

双良股份(600481)调研报告

英雄有用武之地

推荐

首次评级

可选消费/家用电器

2009 年 12 月 28 日

投资要点:

- 公司业务可分成两个部分, 化工业务生产苯乙烯(含少量苯胺), 换热设备由溴冷机延伸到换热器、空冷机以及海水淡化设备。
- 国内苯乙烯有一半需求量通过进口满足, 进口替代的空间很大, 公司有扩产计划, 盈利预测中暂未考虑。公司计划向下游延伸, 建设 EPS 项目, 该项目以苯乙烯为原料, 对收入贡献不大, 但可以增加化工业务增值空间。原料受制于人, 苯乙烯盈利提升的空间不大。
- 从溴冷机到换热器、空冷机以及海水淡化设备, 技术上是一脉相承的, 即高效的热交换技术。公司利用技术优势, 在国内节能环保的热潮中找到了商机。
- 2010 年换热器和空冷器业务将迎来快速增长期; 2011 年海水淡化业务是增长点。
- 国内其它溴冷机企业湖南远大、上海开利和大连三洋还没有涉足这些新领域。
- 目前的股价相当于 2010 年 26.84xPE 和 2011 年 21.31xPE, 空冷器和海水淡化系统的销售有可能出现惊喜, 给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	391,468	31.13	10,531	(17.12)	0.16		129.2	
2009E	404,954	3.44	36,206	243.80	0.54		38.3	
2010E	579,787	43.10	51,928	43.42	0.77		26.8	
2011E	666,447	15.01	67,507	26.59	0.97		21.3	

走势图



市场数据

2009-12-25

收盘价:	20.67 元
52 周最高价:	22.73 元
52 周最低价:	3.64 元
平均持仓成本:	19.47 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	67,507
流通 A 股(万股):	67,507
每股收益(元):	0.44
每股净资产(元):	3.03
每股经营现金流(元):	0.58
市净率:	6.82

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: shao_zhenhua@hotmail.com

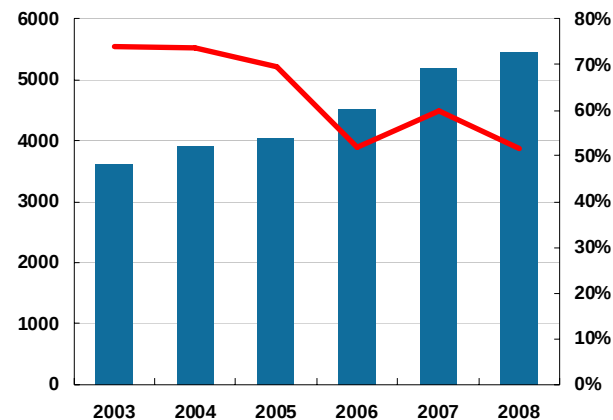
地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

我国每年苯乙烯需求量 500 万吨，其中有一半需要通过进口来满足。近几年来，我国苯乙烯的进口依存度有所降低，但仍维持在 50% 左右，即每年进口约 300 万吨。

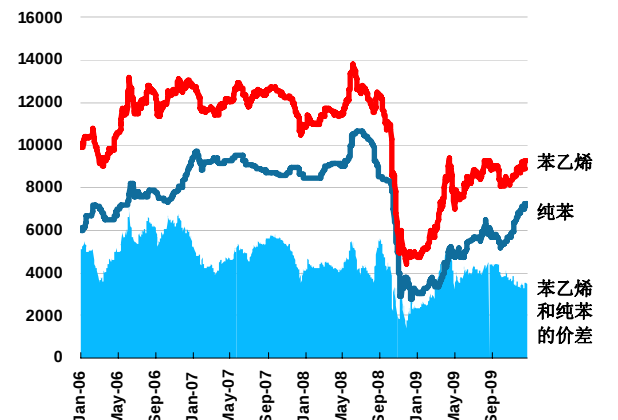
纯苯是苯乙烯的基础原料，按吨耗 0.8 吨纯苯，以目前的价格，纯苯在苯乙烯的成本占比是 62%。因此，纯苯价格对苯乙烯价格有明显的成本推动关系。

苯乙烯表观消费量和进口依存度



数据来源：化工在线

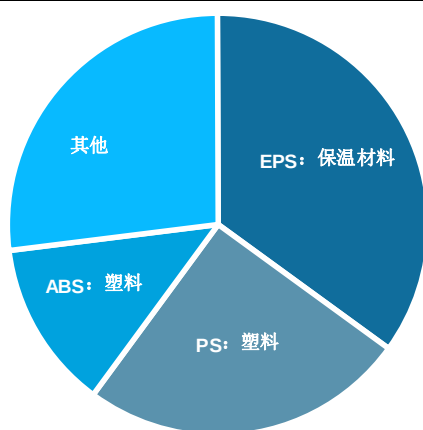
纯苯价格对苯乙烯的成本推动



数据来源：化工在线

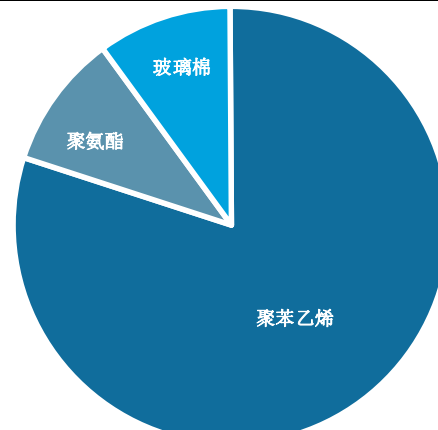
苯乙烯下游主要有 EPS（可发性聚苯乙烯）、PS（聚苯乙烯）和 ABS（丙烯腈-苯乙烯-丁二烯共聚物）等，这三者需求占苯乙烯下游 70% 以上。EPS 主要用于外墙保温材料，是我国主流的外墙保温材料，性价比高，普及程度远远高于聚氨酯和玻璃棉。PS 和 ABS 都是塑料，可用于家电、汽车和日用品等。

苯乙烯下游分布



数据来源：化工在线

国内建筑保温材料以苯乙烯为主

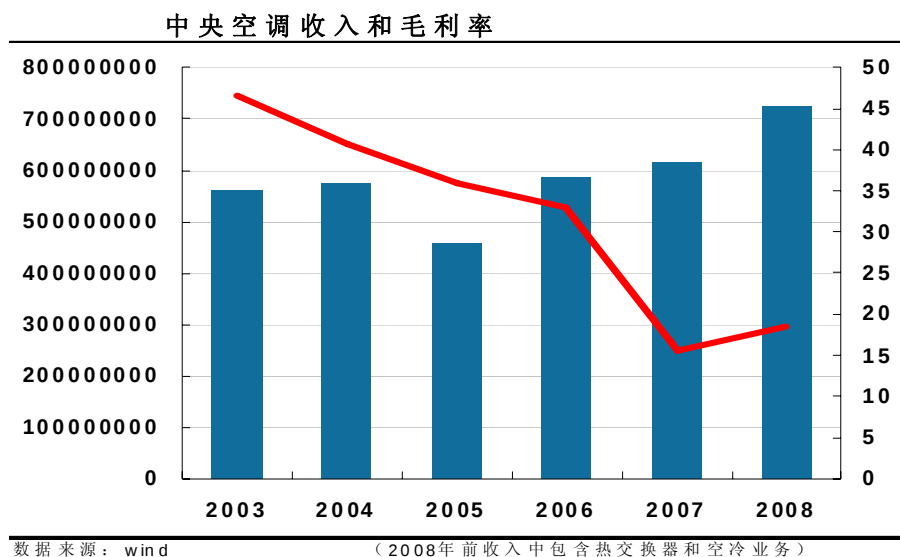


数据来源：化工在线

苯乙烯进口依存度高，进口替代的市场潜力广阔。苯乙烯下游需求有保障，尤其是保温材料领域，受政策推动的增长可期。2009 年上半年，公司苯乙烯毛利率明显提高，我们认为主要是行业普遍的存货原因。

公司传统溴冷空调业务成长性不强，2003 年以来 5 年内收入增长仅 30%。由于竞争

加剧、原材料成本上升，毛利率从 45% 下降到 20%。



但是溴冷设备中涉及热交换的技术公司有优势。这些设备的核心就是介质与受体之间热交换的效率。

	溴冷机	换热器 (后冷却器)	空冷器	海水淡化
工作原理	以热能作为动力源, 以水为制冷剂, 以溴化锂溶液为吸收剂, 制取冷源水	利用了冷却介质 (如水或空气) 与后冷却器出口处压缩空气的温度差异	利用空气对工艺流体进行冷却 (冷凝)	利用工业余热低压蒸馏海水

公司的技术正好有用武之地。

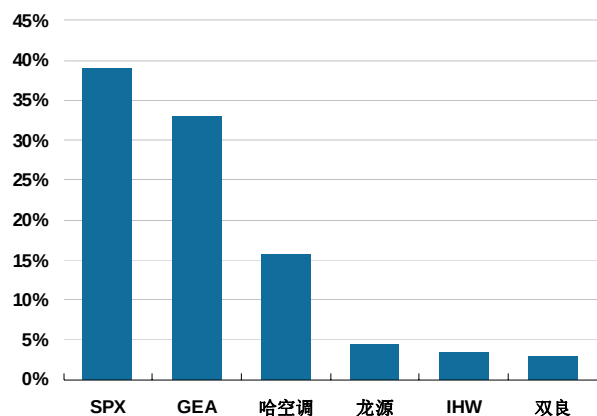
2004-06-28 国家发展改革委关于燃煤电站项目规划和建设的有关要求的通知 (发改能源[2004]864 号): 在北方缺水地区, **新建、扩建电厂禁止取用地下水, 严格控制使用地表水**, 鼓励利用城市污水处理厂的中水或其它废水。原则上应建设大型空冷机组。

为了节约当地水资源, 地方政府出台政策要求火电采用空冷。不少原拟建水冷项目在项目难以得到批准的情况下开始变更为空冷项目。 **空冷成为大趋势。**

空冷设备的历史沿革。2002 年前仅有 8 台大型间冷机组投入运行。2004 年哈空调进入, 2006 年进入, 2007 年取得项目。而后龙源、IHW 和双良相继进入, 市场逐渐形成了 SPX 和 GEA 两强割据, 国内企业跟随的格局。

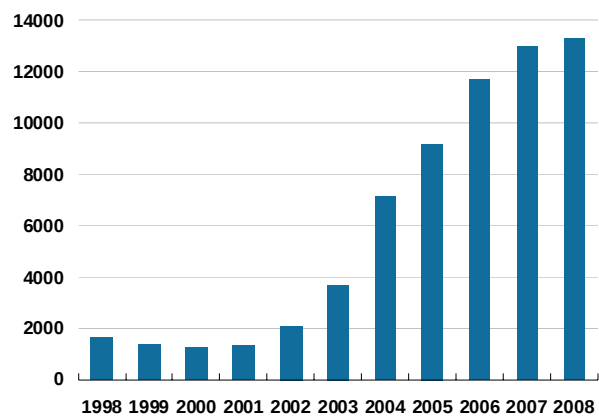
双良在火电空冷领域的增量将来自市场容量和市场份额两个方面。尽管新增火电装置规模保持稳定, 增量很小, 国家对空冷的政策支持将提高新建火电使用空冷的比例, 比例提高这一项至少可增加市场容量 50%。进口替代的趋势已经形成, 国外企业的市场份额已经从 80% 下降到 50% 以下。双良的竞争优势主要是机制, 2010 年有望进入五大发电集团。

国内电站空冷市场份额分布



数据来源：中国电站空冷主设备供应商业绩 截止到2008年6月30日

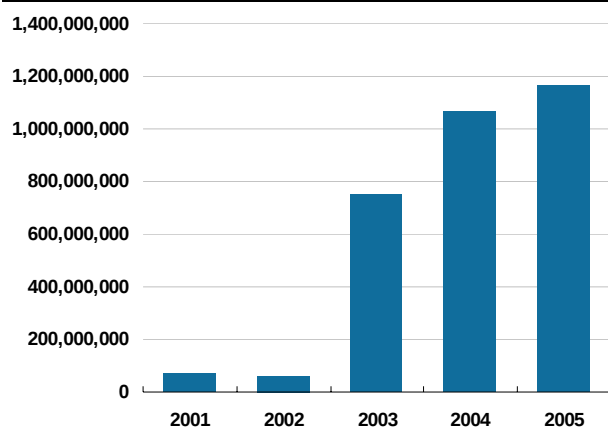
火电发电设备



数据来源：国家统计局

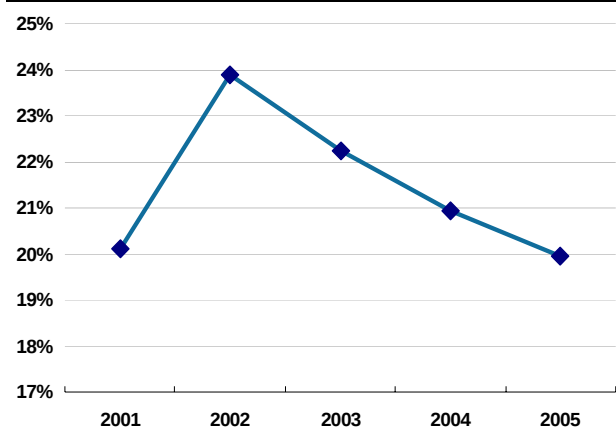
关于电站空冷市场的未来，脱硫设备的历史值得借鉴。我国脱硫市场真正兴起是从2003年开始的，当时的龙头企业凯迪电力于2006年底转让旗下从事电力脱硫的子公司凯迪环保70%股权。在转让报告书中，凯迪电力提到收入增长放缓，成本增长加快，毛利率快速下降，市场份额下降，单位造价下降。

凯迪电力脱硫业务收入



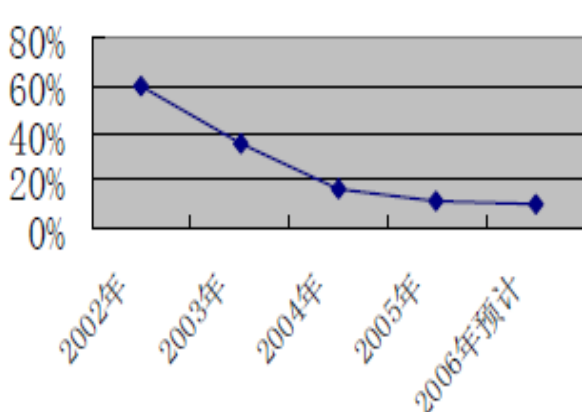
数据来源：Wind

凯迪电力脱硫业务毛利率



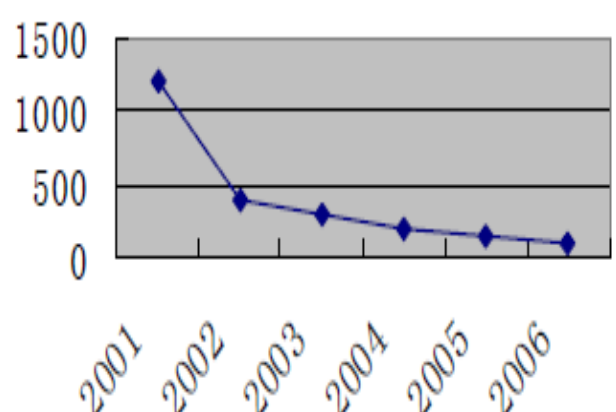
数据来源：Wind

市场占有率变化



数据来源：凯迪电力

单位千瓦机组脱硫造价



数据来源：凯迪电力

竞争加剧的因素有：

- 一、 进入门槛低。由于国内脱硫企业的核心技术都是从国外引进，制造安装可以外包，整个行业的进入门槛很低。
- 二、 行业标准缺失。项目质量参差不齐，没有系统的评价标准，部分企业偷工减料降低成本，通过低成本低价格竞争。
- 三、 系统内企业抢占市场。主要是电力公司下属的脱硫设备公司，这些企业在招投标过程中占有先天优势。

我们的判断，空冷市场 2009 年开始放量，未来火电企业利润增加，已建电厂的改造将带来二次放量。由于部分技术的专业性，竞争加剧的程度可能会慢于脱硫行业，即景气周期至少维持 3-4 年。双良作为后入的竞争者，增长周期长于行业（类似博奇环保）。

海水淡化系统主要用于沿海火电、核电、钢铁厂。热法海水淡化得到纯度很高的蒸馏水，可用于锅炉补充水。据公司资料显示，吨水成本大约在 4-5 元（包括蒸汽成本）。

截至 2008 年底，36 个大中城市居民生活用水和工业用水的终端平均水价（包含自来水价格、污水处理费、水资源费等）分别为每吨 2.35 元和 3.19 元。

工业用水价格（不包含污水处理费）

北京	4.1
上海	2
天津	6.7
大连	2.3
青岛	2.2
广州	1.83

数据来源：各地发改委

对比工业用水的价格，海水淡化系统的经济优势在部分地区已经非常明显，在沿海区域大规模推广还需要政策支持。海水淡化市场在国内才刚刚启动，国内已建海水淡化日产能 27 万吨，国内从事海水淡化的有上海电气、天津海水淡化研究所和双良股份。中东地区对海水淡化系统的需求很大，公司可以跟随国内电力设备公司一起开拓这块市场，提供一站式服务。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。