

双象股份 (002395)

募投产品定价高、毛利率高，业绩有望高速增长

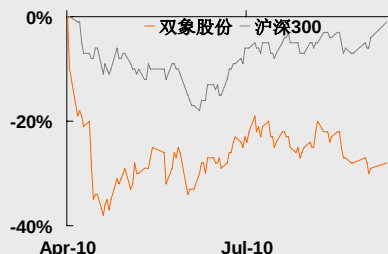
推荐 (首次)

现价: 25.87 元

主要数据

行业	石油、化学、塑胶、塑料
公司网址	www.sxcxgf.com
大股东/持股	江苏双象集团 /64.73%
实际控制人/持股	唐炳泉/44.30%
总股本(百万股)	89
流通 A 股(百万股)	23
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	23.13
流通 A 股市值(亿元)	5.82
每股净资产(元)	8.38
资产负债率(%)	22.9

行情走势图



相关研究报告

研究员

伍颖 S1060210040004
010-59734884
wuying467@pingan.com.cn

陈建文 S1060210050001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司是国内领先的人造革合成革制造企业

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，可以为客户提供“一站式”供应服务。公司生产的生态革产品（包括生态 PU 合成革和生态超细纤维超真皮革）产量居于行业第二，高性能 PVC 人造革处于行业前列。

■ 公司重点发展的超细纤维超真皮革是未来行业发展趋势

未来公司将重点发展生态革，尤其是超细纤维超真皮革。生态革是未来行业发展的趋势，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。

■ 公司超纤产品开始进入市场容量大的汽车配件领域

公司产品主要应用在运动鞋、家具等传统领域。目前公司超纤产品已经进入汽车 4S 店，作为汽车售后服务的配件材料，但尚未进入门槛较高的整车配套市场（公司正在进行认证）。汽车领域的超纤产品市场容量很大，公司逐步介入，有利于公司消化募投项目产能、提升整体产品毛利率。

■ 募投项目具有广阔的市场发展前景，产品定价高、毛利率高

募投项目 LDPE / PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革项目是国家“863 计划”产业化项目，是新一代高端超细纤维超真皮革产品。募投产品定位于替代进口，将以突出的技术优势、成本优势（价格仅为国外同类产品的 70% 左右）和极高的性价比，替代进口高档超细纤维超真皮革产品，市场前景非常广阔。募投产品定价为 70 元/平方米（不含税），价格仅为日本进口高端产品的 70% 左右。我们预计，完全达产后该产品毛利率可达 35% 左右。

■ 募投项目投产后业绩高速增长，给予“推荐”评级

公司现有产品产销量和毛利率相对稳定，业绩增长主要来源于募投项目的建成投产。目前募投项目进展顺利。我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.60、1.03、1.63 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 43、25、16 倍。公司未来业绩高速增长、确定性较强，给予“推荐”的投资评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	415	457	518	701	907
YoY(%)	-2.6%	10.1%	13.4%	35.5%	29.2%
净利润(百万元)	33	42	54	92	146
YoY(%)	2.8%	26.7%	27.4%	72.0%	57.9%
毛利率(%)	13.5%	15.6%	18.5%	21.2%	24.8%
净利率(%)	8.0%	9.2%	10.4%	13.2%	16.1%
ROE(%)	21.4%	21.3%	6.8%	10.6%	14.7%
EPS(摊薄/元)	0.37	0.47	0.60	1.03	1.63
P/E(倍)	69.5	54.9	43.1	25.0	15.9
P/B(倍)	14.9	11.7	2.9	2.7	2.3

一、公司是国内领先的人造革合成革制造企业

公司是国内领先的人造革合成革制造企业，主要产品有生态超细纤维超真皮革、生态 PU 合成革和高性能 PVC 人造革，产品广泛应用于鞋、家具、球、汽车内饰、装饰、箱包、服装以及腰带等领域。

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，可以为客户提供“一站式”供应服务。公司生产的生态革产品（包括生态 PU 合成革和生态超细纤维超真皮革）产量居于行业第二，高性能 PVC 人造革处于行业前列。

在球革领域，公司是行业的领导者，中高端足球革的市场占有率超过 70%，客户包括英国“茵宝”、“米切尔”、“红双喜”等著名运动用品品牌；产品曾被指定用于制作 2006 年德国世界杯纪念球、礼品球和公益性比赛用球，且连续多年成为制作可口可乐公司礼品球和纪念球的原材料供应商。在鞋革领域，公司市场地位突出，2007 年超纤鞋革市场占有率排名第三。客户包括“乔丹”、“匹克”、“德尔惠”、“特步”、“沃特”等知名品牌。在沙发革领域，公司厚皮沙发革在市场有很高的市场占有率，也是国内少数几家具备超纤沙发革生产能力的企业之一。

二、公司重点发展的超细纤维超真皮革是未来行业发展趋势

未来公司将重点发展生态革，尤其是超细纤维超真皮革。生态革是未来行业发展的趋势，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。生态革具有绿色、健康、环保等特色，市场前景广阔，并且符合国家产业政策和环保政策，是国家重点支持产品。

2009 年度生态革（包括生态 PU 合成革和生态超细纤维超真皮革）销售收入占公司主营业务收入的比重为 60.8%，其中生态超细纤维超真皮革占主营业务收入的 27.6%。随着募集资金投资项目——LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革的顺利实施，生态超细纤维超真皮革的收入比重将超过 60%，成为公司主要利润增长点。

三、公司超纤产品开始进入市场容量大的汽车配件领域

公司产品主要应用在运动鞋、家具等传统领域。目前公司超纤产品已经进入汽车 4S 店，作为汽车售后服务的配件材料，但尚未进入门槛较高的整车配套市场（公司正在进行认证）。汽车领域的超纤产品市场容量很大，公司逐步介入，有利于公司消化募投项目产能、提升整体产品毛利率。

四、公司募投项目具有广阔的市场发展前景

公司募集资金用于建设年产 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。

公司募投项目通过纺丝原材料的突破和纺丝技术的创新，生产的 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革产品具有更优良的性能，是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。募投产品定位于替代进口，将以突出的技术优势、成本优势（价格仅为国外同类产品的 70%左右）和极高的性价比，替代进口高档超细纤维超真皮革产品，市场前景非常广阔。

据行业协会统计，2007 年国内超细纤维超真皮革实际产量为 2,950 万平方米，市场需求 5,200 万平方米，进口 1,025 万平方米，仍有缺口 1,225 万平方米；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。

五、募投项目进展顺利，毛利率高

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。

募投项目正式投产前，已完成安装调试的设备先用于生产原有超细纤维超真皮革产品，使原有超纤革产品的产能得到提升。上半年超纤革产品营业收入比上年同期增长 40.1%，为上半年公司营业收入和利润的增长发挥了积极作用。

募投产品定价为 70 元/平方米（不含税），价格仅为日本进口高端产品的 70%左右。我们预计，完全达产后该产品毛利率可达 35%左右。而普通产品售价为 46.2 元/平方米（2009 年），毛利率仅 26%。

六、募投项目投产后业绩高速增长，给予“推荐”评级

公司现有产品产销量和毛利率相对稳定，业绩增长主要来源于募投项目的建成投产。目前募投项目进展顺利，预计投产后其产品高端、定价高、毛利率高。我们预计，公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.60、1.03、1.63 元，对应前收盘价的动态市盈率分别为 43、25、16 倍。公司未来业绩高速增长、确定性较强，给予“推荐”的投资评级。

图表1 主营业务预测

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
生态束状超细纤维超真皮革	产能（万平方米）	300	300	300	300	300
	销量（万平方米）	217	272	370	290	290
	单价（元/平方米）	48.28	46.20	48.00	48.00	47.00
	单位成本（元/平方米）	36.98	34.17	34.30	35.00	35.00
	毛利率	23.4%	26.0%	28.5%	27.1%	25.5%
	销售收入（万元）	10480	12587	17760	13920	13630
	销售成本（万元）	8025	9294	12691	10150	10150
超细旦聚氨酯短纤维超真皮革	产能（万平方米）			300	600	600
	销量（万平方米）				300	580
	单价（元/平方米）				70.00	70.00
	单位成本（元/平方米）				48.00	45.00
	毛利率				31.4%	35.7%
	销售收入（万元）				21000	40600
	销售成本（万元）				14400	26100
生态 PU 合成革	产能（万平方米）	1400	1400	1700	1700	1700
	销量（万平方米）	1180	1370	1450	1450	1450
	单价（元/平方米）	11.53	11.01	11.50	12.00	12.50

	单位成本（元/平方米）	10.32	9.61	9.80	10.30	10.80
	毛利率	10.4%	12.7%	14.8%	14.2%	13.6%
	销售收入（万元）	13602	15080	16675	17400	18125
	销售成本（万元）	12178	13166	14210	14935	15660
高性能 PVC 人造革	产能（万平方米）	2500	2500	2750	2750	2750
	销量（万平方米）	1899	2486	2400	2400	2400
	单价（元/平方米）	7.82	6.69	6.60	6.80	7.00
	单位成本（元/平方米）	7.05	5.96	5.80	6.00	6.20
	毛利率	9.9%	10.9%	12.1%	11.8%	11.4%
	销售收入（万元）	14850	16625	15840	16320	16800
	销售成本（万元）	13388	14817	13920	14400	14880
薄膜	产能（吨）	10000	10000	10000	10000	10000
	销量（吨）	2300	1392	1500	1500	1500
	销售收入（万元）	2434	1253	1500	1500	1500
	销售成本（万元）	2221	1152	1380	1380	1380
	毛利率	8.7%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
合计	总收入（百万元）	415	457	518	701	907
	总成本（百万元）	358	385	422	553	682
	毛利率	13.5%	15.6%	18.5%	21.2%	24.8%

资料来源：公司招股意向书、平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
流动资产	322	775	821	999					
现金	133	554	528	632					
应收账款	58	73	99	128					
其他应收款	2	0	0	0					
预付账款	12	13	17	20					
存货	116	135	177	218					
其他流动资产	1	0	0	0					
非流动资产	112	268	355	361					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	105	254	343	350					
无形资产	0	0	0	0					
其他非流动资产	6	14	11	11					
资产总计	433	1043	1175	1359					
流动负债	185	207	257	314					
短期借款	25	35	40	45					
应付账款	61	68	88	109					
其他流动负债	99	104	129	160					
非流动负债	51	51	51	51					
长期借款	40	40	40	40					
其他非流动负债	11	11	11	11					
负债合计	236	257	308	365					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	67	89	89	89					
资本公积	0	512	512	512					
留存收益	131	184	266	393					
归属母公司股东权益	198	786	867	995					
负债和股东权益	433	1043	1175	1359					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
经营活动现金流	63	64	104	171					
净利润	42	54	92	146					
折旧摊销	15	24	42	54					
财务费用	3	-2	-6	-7					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	2	-11	-28	-24					
其他经营现金流	1	0	3	2					
投资活动现金流	-9	-180	-130	-60					
资本支出	9	180	130	60					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-3	537	0	-7					
短期借款	5	10	5	5					
长期借款	30	0	0	0					
普通股增加	0	23	0	0					
资本公积增加	0	512	0	0					
其他筹资现金流	-38	-8	-5	-12					
现金净增加额	51	421	-26	104					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E					
营业收入	457	518	701	907					
营业成本	385	422	553	682					
营业税金及附加	2	1	2	3					
营业费用	5	7	9	12					
管理费用	10	25	34	44					
财务费用	3	-2	-6	-7					
资产减值损失	1	2	0	0					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	49	63	109	173					
营业外收入	1	1	0	0					
营业外支出	0	0	0	0					
利润总额	50	64	109	173					
所得税	8	10	17	27					
净利润	42	54	92	146					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	42	54	92	146					
EBITDA	67	84	145	220					
EPS (元)	0.63	0.60	1.03	1.63					

主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入(%)	10.1%	13.4%	35.5%	29.2%
营业利润(%)	35.9%	28.3%	73.7%	57.9%
归属母公司股东权益(%)	26.7%	27.4%	72.0%	57.9%
获利能力				
毛利率(%)	15.6%	18.5%	21.2%	24.8%
净利率(%)	9.2%	10.4%	13.2%	16.1%
ROE(%)	21.3%	6.8%	10.6%	14.7%
ROIC(%)	31.0%	16.5%	20.6%	31.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.4%	24.7%	26.2%	26.8%
净负债比率(%)	31.8%	29.1%	26.0%	23.3%
流动比率	1.74	3.75	3.19	3.18
速动比率	1.11	3.09	2.50	2.49
营运能力				
总资产周转率	1.15	0.70	0.63	0.72
应收账款周转率	8.38	7.40	7.67	7.52
应付账款周转率	5.69	6.55	7.09	6.90
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.60	1.03	1.63
每股经营现金流	0.71	0.72	1.16	1.91
每股净资产	2.21	8.79	9.70	11.13
估值比率				
P/E	54.9	43.1	25.0	15.9
P/B	11.7	2.9	2.7	2.3
EV/EBITDA	33.7	26.8	15.5	10.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257