

塑料III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026733

zhanglei@cjis.cn

双良节能

600481

推荐

中报点评: 道路是曲折的, 前途是光明的

公司发布2010年中报, 报告期内公司实现总营收1.94亿元, 同比增长17%; 归属于母公司净利润近0.96亿元, 同比下降38%, 基本每股收益为0.12元。

投资要点:

6-12个月目标价: 16.85-19.33元

当前股价: 15.77元

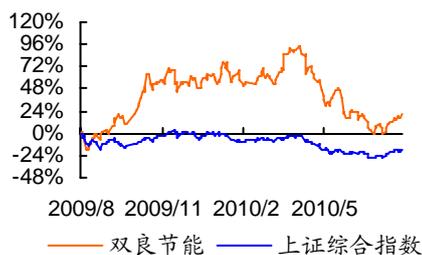
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2658.39
总股本(百万)	810
流通股本(百万)	810
流通市值(亿)	128
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	2.78
资产负债率	41.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双良节能	22.92	-21.70	-5.92
上证综合指数	10.33	-2.97	-9.56



■ 化工业务受上下游价格波动影响较大, 未来关注建筑保温材料 EPS 产品的市场开拓。2010年上半年公司化工业务实现销售收入13.7亿元, 同比上升38.58%, 毛利6683.20万元, 毛利率仅4.89%。主要由于苯乙烯价格的下降幅度超过了原材料纯苯的价格下降, 价差缩小导致毛利率下滑。预计下半年原材料与苯乙烯价格变动导致利润波动将逐步稳定。由于苯乙烯即产即销的限制, 导致化工业务波动较大; 而保温材料 EPS 生产线的投产, 使得苯乙烯将以聚苯乙烯颗粒方式存储, 摆脱原有限制, 我们认为产业链的延伸可望稳定该业务的毛利率。此外下半年国家或在建筑节能方面有相关政策出台, 我们长期看好公司在建筑节能材料领域的发展。

■ 溴冷业务增长较快, 空冷收入确认延后致同比大幅下降, 换热器订单受海外环境影响较大。中报溴冷业务收入同比增长30.85%, 毛利率稳定。我们看好余热利用的市场空间, 公司具备先发优势, 目前基数也较小; 而传统溴冷机业务随着合同能源管理的出台有望未来参与节能效益共享模式; 我们认为此项业务或成为下半年业绩亮点。虽然火电站建设受国家政策影响, 但空冷配套的坑口电站建设符合节能减排政策, 市场份额将持续提高。双良的国华项目为其进入五大电力集团奠定基础, 我们看好其空冷业务的持续增长。此外, 海水淡化项目进展顺利, 有望在下半年取得订单。

■ 维持公司推荐的投资评级, 调低盈利预测及目标价。我们对其盈利的假设主要调整为: 下调10-12年化工业务毛利率, 分别为5%、6%、7%; 下调空冷业务10年增长率至40% (表1)。预测公司10-12年EPS为0.44、0.66、0.96元。以分段估值法, 非化工业务给予30-35倍PE, 化工业务以PB估值给予2.0元。维持公司推荐的投资评级, 未来6-12月的目标价格为16.85-19.33元。

风险提示:

■ 风险提示内容: 国际油价上涨带动上游原材料纯苯和乙烯价格上涨, 化工产品毛利率下滑; 空冷业务订单增速放缓; 海水淡化设备订单无较大进展。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3713	4498	5572	6768
同比(%)	-5%	21%	24%	21%
归属母公司净利润(百万元)	355	354	533	774
同比(%)	237%	0%	51%	45%
毛利率(%)	21.1%	16.3%	17.5%	18.8%
ROE(%)	16.9%	15.5%	18.9%	21.5%
每股收益(元)	0.53	0.44	0.66	0.96
P/E	35.97	36.11	23.97	16.51
P/B	6.07	5.58	4.53	3.55
EV/EBITDA	21	24	18	13

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《双良股份-化工产品、溴冷业务同比高速增长贡献靓丽一季报》2010-4-22

《公司点评: 双良股份600481-未来看点多多, 业务良性发展: 接1.4亿空冷订单, 7.2

《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

表 1 收入分类预测

营业收入 (百万元)	2008	2009	2010	2011	2012
化工产品	2,753.51	2,361.48	2,833.78	3,400.53	3,910.61
增长率	23.67%	-14.24%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利率	0.73%	12.21%	5.00%	6.00%	7.00%
溴冷产品 (余热)	723.70	559.63	643.57	740.11	814.12
增长率	17.71%	-22.67%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	42.40%	47.50%	50.00%	51.00%	52.00%
空冷器产品	235.48	574.72	804.61	1,206.91	1,810.37
增长率		144.06%	40.00%	50.00%	50.00%
毛利率	23.62%	25.63%	26.00%	27.00%	28.00%
换热器产品	157.96	166.01	166.01	174.31	183.03
增长率		5.10%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	18.81%	34.20%	25.00%	26.00%	27.00%
合计	3,914.68	3,712.57	4,497.97	5,571.86	6,768.13
增长率	31.13%	-5.16%	21.16%	23.88%	21.47%
毛利率	11.07%	21.05%	16.32%	17.46%	18.81%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1886	1872	2570	3451
现金	646	535	981	1678
应收账款	309	358	390	324
其它应收款	65	60	82	96
预付账款	111	94	133	160
存货	557	555	737	853
其他	198	270	247	340
非流动资产	1947	1970	1982	1986
长期投资	148	133	132	130
固定资产	1403	1541	1610	1644
无形资产	114	129	138	150
其他	282	167	102	62
资产总计	3833	3842	4553	5438
流动负债	1560	1384	1633	1834
短期借款	537	416	428	459
应付账款	277	226	322	381
其他	746	742	883	993
非流动负债	19	16	-56	-146
长期借款	13	16	-56	-146
其他	6	-0	0	0
负债合计	1579	1399	1577	1688
少数股东权益	150	154	154	154
股本	675	810	810	810
资本公积	971	836	836	836
留存收益	457	642	1175	1949
归属母公司股东权益	2104	2289	2822	3595
负债和股东权益	3833	3842	4553	5438

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	383	407	663	894
净利润	413	358	533	774
折旧摊销	127	114	127	138
财务费用	35	28	15	-14
投资损失	3	2	2	2
营运资金变动	-206	-113	-27	2
其它	13	19	14	-8
投资活动现金流	-166	-147	-153	-157
资本支出	142	127	125	126
长期投资	-30	-15	-1	-2
其他	-54	-35	-30	-33
筹资活动现金流	-324	-371	-64	-41
短期借款	-43	-121	12	32
长期借款	-192	3	-71	-90
普通股增加	0	135	0	0
资本公积增加	0	-135	0	0
其他	-89	-252	-4	18
现金净增加额	-105	-111	446	696

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3713	4498	5572	6768
营业成本	2931	3764	4599	5495
营业税金及附加	3	4	4	6
营业费用	147	180	217	257
管理费用	123	112	139	162
财务费用	35	28	15	-14
资产减值损失	6	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	-2	-2	-2
营业利润	465	403	591	856
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	460	398	586	850
所得税	47	40	53	77
净利润	413	358	533	774
少数股东损益	58	4	0	0
归属母公司净利润	355	354	533	774
EBITDA	627	545	732	980
EPS (元)	0.53	0.44	0.66	0.96

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-5.2%	21.2%	23.9%	21.5%
营业利润	274.8	-13.3%	46.4%	44.8%
归属于母公司净利润	237.2	-0.4%	50.6%	45.2%
获利能力				
毛利率	21.1%	16.3%	17.5%	18.8%
净利率	9.6%	7.9%	9.6%	11.4%
ROE	16.9%	15.5%	18.9%	21.5%
ROIC	20.3%	16.6%	23.3%	32.2%
偿债能力				
资产负债率	41.2%	36.4%	34.6%	31.0%
净负债比率	47.81	41.49%	33.71	28.27%
流动比率	1.21	1.35	1.57	1.88
速动比率	0.85	0.95	1.11	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.17	1.33	1.35
应收账款周转率	11	11	12	15
应付账款周转率	12.69	14.97	16.79	15.63
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.44	0.66	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.50	0.82	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.83	3.48	4.44
估值比率				
P/E	35.97	36.11	23.97	16.51
P/B	6.07	5.58	4.53	3.55
EV/EBITDA	21	24	18	13

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

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

马箭, 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。三年相关行业工作经验。

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

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