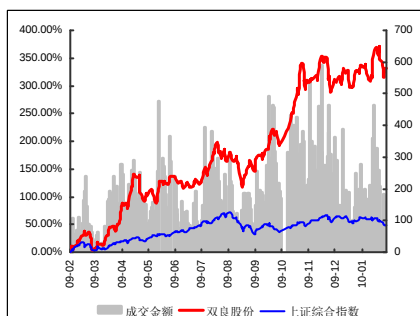


2010 年 02 月 01 日

双良股份（600481.SH）调研报告

推荐（维持）

最近 52 周走势：



报告作者：

新材料研究小组

联系人：

茅玉峰

联系人

021-58766036-216

maoyf@glsc.com.cn

王席鑫

联系人

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。

事件：

我们与双良股份就公司余热溴冷机业务、空冷器业务和海水淡化业务的状况进行了交流，并对公司未来的发展战略进行了沟通。

投资要点：

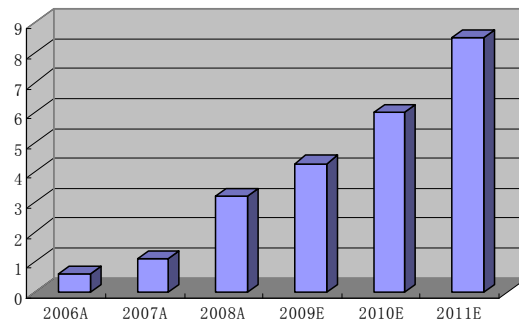
- **节能节水，公司将能充分享受低碳经济下的高成长。**公司余热溴冷机和化工业务遵循节能发展路线，空冷器和海水淡化以节水路线为主。两条路线均符合国家节约能源、节约资源的低碳经济政策，将随着政策的推进和市场的壮大而增长，未来成长性可观。我们预计公司余热溴冷机业务和空冷器业务 2010 年的增长率在 40%以上。而海水淡化市场还处于培育阶段，但一旦突破临界点，将获得爆发式增长。
- **从黑马到白马，公司华丽转身，理应享受高估值。**公司在 09 年一飞冲天，其业务成长性已逐渐为市场了解。作为高成长的低碳概念股，我们认为公司理应获得较高估值，不考虑海水淡化的贡献，根据我们的预测公司 09~11 年业绩分别为 0.53 元、0.86 元和 1.17 元，目前股价 20.90 元，对应 10 年估值仅为 24.3 倍，价值被低估。我们赋予公司 30~33 倍的估值，6 个月的价格区间 25.8~28.38 元，给予公司“推荐”的投资评级。

1. 节能节水符合低碳经济发展方向

公司将名称变更为双良节能系统股份有限公司后，更加明确了节能和节省资源的发展方向。主营业务中余热溴冷机业务、化工业务着力发展节能路线，而空冷器和未来的海水淡化业务则侧重于节水路线，两条路线均符合国家产业发展方向，成长空间巨大。

余热利用业务：公司是国内第一家进入余热溴冷机市场的企业，从余热溴冷机的技术特性看，余热利用范围在 25℃~130℃之间，意味着其在绝大部分的化工、医药、冶炼、钢铁和电力等行业都有广泛应用空间。目前，市场处在开拓期，竞争对手稀少，但市场空间已逐渐打开，而公司是这片市场蓝海的领先者，将随着市场的成长而成长，我们预计未来两年的年均增长率在 40%以上。

图 1: 余热溴冷机产值将快速增长（亿元）



数据来源：国联证券研究所

同时，我们对国家陆续颁布低碳节能政策有强烈预期，公司业务将随着市场空间的增长而加速成长。在国家颁布的《国家重点节能技术推广目录（第二批）》中，多项技术都与余热利用相关。

表 1: 与余热利用相关的节能推广技术

1	聚酯化纤酯化工艺余热制冷技术
2	谷氨酸生产过程中蒸汽余热梯度利用技术
3	基于吸收式换热的热电联产集中供热技术
4	炭黑生产过程余热利用和尾气发电（供热）技术
5	脱硫岛烟气余热回收及风机运行优化技术
6	大型高参数板壳式换热技术
7	乏汽与凝结水闭式全热能回收技术

双良股份利用溴化锂余热溴冷技术，已经在多个行业实现案例突破。在国家大力推广余热利用技术的政策背景下，其应用领域和市场接受度不断提高。

表 2：双良余热利用案例

1	聚酯化纤生产工艺中的应用
2	石化顺丁橡胶凝聚工艺中的应用
3	炼油生产催化裂化工艺中的应用
4	氮肥生产工艺中的应用
5	氯碱生产工艺中的应用
6	炼铁高炉鼓风脱湿工艺中的应用
7	多晶硅生产工艺中的应用
8	生化企业乙醇生产工艺中的应用

空冷业务：公司空冷业务增长的驱动力在于：1.受益国内企业成本优势和国产设备化趋势，公司迅速抢占国内空冷市场份额；2.国内企业在国际市场上获得突破，陆续拿到海外订单。我们判断，在当前的市场格局中，未来两年公司空冷业务将同样获得高速增长。

海水淡化：海水淡化是公司未来增长潜力最大的业务领域。其市场驱动力在于：1.国家政策的推动——在国家的海水淡化规划中，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，而目前处理量仅为28万吨/年，同时国家也明确将海水淡化列入环境保护节能节水项目企业所得税优惠目录，**凡采购海水淡化设备将可按投资额10%抵扣企业所得税**；2.供水成本上升，各地水价都处于上涨大趋势中，提升海水淡化经济效益；3.国内沿海缺水地区，高耗水企业必须依靠海水淡化来减少对市政用水的占用。

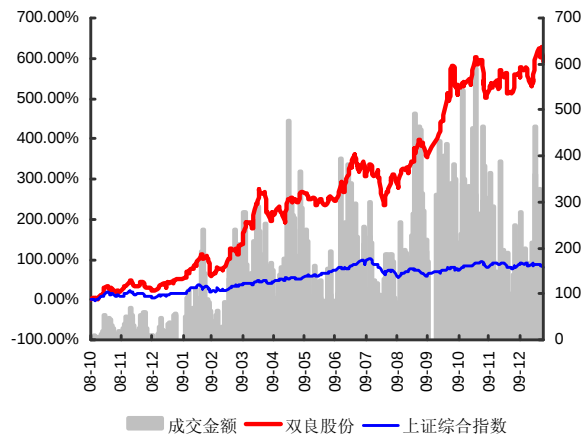
目前，海水淡化还处于最初的市场培育阶段，其真正产生效益还需要时间。但是我们判断，一旦突破临界点，公司迎来的将是爆发式增长。

2. 对双良股份的看法

2.1 从黑马到白马的华丽转身

双良股份从2008年10月31日最低3.1元股价到最近创下的新高23.01元，股价上涨7.42倍，是09年最大的黑马之一。

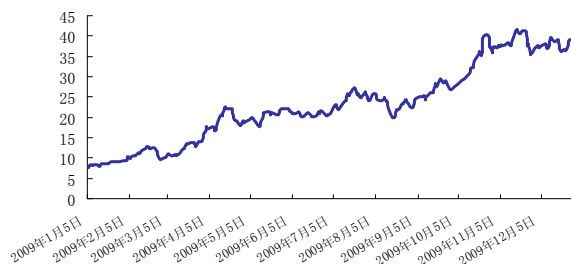
图 2：09 年公司股价一飞冲天



数据来源：wind 国联证券研究所

最初市场对双良的认识局限在空调业务和化工业务上，年初双良的第一轮上涨则是由于补库存导致苯乙烯价格上涨所推动。但经过一年的深入发掘，公司在节能领域——余热溴冷机和苯乙烯（建筑节能材料EPS的原材料），以及节水领域——空冷器和海水淡化的前景已为市场所熟知。而公司将名称从双良空调设备股份有限公司变更为双良节能系统股份有限公司更是表明了公司力图在节能领域发展的战略。在与公司的交流中，这一点也得到公司方的确认。在公司的价值发现过程中，即使剔除大盘上涨的因素，公司估值水平也随着价值发现不断提高。

图 3：公司估值水平不断上升



数据来源：wind 国联证券研究所

我们认为公司走能源节约、资源节约的路线与国家的产业政策和行业本身的发展规律相吻合，公司大部分业务都将能随着政策的推进和行业的成长而壮大，其成长性毋庸置疑。公司已经成为一只具有很

高成长性的绩优股。随着市场对公司的认识加深，公司已经从最初的黑马股成为白马股。考虑到公司的成长性，给予相对较高的估值水平是合理的。

2.2 公司股价已处在低估区间

根据调研情况，我们重新调整了对公司的业绩预测，公司 09~11 年的业绩分别为 0.53 元、0.86 元和 1.17 元。相对 2010 年业绩，公司估值仅为 24.3 倍（股价 20.90 元），我们认为当前股价处于低估区间。我们给予公司 30~33 倍的估值，公司合理股价为 25.8~28.38 元。给予公司“推荐”的投资评级。

利润表		单位: 百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3915	4329	5716	6550
营业成本	3481	3556	4579	5141
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	150	173	229	262
管理费用	87	105	131	152
财务费用	33	42	53	41
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	0	3	10
营业利润	124	451	725	960
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	119	451	725	960
所得税	24	68	109	144
净利润	95	384	616	816
少数股东损益	-11	29	33	28
归属母公司净利润	105	355	583	788
EBITDA	266	608	910	1149
EPS (元)	0.16	0.53	0.86	1.17
资产负债表		单位: 百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1899	2302	3400	4308
现金	848	801	1534	2244
应收账款	239	252	336	386
其他应收款	58	78	94	113
预付账款	80	90	111	127
存货	438	817	979	1040
其他流动资产	237	263	347	397
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	4258	5468	6454
流动负债	1480	1829	1674	1843
短期借款	581	803	487	494
应付账款	185	307	307	376
其他流动负债	715	719	879	974
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	2033	2628	2798
少数股东权益	92	121	154	183
股本	675	675	675	675
资本公积	971	971	971	971
留存收益	258	457	1040	1828
归属母公司股东权益	1904	2103	2686	3474
负债和股东权益	3681	4258	5468	6454

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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。