


化工
Chemistry
2010 年 4 月 15 日

市场数据	2010 年 4 月 15 日
总股本 (万股)	6690.3
发行量 (万股)	2250
发行日期	2010.04.19
发行方式	网下配售+网上申购
主承销商	华泰联合证券
第一大股东	江苏双象集团有限公司

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.96
净资产收益率 (元)	23.87
资产负债率 (%)	54.39

王昕 杨杰 (协助)
+86 755 83025935
yangjie@jyzq.cn

执业证书编号
王昕: S0370209020074
杨杰: S0370109090685

双象股份 (002395) 定价报告

——产品线丰富、超细纤维超真皮革提升公司产品
档次和业绩成长性

申购建议: 积极申购
合理价: 24 元

赢利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	456.56	525.70	700.29	796.50
主营收入增长率 (%)	10.13%	15.14%	33.21%	13.74%
净利润 (百万元)	42.17	53.64	86.99	115.64
净利润增长率 (%)	26.71%	27.21%	62.16%	32.93%
每股收益 (元)	0.47	0.60	0.97	1.29

资料来源: 金元证券研究所

● 受金融危机影响, 近年来我国人造革合成革产量增长放缓; 预计未来我国人造革合成革产量将出现恢复性增长。考虑到大陆人造革合成革生产线数量占到全球的 79.3%, 产品升级和替代或成为行业发展的重要推动力, 超纤和高端 PU 合成革将成为未来市场主导产品。

● 我国超纤仅有少数企业参与竞争, 市场潜力大。目前我国除公司外, 仅有山东同大、浙江华峰、禾欣股份等少数企业具有超纤生产能力, 国外企业主要有日本可乐丽、日本东丽、日本帝人等。07 年我国超纤产量仅为 2950 万平米, 表观消费量为 3975 万平米。预计 10 年国内超纤需求将达到 10744 亿平米, 市场缺口约 3500 万平米。

● 公司较宽的产品线提升了企业竞争力。公司具备 PVC 人造革、PU 合成革和超纤生产能力, 覆盖了鞋革、家具革、球革、箱包革和汽车内饰革, 可为客户提供“一站式”服务。09 年, 公司 PVC 人造革、PU 合成革和超纤产能分别为 2500 万平米、1400 万平米和 300 万平米。

● 超纤贡献了公司近一半的毛利。09 年, 公司收入 4.56 亿元, 其中, PVC 人造革、PU 合成革和超纤的收入占总收入的 36.4%、33.3%和 27.6%。09 年毛利 7127 万元, 其中, PVC 人造革、PU 合成革和超纤的收入占总毛利的 25.5%、26.8%和 46%。近三年来, 公司超纤毛利率在 20%以上, 而 PVC 人造革和 PU 合成革毛利率在 10%左右。

● 技术突破带来发展良机。公司完成了行业唯一的国家“863 计划”项目——超细纤维超真皮革关键技术研究, 首次以弹性材料聚氨酯为岛并采用定岛复合纺丝技术, 主要技术指标大幅提高。该产品已完成了中试、并取得了三项专利和排他性使用权。未来公司产品档次和应用范围将进一步提升。

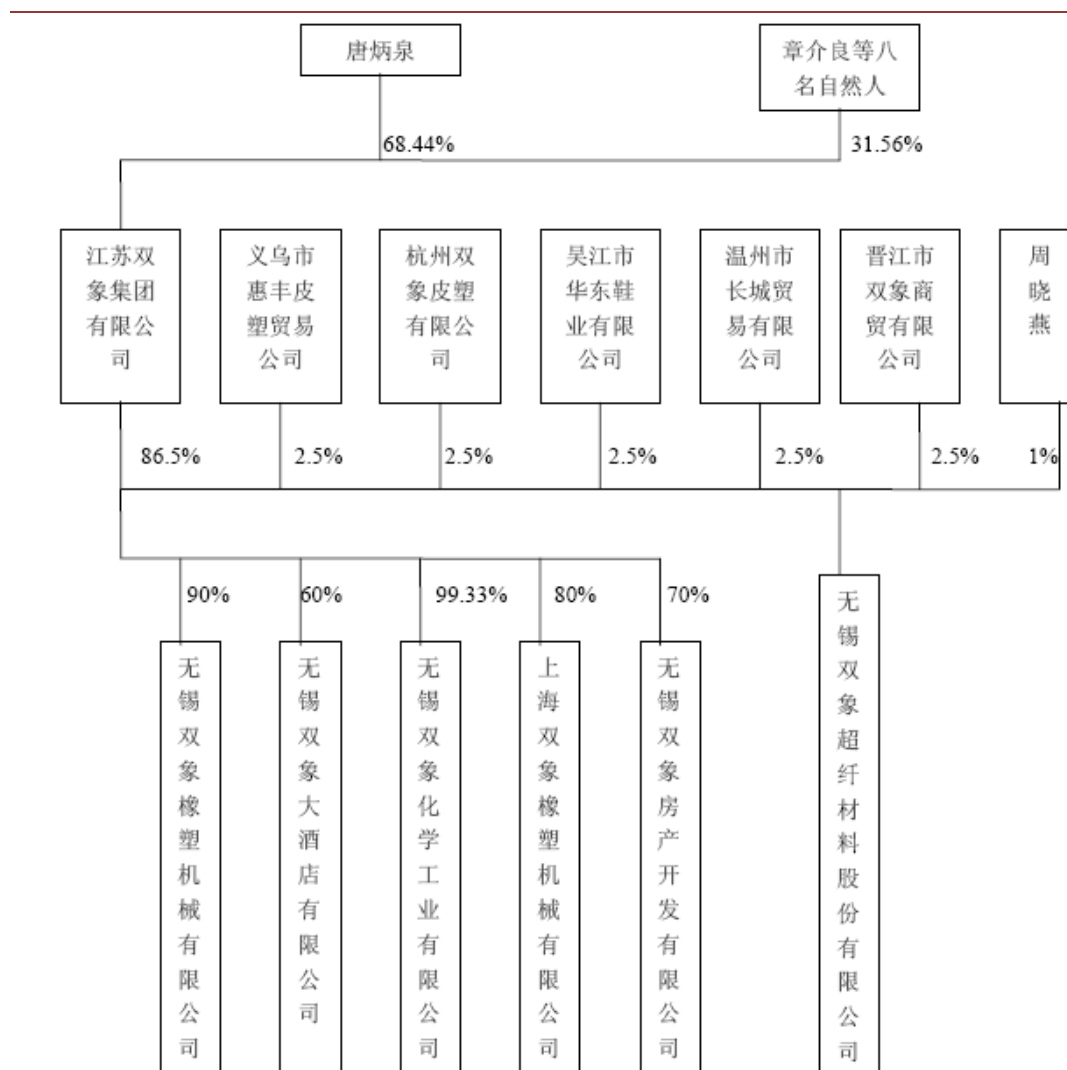
- 募投项目提升公司盈利能力和成长性。公司募投项目为年产 600 万平米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目(国家“863 计划”产业化项目)。其中包括生态舒适型高档鞋面革 250 万平米、生态超柔软高档家具革 120 万平米、生态超柔软高档汽车座椅革 100 万平米、生态高档手套革 100 万平米、生态高弹性高档球革 30 万平米。募投项目的投产,将填补我国在高档超细纤维超真皮革领域的空白,提升公司在多个应用市场的竞争力。投产后公司超纤产能(900 万平米)为目前的 3 倍,公司业绩将大幅增长。
- 估值。根据测算,公司 10-12 年每股收益分别为 0.60 元、0.97 元和 1.29 元。同行业禾欣股份(002343)发行动态市盈率为 32.3 倍,目前 10 年市盈率为 34 倍。考虑到公司募投项目大幅提升产品档次和盈利能力、企业成长性较高,可给予公司 10 年 40 倍估值,对应合理价值为 24 元。
- 风险。技术风险,公司募投项目通过了小试和中试,产业化过程中存在一定风险。市场推广风险,公司募投项目产品定位于进口替代,直接和国际著名企业竞争。原材料价格波动风险,公司原材料占生产成本比例偏高,且受原油价格影响较大。

图表 1 发行前后公司股权结构变化

股东	本次发行前		本次发行后	
	数量（股）	占总股本比例	数量（股）	占总股本比例
江苏双象集团有限公司	57,871,095	86.50%	57,871,095	64.73%
吴江市华东鞋业有限公司	1,672,575	2.50%	1,672,575	1.87%
义乌市惠丰皮塑贸易有限公司	1,672,575	2.50%	1,672,575	1.87%
杭州双象皮塑有限公司	1,672,575	2.50%	1,672,575	1.87%
温州市长城贸易有限公司	1,672,575	2.50%	1,672,575	1.87%
晋江市双象商贸有限公司	1,672,575	2.50%	1,672,575	1.87%
周晓燕	669,030	1.00%	669,030	0.75%
社会公众股	-	-	22,500,000	25.17%
总股本	66,903,000	100.00%	89,403,000	100.00%

资料来源：公司招股书

图表 2 公司发行前股权结构图



资料来源：公司招股书

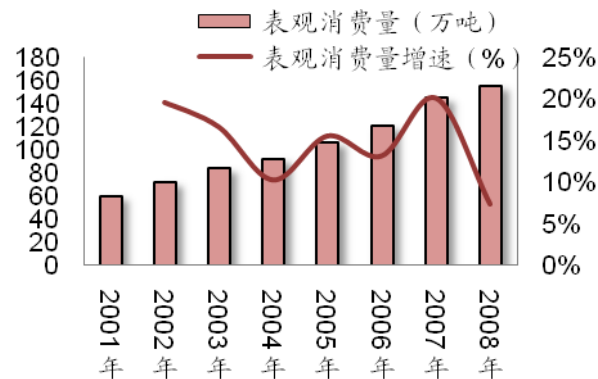
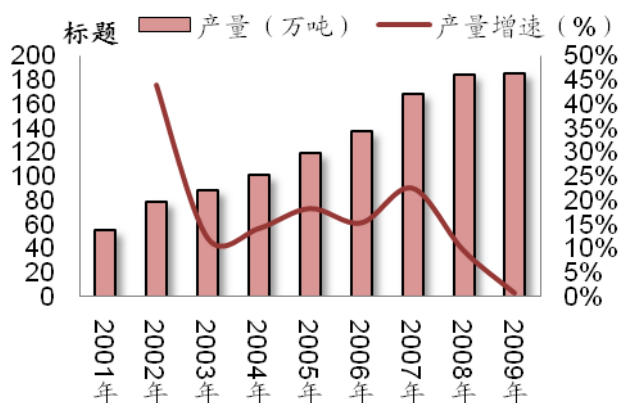
图表 3 人造革、合成革主要企业产品情况

企业名称	主要产品	产能 (万平方米)
山东同大海岛新材料股份有限公司	超细纤维超真皮革	800
华峰集团上海有限公司	超细纤维超真皮革	650
禾欣股份	PU 合成革	2,600
	超细纤维超真皮革	700
江苏协孚人造革制品集团公司	PVC 人造革 PU 合成革	4,000
温州人造革有限公司	PVC 人造革 PU 合成革	6,000
安徽安利集团	PVC 人造革 PU 合成革	4,500
双象股份	PVC 革	2,500
	PU 革	1,400
	超细纤维革	300

资料来源：公司招股书

图表 4 受金融危机影响，我国人造革合成革产量下滑

图表 5 03-08 我国人造革合成革产量复合增速 13.1%

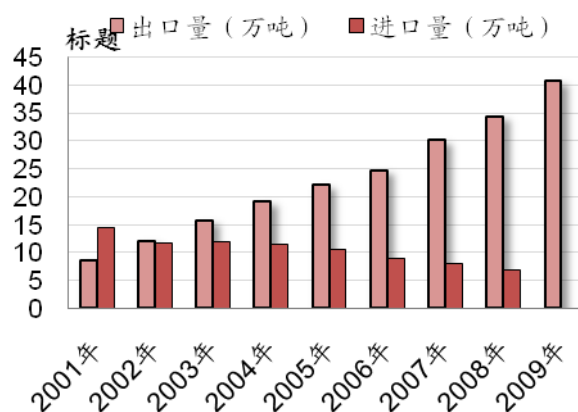


数据来源：wind 金元证券研究所

数据来源：wind 金元证券研究所

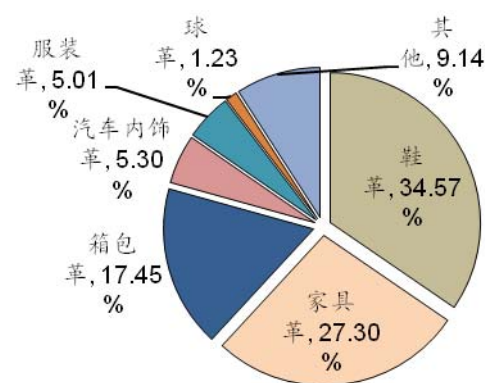
图表 6 我国人造革合成革出口持续增长、进口下降

图表 7 2007 年我国人造革合成革产量结构



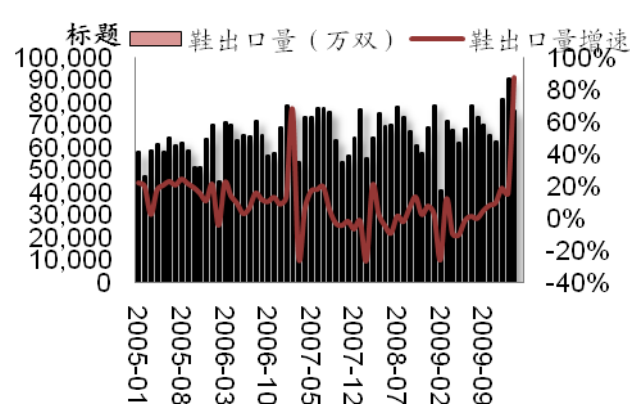
数据来源: wind 金元证券研究所

图表 8 我国鞋出口量明显回升



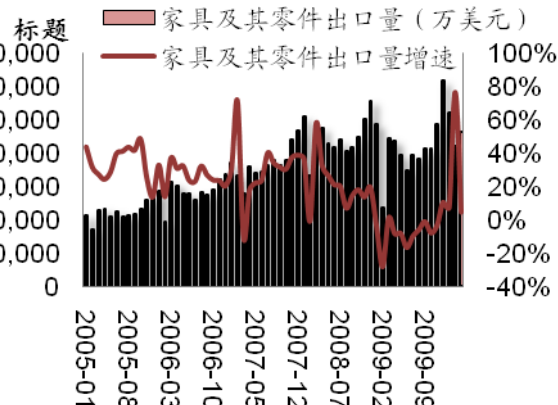
资料来源: 公司招股书

图表 9 我国家具出口值明显回升



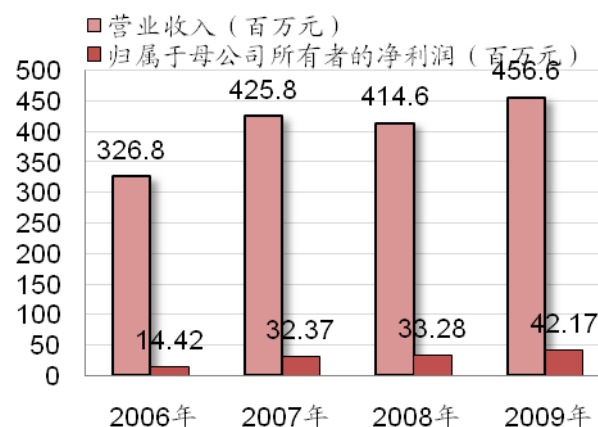
资料来源: wind

图表 10 金融危机导致公司业绩增长放缓



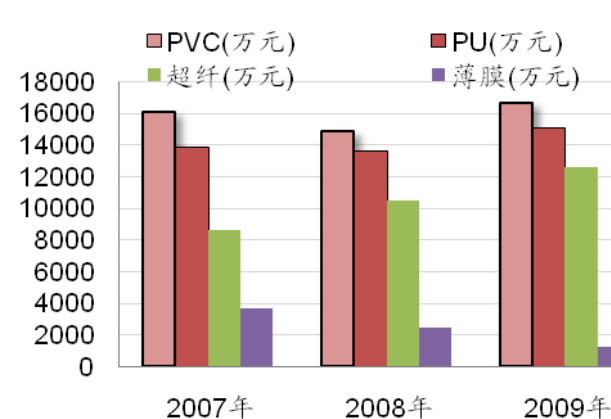
资料来源: wind

图表 11 公司超纤收入增长明显



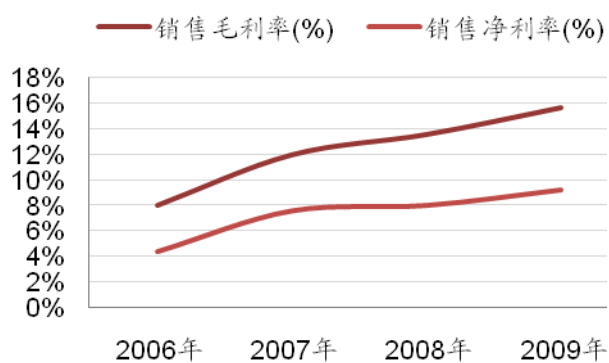
来源: 公司招股书

图表 12 09 年公司综合毛利率提升至 15.6%



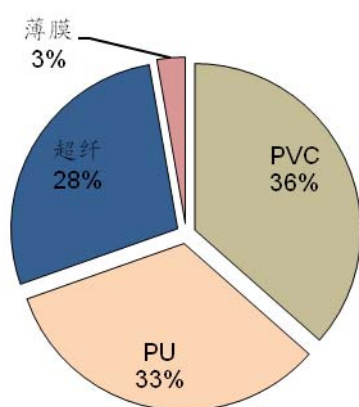
来源: 公司招股书

图表 13 公司费用率维持在较低水平

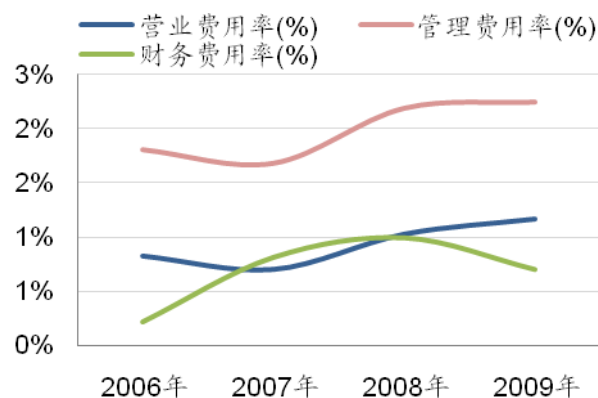


来源：公司招股书

图表 13 公司收入主要来自于 PVC、PU 和超纤

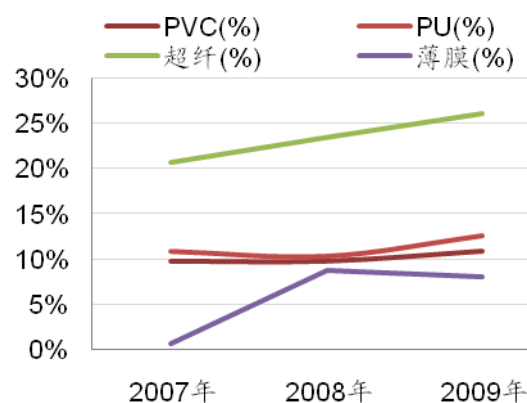


资料来源：公司招股书



来源：公司招股书

图表 14 超纤毛利率明显高于其他产品



资料来源：公司招股书

图表 15 公司募投项目概况

项目名称	投资总额	建设期	建设投资	铺底流动资金
年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮项目——国家“863 计划”产业化项目	32,747.20 万元	1 年	30,790.50 万元	1,956.70 万元

资料来源：公司招股书

图表 16 公司募投项目新产品与同类产品性能比较

工序	项目	现有束状超细纤维	募投项目	日本混合熔融纺纤维
纺丝技术	原料	PA、PE	TPU、PE	PA、PE
	纺丝组件	不定岛组件	定岛组件	不定岛组件
	纺丝工艺	混合熔融纺	复合纺	混合熔融纺
		短程纺/两部法	两部法	短程纺/两部法
	产品比较	结构	岛的数量不固定、大小和分布不规则	岛的数量固定、大小和分布规则
		海岛比	45/55 - 30/70	35/65 - 20/80
		性能	非弹性	弹性
			染色性能差	易染色
非织造技术	原料	单一纤维	弹性纤维和非弹性纤维	单一纤维
涂层技术	原料	聚氨酯树脂	聚氨酯树脂/低弹性水溶性树脂	聚氨酯树脂
	特点	溶剂型	大幅降低溶剂型树脂的使用（弹性主要从纤维获得）	溶剂型
应用领域		主要用于鞋革、沙发革	鞋革、沙发革、球革、汽车内饰、手套	鞋革、沙发革、球革、汽车内饰、手套

资料来源：公司招股书

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ -15%; 。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.