

## 环保设备、化工业务双核齐发力

双良节能 (600481) 13 年中报点评

### 投资要点：

- ◆ **事件：**公司公告13年半年报，公司实现营业收入28.73亿元，较上年同期比上升18.58%，实现净利润1.42亿元，较上年同期比增加169.21%；每股收益0.1748元。
- ◆ **半年报中期业绩同比增长169.21%，符合之前预报公布的区间，也基本符合我们1月份对双良节能今年上半年迎来业绩拐点的分析判断。**
- ◆ **苯乙烯项目毛利率接近历史高位。**公司控股子公司江苏利士德化工有限公司所生产的苯乙烯产品盈利有较大幅度提高。原材料价格走低，拉大了利润空间。报告期内，公司化工业务实现销售收入20.82亿元，同比增加13.01%，实现利润1.25亿元，同比增长94.14%，毛利率达到6.00%，较去年同期增加2.51个百分点。主要由于美元进一步走强，原材料价格走低，拉大了利润空间，按我们推算的数据来看，公司苯乙烯毛利率将恢复到09年的水平，未来由于全球其他产品产能受限，下半年毛利率有望进一步提升。需求方面，由于公安部消防局下发通知不再执行公消[2011]65号文；发改委将“一次性发泡塑料餐具”从《产业结构调整指导目录》的淘汰类产品中删除等相关政策的刺激进一步促进了苯乙烯下游产品的复苏。如果去除掉09年中期10%的历史最高毛利率外，化工业务的毛利率处近6年来的最高水平。与我们之前预测的，由于外部因素，公司苯乙烯毛利率将逐步恢复到09年的水平基本吻合。
- ◆ **苯乙烯景气度下半年仍将维持高位**下半年由于行业新增产能不多，原材料价格继续维持低位，行业高景气度的状况有望进一步加强，苯乙烯毛利率有望进一步小幅上升。
- ◆ **环保设备业务营收增长稳健，整体盈利状况良好**，环保设备业务方面，受益于电厂等能源企业不断加大环保投入的情况下，实现营业收入6.94亿元，与上年同期相比上升了15.48%，实现利润3.03亿元，同比增长23.14%，略低于我们之前30%的预期。增长原因主要是铜、钢、铝等原材料采购价格有所下降，公司经营层加大节能环保市场的开发力度，销售收入和盈利同比也都有了极大的提升。

环保制冷

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013 年 8 月 8 日

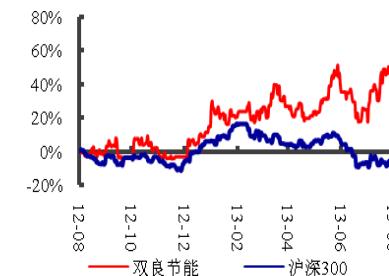
蒋孟钢

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

主要数据 2013 年 8 月 8 日

收盘价(元)	9.55
总市值 (亿元)	77.36
总股本(百万股)	810
流通股本(百万股)	810
ROE (TTM)	14.43%
12 月最高价(元)	9.90
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

- ◆ **溴化锂制冷机、高效换热器稳步增长。**报告期内公司溴化锂制冷机（热泵）业务共实现收入5.04亿元元，与上年同期比增长11.50%，毛利率达到49.74%，同比增长2.59个百分点。上半年公司不断开发新的节能应用，工业余热利用市场销售和出口显著增长，同时加大技术研发提升毛利率，我们可以看到作为公司传统利润贡献主力，其利润增长快过收入增长，我们依然看好其后续成长性。高效换热器产品共实现销售收入0.897亿元元，同比增长33.01%，毛利率同比增加4.58个百分点达到45.71%。这块由于订单金额较小，因此占公司收入比重不大，但是行业大，基数小，我们认为其未来成长空间非常大。今年公司的增长主要是由于在国内市场份额的稳步增长的同时，拓展国际市场、开发新客户。同时公司加大新产品开发力度，工业高盐废水零排放系统已完成研制，其后续新产品有望继续扩大市场份额，并对扩升毛利率带来正能量。
- ◆ **空冷器业出现恢复性增长。**报告期内，公司空冷器产品实现销售收入0.58亿元，同比增长500%以上，毛利率为19.10%。今年出现恢复性增长主要是由于，1.去年上半年电厂固定投资锐减，基数非常小。2.上半年公司空冷器业务已获得国网能源开发有限公司等大额订单。公司还在积极开发空冷技术在高耗水行业的新应用，帮助其实现节水增效。
- ◆ **喜迎首例海水淡化大订单，未来国内海水淡化订单有望涌现。**公司出口海水淡化到伊朗的业务打响了第一枪，该项目如果在今年正常启动，假设销售净利率以10%计算，项目将2年内增厚公司净利润约7610万。依据海水淡化产业规划，到2015年我国海水淡化能力将达到约240万吨/日，我们假设仅海岛建设这块完成规划设计目标，新增市场空间价值应该在40亿元左右，双良节能作为我国第一个实现国产化低温多效蒸馏海水淡化技术的公司，将充分占据市场先导地位，假设双良节能占据全国海水淡化30%的市场份额，那么将拥有12亿元的市场空间，平均到2014到2015年的2年间，每年将获得约6亿元的市场订单，预计将因此平均每年获得净利润0.6亿元，折合EPS约0.075元，加上出口这块的增量平摊到两年，海水淡化业务有望增厚EPS合计约0.121元。
- ◆ **维持推荐评级。**根据我们之前深度报告中按照产品分类预测的假设进行盈利预测，预计公司2013、2014年营业收入为67亿、80亿；净利润为3.6亿、5.14亿元，EPS为0.45、0.64元，我们认为在公司海水淡化产品未来盈利预期已出现拐点性机会，未来内销、外销均有望出现突破，而12-13年由于公司将更多管理重心回归之前的主营业务，13-14年主营收入将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年将有望重拾增长轨道，除此之外化工产品中的苯乙烯的13年业绩弹性也较大，13年PE估值有望回归到合理水平，14年PE有望降到15倍以下，维持推荐评级。

**表1：公司利润预测表**

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	<b>5823.35</b>	<b>6717.24</b>	<b>7523.31</b>	<b>8275.64</b>
<b>营业总成本</b>	<b>5686.37</b>	<b>6405.42</b>	<b>7078.88</b>	<b>7807.25</b>
营业成本	4988.37	5719.73	6383.53	7021.88
营业税金及附加	30.79	33.59	37.62	41.38
销售费用	248.58	275.41	308.46	339.30
管理费用	201.70	235.10	263.32	289.65
财务费用	98.72	114.72	55.87	81.94
资产减值损失	118.22	26.87	30.09	33.10
<b>其他经营收益</b>	<b>0.29</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	1.00	1.00	1.00
投资净收益	0.29	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	<b>-0.41</b>	<b>-0.44</b>	<b>-0.49</b>	<b>-0.54</b>
<b>营业利润</b>	<b>137.27</b>	<b>312.82</b>	<b>445.43</b>	<b>469.39</b>
加 营业外收入	139.79	148.18	157.07	166.49
减 营业外支出	8.58	8.83	9.10	9.37
<b>利润总额</b>	<b>268.48</b>	<b>452.16</b>	<b>593.39</b>	<b>626.51</b>
减 所得税	72.50	76.87	100.88	106.51
<b>净利润</b>	<b>195.98</b>	<b>375.30</b>	<b>492.53</b>	<b>520.01</b>
减 少数股东损益	<b>-19.91</b>	6.78	8.90	9.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>215.89</b>	<b>368.52</b>	<b>483.63</b>	<b>510.61</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>	0.27	0.45	0.60	0.63
<b>市盈率(倍)</b>	36.47	21.69	16.28	36.47

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](http://www.dgzq.com.cn)