

双良股份：小荷才露尖尖角

09 年半年报预增公告点评

报告关键点：

- 09年上半年业绩同比预增50%以上
- 公司业绩预增公告验证了我们此前的判断
- 拟建项目将为公司未来盈利增长打开巨大空间
- 建议买入

报告摘要：

- 09年上半年业绩同比预增50%以上：经公司财务部门认真测算，预计公司2009年中期业绩与2008年同期相比增长超过50%，上年同期实现归属于母公司的净利润约9760万元，合每股收益0.1469元，即公司09年半年报将至少实现归属于母公司的净利润约14640万元，合每股收益约0.22元，考虑到一季度公司实现EPS不到1分钱，即二季度单季实现EPS至少在0.21元以上。业绩变动主要原因是，随着公司募集资金投资项目空冷器产能的逐步释放，以及受国家节能减排政策影响，公司机械业务在报告期内取得较好经营成果；同时，受国家“家电下乡”、“汽车下乡”等政策影响，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也有较大幅度提高，故报告期内公司盈利取得较大幅度增长。
- 公司业绩预增公告验证了我们此前的判断：化工业务苯乙烯09年以来，尤其是今年3月份以来盈利恢复明显，一举扭转08年的亏损局面，为公司整体业绩的提升作了较大的贡献，我们判断随着经济形势的不断好转，苯乙烯下半年的盈利状况将不亚于上半年（因为事实上苯乙烯1、2月份仍然是亏损的）；机械业务上半年的盈利状况实现程度不低于我们此前盈利预测时候的假设，且预计下半年机械业务的盈利将好于上半年。
- 拟建项目将为公司未来盈利增长打开巨大空间：拟新建的每年9套LT-MED/12000吨海水淡化设备和每年48万吨EPS项目将一方面给公司未来带来丰厚的回报，一方面又增加了公司化工业务未来盈利的稳定性，此二项目将顺利接过目前余热利用溴冷机以及空冷器给公司带来高成长的接力棒，为公司未来盈利增长打开巨大空间。
- 建议买入：基于现有业务结构盈利的安全边际，以及余热利用溴冷机、空冷器、海水淡化、EPS项目等逐步接过公司未来高成长的接力棒，长期看好公司未来成长性，我们仍然维持此前的盈利预测、目标价以及投资评级，2009、2010、2011年EPS分别为0.63元，0.8元，0.93元，12个月目标价16.2元，买入-A。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **16.20 元**

期限： 12 个月 上次预测： 16.20 元

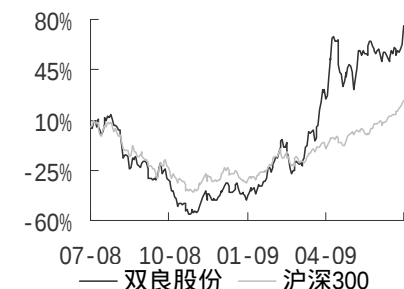
现价： 12.27 元

报告日期： **2009-07-06**

市场数据

总市值(百万元)	8,283.10
流通市值(百万元)	5,039.83
总股本(百万股)	675.07
流通股本(百万股)	410.74
12 个月最高/最低	3.10/12.51 元
十大流通股东(%)	40.96%
股东户数	83,870

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.38)	5.14	53.05
绝对收益	12.43	36.43	76.13

研究员

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,985.4	3,914.7	4,313.7	5,538.8	6,414.1
Growth(%)	97.5%	31.1%	10.2%	28.4%	15.8%
净利润	127.1	105.3	424.2	539.9	626.6
Growth(%)	34.3%	-17.1%	302.8%	27.3%	16.1%
毛利率(%)	14.0%	11.1%	20.0%	19.9%	20.0%
净利润率(%)	4.3%	2.7%	9.8%	9.7%	9.8%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.63	0.80	0.93
每股净资产(元)	1.70	2.96	3.43	3.96	4.54
市盈率	60.8	73.4	18.2	14.3	12.3
市净率	6.7	3.9	3.3	2.9	2.5
净资产收益率(%)	15.4%	4.7%	21.0%	23.2%	23.5%
ROIC(%)	14.0%	6.5%	21.5%	22.5%	21.5%
EV/EBITDA	25.7	30.9	12.0	10.1	8.9
股息收益率	0.4%	1.8%	3.3%	4.2%	4.9%

前期研究成果

双良股份：“开源节流”露峥嵘	2009-06-26
双良股份：春风又“绿”江南岸	2009-06-01
双良股份：好戏在后头	2009-04-27

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-6-25

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,985.4	3,914.7	4,313.7	5,538.8	6,414.1	成长性					
减:营业成本	2,567.1	3,481.5	3,451.0	4,435.2	5,134.4	营业收入增长率	97.5%	31.1%	10.2%	28.4%	15.8%
营业税费	1.9	2.0	2.3	2.9	3.4	营业利润增长率	31.8%	-35.8%	359.4%	27.3%	16.7%
销售费用	128.7	150.3	151.0	193.9	237.3	净利润增长率	34.3%	-17.1%	302.8%	27.3%	16.1%
管理费用	60.5	86.8	86.3	110.8	128.3	EBITDA 增长率	90.0%	-14.3%	163.7%	23.3%	15.2%
财务费用	37.4	32.8	31.5	34.0	37.3	EBIT 增长率	41.2%	-32.0%	283.5%	26.3%	16.4%
资产减值损失	4.0	35.0	21.4	36.2	26.1	NOPLAT 增长率	64.1%	-40.4%	303.8%	26.3%	15.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.4%	22.0%	20.7%	21.5%	11.8%
投资和汇兑收益	7.5	-2.1	-	-	-	净资产增长率	7.5%	74.0%	16.1%	15.5%	14.5%
营业利润	193.3	124.1	570.3	725.8	847.3	利润率					
加:营业外净收支	-4.7	-5.5	-	-	-	毛利率	14.0%	11.1%	20.0%	19.9%	20.0%
利润总额	188.7	118.6	570.3	725.8	847.3	营业利润率	6.5%	3.2%	13.2%	13.1%	13.2%
减:所得税	12.3	24.0	82.7	105.2	127.1	净利率	4.3%	2.7%	9.8%	9.7%	9.8%
净利润	127.1	105.3	424.2	539.9	626.6	EBITDA/营业收入	10.4%	6.8%	16.3%	15.6%	15.5%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.7%	4.0%	14.0%	13.7%	13.8%
货币资金	388.1	847.6	609.5	653.9	741.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	116	112	117	90	77
应收帐款	207.1	296.7	377.8	485.1	561.8	流动营业资本周转天数	34	46	62	63	70
应收票据	98.4	237.5	284.1	364.8	422.4	流动资产周转天数	134	146	156	133	138
预付帐款	71.8	79.7	114.2	158.5	209.9	应收帐款周转天数	23	23	27	26	28
存货	521.6	437.7	446.3	573.6	664.0	存货周转天数	48	45	39	35	37
其他流动资产	-	-0.0	11.6	26.6	43.9	总资产周转天数	316	306	319	281	277
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	210	200	220	208	208
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	119.0	119.1	119.1	119.1	119.1	ROE	15.4%	4.7%	21.0%	23.2%	23.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	2.6%	12.3%	13.3%	13.8%
固定资产	999.0	1,428.3	1,384.4	1,369.7	1,369.4	ROIC	14.0%	6.5%	21.5%	22.5%	21.5%
在建工程	432.9	78.6	475.7	788.2	979.4	费用率					
无形资产	77.2	75.4	74.8	74.3	73.7	销售费用率	4.3%	3.8%	3.5%	3.5%	3.7%
其他非流动资产	64.9	80.3	73.1	50.0	23.1	管理费用率	2.0%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	2,980.0	3,680.9	3,970.7	4,663.8	5,208.2	财务费用率	1.3%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%
短期债务	376.5	580.7	480.4	641.0	638.8	三费/营业收入	7.6%	6.9%	6.2%	6.1%	6.3%
应付帐款	321.2	285.6	330.9	425.3	492.3	偿债能力					
应付票据	31.0	-	-	-	-	资产负债率	61.5%	45.8%	41.7%	42.6%	41.2%
其他流动负债	320.5	493.5	572.6	683.3	811.6	负债权益比	159.8%	84.4%	71.4%	74.4%	70.1%
长期借款	673.2	204.6	204.6	204.6	204.6	流动比率	1.11	1.28	1.27	1.27	1.36
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.66	0.97	0.95	0.93	1.00
负债总额	1,832.8	1,684.7	1,653.8	1,988.9	2,146.4	利息保障倍数	6.17	4.78	19.09	22.35	23.72
少数股东权益	149.0	92.4	129.7	202.3	286.5	分红指标					
股本	612.0	675.1	675.1	675.1	675.1	DPS(元)	0.05	0.21	0.38	0.48	0.56
留存收益	386.2	1,228.7	1,512.1	1,797.5	2,100.2	分红比率	24.1%	133.7%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	1,147.2	1,996.2	2,316.9	2,674.9	3,061.8	股息收益率	0.4%	1.8%	3.3%	4.2%	4.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	176.4	94.6	424.2	539.9	626.6	EPS(元)	0.19	0.16	0.63	0.80	0.93
加:折旧和摊销	79.6	109.0	99.5	105.0	111.9	BVPS(元)	1.70	2.96	3.43	3.96	4.54
资产减值准备	4.0	35.0	21.4	36.2	26.1	PE(X)	60.8	73.4	18.2	14.3	12.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	3.9	3.3	2.9	2.5
财务费用	-	31.2	36.6	31.5	34.0	P/FCF	61.4	-13.8	-48.8	96.8	36.4
投资收益	-7.5	2.1	-	-	-	P/S	2.6	2.0	1.8	1.4	1.2
少数股东损益	49.3	-10.7	63.4	80.7	93.6	EV/EBITDA	25.7	30.9	12.0	10.1	8.9
营运资金的变动	-473.0	-363.0	-95.3	-211.5	-131.2	CAGR(%)	52.1%	96.7%	18.0%		
经营活动产生现金流量	-210.3	-65.4	544.6	584.3	764.4	PEG	1.2	0.8	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-101.2	-105.2	-453.0	-403.0	-303.0	ROIC/WACC	1.1	0.5	1.7	1.8	1.7
融资活动产生现金流量	336.2	563.9	-374.1	-197.3	-415.5	REP	3.6	6.6	1.7	1.4	1.3

资料来源:安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

谭志勇，石油与化工行业助理研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034