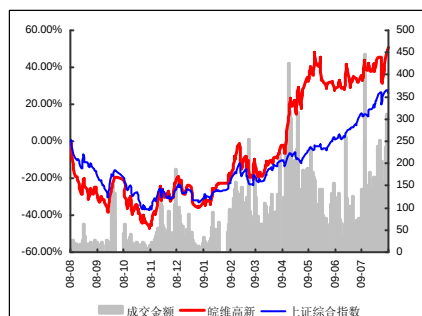


2009 年 9 月 21 日

双良股份（600481.SH）调研简报

推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《海水淡化，开辟一个新天地》

2009 年 6 月 29 日

《化工机械业务齐开放、新项目前景更宽广——业绩预增公告点评》

2009 年 7 月 7 日

《中报符合预期，未来值得期待》

2009 年 7 月 20 日

报告作者：

茅玉峰

021-58766036-216

maoyf@glsc.com.cn

王席鑫

0510-82833507

wangxx@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

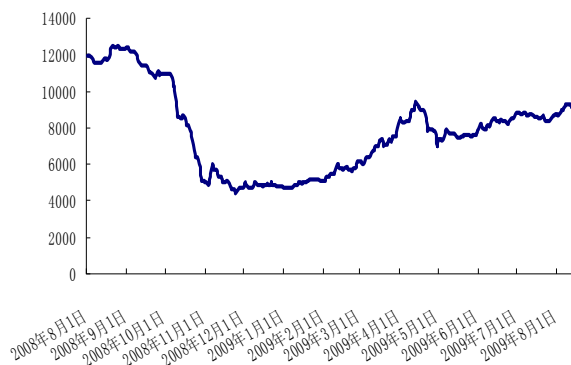
投资要点：

- **受益经济复苏，上半年公司现有业务盈利恢复。**上半年公司苯乙烯市场逐渐恢复，当前毛利在 10%，盈利已经达到理想状态。此外，公司余热溴冷机、空冷器和换热器业务，都有大幅增长。
- **余热溴冷机和空冷器，现有业务的最大亮点。**公司余热溴冷机一直保持高速发展。公司该项业务已经在氮肥、聚酯、多晶硅等多个行业突破，预计未来两三年将能维持 35%~40% 的增长速度。公司空冷器在 09 年突破大型设备领域壁垒后，将有望获得五大电力集团订单，预期未来将获得高速发展。
- **海水淡化增长潜力大；EPS，受益建筑节能。**国内海水淡化市场属于新兴的朝阳行业，根据国家规划，未来市场需求增长迅速。公司海水淡化项目投产后，预计一套设备售价在 8000 万左右，将大幅提高公司销售收入和营业利润。公司即将上马的 EPS 主要应用在建筑节能领域，国家政策推动下，我们同样看好公司在这项业务上的发展。
- 根据我们最新的盈利预测公司 09~11 年的 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.98 元，公司成长性良好。而且一旦公司海水淡化和 EPS 项目如期产生效益，公司盈利还将有提升空间。公司余热溴冷机、海水淡化设备、空冷器和未来即将上马的 EPS 项目，具有节能节水概念。在国家对节能减排日益重视，并大力给予扶持时，公司业务符合国家产业政策。继续维持公司“推荐”的投资评级。

一、上半年公司现有业务情况概述

09 年上半年，随着国内经济的转暖，公司主要产品苯乙烯下游终端行业汽车、家电和房地产全面复苏。苯乙烯市场需求恢复，产品价格从 3 月开始不断上涨。目前，长三角地区苯乙烯产品价格在 9250 元/吨，比最低时的 4750 元/吨已经上涨接近一倍。主要原材料纯苯和乙烯价格虽也同时上涨，但其幅度较平缓，而且对成本贡献比例小于 1。公司苯乙烯业务毛利在二季度有大幅提升，目前，毛利水平在 10%。

图 1: 苯乙烯价格走势



数据来源: 化工在线 国联证券研究所

公司现有机电业务主要分为溴冷机、空冷器和热交换器三类。其中公司溴冷机业务分为传统民用、工业用溴冷机和余热利用类溴冷机。公司传统溴冷机业务 09 年上半年出现萎缩。但余热溴冷机受节能减排政策推动，在上半年销售仍然保持稳定。由于余热溴冷机业务毛利水平高于传统溴冷机，我们判断公司溴冷机业务未来的盈利能力将随着余热溴冷机业务的扩大而增强。

公司空冷器业务上半年同比大幅增长，增幅高达 772.48%。换热器业务 09 年上半年销售情况良好。但公司换热器主要客户为国外大型石化公司，这些公司受金融危机冲击很大，预计 09 年下半年公司换热器业务销售情况将会下降。其未来增长的关键在于国外经济的恢复以及国内市场的开拓。

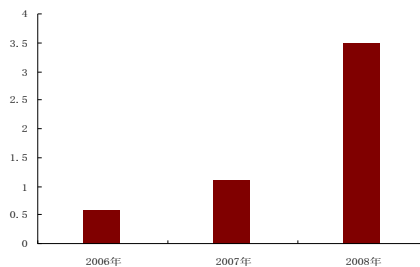
二、现有业务余热溴冷机、空冷器是最大亮点

1、余热溴冷机—节能减排的受益者

公司余热溴冷机是指利用工业余热作为驱动能源，通过热交换处理后，将低品位的余废热提炼成满足工业生产和生活使用热（冷）的设备。从 06

年开始，公司余热溴冷机销售收入迅猛增长。

图 2：近三年余热溴冷机产值增长情况（亿元）



数据来源：国联证券研究所

公司余热溴冷机业务的增长，受益于三个方面：国家节能减排政策推行力度的加强；能源价格高涨，企业节能减排效益日益提高；以及市场的示范性效应。公司最初是在氮肥行业进行余热工程改造，当在一个企业获得成功，其示范效应使公司产品在行业得到迅速推广。目前，除氮肥外，公司在聚酯、多晶硅等多个行业实现突破。从目标市场来看，余热富裕的高耗能企业，如化工、钢铁、石化等产业都是其可开发的市场，空间广阔。

我们认为促进溴冷机市场发展三方面因素长期有效。而且，余热溴冷机市场不仅是设备供应，更重要的是设计方案的提供，具有较高技术壁垒。公司作为市场中的领导企业，先发优势和技术优势都很突出，余热溴冷机业务未来将继续保持现在的高速发展。

2、空冷器—市场打开，加速增长

空冷器业务是公司又一个处于高速发展期的业务。公司与 08 年底交付河北国华电力 660MW 大型电站空冷器，预计将于 2009 年下半年投入使用。稳定运营一段时间后，公司进入大型发电企业招标的障碍消除。

我们非常看好公司空冷器的发展业务，逻辑在于：与龙头公司相比，双良在空冷器市场份额占比小，未来成长性更大；突破大型空冷器市场后，公司市场空间被放大；国家有意识提高国产设备应用。随着技术的积累，国产设备的性能提高，成本优势逐渐显现，国产设备替代将是未来空冷器市场的发展趋势。我们预计，公司空冷器业务在未来三年将呈现加速增长的态势，年复合增长率在 35% 左右。

三、海水淡化，想象空间巨大

公司在 6 月 26 日发布公告，宣布将新建海水淡化设备制造项目项目全

部建成达产后每年形成 9 套 LT-MED/12000 吨海水淡化设备建设规模, 建设周期大约为 12 个月。

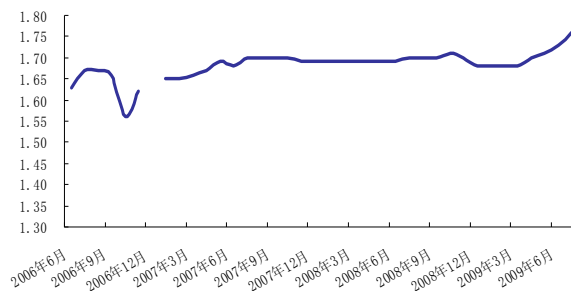
国内海水淡化市场刚刚起步, 属朝阳性节能环保行业。短期看市场的发展主要取决于国家政策的扶持; 长期看随着工业用水价格的上涨, 海水淡化带来的经济效益将成为市场发展的主要推动力。

截至到今年 6 月份, 我国的海水处理能力在 28 万吨/日, 而根据国家规划, 到 2010 年国内海水处理的目标是达到 80~100 万吨/年, 到 2020 年 250~300 万吨。国家政策面对节水的支持力度也很大, 从 2008 年 1 月 1 日起, 企业海水淡化项目将免征所得税。在部分沿海地区, 电厂还可通过海水淡化给市政供水, 来换得发电量配给额的增加。

从经济效益考量, 目前海水淡化处理装置生产 1 吨淡水得成本在 5 块钱左右, 高于国内平均水价。但水资源贫乏, 水价高的地区, 仍具有成本优势。如天津工业、经营服务业和行政事业用水价格每立方米为 6.70 元; 特种用水价格每立方米为 21.10 元。并且, 在北京、天津等缺水地区, 为保证居民用水, 市政很难满足大型电厂和生产企业的工业用水。部分企业只能依靠汲取地下水保证生产, 而随着地下水资源的消耗, 地下水供应成本不断上升, 海水淡化的优势就显现出来。此外, 国内水价长期偏低, 未来水价不断上涨将是确定的趋势, 随着水价上涨海水淡化的经济效益也将不断增强。

公司海水淡化装置是依托现有的余热处理技术, 将电厂或钢厂等企业余废热再利用进行海水淡化处理。公司余热处理和容器压力技术都已经相当成熟, 海水淡化项目也经过长期准备。初步估算每套海水淡化设备的售价在 8000 万元左右。市场打开后, 将成为公司新的重要盈利点。预计公司 09 年四季度有望在海水淡化业务上获得突破, 设备毛利将达到 30% 左右。

图 3: 国内 36 城市水价增长趋势



数据来源: wind 国联证券研究所

四、化工业务，搭上节能的便车

公司现有化工业务为苯乙烯和苯胺生产线，其中苯乙烯为化工主要产品。09年3月底公司苯乙烯新增21万吨产能投产，总计产能达到42万吨。从09年上半年以来，苯乙烯价格经过两次连续上涨。第一次是去库存化的影响，主要集中在3、4月；当前的一次则是在经济复苏的带动下，下游市场需求恢复，价格和成交都有明显的好转。目前，苯乙烯价格已经突破9000元大关，毛利水平在10%左右，已经达到公司可研报告的理想状态。

苯乙烯的下游市场主要产品为EPS、ABS、PS和丁苯橡胶等，受益汽车行业、家电下乡和房地产行业复苏的拉动，这些产品（汽车保险杠中和建筑节能中用到EPS、塑型材料用到ABS和PS，轮胎用到丁苯橡胶）上半年销售状况良好，是带动苯乙烯需求上升的主因。

09年6月26日，公司公告将新建24万吨/年EPS项目，预计2010年中期投产。EPS是苯乙烯的下游产品，广泛应用于汽车、家电、工程建设等行业。特别是在建筑节能领域，EPS是性价比最高的外墙节能材料。

公司投产EPS装置，一方面是看重产品在建筑节能领域的应用前景，另一方面也是为通过产业链延伸，平滑苯乙烯价格波动带来的盈利风险。我们认为EPS投产后，将有助于提升化工业务的抗风险能力，并对销售收入和盈利有所贡献。并且更进一步加深了公司业务在节能减排领域的深度和广度。

五、盈利假设及评级

根据我们最新的盈利预测公司09~11年的EPS分别为0.57元、0.74元和0.98元，公司成长性良好。而且一旦公司海水淡化和EPS项目如期产生效益，公司盈利还将有提升空间。

公司余热溴冷机、海水淡化设备、空冷器和未来即将上马的EPS项目，具有节能节水概念。在国家对节能减排日益重视，并大力给予扶持时，公司业务符合国家产业政策。继续维持公司“推荐”的投资评级。

利润表	单位: 百万元			
	2008	2009	2010	2011
营业收入	3915	4329	5188	6181
营业成本	3481	3504	4172	4919
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	150	199	223	267
管理费用	87	105	119	143
财务费用	33	40	52	43
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	10	0	0
营业利润	124	488	619	805
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	119	488	619	805
所得税	24	73	93	121
净利润	95	415	526	684
少数股东损益	-11	31	28	24
归属母公司净利润	105	384	498	661
EBITDA	266	644	803	996
EPS (元)	0.16	0.57	0.74	0.98
资产负债表	单位: 百万元			
	2008	2009	2010	2011
流动资产	1899	2288	3237	4096
现金	848	801	1539	2133
应收账款	239	252	305	365
其他应收款	58	78	85	106
预付账款	80	89	101	122
存货	438	805	892	996
其他流动资产	237	263	315	375
非流动资产	1782	1956	2069	2146
长期投资	119	119	119	119
固定资产	1428	1614	1746	1840
无形资产	75	74	72	70
其他非流动资产	159	149	132	116
资产总计	3681	4245	5305	6242
流动负债	1480	1784	1569	1821
短期借款	581	765	487	494
应付账款	185	300	260	394
其他流动负债	715	719	822	934
非流动负债	205	205	955	955
长期借款	205	205	955	955
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1685	1989	2523	2776
少数股东权益	92	124	152	176
股本	675	675	675	675
资本公积	971	971	971	971
留存收益	258	486	984	1645
归属母公司股东权益	1904	2132	2630	3291
负债和股东权益	3681	4245	5305	6242

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。