%)	12.9%	35.4%	17.4%	11.3%
归属于母公司的净利润	231	326	662	812

年增长率 (%)	-34.9%	41.2%	102.7%	22.8%
每股收益 (元)	0.29	0.40	0.82	1.00
PER (X)	47.5	33.6	16.6	13.5

注: 2010 年 EPS 经过除权计算

**表 2: 双良节能 2011-2013 年利润表预测 (单位: 百万元)**

指标名称	2010 A	2011 E	2012 E	2013E
一、营业总收入	4,192	5,676	6,662	7,412
二、营业总成本	3,903	5,309	5,908	6,515
营业成本	3,527	4,776	5,196	5,631
营业税金及附加	4	13	18	24
销售费用	157	215	300	385
管理费用	145	219	290	357
财务费用	54	82	97	109
资产减值损失	17	5	8	10
三、其他经营收益				
投资净收益	-2	50	100	150
四、营业利润	287	418	853	1,047
加: 营业外收入	5	0	0	0
减: 营业外支出	2	0	0	0
五、利润总额	290	418	853	1,047
减: 所得税	45	82	168	211
六、净利润	245	335	685	836
减: 少数股东损益	14	9	23	23
归属于母公司所有者净利润	231	326	662	812
七、每股收益				
年末总股本 (百万股)	810.09	810.09	810.09	810.09
EPS (元)	0.29	0.40	0.82	1.00

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

**表 3: 同行业上市公司估值比较**

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
600481.SH	双良节能	9.05	0.29	0.40	0.82	1.00	31.7	22.6	11.0	9.1
002011.SZ	盾安环境	10.63	0.26	0.37	0.51	0.70	40.8	29.0	20.8	15.2
002534.SZ	杭锅股份	19.01	0.84	0.76	1.09	1.33	22.8	24.9	17.5	14.3
601369.SH	陕鼓动力	11.52	0.41	0.53	0.66	0.81	28.4	21.6	17.4	14.2
002255.SZ	海陆重工	30.05	0.98	1.17	1.53	1.81	30.8	25.6	19.7	16.6
600475.SH	华光股份	14.68	0.55	0.61	0.81	1.05	26.5	24.0	18.2	14.0
平均值							30.2	24.6	17.4	13.9

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (2月23日最新价)

## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。