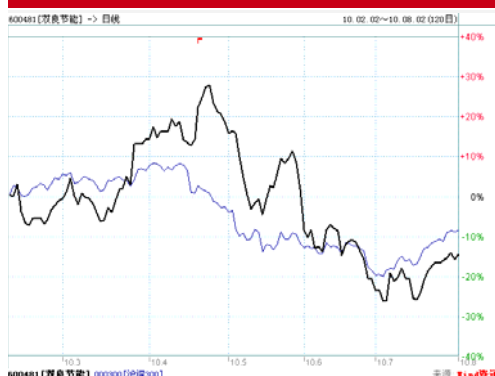




化工、机械冰火两重天，“节能”支撑未来发展

——双良节能调研报告

近半年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	810
实际流通 A 股（百万股）	810
实际流通 A 股市值（亿元）	121

研究员

投资咨询证书号 尹建辉

S0620207050048

研究员

电话 李伟勋

邮箱 (025)83367888-3305

liweixun0439@163.com

● 内容提要

公司评级： 中性

➢ 综述及估值：

双良节能主营机械及化工业务。机械业务中，主要产品为溴冷机、空冷器、换热器为主。化工业务主要通过控股子公司利士德开展（控股75%），产品主要为苯乙烯、可发性聚苯乙烯（EPS）等。公司2010年空冷器业务收入5.75亿，溴冷机（热泵）业务收入5.6亿，换热器业务收入1.66亿，化工业务收入23.61亿。化工业务占比公司营业收入65%，机械业务占比35%。但是公司盈利主要依靠机械业务，2009年公司机械业务利润占比62%，化工业务利润占比38%。

公司各块业务均紧扣节能环保，发展前景良好。但化工业务占比较大，对公司盈利能力影响较强，而下半年化工业务市场情况仍不明朗。我们预测公司10~11年每股收益在0.43元、0.63元。目前公司股价对应10年市盈率35倍，11年24倍市盈率。给予公司中性投资评级。

投资要点

➢ 机械业务持续向好，持续成长可期。

公司2010年机械业务持续向好，预计机械业务今年收入约在16亿左右，同比增长25%左右。其中空冷器业务上半年同比略有下降，主要受国内煤价上涨，国内电厂上半年经营情况较差及新增装机容量增速下降影响，部分订单推迟到下半年和明年。上半年空冷器业务同比略有下降，但是根据现有订单情况，公司方面预计今年空冷器业务仍有20%-30%的增长，预计营业收入在7-8个亿左右。因为北方火电项目必须使用空

冷技术，以未来3年每年新装机容量9000万千瓦计算，60%用于新增火电，新增火电机组有60%左右将在缺水的西部和华北地区，这些地区新增机组有80%的空冷比例计算，预计未来3年空冷器对应的年均市场规模将超过70亿元，有巨大的增长潜力。我们认为公司空冷器市场前景仍持续看好，未来3年仍将保持20-30%的增长。

溴冷机业务方面，我们预计2010年营业收入在7亿左右，其中民用余热利用方面或成新的业绩增长点。通过与公司方面交流，公司为阳泉煤业提供的余热利用民用供暖项目，经过阳泉煤业所请的第三方专家鉴定，节能效果非常好。阳泉煤业为该项目投资1亿元左右，两年即可收回，终端供暖效果良好。我们认为，该业务在北方具有良好的示范效应，因其余热利用装置可与现行供暖系统联接，节能效果与经济效益显著，未来可广泛的适用于北方热电厂已用于民用供暖，市场前景广阔。目前公司正在与多家厂商商谈，并进一步加大该领域的市场开拓力度，未来有可能成为公司业绩新的增长点。

➤ 远观海水淡化项目，后年贡献业绩。

在我国淡水资源状况不容乐观。目前，正常年份缺水量近400亿立方米左右，其中灌溉缺水约300亿立方米左右。全国660多个城市中，有400多个城市缺水，其中108个为严重缺水城市。淡水资源短缺乃至水危机是我国经济社会可持续发展过程中的最大瓶颈制约之一。根据《海水利用专项规划》设定的2020年我国海水淡化目标：海水淡化能力达到250~300万立方米/日，海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率达到26~37%，海水利用（特别是海水淡化）国产化率达到90%以上。而截至2008年底，我国海水淡化处理能力仅为27.61吨/天，市场年复合增长率将在25%以上，海水淡化市场前景广阔。

公司目前海水淡化项目进展顺利，海水淡化装置已可日产1.2万吨淡水。公司目前正在积极拓展市场，争取下班年出订单，明年确认销售收入，2012年真正进入业绩贡献期。

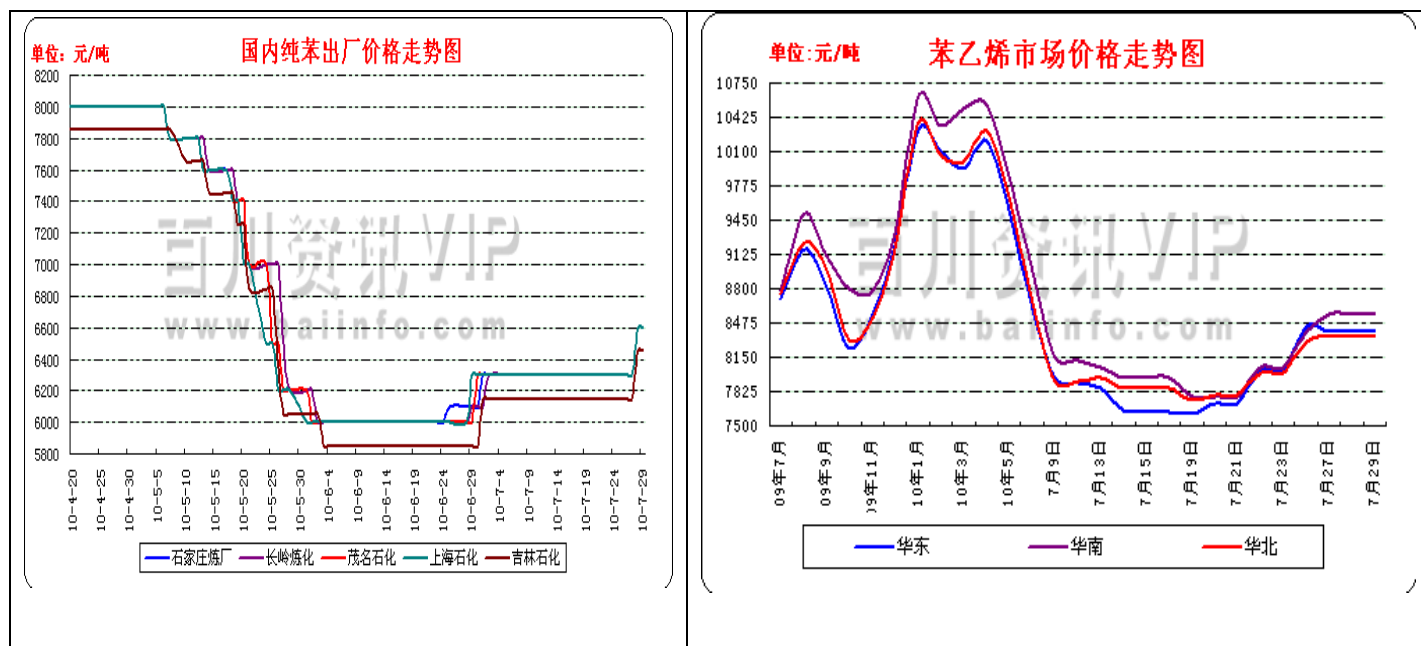
➤ 化工业务还需静待市场转变，水能载舟，亦能覆舟。

化工业务占比公司营业收入65%，机械业务营业收入占比35%。但是公司盈利主要依靠机械业务，2009年公司机械业务利润占比62%，化工业务利润占比38%，因此公司业绩的增长在很大程度上要依靠化工业务的稳定发展。

今年上半年5月份开始随着原油价格下跌，同时由于下游需求不足，公司苯

乙烯产品价格从年初的10100元/吨下降到七月初的7800元/吨左右。虽然产品原料纯苯的价格同期也大幅下跌，从8000元/吨下降到6000元/吨，但是价差减小，公司今年二季度化工业务实际亏损。公司70%的苯乙烯产品销售是有长期合同保证的，但是价格是每月初根据市场情况制定的。而且苯乙烯产品属大宗商品，价格主要由华东地区市场价格和日本进口苯乙烯到岸价格决定，公司因此公司苯乙烯产品是市场价格的接受者，不具备向下游议价的能力。纯苯同样也属大宗商品，因此公司也不具备向上游议价的能力。所以，公司化工业务的盈利状况主要受市场价格变动影响。公司新建的24万吨EPS生产线，其中一条已经开始生产，另外一条也将于今年下半年投产，预计今年可产EPS 8.5万吨左右。

根据我们测算，生产一吨苯乙烯需要纯苯0.79吨，乙烯0.28吨，其他生产成本约在1200-1300元/每吨。根据目前纯苯、乙烯及苯乙烯价格测算，公司目前苯乙烯吨成本为8015元，苯乙烯价格为8470元/吨，毛利率为5.7%，基本处于盈亏平衡点附近，公司化工业务的盈利还需静待下游市场的转暖。



（南京证券研究所、百川资讯）

➤ 盈利预测和估值

公司各块业务均紧扣节能环保，发展前景良好。但化工业务占比较大，对公司盈利能力影响较强，而下半年化工业务市场情况仍不明朗。我们预测公司10~11年每股收益在0.43元、0.63元。目前公司股价对应10年市盈率35倍，11年24倍市盈率。给予公司中性投资评级。

利润表	2008 A	2009 A	2010E	2011E
一、营业总收入(百万元)	3,914.68	3,712.57	4470	5380
营业收入(百万元)	3,914.68	3,712.57	4470	5380
减：成本(百万元)	3,788.48	3,244.80	4079	4769
营业成本(百万元)	3,481.49	2,931.00	3720	4352
营业税金及附加(百万元)	2.03	3.39	4	5
销售费用(百万元)	150.29	146.73	176	212
管理费用(百万元)	86.83	122.83	147	177
财务费用(百万元)	32.81	34.57	17	8
资产减值损失(百万元)	35.04	6.28	15	15
三、其他经营收益(百万元)				
投资净收益(百万元)	-2.08	-2.6	0	0
四、营业利润(百万元)	124.12	465.17	391	611
加：营业外收入(百万元)	1.53	1.04	0	0
减：营业外支出(百万元)	7.06	6.71	0	0
五、利润总额(百万元)	118.58	459.5	391	611
减：所得税(百万元)	23.96	46.59	39.6	61.9
六、净利润(百万元)	94.62	412.91	351.4	549.1
减：少数股东损益(百万元)	-10.69	57.76	6.8	41.2
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	105.31	355.15	344.6	507.9
七、每股收益(元)	0.1572	0.5261	0.43	0.63

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。