



基础化工/原材料

双象股份 (002395)

超纤超真皮革突破壁垒，募投项目值得期待

 **魏涛**
 0755-23976212
 weitao@gtjas.com
 S0880209050544

本报告导读：

投资要点：

- 双象股份主营人造革合成革产品的研发、生产和销售。公司是国内唯一一家同时具备超细纤维超真皮革、PU 合成革和 PVC 人造革生产能力的企业。并且公司是国内球革领导者，鞋革市场占有率第三。
- 公司具有领先的自主创新能力和研发实力，是行业内唯一承担并完成国家“863”计划——超细纤维超真皮革关键技术研究的企业，被中国塑料加工工业协会授予“中国超细纤维合成革创新研发基地”称号。
- 公司拥有多项国家发明专利和非专利核心技术，与东华大学、河北石油化工规划设计院、无锡嘉元非织造布技术研究所建立了长期合作关系，使得公司能够针对客户要求和下游市场需求做出迅速反应。
- 国内超细纤维合成革发展迅速，但是目前只有少数企业能够实现产业化生产，且差异性、功能化和高端产品产量有限，国内消费进口需求大。公司的国际竞争对手主要是日本可乐丽、东丽、旭化成、帝人以及韩国德成化学等公司。2008 年日韩超纤产量占全球比重超过 50%，我国有禾欣股份等公司具备超纤生产能力。
- 公司的主导产品之一是生态束状超细纤维超真皮革，相对于普通产品，超纤产品具有高度仿真的微观结构及优异的理化性能，部分理化指标超过真皮，是真皮的优良替代品。超纤下游需求旺盛，增长速度远高于合成革行业，产品盈利空间大。
- 公司现有 300 万平方米普通超纤生产能力，本次募集资金将投向年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目，项目建成后，公司年产能达到 900 万平方米。募投项目为更先进的定岛纤维，目前国内无企业能够生产，项目盈利前景看好。
- 我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.63、0.97、1.25 元，参考化工股估值，建议询价区间 15.75—18.9 元，上市后合理价格区间为 20—24 元。

建议询价区间

15.75-18.90

上市首日定价区间

20.00-24.00

2010.04.14

发行上市资料

总股本（万股）	6,690
发行量（万股）	2,250
发行日期	2010.04.16
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	华泰联合证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.96
净资产收益率（%）	21.3%
资产负债率（%）	54.4%

主要股东和持股比例

江山双象集团	64.73%
其他法人股份	9.35%
周晓燕	0.75%
社会公众股	25.17%

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	415	457	552	694	813
(+/-)%	-3%	10%	21%	26%	17%
经营利润（EBIT）	41	54	63	95	126
(+/-)%	4%	30%	18%	50%	33%
净利润	33	42	56	86	112
(+/-)%	3%	27%	34%	53%	30%
每股净收益（元）	0.50	0.47	0.63	0.97	1.25
每股股利（元）	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

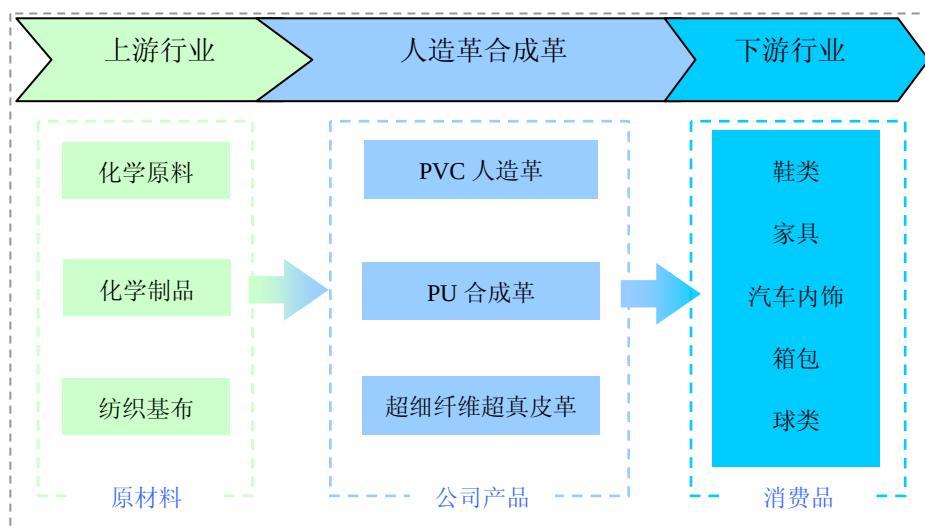
1. 公司简况

1.1. 公司业务概况

公司主营人造革合成革产品的研发、生产和销售。公司是国内唯一一家同时具备超细纤维超真皮革、PU 合成革和 PVC 人造革生产能力的企业。公司是国内球革行业领导者，鞋革市场占有率第三。

公司具有领先的自主创新能力和研发实力，是行业内唯一承担并完成国家“863 计划”——超细纤维超真皮革关键技术研究的企业，被中国塑料加工工业协会授予“中国超细纤维合成革创新研发基地”称号。

图 1: 公司业务产业链条



资料来源：招股书、国泰君安证券

1.2. 公司股本结构

唐炳泉是公司实际控制人，持有公司控股股东江苏双象集团有限公司 68.44% 股权，并且担任双象集团有限公司第一大股东兼董事长、法定代表人。本次公司将发行 2250 万股社会公众股，发行不改变公司控股权，本次募集资金将投向 863 计划项目——600 万平米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目。

表 1: 公司发行前后股本结构

股东名称	股数 (万股)	发行前 占比 (%)	发行后 占比 (%)
江苏双象集团有限公司	5787	86.5	64.73
其他法人股东	836	12.5	9.35
周晓燕	67	1.0	0.75
本次发行社会公众股	2250	—	25.17
合计	8940	100	100

数据来源：招股书，国泰君安证券

2. 公司所处行业分析

2.1. 下游应用广泛，市场需求快速增长

人造革合成革主要下游行业有鞋帽、家具（沙发、座椅等软体家具为主）、服装、球、箱包、汽车内饰等。我国是世界服装、家具制造基地，在这些行业拥有较强的竞争优势。未来我国作为世界人造革合成革主要生产国的地位不会改变，并且随着世界经济、人口的增长，下游市场消费需求能稳定增长，人造革合成革产量和产值还将延续增长的格局。

图 2：2003-2007 下游产业出口情况

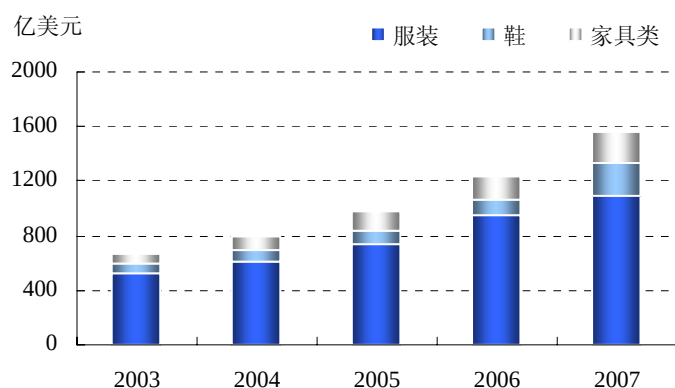
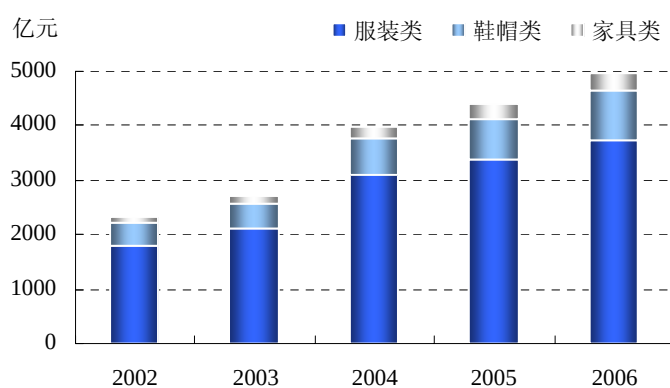


图 3：2002-2006 下游产业国内销售额



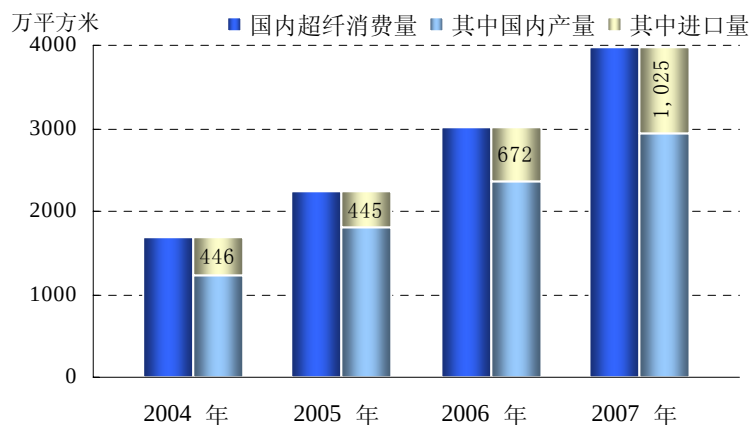
资料来源：招股书、历年《中国统计年鉴》、国泰君安证券

2.2. 高端市场竞争环境国内宽松，国际垄断度较高

由于生产厂家众多，技术成熟，人造革合成革中低档产品市场竞争激烈，产品毛利率低。高档产品以超细纤维超真皮革为主，国内只有双象、禾欣、上海华峰、山东同大等少数厂商掌握超细纤维超真皮革生产技术，具备实际生产能力。国外主要是日本可乐丽、东丽、旭化成、帝人以及韩国德成化学等公司。2008 年日韩超纤产量占全球比重超过 50%，占有重要地位，特别是在高端定岛超细纤维领域，日本企业优势较为明显。

2.3. 超纤生产技术壁垒高，市场有缺口

图 4：2004-2007 国内超纤市场情况概览



数据来源：招股书、国泰君安证券

普通 PVC 人造革和 PU 合成革生产资金需求少，技术要求低，导致竞争激烈，利润微薄。高端产品和超细纤维超真皮革要求企业有较强的技术水平和研发实力，具备一定的创新能力和产品开发能力。我国企业技术力量薄弱，而国外企业也对我国实行严格的技术封锁，技术因素成为进入行业的主要障碍。

国内超细纤维合成革只有少数企业能够产业化生产，而市场需求高速增长，产品供不应求。2007 年国内超细纤维超真皮革市场需求缺口达 1225 万平方米。

2.4. 上游为化工原料，超纤敏感度低

人造革合成革原材料是化工产品干法聚氨酯树脂、湿法聚氨酯树脂、聚乙烯切片、锦纶切片、DOP、MDI、AA 粉、DMF、PVC 树脂以及工业基布。超细纤维超真皮革由于市场竞争环境宽松，供不应求，盈利能力强，受原材料价格波动影响明显小于一般人造革和合成革。

表 2: 原材料价格增加 1%对产品毛利率的影响

产品类别	2007	2008	2009
超细纤维超真皮革	-1.84%	-1.57%	-1.28%
PU 合成革	-4.08%	-4.25%	-3.26%
PVC 人造革	-6.42%	-6.36%	-5.30%

数据来源：招股书、国泰君安证券

3. 公司主业简析

3.1. 超纤利润丰厚，综合毛利率稳步增长

公司主导产品之一是生态束状超细纤维超真皮革。相对于普通产品，超纤产品具有高度仿真的微观结构及优异的理化性能。产品作为真皮的替代材料用于诸多行业，深受高档消费者的喜爱。近 3 年来由于下游市场需求旺盛，超纤毛利及毛利率上升，成为公司的盈利增长点，并带动综合毛利率稳步上升。

图 5: 近 3 年公司收入、毛利、毛利率情况

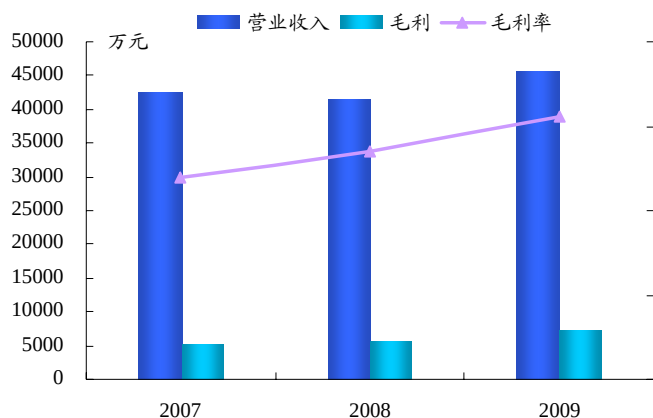
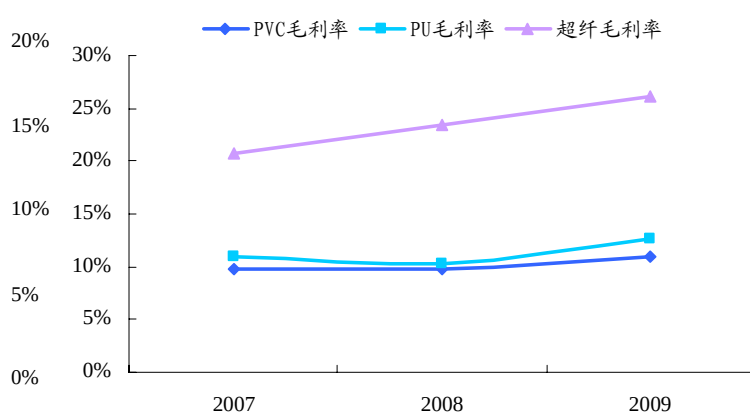


图 6: 近 3 年公司主要产品情况



资料来源：招股书、国泰君安证券

3.2. 公司竞争优势

公司拥有多项国家发明专利和非专利核心技术，与东华大学、河北石油化工规划设计院、无锡嘉元非织造布技术研究所建立了长期合作关系，借助产学研合作机制推动公司技术进步和产品开发，公司能够针对客户要求和下游市场需求做出迅速反应。

4. 募集资金项目分析

本次募集资金将投向年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目，项目建成后，公司年产能达到 900 万平方米。募投项目为更先进的定岛纤维，将打破日韩对高档超细纤维超真皮革产品的技术垄断，填补我国在该领域的空白。

表 3：募集资金项目情况

项 目	建设期	投资总金额
年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目——国家“863 划”产业化项目	1 年	32747.2 万元

数据来源：招股书、国泰君安证券

在公司三类主导产品中，超细纤维超真皮革毛利率最高，对原材料价格敏感性较低。因此能有效抵御经济复苏和原油价格回升带来的风险，使得未来利润稳步增长。公司现有 300 万平米普通超纤生产能力，年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目建成后，公司产能达到 900 万平方米/年，竞争力将大幅提升。

5. 盈利预测及估值

我们预计公司 2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.63、0.97、1.25 元，建议询价区间 15.75—18.9 元，上市后合理价格区间为 20—24 元。

6. 风险提示

募集资金投向风险：公司募集资金项目完成中试，本次为工业化，能否顺利实现工业化存在一定风险。

原材料价格波动风险：原材料成本占公司生产成本比重较高，且原材料与原油价格和经济周期有价高联动性，原材料剧烈波动，将给公司经营带来负面影响。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		