

中报点评

2010 年 8 月 18 日

双象股份 (002395)

综合毛利率稳步提升,“定岛”超纤定未来

投资评级: 买入

投资要点:

■ **综合毛利提升,营业收入增加:** 2010 年上半年,公司实现营业收入 24,608.05 万元,比去年同期增长 15.71%;实现净利润 2,249.30 万元,比上年同期增长 29.79%。净利润增长幅度高于销售收入增长幅度。

■ **高毛利率的超纤占销售收入比例进一步提高,企业产品结构进一步优化:** 报告期高毛利率的超纤革产品销售收入占比由去年同期的 26% 上升到 31%,超纤产品毛利率水平继续提高,提升了公司整体毛利率水平。

■ **募投项目逐步投产,下半年释放部分产能:** 募投项目为两条第二代超纤生产线,第一条生产线预计 2010 年 11 月 30 日达到预定可使用状态,第二条生产线预计 2011 年 8 月 31 日达到预定可使用状态。第二代超纤毛利率有望超过 35%,高于第一代超纤 25% 的毛利率。**第二代超纤成功投产,是双象股份股价上涨的催化剂。**

盈利预测与估值: 募投项目达产后,我们预计双象股份 2010~2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.80, 1.17, 1.96 元。我们认为公司 2010 年给予 40 倍 PE 估值较为合理,三个月目标价格为 32 元。

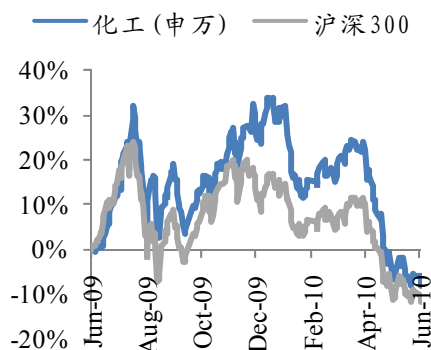
盈利预测与估值

单位:百万元 元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	456	572	678	934
归属母公司股东净利润	42.17	71.84	104.61	175.40
每股收益 (EPS)	0.47	0.80	1.17	1.96
销售毛利率	15.6%	18%	21%	25%
销售净利率	9.24%	12.56%	15.43%	18.78%

分析师 李寅康
执业证书编号 S0600209100122
贾志涛
执业证书编号 S0600110060019
联系电话 0512-62938629
邮箱 jjazht@gsjq.com.cn

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

化工行业与沪深 300 指数走势比较图



目录

1. “定岛”超纤“定”未来	3
2. 优异的管理能力，控制三费	4
3. 下半年募投项目有望投产，未来业绩增长确定...	4
4. 估值与盈利预测	5
5. 风险提示	6

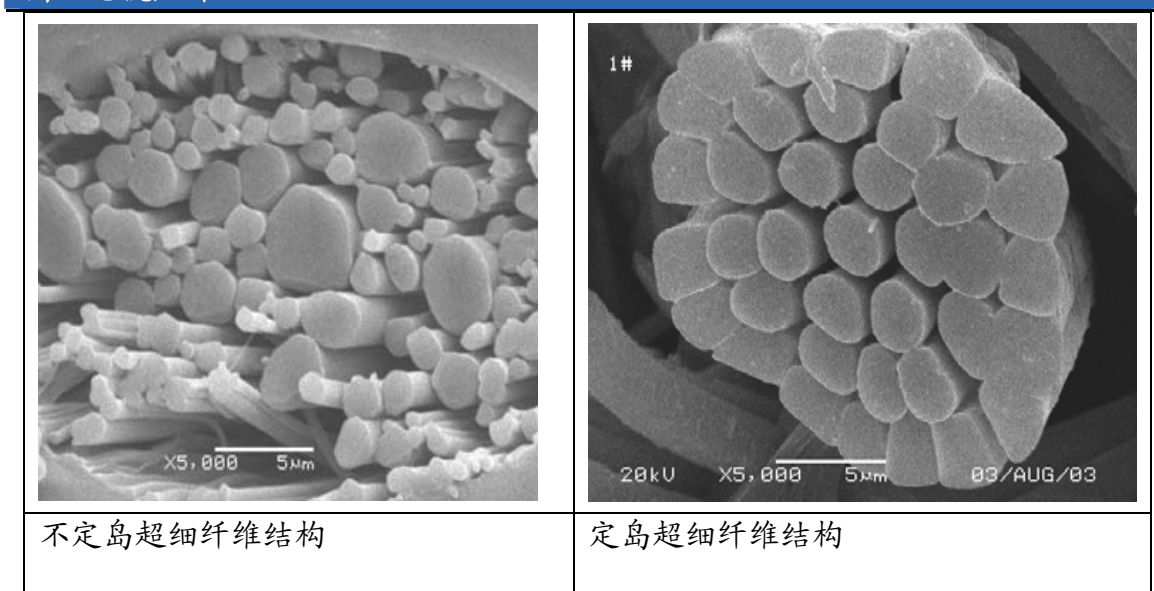
1. “定岛”超纤“定”未来

公司在业内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”的称号。

超细纤维超真皮革以日本发展最早，从 1965 年日本可乐丽公司开始产业化生产，至今已有 40 多年历史，在可乐丽之后东丽、帝人、旭化成、三菱人纤、钟纺（后改为“FILWEL”）等公司相继投入生产。超细纤维超真皮革真正实现了模拟天然皮革的结构形态，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等诸方面优于天然皮革，是替代天然皮革的最佳产品。

目前我国的超细纤维超真皮革的总量并不大，占世界总量的比重也不高。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 1 电镜照片

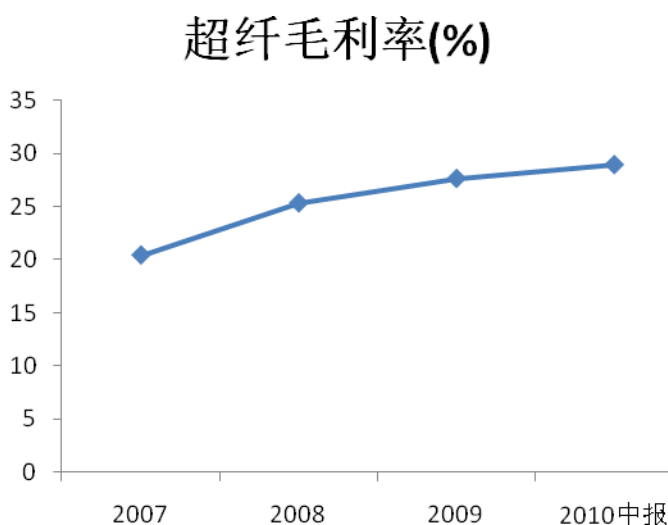


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

目前生产超细纤维的技术主要有两种：不定岛混合熔融纺丝技术（第一代超纤）和定岛复合纺丝技术（第二代超纤）。由于不定岛超细纤维海岛结构及其岛数目的不稳定性，增加了影响

超真皮革后道工序稳定性生产的不可预测因素，同时由于不定岛纤维的岛数目的不匀性，造成超细纤维纤度的不匀，因此在染整过程中，不定岛技术容易影响超真皮革产品的染色效果。定岛超细纤维的纤度虽然稍逊于不定岛纤维，但是由于克服了不定岛超细纤维的一些不足，具有纤度均匀的特点，因此定岛超细纤维制作的超细纤维超真皮革产品在手感、仿真皮风格、机械性能和染色性能等各方面有了更大的改善，对开发高端的超细纤维超真皮革产品具有相当的吸引力，尤其适合在服装和汽车内饰领域的应用。

图 2 第一代超纤毛利率



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

双象第一代超纤的毛利率在 20%以上，并且保持逐年增加的势头。2010 年上半年双象第一代超纤毛利率为 28.95%。

公司最大的看点在新二代定岛超纤业务，预计第二代超纤的毛利率将达到 35%以上。随着公司高附加值产品的逐步投产，产品结构进一步优化，公司的综合毛利率将逐年提高。

2. 优异的管理能力，成功控制三费

公司三项费用率 6.8%，。双象股份保持一贯的高效管理能力，费用率基本保持稳定。伴随新产能的逐步投产，企业的三费有望稳中有降。

3. 下半年募投项目有望投产，未来业绩增长确定

募投项目共两条生产线，第一条生产线预计 2010 年 11 月 30 日达到预定可使用状态，第二条生产线预计 2011 年 8 月 31 日达到预定可使用状态。

4. 估值与盈利预测

- 1, 募投项目顺利投产。
- 2, PVC、PU 合成革产品保持稳定的利润。
- 3, 各项费率保持稳定。

我们预计双象股份 2010~2012 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.80, 1.17, 1.96 元。

表 1: 核心假设

核心假设名称	2009	2010E	2011E	2012E
PVC人造革				
产能(百万平方米)	25.00	25.00	25.00	25.00
销量(百万平方米)	24.51	25.00	25.00	25.00
销售价格(元/平方米)	6.76	7.10	7.10	7.10
销售收入(百万元)	165.69	177.50	177.50	177.50
成本(百万元)	147.59	159.61	159.61	159.61
毛利率%	0.11	0.10	0.10	0.10
PU合成革				
产能(百万平方米)	15.00	15.00	15.00	15.00
销量(百万平方米)	13.70	13.70	13.70	13.70
销售价格(元/平方米)	13.70	13.70	13.70	13.70
销售收入(百万元)	150.00	150.00	150.00	150.00
成本(百万元)	136.00	136.00	136.00	136.00
毛利率%	12.58	12.58	12.58	12.58
超纤(旧产能)				
产能(百万平方米)	3.00	3.00	3.00	3.00
销量(百万平方米)		3.00	3.00	3.00
销售价格(元/平方米)	46.28	52.00	52.00	52.00
销售收入(百万元)		156.00	156.00	156.00
成本(百万元)		113.88	112.32	110.76
毛利率		0.27	0.28	0.29
超纤(新产能)				
产能(百万平方米)		3.00	3.00	3.00
产能利用率				
销量(百万平方米)		1.50	3.00	3.00
销售价格(元/平方米)		60.00	65.00	75.00
销售收入(百万元)		90.00	195.00	450.00
成本(百万元)		58.50	126.75	292.50
毛利率		0.35	0.35	0.35
收入		573.50	678.50	933.50
成本(百万元)		467.99	534.68	698.87

资料来源：东吴证券研究所

可比公司 2010 年 PE 在 31~61 倍，平均为 46 倍。公司在主营业务方面与禾欣股份类似；公司在成长性方面与三聚环保类似。考虑到公司拥有独立知识产权的“定岛”超纤技术，我们认为公司 2010 年给予 40 倍 PE 估值较为合理，对应三个月的目标价格为 32.00 元。

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	17.36	0.39	0.56	0.75	44	31	23
300072.Sz	三聚环保	44.13	0.52	0.72	1.09	84	61	40
300056.Sz	三维丝	39.70	0.44	0.65	0.99	91	61	40
002343.SZ	禾欣股份	33.23	0.88	1.06	1.37	38	31	24
平均							46	32

资料来源：东吴证券研究所

我们采用三阶段模型，对公司价值进行现金流贴现。

- 1、我们预计未来三年企业高速增长，随后增速逐步下滑；预计未来 2020 年前的第二阶段增长期，增长率为 10%。
- 2、永续增长率为 2%。

表 3：绝对估值的基本假设

Rf	3.00%
Rm	10.00%
β 系数	1.10
Ke	10.70%
Kd	5.80%
税率	15.00%
D/(D+E)	10.00%
WACC	10.12%

资料来源：东吴证券研究所

基于此假设下，FCFF 模型的估值为 32.17 元/股。

表 4：FCFF 估值对 WACC 和永续增长率的敏感性分析

WACC	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%
8.37%	42.08	42.83	43.71	44.74	45.94
9.20%	36.29	36.85	37.49	38.23	39.10
10.12%	31.29	31.70	32.17	32.70	33.33
11.14%	26.96	27.26	27.60	27.99	28.44
12.25%	23.21	23.42	23.67	23.95	24.27

资料来源：东吴证券研究所

5. 风险提示

定岛超纤产业化失败，公司生产经营产生较大程度的影响。

盈利预测									
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	128.17	381.76	306.58	493.02	营业收入	456.56	572.00	678.00	934.00
应收和预付款项	72.89	50.82	94.86	104.08	减：营业成本	385.29	468.00	534.00	698.00
存货	115.72	184.99	158.13	290.37	营业税金及附加	2.13	2.67	3.17	4.36
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	5.35	6.71	7.95	10.95
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	10.27	12.87	15.26	21.02
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	3.19	-2.77	-5.44	-6.69
固定资产和在建工程	110.08	192.65	365.21	317.77	资产减值损失	1.25	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	0.30	0.25	0.20	0.14	加：投资收益	0.00	0.00	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	427.16	810.46	924.97	1205.39	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	49.07	84.52	123.07	206.36
应付和预收款项	143.75	180.21	190.11	295.12	加：其他非经营损益	0.76	0.00	0.00	0.00
长期借款	40.00	40.00	40.00	40.00	利润总额	49.83	84.52	123.07	206.36
其他负债	20.71	20.71	20.71	20.71	减：所得税	7.66	12.68	18.46	30.95
负债合计	229.46	240.92	250.82	355.83	净利润	42.17	71.84	104.61	175.40
资本公积	0.30	300.30	300.30	300.30	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	130.50	202.34	306.95	482.35	归属母公司股东净利润	42.17	71.84	104.61	175.40
归属母公司股东权益	197.71	569.55	674.15	849.56	单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	456.56	572.00	678.00	934.00
股东权益合计	197.71	569.55	674.15	849.56	归属母公司股东净利润	42.17	71.84	104.61	175.40
负债和股东权益合计	427.16	810.46	924.97	1205.39	每股收益(EPS)	0.472	0.804	1.170	1.962
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	每股经营现金流	0.711	0.848	1.335	2.010
经营性现金净流量	63.57	75.82	119.38	179.74	销售毛利率	15.61%	18.18%	21.24%	25.27%
投资性现金净流量	-9.13	-100.00	-200.00	0.00	销售净利率	9.24%	12.56%	15.43%	18.78%
筹资性现金净流量	-3.34	277.77	5.44	6.69	市盈率(P/E)	57.33	33.65	23.11	13.78
现金流量净额	51.12	253.59	-75.18	186.44	市净率(P/B)	12.23	4.24	3.59	2.85

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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>