

2010 年 7 月 20 日

双箭股份 (002381)

橡胶价格下降, 输送带成本降低 期待业绩超预期

评级: 增持 (首次)

投资要点:

■ **橡胶价格下跌, 企业近期毛利率增加:** 天然橡胶和合成橡胶的材料成本占输送带产品成本的比例接近 30%。橡胶价格下降 5% 企业的 EPS 增加 0.12 元。近期原油下跌推动橡胶下跌, 橡胶价格下跌带来企业成本的降低, 近期双箭股份毛利率增加。下半年双箭股份存在业绩超预期可能。

■ **企业开拓海外市场, 同矿山巨人共舞:** 双箭股份致力于走国际化路线, 同澳洲矿产巨头展开合作, 共同开发输送带。目前进展顺利, 在 2011 年将有实质性进展, 国际知名矿产巨人即将成为双箭股份的客户。届时双箭股份将进入全新发展期。

■ **桐乡市政府全力支持双箭股份发展:** 双箭股份作为桐乡市第一家上市公司, 受到了桐乡市发改委最有力的政策支持。双箭股份在多方面享有优惠政策。桐乡发改委的有力支持是企业发展的坚实基础。

盈利预测与估值: 募投项目顺利投产, 高附加值产品比例进一步增加。随着新产能的逐渐释放和海外市场的不断拓展, 看好公司未来几年的发展。预计公司 2010 年 2011 年每股收益将分别达到 0.94、1.24 元。我们认为公司 2010 年给予 40 倍 PE 估值较为合理, 对应价格为 37 元。伴随橡胶价格的下降, 企业下半年业绩超预期的可能性较大。我们首次给与增持的投资评级。

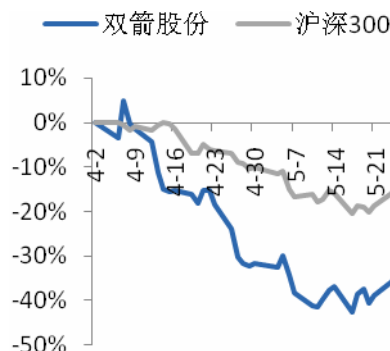
盈利预测与估值

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	695.46	626.89	767.00	1000.00
同比 (%)	26.91%	-9.86%	22.35%	30.38%
净利润 (百万元)	37.40	61.09	72.98	96.58
同比 (%)	-4.71%	63.32%	19.47%	32.34%
毛利率 (%)	16.08%	23.15%	21.77%	21.20%
每股收益 (元)	0.480	0.783	0.936	1.238
P/B	12.48	10.03	3.29	2.96

分析师 李寅康 贾志涛
 执业证书编号 S0600209100122
 联系电话 0512-62938653
 邮箱 liy@gsjq.com.cn

联系人 李雅娜
 联系电话 021-63122950
 邮箱 liyn@gsjq.com.cn

双箭股份与沪深 300 指数走势比较图



市场数据	2010 年 7 月 20 日
总股本 (万股)	7800.00
流通A股 (万股)	2000.00
收盘价 (元)	31.49
上市至今换手率 (%)	433.59

财务数据	2010Q1
营业收入 (亿元)	1.59
净利润 (百万元)	7.79
摊薄每股收益 (元)	0.10
每股净资产 (元)	10.69

1. 双箭股份简介

公司主要从事输送带的生产和销售，输送带的产量均列我国输送带行业第二名，主要产品类型为高强力输送带，主要下游市场为煤炭、电力、港口、钢铁及水泥行业。

公司自 2001 年成立以来，一直专注于输送带的生产和销售，主营业务从未发生改变本次募集资金将继续用于投资建设年产 1,100 万平方米高强力输送带生产线项目，其建成投产后将进一步增强企业的竞争力。

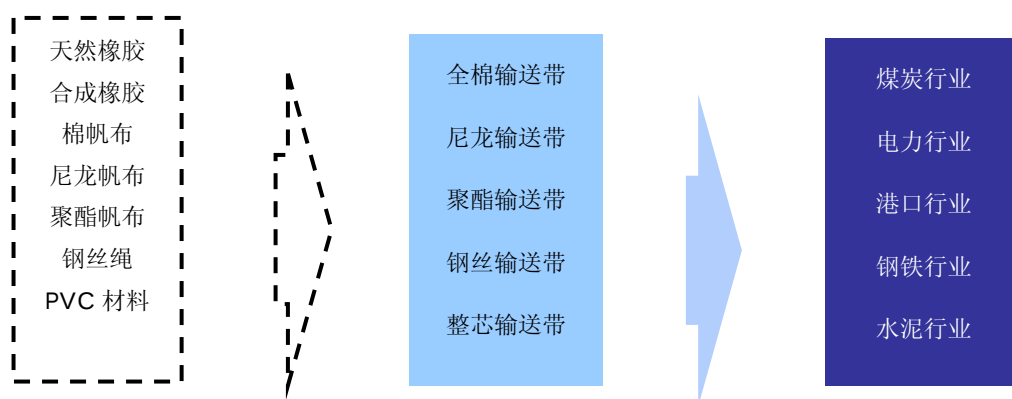
1.1. 公司目前情况

尼龙输送带、聚酯输送带和钢丝输送带为核心的高强力输送带是公司营业收入的主要来源，近年来占营业收入的比重一直保持在 85%左右，是公司的核心产品，也是公司未来发展的基础。

管状输送带具有封闭输送，防止物料损耗，避免污染环境、加速运输、空间弯曲绕过障碍物等性能优势。2009 年该管状输送带的毛利率接近 60%，募集资金项目中将包含 150 万平方米的管状输送带项目，随着管状输送带投产，公司的利润将有大幅度提高。

公司煤矿井下用 MT668 型输送带。企业通过调整配方，有效地降低了成本，提高了产品的品质，延长了使用寿命，生产成本较同行业内其他企业低 10%。

图 1：双箭股份产业链



资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

2. 中国是传输带行业重要的生产基地

输送带是橡胶制品中仅次于轮胎的子行业。我国已经成为了全球最大的输送带生产和需求国，其产量和需求占全球的比例均为三分之一左右，高强力输送带所占比重已接近 80% 的国际先进水平。

伴随中国输送带产业发展，中国已经成为，输送带行业研发和生产的主要地区。

3. 橡胶价格波动带来业绩的超预期

3.1. 橡胶是企业最主要的原料

公司生产输送带产品的主要原材料为橡胶。2009 年，公司销售的输送带产品耗用天然橡胶和合成橡胶的材料成本占输送带产品成本的比例为 28.74%。

由于输送带行业是矿山企业的消耗品，输送带在矿山企业成本的比例相对较小，矿山企业对输送带的价格不敏感，输送带的价格保持相对平稳。

原材料价格伴随石油的价格波动，其暴涨暴跌之对双箭的成本影响较大。

我们认为企业能否在橡胶价格处于相对低位的时候买入橡胶，建立原料库存是企业业绩能否超预期的关键因素。

表 1: 橡胶价格对企业业绩的敏感性分析

橡胶价格变动	2010 年	2011 年
5%	0.12	0.13
10%	0.23	0.27
15%	0.35	0.40

资料来源：东吴证券研究所

4. 盈利预测

假设 1 募投项目的顺利投产。

假设 2 各项目毛利稳定在 09 年水平。公司综合毛利率将逐渐上升。公司高毛利产品管状输送带，MT668 型输送带，在未来产品结构中比例的提升，有效提高综合毛利率。

假设 3 预期未来原材料价格波动带来的成本降低不计入利润。

预计公司 2010 年 2011 年每股收益将分别达到 0.94、1.24 元。

5. 估值

5.1. 相对估值

我们同时选取化工行业技术服务类上市公司及同行业公司作为相对估值的参考。

表 2：化工可比公司估值比较

公司代码	证券简称	股票价格	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002165.SZ	红宝丽	15.33	0.39	0.61	0.80	39	25	19
300072.Sz	三聚环保	36.90	0.52	0.71	1.08	70	52	34
300056.Sz	三维丝	38.50	0.44	0.65	0.99	88	59	39
002395.SZ	双象股份	25.97	0.47	0.60	0.97	55	43	27
平均							45	30

资料来源：东吴证券研究所

可比公司 2009 年 PE 在 25~59 倍，平均为 45 倍。公司在成长性方面，与双象股份类似。我们认为公司 2010 年给予 40 倍 PE 估值较为合理，对应股价为 37 元。

5.2. 绝对估值

我们采用 FCFF 法，模型返回的结果显示，公司的价值为 36.32 元。

表 3：估值参数

Rf	2.25%
Rm	10%
β 系数	1.1
税率	0.15
D/(D+E)	0.15
WACC	9.99%

资料来源：东吴证券研究所

我们认为公司在过渡期的增长率高于 GDP 的增速，保持 12% 的水平，永续增长率为 2%。

表 4：估值敏感性分析

WACC	永续增长率(g)			
WACC	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
8.25%	48.70	49.75	50.97	52.42
9.08%	41.73	42.50	43.38	44.42
9.99%	35.76	36.32	36.96	37.71
10.99%	30.62	31.03	31.49	32.03
12.08%	26.19	26.48	26.82	27.20

资料来源：东吴证券研究所

6. 投资建议

随着新产能的逐渐释放和海外市场的不断拓展,看好公司未来几年的发展。预计公司 2010 年 2011 年 EPS 分别为 0.94、1.24 元。

我们认为公司 2010 年给予 40 倍 PE 估值较为合理,对应价值区间为 37 元。

伴随橡胶价格的下降,企业下半年业绩存在超预期的可能。我们首次给与增持的投资评级。

7. 风险提示

募集资金项目不能按时达产。

表 3: 报表预测 单位(百万元; 元)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	101.97	48.49	493.61	490.68	营业收入	695.46	626.89	767.00	1000.00
应收和预付款项	179.45	206.64	204.86	218.93	减: 营业成本	583.60	481.73	600.00	788.00
存货	101.12	117.59	120.00	190.00	营业税金及附加	1.92	2.61	3.19	4.17
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	27.04	30.04	36.76	47.92
长期股权投资	0.17	0.29	0.29	0.29	管理费用	30.57	33.39	40.85	53.26
投资性房地产	1.73	1.63	1.22	0.80	财务费用	16.17	8.75	-3.19	-10.50
固定资产和在建工程	161.17	157.22	239.72	315.56	资产减值损失	2.47	2.09	0.00	0.00
无形资产和开发支出	17.53	17.43	15.35	13.28	加: 投资收益	0.02	0.01	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	563.14	549.29	1075.05	1229.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	126.15	88.00	0.00	0.00	营业利润	33.70	68.29	89.39	117.15
应付和预收款项	161.42	139.09	179.18	237.15	加: 其他非经营损益	11.14	6.55	0.00	0.00
长期借款	40.00	10.00	10.00	10.00	利润总额	44.84	74.83	89.39	117.15
其他负债	0.00	20.00	20.00	20.00	减: 所得税	3.62	10.28	13.41	17.57
负债合计	327.57	257.09	209.18	267.15	净利润	41.21	64.55	75.98	99.58
股本	58.00	58.00	78.00	78.00	减: 少数股东损益	3.81	3.46	3.00	3.00
资本公积	25.78	25.78	505.78	505.78	归属母公司股东净利润	37.40	61.09	72.98	96.58
留存收益	139.97	194.64	265.31	358.83					
归属母公司股东权益	223.75	278.42	849.09	942.61	单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
少数股东权益	11.82	13.78	16.78	19.78	每股收益(EPS)	0.480	0.783	0.936	1.238
股东权益合计	235.57	292.20	865.87	962.39	每股股利(DPS)	0.000	0.074	0.030	0.039
负债和股东权益合计	563.14	549.29	1075.05	1229.54	每股经营现金流	0.760	0.942	1.696	1.149
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	销售毛利率	16.08%	23.15%	21.77%	21.20%
经营性现金净流量	59.32	73.45	132.25	89.63	销售净利率	5.93%	10.30%	9.91%	9.96%
投资性现金净流量	-27.76	-23.19	-100.00	-100.00	净资产收益率(ROE)	16.72%	21.94%	8.59%	10.25%
筹资性现金净流量	-1.98	-64.74	412.88	7.44	市盈率(P/E)	74.66	45.71	38.26	28.91
现金流量净额	29.57	-14.48	445.13	-2.93	市净率(P/B)	12.48	10.03	3.29	2.96

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>