



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

## 中期业绩低于预期 应有好戏在后头

## 基本数据 (Y11H1)

报告日股价 (元)	13.55
12mth A 股价格区间 (元)	20.49/12.20
总股本 (百万股)	810.09
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	10976
每股净资产 (元)	2.63
PBR (X)	5.15
DPS (Y10, 元)	10 股派 3 元

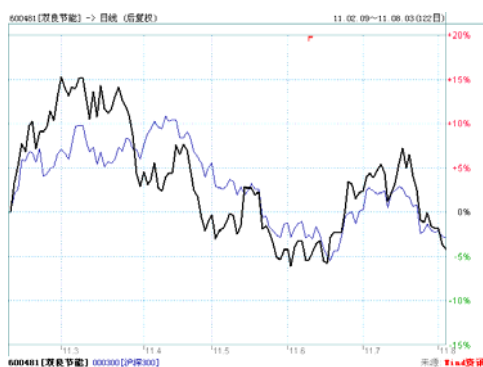
## 主要股东 (Y11H1)

江苏双良集团有限公司	34.02%
STAR BOARD LIMITED	23.43%
东海证券东风 5 号资产管理	1.26%
江苏双良科技有限公司	1.20%

## 收入结构 (Y11H1)

苯乙烯	76.55%
溴冷机 (热泵)	17.68%
换热器	3.28%
空冷器	0.88%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZLM11-CT05

相关报告:

首次报告日期: 2011-01-12

## ■ 公司动态:

## ■ 2011 年中报每股 EPS0.0853 元

双良节能 (600481) 7 月 30 日发布的 2011 年年报披露: 公司共实现营业收入 249,474.36 万元, 较上年同期比上升 28.55%, 实现净利润 6,908 万元, 较上年同期比下降了 28.02%。

## ■ 主要观点:

## 溴化锂制冷机 (热泵) 业务营业收入增长、毛利率下降

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, 与上年同期比增长 19.93%, 毛利率同比下降 6.90 个百分点。

公司认为: 溴化锂制冷机 (热泵) 业务的毛利率有所下滑的主要原因是电解铜价格上涨导致公司该产品成本上升, 另外, 上半年公司溴化锂制冷机 (热泵) 产品销售相对集中于传统工业用户和中央空调用户, 公司在热电领域的集中供热项目通常在下半年确认收入。因此, 我们认为公司营业收入与营业成本可能不完全匹配导致毛利率下降。

随着国家节能减排力度的不断加大, 相关政策的陆续出台, 工业节能市场需求被逐步激发, 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。

## 高效换热器业务营业收入大幅增长、毛利率有显著提升

2011 年上半年高效换热器产品共实现销售收入 8156.69 万元, 毛利率同比增加 9.40 个百分点达到 39.78%, 公司高效换热器产品业绩的增长主要来自于新产品热管换热器在氨纶行业的推广应用。公司将进一步开拓热管换热器的行业应用范围, 快速提升该业务的营业收入水平。同时公司会进一步加强传统空分领域的换热器销售力度。

### 空冷器产品短期营收下降，但未来业务量将爆发式增长

2011 年上半年公司空冷器产品实现销售收入 2213.43 万元，同比去年降幅较大，主要是由于电站空冷器客户建设工期延长，确认收入延后所致。同时前期国内火电投资力度下降，电站空冷市场竞争加剧也是导致公司该项业务收入和盈利水平有所下降的因素。

作为应对，公司加大了海外市场的开拓力度，6 月份公司已在印度获得合同总价为 9280 万美元的全球最大单机容量的电站空冷项目订单。此外，公司还加强了电站空冷器整岛和电站间接空冷器的研发投入，以期通过提升系统设计能力和新产品研发提高该项业务的收入和盈利水平。

4 月 18 日公司公告与中煤西安设计工程有限责任公司签署了直接空冷凝汽器的买卖合同，合同总金额为 8,100 万元。

7 月 6 日公司公告签署了新疆准东五彩湾发电厂主机间接空冷岛设备和新疆东方希望有色金属有限公司直接空冷凝汽器的买卖合同，合同总金额为 12,332 万元。五彩湾发电厂主机间接空冷岛设备自合同生效之日起 9 个月内机组交付完毕，东方希望有色金属有限公司直接空冷凝汽器自合同生效之日起 6 个月内机组交付完毕。

我们认为，公司是国内空冷器产品的龙头企业，在空冷器领域，双良节能已经获得 15 项专利，并有 12 项专利申请获得受理。空冷器产品不仅适用于中国北方缺水地区的电站建设，而且适用于象印度、巴基斯坦、伊朗等西亚中东传统缺水地区新建电厂和老旧电厂的更新改造等，未来业务量将爆发式增长。

### 海水淡化设备制造项目仍在建设中

该项目目前仍处于建设期，由于订单仍在洽谈，2011 年上半年在建工程资金进度为 7%。

### 化工业务受石油价格波动影响，毛利率依然低迷

2011 年上半年，公司化工业务实现销售收入 190986.35 万元，同比上升 39.74%。EPS 项目的投产，拉长了公司化工业务产业链，可在一定程度上减缓原料价格波动的影响。公司在采购和销售上的策略更加灵活多样，尽管受到石油价格波动影响，公司化工业务仍然同比取得一定幅度的增长。随着下半年化工仓储业务的进一步展开，公司预计可以获得相对稳定的仓储收入，以平抑化工业务较大的周期性波动。

**表 1: 主营业务分行业、产品情况表**

分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入 比上年增 减(%)	营业成本 比上年增 减(%)	毛利率比上年增减(%)
化工产品	190986.3	181511.8	4.96	39.74	39.63	增加 0.07 个百分点

溴冷机（热泵）	44579.8	26854.8	39.76	19.93	35.45	下降 6.90 个百分点
换热器产品	8156.7	4911.6	39.78	104.6	76.96	增加 9.40 个百分点
空冷器产品	2213.4	2008.8	9.24	-82.94	-75.83	下降 26.72 个百分点

数据来源：公司 2011 年中报

### 合同能源管理第一单的取得进度低于预期，期望下半年有所突破

对照公司 2010 年年报，公司在 2011 年上半年新设立了全资子公司——山西朔州市再生能源供热有限公司，其经验范围是集中供热；节能服务；合同能源管理；余热供热、制冷；水（地）源热泵、污水源热泵项目建设的开发利用及技术咨询服务。

合同能源管理项目是公司由制造销售节能设备向提供节能运营服务转型的突破点，但第一单的取得进度低于预期，我们期望下半年将有所突破，并成为示范项目。

### 融资租赁应有高投资收益率的后续项目跟进

1) 2010 年 8 月 27 日，公司子公司江苏利士德化工有限公司与交银金融租赁有限责任公司签署相关融资租赁合同，将公司净值为 36,517.46 万元的一期年产 21 万吨苯乙烯生产装置等出售给交银金融租赁有限责任公司并租回使用，融资金额为人民币 36,500.00 万元，融资期限为 36 个月，年租息率为同期银行贷款基准利率的 90%。截止 2011 年 6 月 30 日，公司应付融资租赁款期末余额为 28025.35 万元。

2) 2011 年 6 月 29 日，公司与建信金融租赁股份有限公司签署相关融资租赁合同，将公司净值为 25,116.52 万元的二期年产 21 万吨苯乙烯生产装置主要设备及新建罐区出售给建信金融租赁股份有限公司并租回使用，融资金额为人民币 15,000 万元，融资期限为 36 个月，年租息率为 5.12%（因中国人民银行人民币贷款利率调整而调整租赁利率及租金）。

公司 2010 年机械业务贡献 EPS 约 0.38 元，化工业务贡献 EPS 约 -0.10 元，2011 年上半年化工业务贡献 EPS 约 0.04 元。

公司将 2 套各年产 21 万吨苯乙烯生产装置融资租赁应该不会仅仅为融资而融资，应该是找到了高投资收益率的后续项目需要投资而进行的融资租赁。

## ■ 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，我们下调了公司 2011 年的业绩预测、略下调了 2012 年的业绩预测。

公司 2011 年上半年业绩低于预期仅会影响短期内的价格波动。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、合同能源管理第一单有望在 2011 年下半年取得、化工业务或有高投资收益率项目跟进，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：2009 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	13.55	0.29	0.40	0.82	1.00	47.5	33.9	16.5	13.6
002011.SZ	盾安环境	14.25	0.29	0.47	0.72	1.02	48.6	30.3	19.8	14.0
002534.SZ	杭锅股份	25.00	0.84	0.93	1.24	1.53	29.9	26.9	20.2	16.4
601369.SH	陕鼓动力	12.05	0.41	0.48	0.58	0.71	29.7	25.2	20.8	16.9
002255.SZ	海陆重工	31.10	0.98	1.30	1.68	2.12	31.8	23.9	18.5	14.7
600475.SH	华光股份	20.02	0.55	0.80	1.03	1.30	36.1	25.1	19.5	15.4
平均值							37.3	27.6	19.2	15.2

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (8月3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。