

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

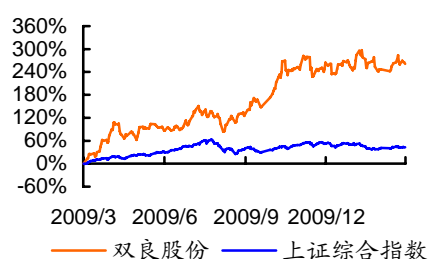
当前股价: 20.75元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3051.28
总股本(百万)	675
流通股本(百万)	672
流通市值(亿)	139
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	4.11	-1.05	56.49
上证综合指数	2.20	-6.04	2.06



相关报告

《双良股份-空冷业务继续高速增长，溴冷及海水淡化业务值得期待》2010-2-9

《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

双良股份未来看点多多，业务良性发展：

接 1.4 亿空冷订单，7.2 亿可转债顺利审批通过

3月11日，双良股份公告与河北建投沙河发电有限责任公司签署 600MW 空冷工程买卖合同，合同总金额为 14,450 万元，所有设备将于 2011 年 6 底之前交付。

3月8日，证监会审核通过双良股份申请发行不超过 7.2 亿元可转换公司债券事宜。

投资要点：

- 可转债形式募集资金进度顺利，EPS 和海水淡化项目有望为 10 年业绩增加亮点。公司以可转债形式募集资金 7.2 亿，其中 5 亿投入建设为期 2 年的 LT-MED/12000 吨海水淡化设备 9 套，2.2 亿投入建设为期 1 年的 24 万吨/年 EPS 项目。目前海水淡化进展顺利，已开始 25000 吨海水淡化设备的实验，未来看点主要取决于拿到合同的情况。EPS 项目已经取得一些长单客户。我们认为此次可转债审批通过，可帮助公司加快两大项目的进度，为 10 年业绩增加亮点。目前盈利预测包含 24 万吨/年 EPS 项目的预期，业绩体现应在 11 年，毛利率给予保守估计 12%，预计贡献 EPS 约 0.05 元/股。海水淡化项目预计在 10 年和 11 年可增厚业绩，项目正常年销售收入 67,500 万元，以 20% 毛利率计算，在 12 年完全达产的情况下可贡献 EPS 达 0.2 元/股，目前我们的盈利预测未计入海水淡化项目业绩。
- 空冷业务持续高速增长，毛利率稳定。600MW 河北沙建投电厂的空冷合同，预计业绩贡献将显现于 11 年，符合我们此前对于空冷业务每年增速近 100% 的预期。公司在空冷业务方面，经验丰富，生产周期较短，一般在 8 个月左右。以国华 2×600MW 项目为标志，我们认为项目进度被拖延的风险较低，看好公司空冷业务未来几年的较快增长。该订单预计在 11 年可确认销售收入，以 25% 毛利率贡献 EPS 约 0.05 元/股。
- 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 25 倍和 19 倍。我们长期看好公司在节能减排领域的业务发展，EPS 项目和海水淡化项目涉及建筑节能和工业节能，对比低碳板块 30 倍 PE 估值，目前双良估值仍有提升空间，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	4418	5734	7516
同比(%)	-5%	19%	30%	31%
归属母公司净利润(百万元)	355	556	750	999
同比(%)	237%	57%	35%	33%
毛利率(%)	21.1%	21.4%	20.9%	20.5%
ROE(%)	16.9%	22.3%	23.1%	23.6%
每股收益(元)	0.53	0.82	1.11	1.48
P/E	39.44	25.20	18.68	14.02
P/B	6.66	5.62	4.32	3.30
EV/EBITDA	22	19	15	12

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1886	2008	3002	4205	营业收入	3713	4418	5734	7516
现金	646	1080	1610	2485	营业成本	2931	3474	4538	5978
应收账款	309	176	344	360	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	65	59	84	107	营业费用	147	177	224	286
预付账款	111	87	131	174	管理费用	123	110	143	180
存货	557	342	579	701	财务费用	35	15	-11	-44
其他	198	265	254	378	资产减值损失	6	4	4	4
非流动资产	1947	1970	1982	1986	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	148	133	132	130	投资净收益	-3	-2	-2	-2
固定资产	1403	1541	1610	1644	营业利润	465	631	829	1103
无形资产	114	129	138	150	营业外收入	1	2	2	2
其他	282	167	102	62	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	3833	3978	4984	6191	利润总额	460	626	824	1098
流动负债	1560	1315	1643	1941	所得税	47	63	74	99
短期借款	537	375	428	459	净利润	413	562	750	999
应付账款	277	208	318	415	少数股东损益	58	6	0	0
其他	746	732	898	1067	归属母公司净利润	355	556	750	999
非流动负债	19	16	-56	-146	EBITDA	627	760	945	1197
长期借款	13	16	-56	-146	EPS (元)	0.53	0.82	1.11	1.48
其他	6	-0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1579	1331	1587	1795	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	150	156	156	156	成长能力				
股本	675	675	675	675	营业收入	-5.2%	19.0%	29.8%	31.1%
资本公积	971	971	971	971	营业利润	274.8	35.6%	31.4%	33.0%
留存收益	457	845	1594	2593	归属于母公司净利润	237.2	56.5%	34.9%	33.2%
归属母公司股东权益	2104	2491	3240	4239	获利能力				
负债和股东权益	3833	3978	4984	6191	毛利率	21.1%	21.4%	20.9%	20.5%
现金流量表					净利率	9.6%	12.6%	13.1%	13.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	16.9%	22.3%	23.1%	23.6%
经营活动现金流	383	981	679	1043	ROIC	20.3%	29.7%	34.5%	43.5%
净利润	413	562	750	999	偿债能力				
折旧摊销	127	114	127	138	资产负债率	41.2%	33.5%	31.8%	29.0%
财务费用	35	15	-11	-44	净负债比率	47.81	40.53%	33.49	26.58%
投资损失	3	2	2	2	流动比率	1.21	1.53	1.83	2.17
营运资金变动	-206	319	-238	-65	速动比率	0.85	1.26	1.47	1.80
其它	13	-32	50	13	营运能力				
投资活动现金流	-166	-147	-153	-157	总资产周转率	0.99	1.13	1.28	1.35
资本支出	142	127	125	126	应收账款周转率	11	15	18	17
长期投资	-30	-15	-1	-2	应付账款周转率	12.69	14.31	17.25	16.32
其他	-54	-35	-30	-33	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-324	-399	3	-11	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.82	1.11	1.48
短期借款	-43	-163	53	32	每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	1.45	1.01	1.55
长期借款	-192	3	-71	-90	每股净资产(最新摊薄)	3.12	3.69	4.80	6.28
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	39.44	25.20	18.68	14.02
其他	-89	-239	22	47	P/B	6.66	5.62	4.32	3.30
现金净增加额	-105	434	529	876	EV/EBITDA	22	19	15	12

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 $\pm 10\%$ 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。

免责声明

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