

双良节能（600481）：毛利率下降明显 但长期发展确定
推荐（维持）
电气设备行业

当前股价：13.88 元

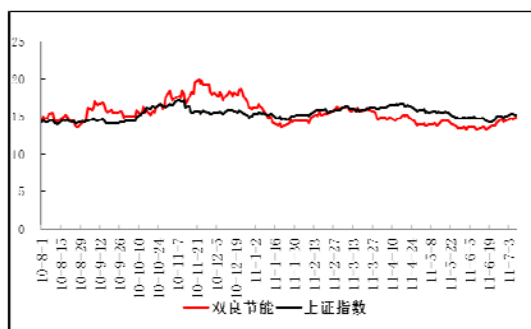
报告日期：2011 年 8 月 1 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,192	5,820	6,988	8,230
(+/-)	12.91%	38.83%	20.07%	17.77%
营业利润	287	457	708	948
(+/-)	-38.26%	58.95%	55.07%	33.92%
归属于母公司净利润	231	363	564	755
(+/-)	-34.89%	56.99%	55.28%	34.00%
每股收益（元）	0.29	0.45	0.70	0.93
市盈率（倍）	49	31	20	15

公司基本情况（2010 年）

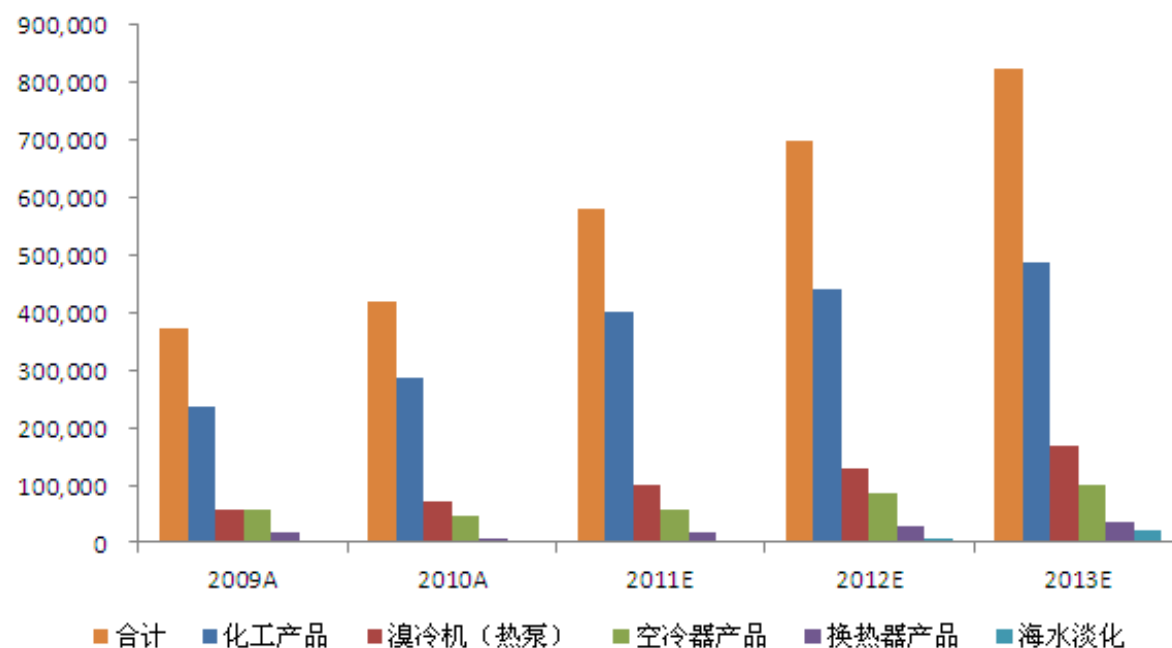
总股本/已流通股（万股）	81,009 / 81,009
流通市值（亿元）	112.44
每股净资产（元）	2.84
资产负债率（%）	52.96

股价表现（最近一年）


华鑫证券 研究发展部
 电气设备及节能环保研究员：郭运堂
 执业证书编号：S1050511070002
 服务热线：021-51793726
 服务邮箱：guoyt@cfsc.com.cn

- 2011 年 1-6 月，公司实现主营业务收入 24.95 亿元，同比增长 28.55%；营业利润 8592 万元，同比下降 29.60%；净利润 6908 万元，同比下降 28.02%；摊薄每股收益 0.09 元。
- 公司毛利率出现较大幅度下降。公司上半年毛利率 12.8%，比去年同期下降 3.4 个百分点。通过我们的分析发现，公司毛利下降的原因分为两个方面：低毛利的化工业务占比上升和溴冷机业务的毛利率下降。公司上半年化工业务在总业务中占比同比提高了 6.13%，而化工产品的毛利只有 4.96%。受电解铜价格上涨影响，公司溴冷机业务成本上升，今年上半年毛利率下降 6.9 个百分点，这进一步加剧了公司毛利率的下滑。
- 公司化工业务大幅增长，产能释放顺利。公司上半年化工业务收入 19.10 亿元，同比增加 39.74%。公司化工业务的高速增长得益于公司 EPS 项目投产和苯乙烯项目产能的进一步释放。公司 EPS 项目投产后，公司的产业链拉长，有利于公司稳定化工业务的毛利率，降低石油价格波动的影响。
- 公司空冷器产品收入下滑明显，未来有订单支持。公司上半年空冷器收入 2213 万元，同比下滑达到 82.94%，这主要是受到电站空冷器客户建设工期延长，确认收入延后所致。根据我们的统计，公司上半年签订的大额订单有 2.04 亿元，大部分将在半年至一年内交货，国外订单 9280 万美元，在明年 5 月 9 号前交货，充足的订单保证了公司空冷器业务未来的发展。
- 公司未来的主要看点是火电厂低温余热利用和海水淡化业务。根据我们对电厂余热利用的跟踪，火电厂余热利用经济性明显，一般来说在 5 年内即可收回成本，在《国家重点节能技术推广目录（第二批）》中提到，到 2015 年，我国通过这种方式的集中供暖占到新增集中供暖的 20%。公司溴冷机吸收式热泵机组在火电厂余热利用领域竞争力明显，几乎处于独占的市场地位，未来将受益于火电厂余热利用的高速发展。公司 2010 年发行可转债以投资海水淡化业务，公司在该领域公司研制开发海水淡化产品，性能达到了设计值并优于设计值，整体技术指标达到国际先进水平，公司募投项目投产后，公司该项业务将支撑公司的持续发展。
- 我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.45、0.70 和 0.93 元，按照昨日的收盘价 13.88 元，公司 2011 年、2012 年和 2013 年 PE 分别为 31、20 和 15 倍，我们维持公司推荐评级。

图表 1：双良节能分项业务收入预测



资料来源：华鑫证券研发部

图表 2：双良节能分项业务毛利率预测

单位:	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
化工产品	12.2%	4.9%	6.0%	6.0%	6.0%
溴冷机(热泵)	47.5%	46.9%	43.0%	46.5%	46.5%
空冷器产品	25.6%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
换热器产品	34.2%	32.0%	36.0%	36.0%	36.0%
其他项目			0.0%	0.0%	0.0%
海水淡化				35.0%	35.0%
其它业务	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
综合毛利率	21.1%	15.9%	16.6%	18.9%	20.2%

资料来源：华鑫证券研发部

图表 3：双良节能（600481）盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	419,203	581,999	698,813	822,975
增长率	12.9%	38.8%	20.1%	17.8%
营业成本	352,686	485,512	567,022	656,367
毛利率	15.9%	16.6%	18.9%	20.2%
营业税金及附加	355	582	699	823
销售费用	15,744	22,116	26,555	31,273
管理费用	14,457	19,206	23,061	27,158
财务费用	5,356	6,402	7,687	9,053
期间费用率	8.5%	8.2%	8.2%	8.2%
资产减值损失	1,654	2,328	2,795	3,292
投资净收益	-230	-200	-200	-200
公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	28,722	45,653	70,794	94,810
营业利润率	6.9%	7.8%	10.1%	11.5%
营业外收入	530	175	210	247
营业外支出	248	291	349	411
利润总额	29,004	45,436	70,554	94,545
所得税	4,460	6,815	10,583	14,182
实际负税率	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	24,543	38,621	59,971	80,363
归属于母公司所有者的净利润	23,125	36,303	56,373	75,541
增长率	-34.9%	57.0%	55.3%	34.0%
净利润率	5.5%	6.2%	8.1%	9.2%
少数股东损益	1,418	2,317	3,598	4,822
摊薄每股收益(元)	0.29	0.45	0.70	0.93

资料来源：华鑫证券研发部

研究员简介

郭运堂：华鑫证券行业研究员。上海财经大学经济学硕士。

主要研究和跟踪领域：电气设备及节能环保。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>