

2010年6月10日

双象股份

超纤是未来增长点

A
未有评级

002395.SZ - 人民币 25.05

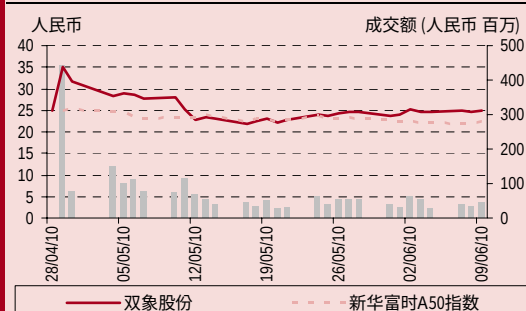
陈恬

(8610) 6622 9360

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110253

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	n.a	(9)	n.a	n.a
相对新华富时A50 指数(%)	n.a	(6)	n.a	n.a

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	89.4
流通股 (%)	20.1
流通股市值 (人民币 百万)	4.51
3个月日均交易额 (人民币 百万)	69
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
江苏双象集团	64.73

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

双象股份是中国人造革合成革行业的龙头企业之一，生态合成革销量和市场占有率位居全国第二，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人造革产品生产能力的企业。公司是专业制造和销售生态超细纤维超真皮革、生态PU合成革、高性能PVC人造革的新材料高新技术企业，产品广泛应用于鞋类、家具、箱包、球类、汽车内饰等领域。

主要发现

- 行业概述。**人造革合成革主要由基布和涂层树脂组成，按照原料分为PVC人造革、PU合成革、超细纤维超真皮革等，广泛应用于球类、鞋类、家具、服装以及汽车内饰等领域。随着科学技术的不断发展以及新材料、新工艺的开发应用，人造革合成革应用的广度将会进一步拓展，深度也会得到增强。
- 产能水平。**公司目前产品主要分为四个大类，其中生态PU合成革产能1,400万平方米，高性能PVC人造革产能2,500万平方米，超纤革产能300万平方米，以及薄膜产能10,000吨。公司2010年发行股票募集资金将用于投资建设“年产600万平方米LDPE/PU超细旦聚氨酯短纤维超真皮革生产线”，项目预计投产时间为2011年中期。
- 未来展望。**公司未来将重点发展超细纤维超真皮革产品，募集资金将全部投资新一代超细纤维超真皮革产品。随着生态束状超细纤维超真皮革的产销量不断增长和募集资金投资项目的实施，公司产品结构将得到优化，经济附加值高、利润丰厚的高端产品超细纤维超真皮革会成为公司营业收入的主要来源，公司的盈利水平也会有较大提升。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12月31日	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	425.8	414.6	456.6	548.3	731.8
增长率(%)	30.3	(2.6)	10.1	20.1	33.5
归属于母公司的净利润(百万元)	32.4	33.3	42.2	54.1	86.1
增长率(%)	124.5	2.8	26.7	28.2	59.2
每股收益(元)	0.48	0.5	0.63	0.6046	0.9628
市盈率 (倍)	52.2	50.1	39.8	41.4	26.0
每股经营现金流量 (元)	0.33	0.36	0.95	0.62	1.08

资料来源：万得咨询

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司背景

双象股份位于中国江苏无锡国家高新技术产业开发区，是一家专业研发、制造、销售生态超细纤维超真皮革、生态 PU 合成革、高性能 PVC 人造革的新材料高新技术企业，产品广泛应用于鞋类、家具、箱包、球类、汽车内饰等领域。

公司是中国人造革合成革行业的龙头企业之一，生态合成革销量和市场占有率位居全国第二，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 人造革产品生产能力的企业。同时，公司还是国家火炬计划重点高新技术企业、江苏省 2008 年度第一批高新技术企业、江苏省百家重点民营科技企业、无锡市十佳民营科技型企业，连续五年被评为“中国塑料人造革合成革制造行业排头兵企业”。

公司于 2010 年 4 月在深交所中小板首次公开发行 2,250 万 A 股股票并成功上市，目前公司总股本 8,940 万股，流通股本为 1,800 万股，控股股东江苏双象集团有限公司，持有 5,787 万股，占公司总股本的 64.73%。

行业概览

人造革合成革主要由基布和涂层树脂组成，行业实践中习惯把以 PVC 树脂为涂层生产的人造革称为 PVC 人造革；把以 PU 树脂为涂层生产的人造革称为 PU 合成革；把以超细纤维非织造布为基布、PU 树脂为涂层的合成革称为超细纤维超真皮革（也称超细纤维合成革），行业统计中超细纤维超真皮革归口到合成革类别。人造革合成革按用途分为：球革、鞋革、家具革、服装革、箱包革、汽车内饰革、装饰革、工业配件、包装等。随着科学技术的不断发展，新材料、新工艺的开发应用，人造革合成革应用的广度将会进一步拓展，深度也会得到增强。

国家发展和改革委员会发布的《产业结构调整指导目录(2007年版)》(征求意见稿)把“水性和生态型合成革研发、生产及人造革、合成革后整饰材料技术”列入鼓励类项目,把“采用化纤高仿真加工技术生产高档化纤面料”和“采用高新技术的产业用特种纺织品生产”列入鼓励类项目,把“各种差别化、功能化化学纤维、高技术纤维生产”列入鼓励类项目。根据上述产业政策,未来生态 PU 合成革和生态超细纤维超真皮革将是行业的发展方向;其中超细纤维超真皮革同属高技术纤维的生产和高仿真天然皮革高档面料的生产,将会成为行业的发展重点。这为我国人造革合成革企业,特别是具有自主创新能力和品牌优势的企业提供了良好的发展环境。公司是国内领先的人造革合成革制造企业,是“中国超细纤维合成革创新研发基地”,生态革产量位于行业第二。未来公司将借此良机,继续加大研发投入,加强新技术新产品开发和应用,加强品牌建设,不断提高市场竞争力。

产能水平

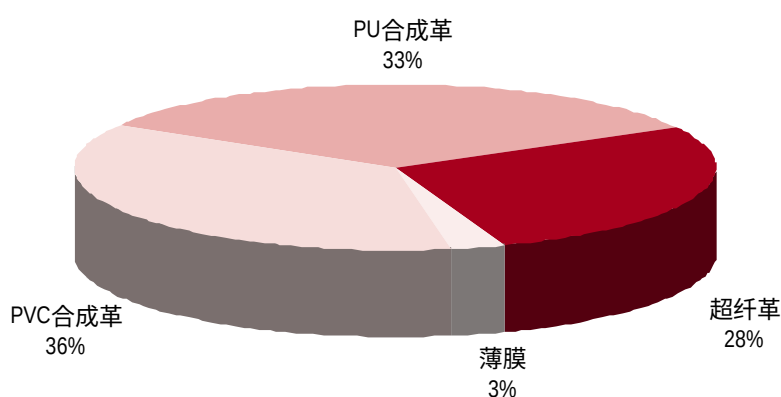
公司目前产品主要分为四个大类,分别是:高性能 PVC 人造革、生态 PU 合成革、超细纤维超真皮革和薄膜类产品。其中生态 PU 合成革产能 1,400 万平方米,高性能 PVC 人造革产能 2,500 万平方米,超纤革产能 300 万平方米,以及薄膜产能 10,000 吨。

公司于 2010 年初发行股票募集资金,将用于投资建设“年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革生产线”,项目预计投产时间为 2011 年中期。该项目已经被国家发展和改革委员会与工业和信息化部联合列入“2009 年新增中央投资‘重点产业振兴和技术改造’专项计划”,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,将以成本优势和性价比替代进口高档超细纤维超真皮革产品。

主营业务分析

从收入结构方面看，公司的主营业务收入主要来自生态束状超细纤维超真皮革、生态 PU 合成革和高性能 PVC 人造革的销售收入。2006 年至 2009 年，上述三种产品的销售收入占同期主营业务收入的比重从 89.73% 上升至 97.3%，薄膜所占比重较低，并呈逐渐下降之势。

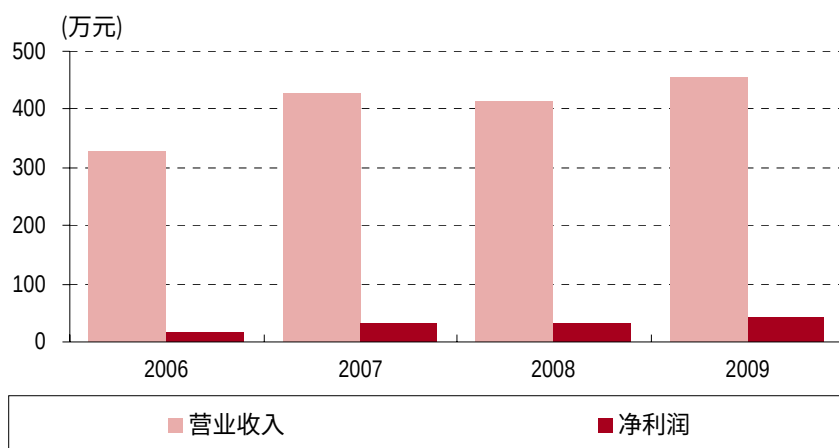
图表 2. 公司 2009 年营业收入构成



资料来源：公司招股书

公司自 2005 年开始进行战略调整，一方面通过改进原有 PVC 人造革和 PU 合成革产品的生产技术和工艺流程，开发出了高性能 PVC 人造革和生态 PU 合成革这样的优势产品，保持了公司在该传统业务领域的优势和地位，提高盈利水平；另一方面加大科研投入研究新技术、开发新产品，优化产品结构。公司于 2005 年投资兴建的生态束状超细纤维超真皮革生产线，销售收入不断增长。公司未来将重点发展超细纤维超真皮革产品。公司募集资金将全部投资新一代超细纤维超真皮革产品。随着生态束状超细纤维超真皮革的产销量不断增长和募集资金投资项目的实施，公司产品结构将得到极大优化，经济附加值高、利润丰厚的高端产品超细纤维超真皮革会成为公司营业收入的主要来源，公司的盈利水平也会随之大幅度提高。

图表 3. 公司 2009 年营业收入构成



资料来源：公司招股书

风险

公司目前生产所需的主要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。受石油价格及市场需求等因素影响，化工类原材料价格呈现较大的波动，整体价格变化明显。主要原材料价格波动会影响公司的生产成本，进而增加公司的经营风险。

初步结论

作为国内人造皮革的龙头企业，双象股份的产品结构、技术水平和市场份额都处于不断提升和发展的阶段，公司目前在人造革行业内竞争优势明显，我们相对看好其未来长期的发展。

图表 4.公司利润表

(人民币 百万)	2007 年	2008 年	2009 年
一、营业总收入	425.76	414.57	456.56
营业收入	425.76	414.57	456.56
二、营业总成本	389.90	378.47	407.49
营业成本	374.87	358.49	385.29
营业税金及附加	1.04	1.52	2.13
销售费用	2.98	4.27	5.35
管理费用	7.18	9.09	10.27
财务费用	3.45	4.11	3.19
资产减值损失	0.38	0.99	1.25
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	35.86	36.10	49.07
加：营业外收入	5.19	3.66	0.76
减：营业外支出	0.00	0.25	0.00
五、利润总额	41.05	39.51	49.83
减：所得税	8.68	6.23	7.66
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
六、净利润	32.37	33.28	42.17
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	32.37	33.28	42.17
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.48	0.50	0.63
(二) 稀释每股收益(元)	0.48	0.50	0.63

资料来源：公司招股书

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 6 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371