

## 主业改善迹象明显，上半年期待惊喜

双良节能 (600481) 12 年年报点评

### 投资要点：

- ◆ **事件：**公司公布2012年年度报告，。营业收入58.23亿元，归属于母公司所有者净利润2.16亿元，扣除非经常性损益后净利润2.19亿元元元，，同比增长39.39%。基本每股收益(扣除)0.27元，主要是由于政府补贴这块增幅较大，业绩超过我们之前的预期。
- ◆ **政府补助同比激增 48.5 倍，对 12 年业绩贡献大。**12 年报告期内，公司获得的最大补贴金额为朔州项目供热补贴资金，共计 1.35 亿元，占当期内公司获得政府补贴金额的 96.86%，根据朔州市财政局公布的项目运行数据来看，其子公司山西双良其实现供热收入 7336.18 万元，其他收入 146.18 万元，成本费用为 2.01 亿元，合计亏损 1.26 亿元，按地方政府一般对供热企业的补贴原则补助款讲基本覆盖亏损额，其与 13 年度收到的补贴款基本吻合呼应。
- ◆ **主要补贴款计入经常性损益，未来供热项目将保持微利经营。**其中更值得关注的是根据证监会发布的对政府补助及营业外收入的相关定义：与公司业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助可以计入当期的经常性损益，遵循该规定该供热补贴款是计入公司经常性损益的的。虽然年报并没有披露未来及 13 年的补助信息，但我们认为在 13 年财报中公司将有较大可能继续按照其产热供热量领取不少于 1.3 亿的补贴款，山西等地的供热项目将继续保持微利的经营状态。
- ◆ **主业机械制造改善迹象明显。**报告期内，公司机械业务实现营业收入 16.72 亿元，同比增长 11.89%，净利润 3.56 亿元，与上年同期相比上升 249.22%，收入增幅基本与我们年度的预期相吻合，净利润提升主要原因是由于机械行业整体毛利率有较大幅度提升，及毛利率较高的空冷器产品的销售出现了恢复性增长所导致的。
- ◆ **吸收式热泵系统市场启动，盈利能力继续提升。**公司溴化锂吸收式制冷机和溴化锂吸收式热泵共实现收入 8.52 亿元，与上年同期相比略 3.46%。2012 年公司重点推广热电厂余热利用吸收式热泵系统，获得了包括太一、太二、西山、东华等多个项目订单。但与此同时，传统中央空调溴化锂制冷机的市场需求不振，公司销售萎缩。余热利用型吸收式热泵销售占比提高提升了公司余热利用系统的整体毛利水平，同时也调高了公司余热利用系统业务利润的主要贡献者。从数据来看，吸收式热泵 12 年度毛利率达到 48.78%，同比提升了 9 个百分点，产品高竞争力带来的高毛利率可见一斑。

环保制冷

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013 年 4 月 24 日

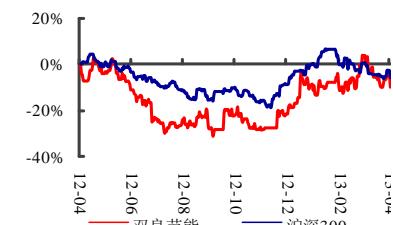
蒋孟钢

SAC 执业证书编号：  
S0340109121961  
电话：0769-22110785  
邮箱：JMG@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 4 月 24 日

收盘价(元)	7.53
总市值 (亿元)	61.00
总股本(百万股)	810
流通股本(百万股)	810
ROE (TTM)	9.93%
12 月最高价(元)	9.04
12 月最低价(元)	5.69

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

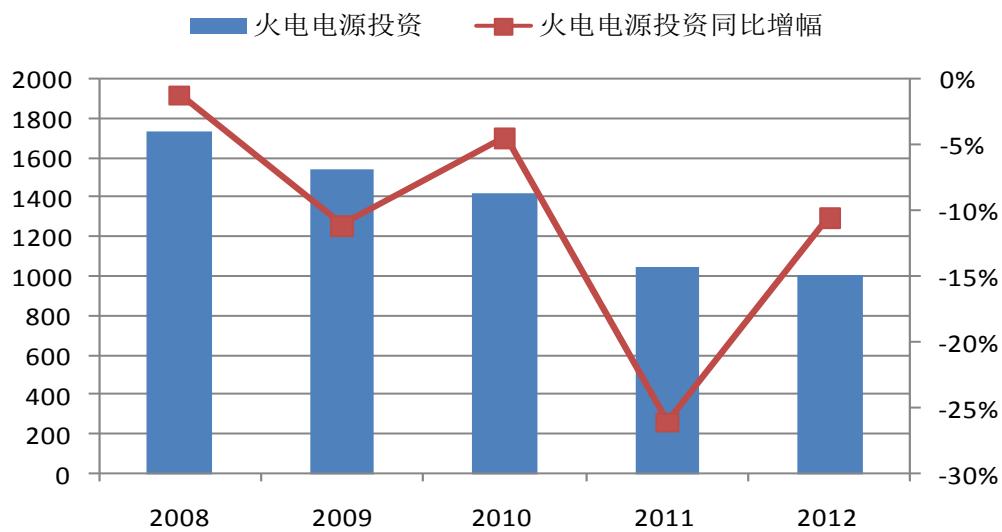
相关报告

双良节能 (600481) 深度报告：走出概念阴影，脚踏实地做利润

**空冷器业务，销售收入和盈利实现恢复性增长。**报告期内，公司空冷器产品实现销售收入 5.38 亿元，与上年同期相比上升 56.81%。直接空冷、间接空冷、辅机间冷、表面蒸发冷却产品的全系列覆盖。公司调整市场策略，在去年下半年火电电厂固定投资有所复苏的势头的同时，实现了空冷器业务的恢复性增长。换热器业务受空分市场需求放缓影响，市场销售受压。

**苯乙烯化工方面 12 年微利，13 年上半年有望现惊喜。**报告期内，公司化工产品实现营业收入 40.7 亿元，较 2011 年同期上升 10.63%，苯乙烯和发泡聚苯乙烯 (EPS) 生产量达到 36 万吨和 13 万吨，较 2011 年也有所提高。12 年下半年苯乙烯及原材料价格大幅上涨，从过往数据来看，12 年化工业务 4.95% 的毛利率仍旧处于历史低位，保持微利的营业水平，也低于我们之前 5.5% 的毛利率预期。但我们认为公司没有从年底苯乙烯价格高涨中获得较大收益，也从一个侧面说明公司对原材料的库存基本维持在最低水平，风险控制能力强，用来规避原材料涨跌带来的毛利率风险。且公司对已停止生产的苯胺业务固定资产计提了全部减值准备，影响了报告期公司化工业务的盈利水平，我们认为随着今年发泡材料的饭盒解禁，市场对 EPS 发泡材料的需求将会剧增，公司 EPS 产品销量和毛利率水平均有望恢复性增长。

图 1：我国火电投资规模近年持续负增长，13 年景气度有望提升



资料来源：公司网站、东莞证券研究所

表 1：苯乙烯原材料价格和毛利率(单位：元/吨)

年份	纯苯价格 (均价)	聚乙烯价格 (均价)	苯乙烯价格 (均价)	毛利率
2012 年中期	8985	13008	11096	3.49 %
2011 年	9061	12358	11299	5.63 %
2010 年	8318	9992	10741	4.95%

2009 年	6301	11118	9193	10.12%
2008 年	9917	10859	12093	0.73 %

资料来源：东莞证券研究所、聚源(注：由于国内没有聚合级乙烯价格指数，我们使用相关度极高的低密度聚合乙烯华东价格代替)

**盈利预测与投资建议：**我们认为在公司供暖合同管理、海水淡化等概念产品未来盈利预期尚不明确的同时，13 年公司有望走出概念阴影，将更多管理重心回归之前的主营业务，而地方政府提供的大额补贴来看供暖合同对公司主业基本没有产生拖累，而 13 年主营收入的合理稳健增长是可期的。随着我国 13 年能源产业投资增速复苏，我们看好公司主业中溴化锂、空冷器产品，13 年上半年将有望重拾恢复性增长的轨道，除此之外化工产品中的苯乙烯及发泡 EPS 的 13 年业绩弹性也较大，13 年 PE 估值有望回归到 20 倍以下，因此给予推荐评级。

表 2：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>5,132.04</b>	<b>5823.35</b>	<b>6717.24</b>	<b>7523.31</b>
<b>营业总成本</b>	<b>4,931.82</b>	<b>5686.37</b>	<b>6412.14</b>	<b>7078.88</b>
营业成本	4,411.51	4988.37	5726.45	6383.53
营业税金及附加	30.79	30.79	33.59	37.62
销售费用	211	248.58	275.41	308.46
管理费用	178	201.70	235.10	263.32
财务费用	92	98.72	114.72	55.87
资产减值损失	20	118.22	26.87	30.09
<b>其他经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0.29</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
公允价值变动净收益	0	0.00	1.00	1.00
投资净收益	0	0.29	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	(1)	-0.41	-0.44	-0.49
<b>营业利润</b>	<b>201</b>	<b>137.27</b>	<b>306.10</b>	<b>445.43</b>
加 营业外收入	3	139.79	148.18	157.07
减 营业外支出	12	8.58	8.83	9.10
<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>268.48</b>	<b>445.44</b>	<b>593.39</b>
减 所得税	33	72.50	75.73	100.88
<b>净利润</b>	<b>158</b>	<b>195.98</b>	<b>369.73</b>	<b>492.53</b>
减 少数股东损益	4	-19.91	6.68	8.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>154.88</b>	<b>215.89</b>	<b>363.05</b>	<b>483.63</b>
<b>最新总股本(万股)</b>	<b>810.00</b>	<b>810.00</b>	<b>810.00</b>	<b>810.00</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	0.19	0.27	0.45	0.60
<b>市盈率(倍)</b>	39.38	28.25	16.80	12.61

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn