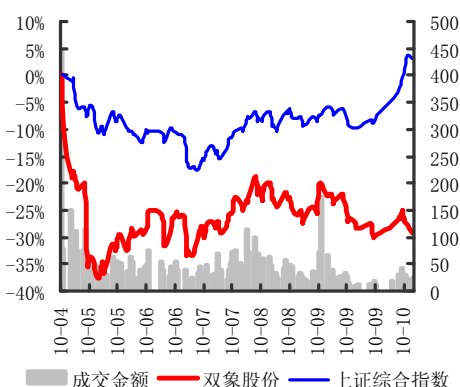


2010 年 10 月 19 日

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《第二代超纤进入高端蓝海、未来成长可期》-----双象股份研究报告 2010 年 7 月 27 日

报告作者：

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话：0510-82833217

 Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

双象股份（002395）2010 年三季度报点评

事件：双象股份公布2010年第三季度报，前三季度公司实现营业总收入37402.31万，比去年同期增长15.67%；实现净利润3383.95万元，比上年同期增长24%，基本每股收益0.43元，同比增长了4.88%。

点评：

- **普通超细纤维销量稳步提升。**公司主营收入和净利润增长的主要原因是原超细纤维销量的不断提升。公司目前有一条 300 万平米的普通超细纤维生产线，该产品的毛利率约为 26% 左右，今年的产能利用率预计在 95% 以上，因此公司主营业务收入和净利润较去年均有一定幅度的增长。
- **超细纤维超真皮革有望实现“进口替代”，将成为明年业绩增长的主要动力。**超细纤维超真皮革产品使用定岛技术，是超纤皮革中的高端产品，目前国内暂无其他企业可以生产，性能指标达到日本高端超细纤维产品水平，但是价格是日本同类高端超纤产品的 70%，预计在 70 元/平方米左右，毛利率在 35%~40%，因此具有较强的竞争力，有望实现“进口替代”。募投项目共两条生产线，其中第一条生产线预计 2010 年 11 月底达到预定可使用状态，第二条线预计 2011 年 8 月 31 日达到预定可使用状态。随着公司超细旦聚氨酯短纤维超真皮革的投产，未来所占的业务比重会不断提升，将成为未来公司业绩增长的主要动力。
- **维持对公司“谨慎推荐”的评级。**我们维持对公司 10~12 年每股收益在 0.59 元、1.06 元和 1.63 元的业绩预测，近三年复合增长约为 51%。公司募投项目在国内同行企业中处于领先水平，应给予高于行业平均水平的估值溢价，给予 10 年 45~50 倍市盈率，10 年合理价格为 26.5 元~29.5 元，目前价格给予“谨慎推荐”的投资评级。

附表：盈利预测表

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 10-10-19				
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	414.57	456.56	592.40	790.35	966.90	现金	52.85	133.19	88.86	118.55	186.81
YOY(%)	-2.6%	10.1%	29.8%	33.4%	22.3%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	358.49	385.29	491.88	627.24	733.24	应收款项净额	49.10	61.28	79.51	106.08	129.78
营业税金及附加	1.52	2.13	2.76	3.69	4.51	存货	124.12	115.72	149.82	191.34	223.72
销售费用	4.27	5.35	7.11	9.48	11.60	其他流动资产	7.92	11.61	15.06	20.10	24.59
占营业收入比(%)	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	流动资产总额	233.99	321.80	333.25	436.07	564.89
管理费用	8.99	10.17	26.66	35.57	43.51	固定资产净值	118.14	106.48	141.94	169.81	200.95
占营业收入比(%)	2.2%	2.2%	4.5%	4.5%	4.5%	减: 资产减值准备	(0.99)	(1.25)	0.00	0.00	0.00
EBIT	41.20	53.52	63.98	114.36	174.02	固定资产净额	117.15	105.23	141.94	169.81	200.95
财务费用	4.11	3.19	2.33	0.90	(0.02)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.0%	0.7%	0.4%	0.1%	0.0%	在建工程	4.85	4.85	7.43	15.10	16.98
资产减值损失	(0.99)	(1.25)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	122.00	110.08	149.36	184.91	217.94
营业利润	36.10	49.07	61.65	113.46	174.04	无形资产	0.41	0.30	0.29	0.28	0.26
营业外净收入	3.41	0.76	0.76	0.76	0.76	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.51	49.83	62.41	114.22	174.80	其他长期资产	1.11	1.25	1.25	1.25	1.25
所得税	6.23	7.66	9.36	17.13	26.22	资产总额	357.51	433.43	484.16	622.51	784.34
所得税率(%)	15.8%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	65.00	35.00	28.01	19.90	0.00
净利润	33.28	42.17	53.04	97.09	148.58	应付款项	109.08	132.85	171.99	219.67	256.83
占营业收入比(%)	8.0%	9.2%	9.0%	12.3%	15.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	13.08	17.17	22.83	29.25	34.30
归属母公司净利润	33.28	42.17	53.04	97.09	148.58	流动负债	187.16	185.02	222.84	268.82	291.14
YOY(%)	2.8%	26.7%	25.8%	83.0%	53.0%	长期借款	10.00	40.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.50	0.63	0.59	1.09	1.66	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	4.81	10.70	16.59	22.48	28.37
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	负债总额	201.97	235.72	239.43	291.30	319.51
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	-2.6%	10.1%	29.8%	33.4%	22.3%	股东权益	155.54	197.71	244.73	331.21	464.84
营业利润	0.7%	35.9%	25.6%	84.1%	53.4%	负债和股东权益	357.51	433.43	484.16	622.51	784.34
净利润	2.8%	26.7%	25.8%	83.0%	53.0%						
获利能力						现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率(%)	13.5%	15.6%	17.0%	20.6%	24.2%	税后利润	33.28	42.17	53.04	97.09	148.58
净利率(%)	8.0%	9.2%	9.0%	12.3%	15.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	21.4%	21.3%	21.7%	29.3%	32.0%	公允价值变动	0.99	1.25	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.3%	9.7%	11.0%	15.6%	18.9%	折旧和摊销	14.39	14.69	11.98	14.47	16.98
偿债能力						营运资金的变动	-27.22	26.40	-6.34	-13.15	-12.45
流动比率	1.25	1.74	1.50	1.62	1.94	经营活动现金流	21.44	84.51	58.69	98.41	153.12
速动比率	0.59	1.11	0.82	0.91	1.17	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	56.5%	54.4%	49.5%	46.8%	40.7%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-1.68	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	116.0%	105.3%	122.4%	127.0%	123.3%	投资活动现金流	0.00	-1.68	-50.00	-50.00	-50.00
应收账款周转天数	43.23	48.99	48.99	48.99	48.99	股权融资	-0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	131.04	113.29	113.29	113.29	113.29	长期贷款的增加/	-45.00	30.00	-40.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.50	0.63	0.59	1.09	1.66	股利分配	-4.49	-3.34	-6.03	-10.61	-14.96
每股净资产	2.32	2.96	2.74	3.70	5.20	计入循环贷款前	-49.61	26.66	-46.03	-10.61	-14.96
估值比率						循环贷款的增加(	90.08	-55.81	-6.99	-8.11	-19.90
P/E	50.0	39.4	41.9	22.9	15.0	融资活动现金流	-9.02	-2.49	-53.01	-18.71	-34.86
P/B	10.7	8.4	9.1	6.7	4.8	现金净变动额	12.42	80.34	-44.33	29.69	68.26

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。