

2007年1月15日

调研跟踪报告

双良股份 (600481)

增长潜力超预期，调高盈利预测和目标价位

维持评级 强烈推荐
现价 8.20元

独到见解

- 市场对双良股份的机械业务不看好，对双苯项目存在疑虑，而我们认为双良股份机械业务由于起点高并将受益国家节能环保规划而增长潜力巨大；市场对双苯项目存在疑虑，但我们调研后认为双苯项目运作很成功，盈利空间有保障，将给公司带来巨大利润；双主业保证了公司业绩持续快速增长。

投资要点

- 机械业务契合节能环保规划，增长潜力巨大。铜价回落以及公司持续的降低成本能力将大大提高溴冷机盈利水平，预计溴冷机2007年贡献每股收益0.17元，2008年可望贡献每股收益0.19元；公司生产的换热器市场需求也超出我们原来的预期，预计2007年可望贡献每股收益0.03元，2008年贡献0.05元；电站空冷器前景乐观，空冷器国产化刚刚开始，增长空间大，2007可望贡献每股收益0.04元；2008年0.10元。
- 双苯项目二期年底投产。公司的双苯项目二期已经着手兴建，预计年底投产，国内苯乙烯供给缺口的存在保证了苯乙烯的盈利空间，保守估计2008年双苯项目共计可望贡献净利润保守估计2.15亿元，贡献每股收益0.70元。
- 维持“强烈推荐”评级，目标价12~15元。我们预计双良股份2006~2008年销售收入年复合增长率将达124%，净利润复合增长率将达100%，预计公司07~08年EPS分别为0.64和1.04元。我们对公司双主业谨慎按行业平均8折的估值测算后，给予公司6个月和12个月目标价分别为12元和15元，目前股价较目标价仍有46%~83%的上涨空间。维持“强烈推荐”评级。

风险提示

- 苯和乙烯的价格波动将影响到公司双苯项目盈利空间。
- 空冷器销售的最终实现尚存在一定的不确定性。
- 天然气涨价对直燃式溴冷机销售有不利影响。

王合绪：机械行业研究员

0755-2262-6543
wanghexu@pasc.com.cn

行业 机械、石化
公司代码 600481
公司网址 www.shuangliang.com

52周幅度(元) 3.29/8.55
52周日均成交额(百万) 9.5

总股本(万股) 30,600
流通股(万股) 10,400
流通市值(百万) 679

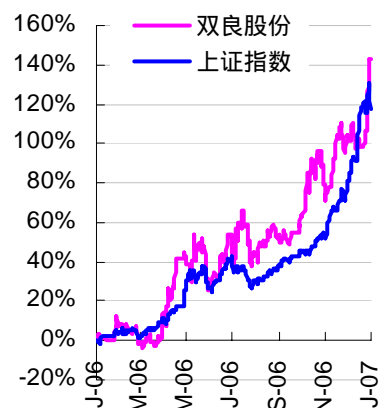
大股东 江苏双良集团
持股量(%) 36.9

每股净资产(元) 2.90
净资产收益率(%) 4.70
每股净负债(元) 4.63

相关研究报告

- 节能环保产业投资机会分析——“约束指标”开启节能、环保产业大门 20061212
- 双良股份(600481)深度调研报告——机械业务见底回升，双苯项目新增亮点，首次给予“强烈推荐” 20061120
- 双良股份(600481)调研简报——双苯项目将成为重要利润增长点，暂予“强烈推荐”评级 20061031

截至年度	主营收入	净利润	增长率	每股盈利	股息	市盈率	EV/EBITDA	股息率
12月31日	(万)	(万)	(%)	(元)	(元)	(倍)	(倍)	(%)
2004	62121	9351	9	0.31	0.39	26	14	0.05
2005	50701	3374	-64	0.11	0.12	73	15	0.02
2006F	136890	10820	221	0.35	0.16	23	14	0.02
2007F	313654	19533	81	0.64	0.36	13	8	0.04
2008F	538588	31970	64	1.04	0.49	8	8	0.06



请务必参阅正文之后的免责条款部分

目 录

I. 最新经营情况	3
I . 铜价回落提升溴冷机盈利能力	3
II . 换热器增长超预期	4
III . 电站空冷器前景乐观	5
IV . 双苯项目二期年底投产	5
II. 盈利预测和估值	7
I . 盈利预测	7
II . 估值	8

I. 最新经营情况

i. 铜价回落提升溴冷机盈利能力

2006年10月以来铜价开始加速下跌，到2007年1月，已从72000元/吨跌至56000元/吨。2006年前三季度在铜均价由2005年的40000元/吨升至62000元/吨的情况下，公司通过改进设计降低成本和提价等手段有效地化解了铜价上涨导致的成本上涨，毛利率由2005年的35.76%降低到32.86%，只降低了2.9个百分点。

公司采购的铜管付款方式基本上是每月按当月的平均价格结算，所以铜的成本基本就是当期市价，2005年在铜价在40000元每吨的时候，铜价占到成本的50%，铜价的上涨使得原有型号的产品利润率大大下降。为了节约铜的耗用量，公司在2005年推出了新一代的产品H2型产品，H2型号产品是在原来H型的基础上通过系统优化设计推出的体积更小制冷量更大的产品，由于体积的缩小和制冷量的增大，使得耗材减少的同时价格也得到相应的提高，对用户来说，相同制冷量的产品价格比原来还有所下降，所以很快被客户接受。

图表1 铜价和溴冷机价格变化对溴冷机毛利率的影响 单位：%

铜价 单价 (元/吨) (万元/台)	40000	44000	48400	53240	58564	64420.4	70862.44	75000
70.00	38.27	35.58	32.63	29.38	25.81	21.87	17.55	14.77
71.40	39.48	36.85	33.95	30.76	27.26	23.41	19.16	16.44
72.83	40.67	38.09	35.25	32.12	28.69	24.91	20.75	18.08
74.28	41.83	39.30	36.52	33.45	30.08	26.38	22.30	19.69
75.77	42.97	40.49	37.76	34.76	31.46	27.82	23.83	21.26
77.29	44.09	41.66	38.98	36.04	32.80	29.24	25.32	22.80
78.83	45.19	42.80	40.18	37.29	34.12	30.63	26.78	24.32
80.41	46.26	43.92	41.35	38.52	35.41	31.99	28.22	25.80
82.02	47.31	45.02	42.50	39.73	36.68	33.32	29.63	27.26
83.66	48.35	46.10	43.63	40.91	37.92	34.63	31.01	28.68
85.33	49.36	47.16	44.73	42.07	39.13	35.91	32.36	30.08

图表2 铜价和溴冷机价格变化对溴冷机毛利率的影响 单位：%

铜耗 单价 (吨) (万元/台)	4.00	4.20	4.41	4.63	4.86	5.11	5.36	5.63	5.91	6.21	6.52	6.84	7.18
70.00	33.13	31.53	29.85	28.08	26.23	24.29	22.24	20.10	17.85	15.48	13.00	10.40	7.66
71.40	34.44	32.87	31.22	29.49	27.68	25.77	23.77	21.67	19.46	17.14	14.71	12.15	9.47
72.83	35.72	34.19	32.57	30.88	29.10	27.23	25.26	23.20	21.04	18.77	16.38	13.88	11.25
74.28	36.98	35.48	33.89	32.23	30.49	28.65	26.73	24.71	22.59	20.36	18.02	15.56	12.99
75.77	38.22	36.74	35.19	33.56	31.85	30.05	28.17	26.18	24.10	21.92	19.63	17.22	14.69
77.29	39.43	37.98	36.46	34.86	33.18	31.42	29.57	27.63	25.59	23.45	21.20	18.84	16.36
78.83	40.62	39.20	37.71	36.14	34.49	32.77	30.95	29.05	27.05	24.95	22.75	20.43	18.00
80.41	41.78	40.39	38.93	37.39	35.78	34.09	32.31	30.44	28.48	26.42	24.26	21.99	19.61
82.02	42.92	41.56	40.12	38.62	37.04	35.38	33.64	31.81	29.88	27.87	25.75	23.52	21.19
83.66	44.04	42.70	41.30	39.82	38.27	36.65	34.94	33.14	31.26	29.28	27.20	25.02	22.73
85.33	45.14	43.83	42.45	41.00	39.48	37.89	36.21	34.45	32.61	30.67	28.63	26.49	24.25

图表1~2资料来源：公司公告、平安证券

我们测算，若公司每台耗材的减少全部折算到铜耗上，相当于每台机器节约用铜1.3吨！原来的产品每台耗铜约6吨，现在则降到4.7吨左右。

受国家节能规划的影响，我们预计2007年溴冷机的市场需求有望保持稳定增长，而

公司又是该行业的龙头企业，2007年产品价格有望大体维持，而若2007年铜价维持在目前的价位56000元/吨以下，按照目前的产品价位和耗铜量，2007年溴冷机主营业务利润率可望维持在36.39%。我们预计，公司2007年在销售收入增长10%的情况下溴冷机净利润可望达到5308万元，贡献每股收益0.17元；2008年可望实现净利润5839万元，贡献每股收益0.19元。

ii . 换热器增长超预期

■ 高端换热器国内存在供给缺口

换热器是广泛应用于汽车、航空、石油化工、动力、医药、冶金、制冷、轻工、食品、工程机械等行业的一种通用设备。又称热交换器，是将热流体的部分热量传递给冷流体的设备。换热器在工业部门的生产中占有重要地位。尤其在化工生产中，换热器可作为加热器、冷却器、冷凝器、蒸发器和再沸器等，应用甚为广泛。换热器其实就是一个热能交换器，换热器的效率直接影响着能源利用效率，因此换热器在冶金化工等行业的节能规划中将发挥很重要的作用。

我国换热器市场随着石化、钢铁等行业的快速发展呈高速增长态势，2001~2005年这5年销售收入年均增长率在30%以上，“十一五”期间随着我国石化和钢铁持续发展以及节能规划的实施，换热器将有望保持高速20%以上的增长速度。

图表3 中国换热器进出口数量、金额以及价格

年份	出口			进口		
	数量 (台)	金额 (万美元)	均价 (美元/台)	数量 (台)	金额 (万美元)	均价 (美元/台)
2001	33845	4620	1365	78485	12641	1612
2002	35564	2462	692	152362	13344	876
2003	58758	2574	438	319194	24372	764
2004	65390	3314	507	341107	48999	1436
2005	15782	6372	404	233488	40891	1751

资料来源：中国换热器网

我国高端换热器国内生产存在较大的供给缺口，进口规模远远大于出口规模，2001年，我国换热器的进口数量、金额和均价分别比出口数量、金额和均价多44640台、8021.6万美元、245.72美元/台；但到了2005年，进出口间的差距已扩大到75667台、34517万美元和1347.57美元/台。我国出口的换热器多为附加值低的中低端的产品，均价平均不到进口均价的一半，而进口的产品多是附加值高的高端产品。

■ 公司换热器产品为进口替代产品

双良股份和瑞士的卡来瑞佛合作生产的换热器是属于换热器中比较高端的产品，这些高端产品执行的都是欧美标准，原来都是由德国油系统、卡莱瑞佛、GEA等欧美厂商垄断。目前主要客户是壳牌、雪佛龙等大石化厂商，公司已先后与西门子公司、英国壳牌石油、德国林德签订近2亿元的订单，产品已经开始打入国际高端换热器市场。

■ 换热器增长超出预期

我们原来预计公司与瑞士的卡来瑞佛合作生产的换热器每年可带来4000多万的销售收入和400多万的净利润，但根据我们对换热器行业相关用户的最新调研了解，公司生产的换热器市场需求可能远超出我们之前的预期。我们估计公司在近期将能签订更多的订单，预计换热器2007年可望达到1亿元的销售收入和1000万的净利润，贡献每股收益0.03元；2008年则可贡献1.5亿元的销售收入和1500万的净利润，贡献每股收益0.05元。

iii . 电站空冷器前景乐观

■ 空冷器进口替代开始

由于火力发电过程中需要消耗大量的水资源，使得电站空冷技术特别是直冷技术在国内外火力发电厂建设中得到广泛应用。采用传统的湿冷方式，一座60万千瓦电站年耗水量为1000万~1800万吨，而同等发电量的空冷电站年耗水量却不到300万吨。2004年以前，电站空冷技术一直为欧美公司所垄断。

“十一五”期间，大型电站空冷设备被列入未来国家重点支持和引导的重大技术装备和产品之一，并将电力设备国产化作为一项政策性选择，国务院在《国民经济和社会发展“十一五规划”任务分工》中明确提出，将大型空冷电站作为能源工业重点工程重点发展，目前国家审批的电厂在黄河以北的基本都要用空冷方式。

■ 双良空冷器前景乐观

双良股份于2006年12月8日与山西电力勘测设计院签订电站空冷器国产化战略合作协议，山西电力勘测设计院是国内电站空冷器系统设计水平一流的企业，设计院的设计能力和历史业绩，加上公司的制造能力和管理能力，将为公司电站空冷器的生产和销售带来更大的增长空间。

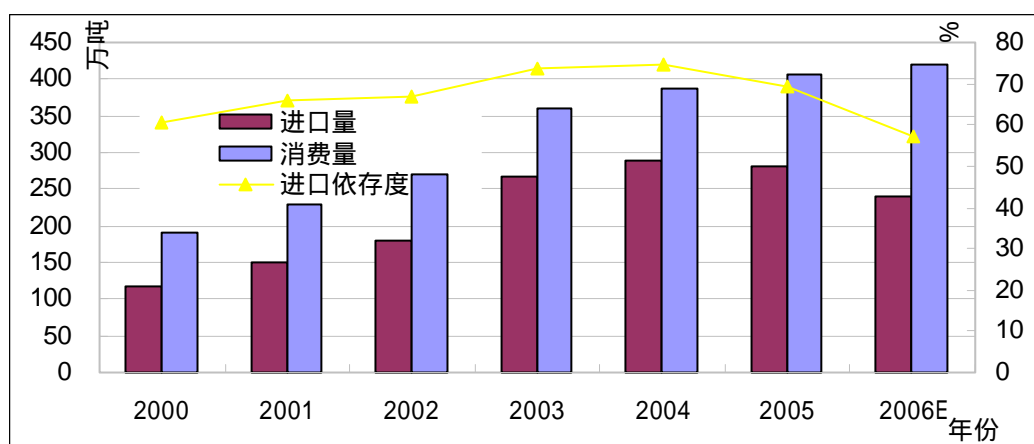
虽然目前电力供给紧张有所缓和，电力投资速度将放缓，但是由于空冷器是国家重点推广的环保型产品，在我国尚处于快速增长阶段，成长前景良好，国内电厂对国产空冷器认同度不断提高，2004年开始空冷器国产化的哈空调2006年从国外厂商手中争得订单超过10亿元，目前双良股份也经常与GEA等国际厂商同台竞标，国内产品的价格优势和良好的服务使得电站空冷器国产化成为必然的趋势。

根据我们对相关的电厂和电力设计院的调研，公司电站空冷器推出以来已经中标的达8000多万元，2007年有望获得更大的订单，保守估计2007可望实现销售收入1.2亿元以上，可实现净利润1200万，贡献每股收益0.04元；2008年有望突破3亿元销售收入，贡献净利润3000万，每股收益0.10元。

iv . 双苯项目二期年底投产

■ 我国苯乙烯严重依赖进口

图表4 我国2000~2006年苯乙烯消费量进口量和进口依存度



资料来源：化工在线网 (www.chemsino.co)

我国已经成为世界最大苯乙烯消费国。但我国的苯乙烯长期深度依赖进口，据统计，我国2000年苯乙烯进口量为116万吨，2003年进口量增加到266.06万吨，2004年达到最高峰288.90万吨，苯乙烯对外依存度在2003年和2004年分别高达73.85%和74.70%。2005年我国苯乙烯进口量首次出现下降，比2004年减少7.7万吨，对外依存度降为69.44%。进入2006年后，我国苯乙烯进口量继续减少，前9

个月的进口量为 188.34 万吨，比 2005 年同期下降近 15 个百分点，这表明从 2005 年开始中国自身的苯乙烯供应增长速度首次超过了需求的增长速度，进口出现下降，目前我国苯乙烯需求量每年增加 40 万吨以上，预计 2010 年以前我国苯乙烯国内生产能力仍旧无法满足国内需求。

■ 高运输成本保证国内苯乙烯高盈利空间

图表5 苯乙烯国际价格比较

地 区	报价	运输价格	增值税	关税	最终价格 RMB 元
中国华东（现货含税）RMB 元	12950	0	0	0	12590
亚洲（日韩）（外盘）（USD）	1251	25	213	25	11960
欧洲（现货不含税）（USD）	1333	90	227	27	13248
美国（现货不含税）（USD）	1256	60	214	26	12292

资料来源：上海易贸网

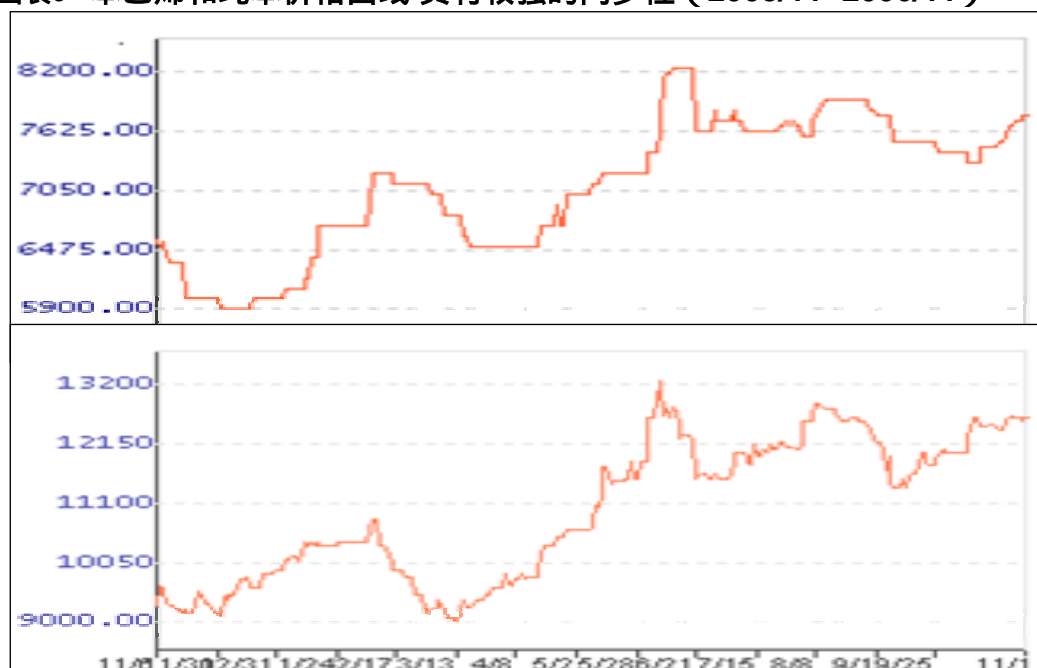
注：亚洲（日韩价）是远期合同价，现货价格还要高 400-600 元。

由于苯乙烯具有毒性，是危险化学品，远程成本较高，北美到亚洲每吨运输成本在 450 元以上，欧洲到亚洲每吨运输成本在 700 元以上，再加上增值税和关税，欧美产品进入亚洲没有获利空间。高运输成本和国内巨大的需求缺口和持续强劲增长态势保证了国内生产商的盈利空间，为我国苯乙烯不断扩能提供了原动力。

根据历史价格统计，苯乙烯价格和纯苯（占苯乙烯原材料成本 80%）价格波动具有较强的同步性，说明苯乙烯转移成本能力较强，盈利空间比较稳定。根据苯、乙烯、苯乙烯以及苯胺目前的价格测算，苯乙烯每吨的净利润在 1000 元以上，苯胺每吨净利润在 1300 元以上，近 1 年每吨苯乙烯的净利润在 800 元以上，每吨苯胺的净利润在 1000 元以上，可以估算近 1 年苯乙烯每吨平均净利润在 900 元左右，苯胺每吨平均净利润在 1100 元以上，2007 年投入正常生产后每年可生产苯乙烯 18 万吨左右，苯胺 4 万吨左右。净利 $2.0 \times 60\% = 1.2$ 亿元，贡献每股收益在 0.40 元左右。

公司的双苯项目二期已经着手开始建设，预计年底投产，3 年内国内苯乙烯供给缺口将继续存在，产品具有较强的成本转移能力，预计 2008 年双苯项目共计可望贡献净利润保守估计 2.15 亿元，贡献每股收益 0.70 元。

图表6 苯乙烯和纯苯价格曲线 具有较强的同步性（2005/11~2006/11）



资料来源，中国化工在线 www.chemsina.com；注：纯苯占苯乙烯成本 80%

II. 盈利预测和估值

i. 盈利预测

图表7 产品销售预测

产品种类	指标	2005	2006E	2007E	2008E
溴冷机	产量(台)	608	648	713	785
	单价(万元)	76.00	80.00	80.00	80.00
	销售额(万元)	45,634	51,890	57,079.0	62,786.9
	增长率(%)	-	14	10	10
换热器	产量(台)	20	40	100	150
	单价(万元)	100	100	100	100
	销售额(万元)	2,000	4,000	10,000	15,000
	增长率(%)	-	100	150	50
空冷器	产量(台)	0	0	2	6
	单价(万元)			5,000	5,000
	销售额(万元)			10,000	30,000
	增长率(%)				200
苯乙烯	产量(万吨)	0	6.2	18	36
	单价(万元)		1.20	1.1	1.05
	销售额(万元)	0	74,400	198,000	376,200
	增长率(%)	-	-	167	90
苯胺	产量(万吨)		0.6	3.5	5.5
	单价(万元)		1.1	1.05	0.99
	销售额(万元)	0.0	6,600	36,575	54,601
	增长率(%)	-	-	500	50

图表8 毛利率和主营利润预测

产品种类	指标	2005	2006E	2007E	2008E
主营收入 (万元)	溴冷机	45634	51890	57079	62787
	换热器	2000	4000	10000	15000
	苯乙烯	0	74400	198000	376200
	苯胺	0	6600	36575	54601.25
	空冷器		0	12000	30000
	合计	50,701	136,890	313,654	538,588
毛利率	溴冷机	35.0%	33.0%	36.0%	36.8%
	换热器	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%
	苯乙烯	10.0%	9.5%	9.0%	8.5%
	苯胺	19.0%	16.0%	15.5%	14.0%
	空冷器			20.00%	25.00%
主营利润 (万元)	溴冷机	15,972	17,124	20,548	22,603
	换热器	800	1,600	4,000	6,000
	苯乙烯	0	7,068	17,820	31,977
	苯胺	0	1,056	5,669	7,644
	空冷器	0	0	2,400	7,500
	合计	17854	26848	50438	75724

图表9 损益表预测

单位：万元

指标	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	50701	136890	313654	538588
减：主营业务成本	32726	111599	265500	463492
主营业务利润	17854	26848	50438	75724
加：其他业务利润	1336	1470	1617	1778
减：存货跌价损失	0	0	0	0
期间费用	22000	16000	27812	34794
营业利润	4496	12317	24242	42709
加：投资收益	(179)	(100)	(100)	(100)
补贴收入	0	0	0	0
营业外收支净额	(67)	(200)	(200)	(200)
以前年度损益调整	0	0	0	0
利润总额	4250	12017	23942	42409
减：所得税	876	1803	3591	6361
减：少数股东损益	(0)	(3000)	(8000)	(8000)
净利润(元)	3374	10820	19533	31970
每股收益(元)	0.11	0.35	0.64	1.04

图表 7-9 资料来源：平安证券

盈利预测假设

假设未来 2 年：

- 税率保持现在的水平；
- 铜和钢价格维持在现在 5600 元/吨或以下的水平；
- 溴冷机销售收入以每年 10% 的速度增长；
- 苯乙烯和苯胺价格在现在的水平上每年平均降低 5%。毛利率每年降低 0.5 个百分点。

ii. 估值

我们预计，双良股份的机械业务销售收入 2006~2008 年复合增长率可达 18%，如考虑双苯项目，则公司销售收入复合增长率将达 124%，净利润复合增长率将达 100%。预测双良股份 07 年的 EPS 为 0.64 元，其中双苯项目贡献 0.40 元，机械业务贡献 0.24 元；2008 年 EPS 可达 1.04 元，其中双苯项目贡献 0.70 元，机械业务贡献 0.34 元。

机械业务相近的公司 2007 年和 2008 年平均动态市盈率分别为 25 倍和 16 倍，而石化业务相近公司 2007 年和 2008 年平均动态市盈率分别是 25 倍和 19 倍。由于市场对双良股份双主业的疑虑，我们给公司相对行业平均水平更低的估值，即分别以 2007 年 20 倍市盈和 2008 年 15 倍市盈率测算，则 2007 年和 2008 年对应的股价分别是 12.8 元和 15 元，由此，**我们给予公司 6 个月和 12 个月目标价分别为 12 元和 15 元，目前股价仍有 46%~83% 的上涨空间。维持“强烈推荐”评级。**

图表10 行业相近类上市公司2005~2008年市盈率比较

证券简称	EPS (元)				股价(070114) (元)	PE (倍)			
	2005	2006E	2007F	2008F		2005	2006E	2007F	2008F
盾安环境	0.28	0.13	0.15	0.20	7.20	26	55	48	36
广州冷机	0.13	0.21	0.23	0.26	4.30	55	20	19	17
美的电器	0.606	0.69	0.78	0.90	13.87	12	20	18	15
大冷股份	0.29	0.29	0.30	0.48	6.30	25	22	21	13
格力电器	0.95	0.72	0.87	1.01	13.66	8	19	16	14
烟台冰轮	0.25	0.20	0.23	1.15	8.64	28	43	38	8
双良股份	0.11	0.31	0.64	1.04	8.23	65	27	13	8
平均						31	29	25	16
烟台万华	0.73	0.70		0.90	26.98	37	39	30	24
金发科技	0.72	0.85		1.16	40.48	56	47	35	28
星新材料	0.90	0.72		0.98	21.60	24	30	22	17
新安股份	0.96	0.88		1.04	21.71	23	25	21	15
山西三维	0.22	0.41		0.57	8.88	40	22	16	12
平均						36	32	25	19

资料来源：平安证券、Wind 资讯

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度在 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价下跌幅度超过 10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2007 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司
PING AN SECURITIES COMPANY LIMITED

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338 传真：(0755) 82449257