

双象股份 (002395)
增持/维持评级
股价: RMB32.22

年报略低于预期、期待募投的达产

——双象股份年报点评

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000510120037
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

肖洁
(0755)8236 8532
xiaojie@mail.htlhsc.com.cn

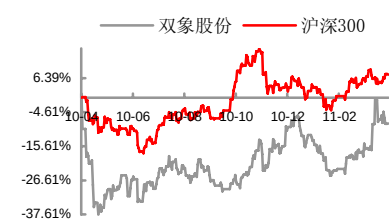
相关研究

《双象股份：小荷才露尖尖角》100721
《双象股份：超纤领域的领跑者》100620

基础数据

总股本 (百万股)	89
流通 A 股 (百万股)	89
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,881

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 2010 年, 公司营业收入 5.05 亿元, 同比增长 10.61%; 净利润 4485 万元, 同比增长 6.37%, 低于我们此前的预期 17% 左右。业绩低于预期主要有三方面的因素, 会计政策的影响占 40%, 募投项目投产进程放缓的影响占 30%, 产品盈利能力低于预期的影响占 30%。
- 会计政策变更的影响, 主要是公司在 2010 年度上市发行费用直接进入当期损益, 金额为 379.58 万元, 影响 EPS0.04 元。
- 募投项目的投产进程略低于预期。2010 年, 公司超纤领域的产销量为 362 万平米, 低于我们 400 万平米的预期 10% 左右。其一, 公司进口设备进厂较预期晚 1-2 个月; 其二, 公司募投项目 11 月试生产之后以试样为主, 并未实现大规模的销售。
- 低端产品盈利能力下降。PVC、PU 等低端产品的实际盈利能力下滑, 主要原因因为原油价格上涨的大背景下, 低端产品无法将成本上涨顺利地向下传导。超纤领域毛利率基本保持不变, 主要基于产能利用率的提高带来的成本的大幅降低。
- 我们预计, 2011H1 仍为第二代超纤的产品试样和市场开拓期, 新生产线的富余产能将以第一代超纤产品的生产作为补充。鉴于具备高毛利、高价格的第二代超纤达产的低于预期, 我们下调 2011 年超纤产品的均价 10%。
- 2011-2013 年, 公司产能的投放进程快于禾欣、同大、华峰等行业内其他龙头企业, 成长性远超越行业增速。未来 3-5 年, 全球超纤行业将保持 6-9% 的成长, 从区域结构上看, 日本、韩国、意大利、台湾等增速放缓, 超纤行业的产能逐渐向国内转移, 国内超纤行业增速将达 20-30%。
- 我们调整 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.31 元和 1.87 元, 2011 年、2012 年下调幅度分别为 20%、23%, 维持“增持”评级。
- 风险因素: 第二代超纤的市场开拓低于预期、下游纺织服装行业不景气。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	505.0	705.0	899.0	1102.0
(+/-%)	10.6	39.6	27.5	22.6
归属母公司净利润(百万元)	44.9	75.0	117.0	162.0
(+/-%)	6.4	67.2	56.0	38.5
EPS(元)	0.50	0.84	1.31	1.81
P/E(倍)	64.2	38.3	24.6	17.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

公司业绩低于预期

2010 年，公司营业收入 5.05 亿元，同比增长 10.61%；净利润 4485 万元，同比增长 6.37%，低于我们此前 5400 万元的预期 17% 左右。业绩低于预期主要有三方面的因素，会计政策的影响占 40%，募投项目投产进程放缓的影响占 30%，产品盈利能力低于预期的影响占 30%。

- 会计政策变更的影响，主要是公司在 2010 年度上市发行费用直接进入当期损益，金额为 379.58 万元，影响 EPS0.04 元。
- 募投项目的投产进程略低于预期。2010 年，公司超纤领域的产销量为 362 万平米，低于我们 400 万平米的预期 10% 左右。其一，公司进口设备进厂较预期晚 1-2 个月；其二，公司募投项目为第二代超纤，产品性能与旧产品有较大差异，需要经过下游企业的试样，公司 11 月试生产之后，第二代超纤并未实现大规模的销售。
- 低端产品盈利能力下降。2010 年，公司将研发费用（1636 万，占营业收入的比例为 3.2%）从生产成本中提出计入管理费用，体现为公司毛利率的提高。但 PVC、PU 等低端产品的实际盈利能力下滑，主要原因为原油价格上涨的大背景下，低端产品无法将成本上涨顺利地向下传导。

我们预计，2011H1 仍为第二代超纤的产品试样和市场开拓期，新生产线的富余产能将以第一代超纤产品的生产作为补充。鉴于具备高毛利的第二代超纤达产的低于预期，我们下调 2011 年公司的超纤均价和毛利率 10%。

全球超纤的发展集中于中国

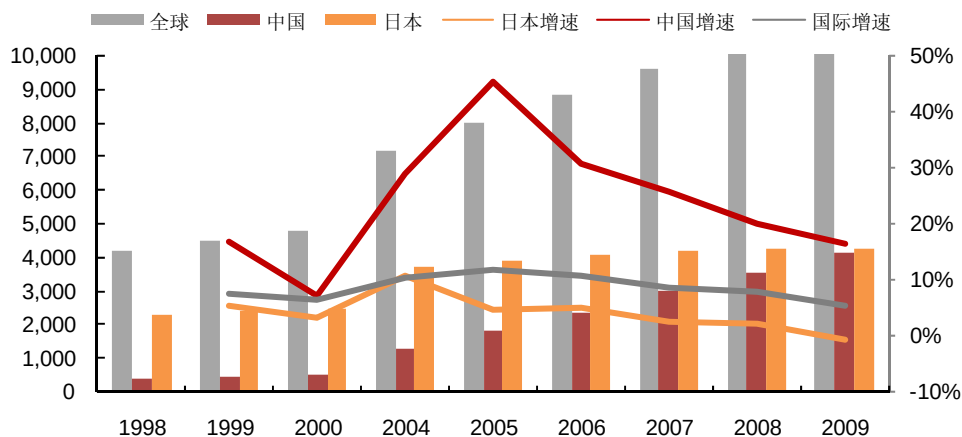
1998-2009 年，全球超纤年复合增速近 10%。由于天然皮革存在环保问题，超纤是替代真皮最佳的品种，我们认为，未来 3-5 年全球超纤行业将保持 6-9% 的成长。

未来 3-5 年国内超纤行业增速将达 20-30%

2008-2009 年，受到金融危机的影响，国际超细纤维生产集中的日本、韩国、意大利、台湾等的产销量均有不同程度的下滑，而国内因需求带动仍保持 15%-20% 的增速，国内超纤行业仍有 25% 的进口依存度。我们认为，未来全球超纤的发展集中于中国，未来 3-5 年国内超纤行业增速将达 20-30%。

图 1: 国际、国内超纤产量高速增长

万平方米



资料来源: 华峰超纤招股说明书

国内超纤行业进入产能投放期

2010 年, 超纤行业的三家龙头企业相继上市, 山东同大亦预披露, 至此超纤行业通过“中国生态合成革”认证、可以使用“中国生态超细纤维合成革”标识的仅有的四家企业, 在未来 2-3 年均有大规模扩产的计划, 募投项目增加产能超过 1500 万平方米 (2009 年产量 3500 万平方米), 增长近 50%, 行业增长之势初现端倪。

表格 1: HUS 表格 (页边距宽)

	企业名称	产能 (万平方 米)	募投项目产能 (万平方米)	优势
国内	山东同大海岛新材料	600	300	
	华峰集团上海有限公司	900		
	浙江禾欣实业集团	280	400	高物性 PU 合成革
	无锡双象集团	300	600	第二代超纤的技术突破
国际	日本可乐丽	1580		鞋革、服装革技术领先
	日本东丽	1600		首创碱减量定岛技术, 汽车内饰产品业内领先
	日本帝人	850		具有领先的环保技术
	韩国德成化学	400		韩国最大超纤厂商

数据来源: 招股说明书

公司未来成长可期

2011-2013 年, 超纤行业进入建设的高峰期, 龙头企业将从产能投放中充分受益。在超纤领域的四大龙头企业中, 公司产能基数最小, 复合增速超过 50%, 产能的加速投放和下游需求旺盛的匹配将带来公司超越行业的成长。

表格 2：2010-2012 年产销量预测

	2010	2011E	2012E	万平方米/年 复合增速
禾欣股份	650	800	1000	24%
华峰氨纶	1000	1300	1800	34%
双象股份	360	700	900	58%
山东同大	650	750	900	18%

数据来源：年报、公司公告、预披露、华泰联合证券研究

我们调整 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.84 元、1.31 元和 1.87 元，利润增长率分别为 68%、56%、38%，对应 2011 年、2012 年 PE38 倍、25 倍，估值基本合理，维持“增持”评级。

表格 3：可比公司估值（3 月 28 日）

	股价 (3.28)	2010 EPS	2011 EPS	2012 EPS	2010-2012 三年 复合增长	2011 PE	2012 PE
禾欣股份	33.03	0.91	1.10	1.35	22%	30.03	24.47
双象股份	32.22	0.50	0.84	1.31	53%	38.36	24.59
华峰超纤	22.07	0.51	0.64	0.87	31%	34.48	25.37
山东同大	-	0.73	0.85	1.00	13%	-	-

数据来源：华泰联合证券研究所

风险提示

- 1、第二代超纤的市场开拓低于预期;
- 2、下游纺织服装行业不景气

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	821	783	852	928	营业收入	505	705	899	1102
现金	508	500	500	500	营业成本	413	553	677	819
应收账款	82	97	124	152	营业税金及附加	1	4	4	6
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	6	8	11	13
预付账款	62	17	20	25	管理费用	31	39	45	55
存货	164	166	203	246	财务费用	0	11	22	17
其他流动资产	0	4	4	6	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	132	162	187	205	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	128	161	185	204	营业利润	51	89	138	191
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	1	1	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	953	946	1039	1133	利润总额	53	89	138	191
流动负债	167	595	571	503	所得税	8	13	21	29
短期借款	15	428	367	256	净利润	45	75	117	162
应付账款	57	83	102	123	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	84	103	124	归属母公司净利	45	75	117	162
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	52	119	186	240
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.84	1.31	1.81
其他非流动负	10	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	176	605	581	513	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	89	89	89	89	营业收入	10.6%	39.7%	27.4%	22.6%
资本公积	512	0	0	0	营业利润	4.6%	72.6%	55.7%	38.4%
留存收益	175	251	368	530	归属母公司净利	6.4%	67.9%	55.7%	38.4%
归属母公司股	776	340	458	620	获利能力				
负债和股东权	953	946	1039	1133	毛利率(%)	0.0%	21.6%	24.7%	25.7%
现金流量表					净利率(%)	8.9%	10.7%	13.0%	14.7%
单位: 百万元					ROE(%)	5.8%	22.1%	25.6%	26.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.5%	30.7%	40.8%	45.9%
经营活动现金	24	151	133	178	偿债能力				
净利润	0	75	117	162	资产负债率(%)	18.5%	64.0%	56.0%	45.3%
折旧摊销	0	19	26	32	净负债比率(%)	103.06	70.75	63.12	49.92
财务费用	0	11	22	17	流动比率	4.92	1.32	1.49	1.84
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.94	1.04	1.14	1.36
营运资金变动	0	43	-34	-36	营运能力				
其他经营现金	24	2	2	2	总资产周转率	0.73	0.74	0.91	1.01
投资活动现金	-117	-50	-50	-50	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	117	50	50	50	应付账款周转率	6.98	7.91	7.34	7.30
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.50	0.84	1.31	1.81
筹资活动现金	445	-110	-83	-128	每股经营现金流	0.27	1.69	1.49	1.99
短期借款	-10	413	-61	-111	每股净资产(最	8.69	3.81	5.12	6.93
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	23	0	0	0	P/E	64.22	38.26	24.57	17.75
资本公积增加	511	-511	0	0	P/B	3.71	8.46	6.30	4.65
其他筹资现金	-79	-11	-22	-17	EV/EBITDA	56	20	13	10
现金净增加额	0	-8	0	0					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn