

塑料III

马衡

0755-82026751

maheng@cjis.cn

熊琳

0755-82026734

xionglin@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 19.76元

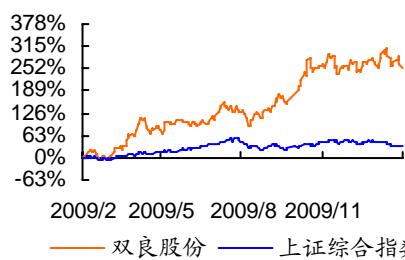
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2935.17
总股本(百万)	675
流通股本(百万)	672
流通市值(亿)	133
EPS (TTM)	0.53
每股净资产(元)	3.34
资产负债率	41.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双良股份	-2.85	-1.15	54.86
上证综合指数	-8.16	-7.23	-9.98



相关报告

《双良股份-余热利用、空冷节水、建筑节能、海水淡化四大业务——打造节能减排的行业标杆》2010-1-19

双良股份 600481

推荐

空冷业务继续高速增长，溴冷及海水淡化业务值得期待

2月8日，双良股份因拟发行不超过7.2亿元可转债，提前发布2009年年报。2009年公司实现净利润3.55亿元，同比增长237.24%，每股收益0.5261元。2009年总营收37.12亿元，截止09年末，总资产为38.32亿元，增长4.13%，净资产为21.03亿元，净资产收益率为17.72%。分红方案为向全体股东按每10股派发现金股利2.50元(含税)，以资本公积向全体股东按每10股转增2股的比例转增股本。

投资要点：

- **化工业务:** 09年毛利率达到12.17%为历史新高点，预计10年毛利率略有回落维持8-10%，EPS业务具备想象空间。09年化工业务销售收入23.61亿元，同比下降14.2%，主要受苯乙烯价格下滑影响；但由于下游的消费刺激政策，产品盈利能力显著提升，09年度化工业务总体毛利率达到12.17%，为历史新高点。我们认为10年随着公司24万吨/年EPS项目在下半年的投产，苯乙烯产品毛利率有望保持在8-10%左右的稳定水平；但不排除上游原料价格出现大幅波动，价差因素导致销售收入的波动。此外，随着建筑节能市场的规范化和政策推动，EPS业务的盈利弹性较大，具备一定的想象空间。
- **溴冷业务:** 09年收入下降在于民用和工业用溴冷机销量的减少，但余热利用收入增长较快且毛利率水平高，保守估计10年溴冷整体收入略有提升，期待余热项目的进一步增长。公司09年溴冷机业务实现收入5.6亿元，同比下降22.7%，在民用和一般工业用溴冷机销量上有所下滑，和我们此前报告判断一致；而公司在余热利用业务上获得快速增长，销售收入近3个亿，且具备较高的盈利水平。我们结合双良的调研情况保守估计，10年公司在溴冷业务上将维持对比09年略有上升的销售收入，民用和工业用溴冷机市场份额继续减少，公司业务重点将在于继续开拓余热利用业务。
- **空冷业务:** 09年收入高速增长达144%，预计10年仍可保持100%的收入增长。换热器业务维持稳定增速。海水淡化业务：10年预计有销售收入确认，具备长期投资价值。
- **维持公司推荐的投资评级。**我们预测公司10-12年EPS为0.82、1.11、1.48元(未摊薄)，对应10年和11年PE24倍和18倍。我们长期看好公司在节能减排领域的业务发展，给予公司推荐的投资评级，未来6-12月的目标价格为25元。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3713	4462	5675	6840
同比(%)	-5%	20%	27%	21%
归属母公司净利润(百万元)	355	552	747	1000
同比(%)	237%	56%	35%	34%
毛利率(%)	21.1%	20.9%	21.8%	23.4%
ROE(%)	16.9%	22.2%	23.1%	23.6%
每股收益(元)	0.53	0.82	1.11	1.48
P/E	37.56	24.15	17.85	13.34
P/B	6.34	5.36	4.12	3.15
EV/EBITDA	21	18	14	11

资料来源：中投证券研究所

年报点评：

化工业务：09 年毛利率达到 12.17% 为历史新高点，预计 10 年毛利率略有回落维持 8-10%，EPS 业务具备想象空间。09 年化工业务销售收入 23.61 亿元，同比下降 14.2%，主要受苯乙烯价格下滑影响；但由于下游的消费刺激政策，产品盈利能力显著提升，09 年度化工业务总体毛利率达到 12.17%，为历史新高点。我们认为 10 年随着公司 24 万吨/年 EPS 项目在下半年的投产，苯乙烯产品毛利率有望保持在 8-10% 左右的稳定水平；但不排除上游原料价格出现大幅波动，价差因素导致销售收入的波动。此外，随着建筑节能市场的规范化和政策推动，EPS 业务的盈利弹性较大，具备一定的想象空间。

溴冷业务：09 年收入下降在于民用和工业用溴冷机销量的减少，但余热利用收入增长较快且毛利率水平高，保守估计 10 年溴冷整体收入略有提升，期待余热项目的进一步增长。公司 09 年溴冷机业务实现收入 5.6 亿元，同比下降 22.7%，在民用和一般工业用溴冷机销量上有所下滑，和我们此前报告判断一致；而公司在余热利用业务上获得快速增长，销售收入近 3 个亿，且具备较高的盈利水平。我们结合双良的调研情况保守估计，10 年公司在溴冷业务上将维持对比 09 年略有上升的销售收入，民用和工业用溴冷机市场份额继续减少，公司业务重点将在于继续开拓余热利用业务，增长可能来自城市热泵项目：目前在建的最大城市热泵项目——阳煤首套设备已经开始安装，预计该项目投产后，可能有更多城市热泵订单出现。此类订单规模在 5 千万至 1 个亿，因此对于收入提升影响很大，但订单情况需继续跟踪。

空冷业务：09 年收入高速增长达 144%，预计 10 年仍可保持 100% 的收入增长。09 年度公司空冷器业务快速增长，实现收入 5.75 亿元，同比增长 144%；公司生产的国华定州二期 2×660MW 电站空冷机组成功运行，为未来公司进入五大发电集团奠定基础，市场空间有望继续打开。公司目标 10 年空冷收入达 9-10 个亿，目前在手订单约不到 8 个亿。我们认为，空冷业务的毛利率稳定，订单能力强，预计 10 年仍然保持 100% 的收入增长。此外，由于国华项目和博茨瓦纳电站项目标志双良空冷产品的提升，不排除公司未来拿到五大电力集团项目的可能。

换热器业务维持稳定增速。09 年高效换热器实现销售收入 1.66 亿，同比增长 5.10%，我们认为此项业务近几年基本稳定，预计 10 年继续维持 5% 的收入增速。

海水淡化业务：10 年预计有销售收入确认，具备长期投资价值。公司与国华电力合作的日产 2.5 万吨海水淡化中试装置研发进展顺利，公司有望在 10 年有销售收入确认，我们预计未来公司在此业务上每年有 3-5 亿的收入。海水淡化业务的市场空间广阔，全球海水淡化水日产量约 3000 万吨/日，以 10%~30% 的年增长率上升；国内淡化水日产量约 200 万吨/日，投资费用约 10000 元/吨*日（取多级闪蒸、低温多效、反渗透三者均值），粗略估计海水淡化国内市场空间近 20 亿。我们看好公司在海水淡化领域的发展，值得长期关注。

维持公司推荐的投资评级。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.82、1.11、1.48 元（未摊薄），对应 10 年和 11 年 PE 24 倍和 18 倍。我们长期看好公司在节能减排领域的业务发展，给予公司推荐的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 25 元。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	1886	1699	2605	3789
应收账款	646	1699	1992	3301
其它应收款	309	0	146	119
预付账款	65	0	33	27
存货	111	0	56	44
其他	557	0	277	218
非流动资产				
长期投资	1947	1771	1771	1759
固定资产	148	0	0	0
无形资产	1403	1539	1610	1643
其他	114	112	110	108
资产总计	3833	3470	4376	5547
流动负债				
短期借款	1560	820	978	1150
应付账款	537	0	0	0
其他	277	343	372	431
非流动负债				
长期借款	746	476	607	719
其他	19	13	13	13
负债合计	13	13	13	13
少数股东权益	6	0	0	0
负债和股东权益	1579	833	991	1163
股本	150	150	150	150
资本公积	675	675	675	675
留存收益	971	971	971	971
归属母公司股东权益	457	841	1589	2588
负债和股东权益	2104	2487	3235	4235
现金流量表	3833	3470	4376	5547

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3713	4462	5675	6840
营业成本	2931	3531	4438	5241
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	147	178	227	274
管理费用	123	134	170	205
财务费用	35	0	0	0
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	-1	-1
营业利润	465	615	834	1114
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	7	0	2	1
利润总额	460	615	832	1113
所得税	47	62	84	113
净利润	413	552	747	1000
少数股东损益	58	0	0	0
归属母公司净利润	355	552	747	1000
EBITDA	627	728	960	1252
EPS (元)	0.53	0.82	1.11	1.48

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-5.2%	20.2%	27.2%	20.5%
营业利润	274.8	32.2%	35.6%	33.6%
归属于母公司净利润	237.2	55.6%	35.3%	33.8%
获利能力				
毛利率	21.1%	20.9%	21.8%	23.4%
净利率	9.6%	12.4%	13.2%	14.6%
ROE	16.9%	22.2%	23.1%	23.6%
ROIC	20.3%	57.4%	53.5%	93.1%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	24.0%	22.6%	21.0%
净负债比率	47.81	1.56%	1.31%	1.12%
流动比率	1.21	2.07	2.66	3.30
速动比率	0.85	2.07	2.38	3.10
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.22	1.45	1.38
应收账款周转率	11	23	58	39
应付账款周转率	12.69	11.38	12.42	13.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.82	1.11	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	2.90	0.65	2.15
每股净资产(最新摊薄)	3.12	3.68	4.79	6.27
估值比率				
P/E	37.56	24.15	17.85	13.34
P/B	6.34	5.36	4.12	3.15
EV/EBITDA	21	18	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

马衡，中投证券研究所新能源行业研究员。复旦大学理学硕士，浙江大学工学双学士。曾任美国陶氏化学亚太区核心研发中心高级工程师，从事新能源相关的产品开发和市场推广。2009 年加入中投证券研究所。

熊琳，中投证券研究所电力设备行业分析师，上海财经大学财务管理硕士。主要研究覆盖公司：荣信股份、思源电气、国电南瑞、平高电气、许继电气、置信电气、国电南自、东方电气、特变电工、金风科技等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编：100031
传真：(010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434