



东兴证券
DONGXING SECURITIES

超纤成公司新的利润增长点

——双象股份（002395）新股定价

2010 年 4 月 19 日

建议申购

双象股份

新股定价

摘要:

- 公司是国内少数拥有生产超细纤维超真皮革生产技术的企业之一。公司生态革产量和市场占有率均列行业第二位，高性能 PVC 人造革处于国内市场领先地位，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 人造革研发生产能力的企业。
- 超细纤维超真皮革将是人造革合成革行业未来发展的方向。国内超纤皮革产量从 98 年的 360 万平方米增长到 07 年 2950 平方米，增长超 8 倍，但 07 年市场需求却达 5200 万平方米，为此进口 1200 万平方米，但仍有 1050 万平方米缺口。预计 2010 年国内超细纤维合成革需求量将达 10,744 万平方米左右，市场缺口约 3,500 万平方米，市场需求潜力大，前景广阔。
- 募投项目成公司新的利润增长点。公司 09 年综合毛利率 15.61%，其中超纤皮革毛利率 26.04%，贡献巨大。募投产品 LDPE/PU 超纤皮革的毛利率预计为 35.71%-40.00%，募投达产后超纤皮革占营业收入的比例约 60%，公司的毛利率和盈利能力水平都将得到大幅提升。
- 盈利预测和估值。在估值水平上，参照同行业上市公司禾欣股份。禾欣股份 10 年 PE 为 34.6 倍（2010.4.16），我们给予双象股份 10 年 33-38 倍 PE，合理的估值区间是 24.09-27.74 元。双象股份申购价 25 元，上市首日给予 22%-57% 的溢价，首日收盘价格为 30.50-39.25 元。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	456.56	609.06	823.69	1,036.05
增长率（%）	10.13%	33.40%	35.24%	25.78%
净利润（百万元）	42.17	65.31	120.57	174.11
增长率（%）	26.71%	54.87%	84.61%	44.41%
每股收益(元)	0.47	0.73	1.35	1.95
净资产收益率（%）	21.33%	7.79%	13.42%	17.66%
PE	53	34	19	13

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号:

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

上市首日定价区间

30.50-39.25

发行上市资料

总股本（万股）	6690
发行量（万股）	2250
发行日期	2010.04.19
发行方式	网下+网上申购
保荐机构	华泰联合证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.96
净资产收益率（%）	21.33
资产负债率（%）	54.38

主要股东和持股比例

江苏双象集团有限公司	86.50%
吴江市华东鞋业有限公司	2.5%
义乌市惠丰皮塑贸易有限公司	2.5%
杭州双象皮塑有限公司	2.5%
温州市长城贸易有限公司	2.5%
晋江市双象商贸有限公司	2.5%
周晓燕	1%

目 录

1.人造革合成革低端产品竞争激烈，高端产品供不应求	4
1.1 上游原材料供应稳定，下游需求行业众多	4
1.2 需求增长与产业转移带动行业整体向上	5
1.3 超细纤维超真皮是行业未来发展的方向	6
1.4 产品未来趋势是生态化和功能化	7
1.5 中低端产品竞争激烈，高端产品供不应求	8
2. 超纤成公司新的利润增长点	9
2.1 公司盈利能力稳步提升	9
2.2 超纤产品对公司毛利率的贡献越来越大	10
2.3 公司拥有优质的客户资源	10
2.4 公司拥有较强的自主创新能力和产品开发能力	11
3. 募投项目情况.....	11
3.1 募投产品填补国内高档超细纤维超真皮空白	12
3.2 募投产品将以成本优势和极高的性价比替代进口	12
3.3 实施募投项目的技术保障和下游客户的认可	13
3.4 募投项目已经开始实施，预计 10 年可实现 100 万平米产量	13
4.盈利预测及投资建议.....	13
5.风险提示.....	14

表格目录

表 1: 人造革合成革行业单位换算.....	4
表 2: 人造革合成革表观消费量增长迅速 (单位: 万吨)	5
表 3: 未来三年各主要下游行业人造革合成革需求持续高速增长 (单位: 亿平方米)	6
表 4: 国内超纤产量占人造革合成革产量的比例 (单位: 万吨)	7
表 5: 未来三年生态革需求占人造革合成革的比例 (单位: 亿平方米)	7
表 6: 国内主要竞争对手简要情况 (单位: 万平方米)	8
表 7: 国外主要竞争对手简要情况 (单位: 万平方米)	8
表 8: 公司近三年营业收入、净利润、毛利率和净资产收益率	9
表 9: 公司期间费用占主营业务收入比重较小 (单位: 百万元)	9
表 10: 公司超纤产品产能利用已达极限 (单位: 万平方米)	10
表 11: 公司收入结构, 超纤超真皮革占比逐年增加	10
表 12: 募投项目 (单位: 百万元)	11
表 13: 募投项目产品按应用分类	11
表 14: 募投项目产品跟国内现有超纤产品的比较	12
表 15: 公司收入结构预测	14

插图目录

图 1: 人造革合成革产业链.....	4
图 2: 我国人造革合成革总产量持续稳定增长 (单位: 万吨)	5
图 3: 人造革合成革出口增长, 进口下滑 (单位: 万吨)	5
图 4: 世界主要产国超纤超真皮革产量 (单位: 万平方米)	6
图 5: 国内超纤需求量及预测 (单位: 万平方米)	6

双象股份是集研发、生产和销售于一体的人造革合成革制造企业，生产经营产品包括生态超细纤维超真皮革（或称超细纤维合成革，行业内简称超纤或超纤产品）、生态 PU 合成革、高性能 PVC 人造革和薄膜，其中前三种产品为公司主要产品。公司生态革产量和市场占有率均列行业第二位，高性能 PVC 人造革处于国内市场领先地位，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 人造革研发生产能力的企业。

阅读本报告须注意以下说明事项：

说明 1：行业统计中超细纤维超真皮革归口到合成革类别，但行业实践中一般将超细纤维超真皮革与 PVC 人造革、PU 合成革并列分类，本报告遵循此实践惯例。

说明 2：关于人造革合成革产量统计单位，海关、统计局等政府部门一般以吨为单位，而行业、企业均以米、平方米为统计单位。一般地，适用下面的换算关系：1 平方米重 0.5 千克；1 平方米 PVC 人造革、PU 合成革幅宽 1.4 米，1 平方米超纤幅宽 1.5 米。

表 1：人造革合成革行业单位换算

	万米	万平方米	吨
万米	1	1.45	7.5
万平方米	0.690	1	5
吨	0.133	0.2	1

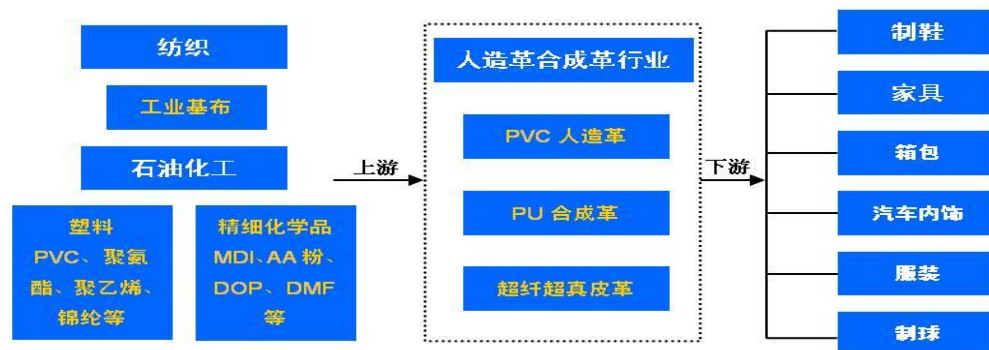
资料来源：东兴证券研究所

1.人造革合成革低端产品竞争激烈，高端产品供不应求

1.1 上游原材料供应稳定，下游需求行业众多

人造革合成革行业的上游是石油化工行业生产的塑料、化纤和其他精细化学品助剂，以及纺织行业生产的工业针织和机织基布，上游行业产能丰富，竞争完全，原材料来源有充分的保障。下游包括制鞋、家具、箱包、汽车、服装等。中国是鞋、家具、服装产品的出口大国，因此行业需求受下游出口需求影响较大，不过在全球经济回暖背景下，出口逐步回升，国家拉动内需的政策也促进了下游行业的整体复苏，预计未来行业需求仍将跟随经济持续上涨。

图 1：人造革合成革产业链



资料来源：东兴证券研究所

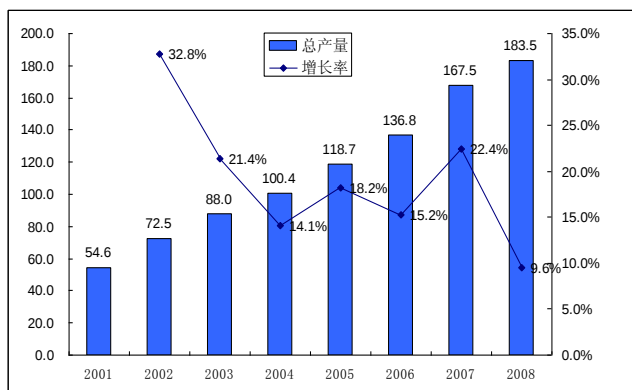
1.2 需求增长与产业转移带动行业整体向上

天然皮革作为人类最早使用的重要材料有数千年的历史，随着工业时代的到来，人口急剧增加带来的巨量需求与天然皮革供给有限之间的矛盾日益突出。随着科学技术的进步和各种新材料的开发应用，逐渐出现的 PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维超真皮革对天然皮革的替代也逐步从低端走向高端。人口的增长和消费的升级导致对天然皮革替代的需求日益增长。

顺应世界经济全球化的浪潮，生产基地向亚洲转移。20 世纪 50 年代，世界人造革合成革以欧美为主产地，到了 80 年代，已逐渐转移到日本、韩国和中国台湾等地，以亚洲为主产地，生产成本的降低使人造革合成革呈快速扩张之势。自 90 年代开始，我国人造革合成革的崛起打破了这种格局，世界人造革合成革的生产中心开始向中国大陆转移。目前我国人造革合成革产量已占据世界总产量的 70% 左右，我国已成为世界第一的人造革合成革生产和消费大国。

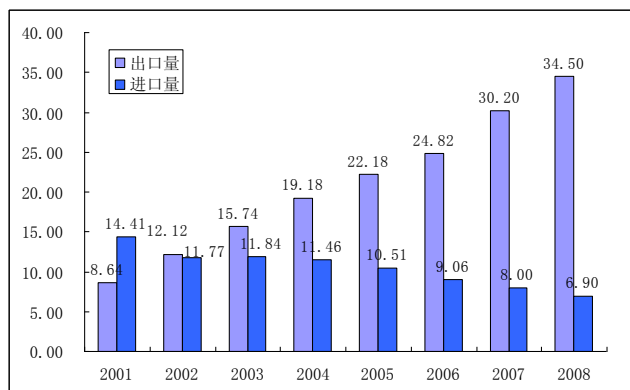
我国还是人造革合成革贸易大国，出口随国内产量的增加而持续增长，从 2001 年的 8.6 万吨增长到 2008 年的 34.5 万吨，占国内总产量的比重也由 15.75% 增长到 18.8%；同时进口却保持相对稳定的下降趋势，从 2001 年的 14.4 万吨逐渐下降到 2008 年的 6.9 万吨（数据来源：中国轻工业信息中心《全国塑料行业信息》）。

图 2：我国人造革合成革总产量持续稳定增长（单位：万吨）



资料来源：中国轻工业信息中心《全国塑料行业信息》，统计范围仅包括规模以上企业，东兴证券研究所

图 3：人造革合成革出口增长，进口下滑（单位：万吨）



资料来源：中国轻工业信息中心《全国塑料行业信息》，统计范围仅包括规模以上企业，东兴证券研究所

表 2：人造革合成革表观消费量增长迅速（单位：万吨）

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
表观消费量	60.37	72.15	84.10	92.68	107.03	121.04	145.30	155.90
增长率	--	19.51%	16.56%	10.20%	15.48%	13.09%	20.04%	7.30%

资料来源：《中国合成革主题活动论文集》之《中国人造革合成革产业经济分析报告》，东兴证券研究所

表 3：未来三年各主要下游行业人造革合成革需求持续高速增长（单位：亿平方米）

	产品类别	2010	2011	2012
鞋革	鞋用人造革合成革	18.9	20.7	22.5
	其中：超细纤维超真皮革	0.53	0.68	0.82
服装革	服装用人造革合成革	2.03	2.15	2.3
	其中：超细纤维超真皮革	0.079	0.097	0.113
球革	球用人造革合成革	0.59	0.65	0.7
	其中：超细纤维超真皮革	0.0184	0.022	0.026
箱包革	箱包用人造革合成革	6.12	6.35	6.55
	其中：超细纤维超真皮革	0.081	0.105	0.118
汽车内饰	汽车内饰用人造革合成革	2.37	2.56	2.78
	其中：超细纤维超真皮革	0.073	0.096	0.112
家具革	家具用人造革合成革	12.5	14.2	15.8
	其中：超细纤维超真皮革	0.293	0.352	0.41
合计	人造革合成革	42.51	46.61	50.63
	其中：超细纤维超真皮革	1.0744	1.352	1.599

资料来源：《国外塑料》2008 年第 2 期《中国人造革合成革行业发展现状和展望》，东兴证券研究所

1.3 超细纤维超真皮革是行业未来发展的方向

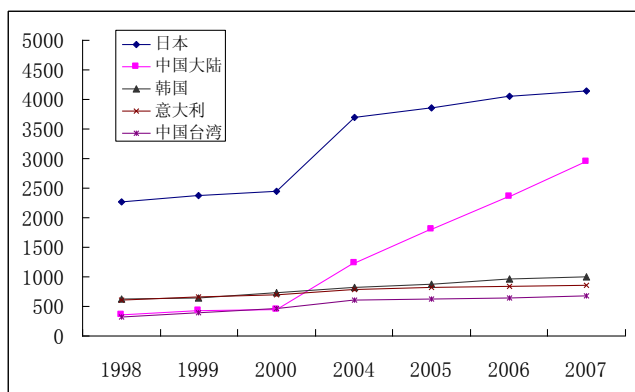
超细纤维超真皮革是以超细纤维制成三维结构的无纺布基体，以聚氨酯为涂层的新一代人造革合成革产品。超细纤维超真皮革以聚氨酯为涂层，具有聚氨酯微孔网状表面结构和束状内部结构，真正实现了模拟天然皮革的结构形态，不但具有与天然皮革相似的外观和触感，而且在强度、舒适性、透气透湿性、耐化学性、抗皱性、耐磨性、可加工适应性以及质量均一性诸方面优于天然皮革，是替代天然皮革的最佳产品。实践证明，超细纤维超真皮革的各项优良性能是天然皮革无法比拟的，超细纤维超真皮革将是人造革合成革行业未来发展的方向，已经成为行业的主流趋势。

近年来我国超细纤维合成革的产量和需求增长都很迅速，但是国内产能依然不能满足下游的需求，需要靠进口补充。例如 07 年国内超细纤维合成革实际产量为 2950 万平方米，市场需求却达 5200 万平方米，为此进口 1200 万平方米，但仍有 1050 万平方米缺口。（数据来源：《国外塑料》2008 年第 2 期《中国人造革合成革行业发展现状和展望》）日本是目前世界上超细纤维超真皮革技术最先进的国家，现在超纤产品产量已占人造革合成革总产量的 20%，产值已占到 50% 左右。07 年中国超纤产品产量占人造革合成革总产量的 0.88%，还远远低于日本的水平。

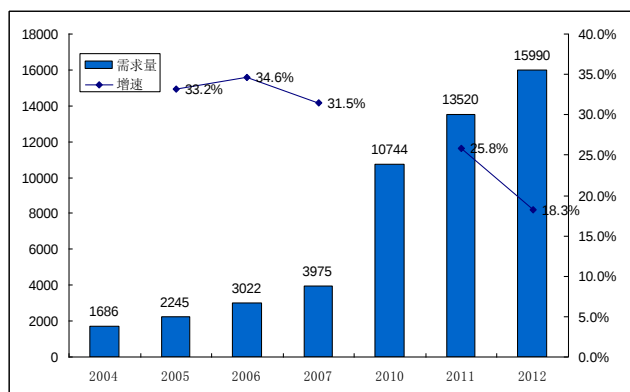
2007 年，我国超细纤维超真皮革将近 3,000 万平方米，占世界产量的 30% 左右，与我国 30 多亿平方米的人造革合成革产量和其占世界总产量的 70% 相比，比例是较低的，与我国人造革合成革制造大国并不相匹配。预计 2010 年国内超细纤维合成革需求量将达 10,744 万平方米左右，市场缺口约 3,500 万平方米，市场需求潜力大，前景广阔。

图 4：世界主要产国超纤超真皮革产量（单位：万平方米）

图 5：国内超纤需求量及预测（单位：万平方米）



资料来源：《国外塑料》2008年第2期《中国人造革合成革行业发展现状和展望》，东兴证券研究所



资料来源：《国外塑料》2008年第2期《中国人造革合成革行业发展现状和展望》，东兴证券研究所

表 4：国内超纤产量占人造革合成革产量的比例

年份	2004	2005	2006	2007
占比	0.62%	0.76%	0.86	0.88%

资料来源：东兴证券研究所

1.4 产品未来趋势是生态化和功能化

生态革产品生产体系包括四个方面：一是建立产品生态安全标准。。二是建立原材料使用标准，坚决不使用国家法律、法规、标准中禁用的物质，尽可能选用绿色环保型原材料。三是生产和加工过程的控制。四是采用清洁生产，探索循环生产流程，提高原材料的回收再利用，保证对环境无污染、对生产者无伤害和产品自身无污染。

我国已开始大力推动生态革的发展，把生态型合成革的研发、生产列入《产业结构调整指导目录（2007年版）》（征求意见稿）鼓励类项目，制定了生态革国家行业标准《聚氨酯超细纤维合成革通用安全技术条件》等。中国塑料加工工业协会和人造革合成革专业委员会已向国家工商总局申请注册了“中国生态合成革”和“中国生态超细纤维合成革”证明商标，并在行业中大力推广生态革生产标准，开展生态革认证，以促进我国人造革合成革行业的积极健康发展。现在国内有包括双象股份在内的六家企业通过生态革认证，获准使用其注册商标，双象股份生态革产量居行业第二位。

表 5：未来三年生态革需求占人造革合成革的比例（单位：亿平方米）

年份	2010	2011	2012
需求量	18.01	23.85	27.42
占比	45.93%	56.33%	62.63%

资料来源：《国外塑料》2008年第2期《中国人造革合成革行业发展现状和展望》，东兴证券研究所

随着科学技术的进步，新材料的不断问世，新技术和新生产工艺的不断应用，未来人造革合成革产品种类会更加丰富，性能更加突出，功能更加多样化，将会突破天然皮革功能单一的局限，满足多样化和个性化需求，其应用的广度和深度进一步拓展。如新型阻燃隔热人造革面料与调温相变人造革面料在工业应用方面具有重要的影响；业内正在研究的形状记忆合成革具有降温保暖的性能，可用于建筑装饰材料，起到节约能源的效果，市场前景广阔；阻尼降噪合成革具有阻尼振动、吸收噪

音、可塑性好、阻燃等性能，可被用于建筑隔音装饰、电子仪器减震和设备减震处理等领域；还有透气透湿聚氨酯合成革，防水防油抗静电人造革合成革，抗菌整理人造革合成革，纳米溶胶人造革合成革，有机硅人造革合成革，彩色定向发光涂层合成革等。

1.5 中低端产品竞争激烈，高端产品供不应求

国内人造革合成革企业数量众多，仅规模以上企业就有 380 多家（规模以上即全部国有和年产品销售收入 500 万元及以上非国有独立核算工业企业）。这些企业大多规模偏小、技术力量薄弱、产品种类单一、质量参差不齐。市场呈现出明显的供过于求现象，以压缩成本、降低价格为主要竞争手段。

高档产品以超细纤维超真皮革为主。国内只有双象股份、上海华峰、山东同大等少数几家厂商掌握了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。国内超细纤维超真皮革产量有限，远不能满足市场需求，每年需从国外大量进口，市场竞争环境较为宽松。

表 6：国内主要竞争对手简要情况（单位：万平方米）

企业名称	主要产品	产能	优势
山东同大海岛新材料股份有限公司	超细纤维超真皮革	800	主要有鞋革、家具革等
华峰集团上海有限公司	超细纤维超真皮革	650	主要有鞋革、家具革等
禾欣股份（上市）	PU 合成革	2600	PU 鞋革竞争优势较强
	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	4000	PU 鞋革和 PU 服装革的竞争优势较强
	PU 合成革		
温州人造革有限公司	PVC 人造革	6000	PU 服装革竞争优势较强
	PU 合成革		
安徽安利集团	PVC 人造革	4500	PU 鞋革产量居行业前列
	PU 合成革		
双象股份	高性能 PVC 人造革	2500	产品链完善，占据球革市场 70%以上
	生态 PU 合成革	1400	
	超细纤维超真皮革	300	
		900（募投后）	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

表 7：国外主要竞争对手简要情况（单位：万平方米）

企业名称	主要产品	产能	优势
------	------	----	----

日本可乐丽		1580	鞋革、服装革技术领先
日本东丽		1600	首创碱减量定岛技术，汽车内饰产品业内领先
日本帝人	超细纤维超真皮革	850	环保技术领先
意大利 ALCANTALA		--	采用碱减量定岛技术，主要生产高档服装面料，技术领先
韩国德成化学		400	韩国最大超纤厂商

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

注：可乐丽未包括其在中国合资企业的产能；东丽收购了意大利 ALCANTALA，产能已计算在内

2. 超纤成公司新的利润增长点

2.1 公司盈利能力稳步提升

公司具有完善的产品链，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，产品覆盖了鞋革、家具革、球革、箱包革和汽车内饰革等领域。

公司 07-09 年的营业收入分别为 42577 万元、41457 万元和 45656 万元，净利润分别达到 3237 万元，3328 万元和 4217 万元。09 年三种产品收入对营业收入的贡献分别为 36.50%、33.11%和 27.64%（按 PVC、PU 和超纤的顺序）。

表 8：公司近三年营业收入、净利润、毛利率和净资产收益率

项目	2007	2008	2009
营业收入（百万元）	425.77	414.57	456.56
营业收入增长率	--	-2.63%	10.13%
毛利率	11.95%	13.53%	15.61%
净利润（百万元）	32.37	33.28	42.17
净利润率	7.60%	8.03%	9.24%
净利润增长率	--	2.81%	26.70%
净资产收益率（扣除/摊薄）	23.63%	19.53%	21.00%

资料来源：wind，东兴证券研究所

由于将经销商佣金和研发费用均计入成本，公司毛利率显低，但是同时公司期间费用率也较低，07-09 年公司期间费用率分别为 3.20%、4.21%和 4.12%，对应的净利润率分别为 7.60、8.03%和 9.24%，呈逐年稳步增长。

表 9：公司期间费用占主营业务收入比重较小（单位：百万元）

项目	2007A	2008A	2009E
----	-------	-------	-------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	2.98	0.70%	4.27	1.03%	5.35	1.17%
管理费用	7.18	1.69%	9.09	2.19%	10.27	2.25%
财务费用	3.45	0.81%	4.11	0.99%	3.19	0.70%
合计	13.61	3.20%	17.47	4.21%	18.82	4.12%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 超纤产品对公司毛利率的贡献越来越大

公司 05 年开始进入超纤领域, 2005 年底投资建设一条年产 300 万平方米的束状超细纤维超真皮革生产线, 2006 年底开始正式投产。2007 年即实现营业收入 8,616 万元、毛利 1,780 万元; 2008 年实现营业收入 10,479.81 万元, 毛利 2,453.64 万元; 2009 年实现营业收入 12,586.87 万元, 毛利 3,277.27 万元。截至 2009 年, 公司超细纤维超真皮革的产量基本达到设计产能的上限。

07-09 年公司超细纤维超真皮革毛利率分别为 20.66%、23.41%和 26.04%, 远远高于公司目前的综合毛利率。超细纤维超真皮革在公司的产品结构中所占的比例越来越大, 随着募投项目的投产, 未来超纤对公司营业收入的贡献将超过 60%, 由于超纤产品的高毛利率, 未来公司盈利水平能够得到大幅提高。

表 10: 公司超纤产品产能利用已达极限 (单位: 万平方米)

	2007	2008	2009
设计产能	300	300	300
产量	190.01	220.72	290.41
销量	189	217.05	272.43
产能利用率	63.34%	73.57%	96.81%
产销率	99.45%	98.34%	93.81%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

表 11: 公司收入结构, 超纤超真皮革占比逐年增加

各产品占收入百分比	2007	2008	2009
PVC 人造革	38.04%	35.90%	36.50%
PU 合成革	32.91%	32.88%	33.11%
超纤超真皮革	20.41%	25.33%	27.64%
薄膜	8.64%	5.88%	2.75%

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

同时, 由于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, 公司的产品链与下游厂商多种类、多层次的产品结构和生产配料特点相吻合, 可以为客户提供“一站式”供应服务, 降低客户采购成本, 因此超细纤维超真皮革的扩张必将带动公司 PVC 人造革和 PU 合成革的发展。例如鞋厂不仅需采购 PU 合成革或超细纤维超真皮革(或两者都采购)做鞋面革, 还要采购 PVC 做鞋衬革; 家具生产商一般采用 PVC 人造革做背料和边料, 使用 PU 合成革或超细纤维超真皮革做面料, 使得他们需要同时采购多种产品。

2.3 公司拥有优质的客户资源

公司依靠自身的实力，经过多年的培育，积累了大量的优质客户资源。这些客户实力雄厚，拥有广阔的销售网络和高度的市场占有率。公司主要客户包括业内各知名品牌：运动鞋品牌如“乔丹”、“德尔惠”、“沃特”、“匹克”、“特步”、“飞克”；我国最大的劳保鞋制造商之一浙江“赛纳”；家具品牌“月星家具”；著名运动产品品牌“茵宝”、“米切尔”、“红双喜”等。公司自主研发的水晶足球革被用于制作 2006 年德国世界杯纪念球、礼品球和公益性比赛用球，连续数年被可口可乐公司采购用于生产纪念球和礼品球。

2.4 公司拥有较强的自主创新能力和产品开发能力

本公司是江苏省 2008 年度第一批高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，建有一流水准的产品开发及检测平台，具备行业领先的自主创新能力、技术实力和工艺水平，拥有多项国家发明专利和非专利核心技术。公司与东华大学、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。公司近年来先后承担了国家火炬计划项目仿真皮“PU 纳帕革”、国家 863 计划项目“超细纤维超真皮革关键技术研究”等重大科技项目，自行研发的超细旦聚氨酯短纤维实现了氨纶的短纤和超细化，产品技术达到国际先进水平。

公司具有业内领先的产品开发能力，能够针对客户要求和下游市场需求做出迅速反应。公司每年都有多种新产品推向市场，如自行研制开发的 PU 纳帕革、中高剥离运动鞋革、仿裘皮鞋革、水晶球革、环保沙发革、厚皮沙发革等均有很高的市场占有率，其中高仿真“PU 纳帕革”被科技部评为国家优秀火炬计划项目。

3. 募投项目情况

公司拟募投的项目是人造革合成革行业唯一的“863 计划”产业化项目，2009 年 5 月被国家发改委和工信部联合列入“2009 年新增中央投资‘重点产业振兴和技术改造’专项计划”。

表 12：募投项目（单位：百万元）

项目	投资额	建设期
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 计划”产业化项目	327.47	一年
	固定资产投资 307.91	
	铺底流动资金 19.57	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

募投产品基本覆盖制鞋、家具、汽车内饰、服装、制球等全部下游行业，具体计划如下表：

表 13：募投项目产品按应用分类

名称	设计产能（万平方米）
生态舒适型高档鞋面革	250
生态超柔软高档家具革	120

生态超柔软高档汽车座椅革	100
生态高档手套革	100
生态高弹性高档球革	30

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.1 募投产品填补国内高档超细纤维超真皮革空白

募集资金项目技术来自公司承担的国家“863 计划”——超细纤维超真皮革关键技术研究项目。该项目在原材料选择、纺丝技术、非织造成网技术和化学减量工艺等方面有重大突破或创新。其以弹性纤维材料聚氨酯为岛制成超细短纤维的技术获得了原创性的突破，达到了国际先进水平，改变了我国高档仿真皮革研发和生产处于技术追随者的局面。生产的 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革产品手感柔软、滑爽丰满，透气透湿性、弹性和机械强度优良，综合性能指标达到国际先进水平，某些指标方面甚至超越了国外同类产品水平，填补了我国在高档超细纤维超真皮革领域的空白。

公司现有超纤产品（也即国内主流产品）、募投产品及世界超纤产量最大的日本可乐丽公司在生产方法、产品性能、应用领域等方面的比较如下：

表 14：募投项目产品跟国内现有超纤产品的比较

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
	原料	PA、PE	TPU、PE	PA、PE
	纺丝组件	不定岛	定岛	不定岛
纺丝技术	纺丝工艺	混合熔融纺	复合纺	混合熔融纺
		短程纺/两步法	两步法	短程纺/两步法
	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：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 募投产品将以成本优势和极高的性价比替代进口

公司募投产品属新一代高端超细纤维超真皮革产品，填补了我国在高档超细纤维超真皮革产品领域的空白，将以成本优势和极高的性价比替代进口高档超细纤维超真皮革产品。募投产品的市场空间

主要在两方面：第一、募投项目产品方案中的鞋革、沙发革、汽车内饰作为高档产品将进一步优化公司产品结构，提高了现有超纤产品档次，满足客户的高端需求。其客户既包括现有超纤产品客户，也包括依赖进口的下游知名品牌。第二、募投产品将拓宽国内超纤产品的应用领域，可用于高档汽车内饰、比赛用球和手套。目标客户为依赖进口的汽车制造商、下游制球厂商和手套制造商。

3.3 实施募投项目的技术保障和下游客户的认可

募投项目的主要加工工序有纺丝、非织造、涂层、减量、后加工等。其中纺丝技术，也就是超细旦聚氨酯短纤维生产技术，是募投项目核心技术，也是募投项目产品区别于其他产品的关键技术，其他加工工序与公司现有的束状超细纤维超真皮革基本相同。

募投项目已经顺利完成小试和中试。公司在纺丝工艺基本稳定后，在规模化生产设备上进行了多次的批量纺丝，并通过了拉伸、卷曲、热定型、切断等后纺工序，取得了批量高弹性聚氨酯复合短纤维，并将量产纤维应用于超细纤维超真皮革的生产，取得了良好的效果。

知名品牌厂商“乔丹（中国）”、“沃特”、“飞克”等试用过样品后，认为该产品性能优良，弹性、透气性、舒适性等物性标良好，生态指标高于欧盟进口产品安全标准，符合他们高档运动鞋、休闲鞋等的选材标准，可以替代进口产品。知名运动品牌“红双喜”、“世霸”等试用样品后，均认为该产品弹性、耐磨性、耐屈曲性等物理性能优异，生态指标高于欧盟进口产品安全标准，符合他们中高档正式比赛用球的选材标准。公司已与乔丹（中国）有限公司、福建省莆田市华丰鞋业有限公司（沃特运动鞋生产厂商）、鑫威（福建）轻工有限公司（飞克运动鞋生产厂商）、晋江喜伯登体育用品有限公司、泉州市乐登袋鼠体育用品有限公司、苏州红双喜冠都体育用品有限公司、无锡昆达制球有限责任公司（世霸品牌生产商）等 10 多家试用过公司募投产品的客户签订了战略合作协议。他们表达了采购意向，并且和公司在产品合作开发、共享市场信息等深度合作方面达成共识。

3.4 募投项目已经开始实施，预计 10 年可实现 100 万平米产量

鉴于市场需求的迫切性，公司已用自筹资金开始了募投项目的实施，工程方面累计已投入 485 万元，并已支付 770 余万元预付款预定相关设备。预计募投项目部分产能 2010 年即可投产，并实现 100 万平方米的产量，占募投产品总产能的 1/6。

4. 盈利预测及投资建议

未来两年，公司将通过上市和募投项目的实施，以及现有装置的技改等，在现有 4200 万平方米产能的基础上增加至 4800 万平方米，新增的 600 万平方米产能全部是超细纤维超真皮革，未来超纤产品占营业收入的比例将提升到 60%以上，加之超纤产品毛利率较高，特别是新增产能产品的毛利率将达到 35%-40%，公司的盈利能力将得到大幅提升。

我们对公司未来业务的发展采取了以下假设：

- 1.募投项目顺利进行，且公司顺利实现募投产品的销售。
- 2.公司 2001 年能继续获得高新技术企业证书。
- 3.国际国内经济环境和宏观政策不发生重大改变。

4.销量、价格、毛利率假设如下表。

表 15: 公司收入结构预测

产品	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PVC 人造革	销量 (万平方米)	2030.00	1899.00	2486.00	2752.00	3046.47	3372.44
	单价 (元/平方米)	7.91	7.82	6.69	7.40	7.20	7.00
	销售收入 (百万元)	160.62	148.50	166.25	203.65	219.35	236.07
	毛利率	9.84%	9.85%	10.92%	12.00%	10.00%	10.00%
	经营成本 (百万元)	144.82	133.87	148.09	179.21	197.41	212.46
PU 合成革	销量 (万平方米)	1100.00	1180.00	1370.00	1528.92	1706.27	1904.20
	单价 (元/平方米)	12.63	11.53	11.01	11.80	11.80	11.50
	销售收入 (百万元)	138.94	136.02	150.80	180.41	201.34	218.98
	毛利率	10.92%	10.37%	12.66%	11.50%	11.50%	11.50%
	经营成本 (百万元)	123.77	121.92	131.71	159.67	178.19	193.80
超纤超真皮革	销量 (万平方米)	189.00	217.00	272.00	400.00	650.00	900.00
	单价 (元/平方米)	45.59	48.28	46.20	53.50	60.31	63.33
	销售收入 (百万元)	86.16	104.80	125.87	214.00	392.00	570.00
	毛利率	20.66%	23.42%	26.03%	25.50%	32.35%	35.34%
	经营成本 (百万元)	68.36	80.26	93.10	159.43	265.19	368.56
薄膜	销量 (万平方米)	--	--	--	--	--	--
	单价 (元/平方米)						
	销售收入 (百万元)	36.49	24.34	12.53	10.00	10.00	10.00
	毛利率	0.71%	8.75%	8.06%	8.00%	8.00%	8.00%
	经营成本 (百万元)	36.23	22.21	11.52	9.20	9.20	9.20
其它	销量 (万平方米)						
	销售收入 (百万元)	3.56	0.91	1.11	1.00	1.00	1.00
	经营成本 (百万元)	1.69	0.22	0.86	0.80	0.80	0.80
合计	销量 (万平方米)	--	--	--	--	--	--
	销售收入 (百万元)	425.77	414.57	456.56	609.06	823.69	1036.05
	毛利率	11.95%	13.53%	15.61%	16.54%	20.99%	24.25%
	经营成本 (百万元)	374.87	358.48	385.28	508.31	650.79	784.83

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

我们预测公司 10-12 年发行摊薄后的每股收益分别为 0.73 元、1.35 元、1.95 元。

在估值水平上，参照同行业上市公司禾欣股份。禾欣股份 10 年 PE 为 34.6 倍 (2010.4.16)，我们给予双象股份 10 年 33-38 倍 PE，合理的估值区间是 24.09-27.74 元。双象股份申购价 25 元，上市首日给予 22%-57% 的溢价，首日收盘价格为 30.50-39.25 元。

5.风险提示

投资者未来投资双象股份的主要风险有：

- 1.募投产品定位于替代进口，直接和行业内国际著名公司竞争，因此短期内可能存在新产品市场推广的风险。
- 2.虽然公司已就项目产业化的关键技术和工艺路线进行了大量科研攻关工作，并顺利完成了小试和中试，但尚未进行大批量规模化生产，未来可能存在不能顺利实现产业化的风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	414.57	456.56	609.06	823.69	1,036.05
营业成本	358.49	385.29	508.31	650.79	784.83
营业费用	4.27	5.35	8.53	13.18	18.65
管理费用	9.09	10.27	14.62	22.24	29.01
财务费用	4.11	3.19	(0.15)	(6.20)	(3.99)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.10	49.07	73.71	138.72	201.70
利润总额	39.51	49.83	76.83	141.85	204.83
所得税	6.23	7.66	11.52	21.28	30.73
净利润	33.28	42.17	65.31	120.57	174.11
归属母公司所有者的净利润	33.28	42.17	65.31	120.57	174.11
NOPLAT	33.86	44.22	62.52	112.64	168.06

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	52.85	133.19	607.59	632.03	725.24
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	44.02	58.42	71.25	96.36	121.20
预付款项	7.92	11.62	14.11	14.11	14.11
存货	124.12	115.72	164.33	210.39	253.72

流动资产合计	233.99	321.80	862.97	960.58	1,123.95
非流动资产	123.52	111.63	209.30	217.88	184.75
资产总计	357.51	433.43	1,072.27	1,178.46	1,308.70
短期借款	20.00	25.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	74.19	61.26	91.91	117.68	141.91
预收款项	6.66	9.70	9.70	9.70	9.70
流动负债合计	187.16	185.02	189.47	235.38	278.56
非流动负债	14.81	50.71	44.46	44.46	44.46
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	155.54	197.71	838.34	898.62	985.68
净营运资本	46.83	136.79	673.50	725.20	845.39
投入资本 IC	177.69	139.52	270.74	306.59	300.43

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	33.28	42.17	65.31	120.57	174.11
折旧摊销	14.39	14.69	0.00	33.13	33.13
净营运资金增加	(5.36)	89.96	536.71	51.71	120.19
经营活动产生现金流	24.08	63.33	67.06	121.74	177.78
投资活动产生现金流	(7.06)	(9.13)	(126.64)	(43.21)	(1.50)
融资活动产生现金流	(4.49)	(3.34)	533.98	(54.09)	(83.07)
现金净增（减）	12.53	50.86	474.40	24.44	93.21

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。