

公告点评

普通超纤革产量增加提升经营业绩

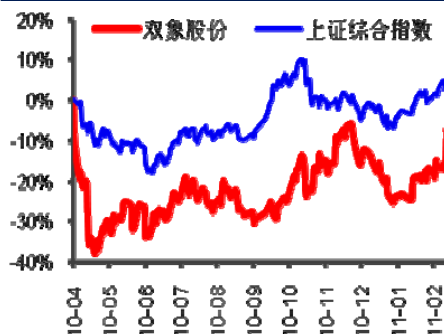
化工新材料

2011 年 3 月 29 日

评 级：强烈推荐（维持）

合理价格：40.6 ~ 46.4 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《“超纤”供不应求，公司新增产能大幅释放》——双象股份（002395.SZ）业绩快报点评

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.SZ）年报点评

事件：2010 年公司实现营业总收入 5.05 亿元，同比增长 10.61%，营业利润 5276.88 万元，同比增长 5.9%，实现归属于上市公司股东的净利润 4485.35 万元，同比增长 6.37%，基本每股收益为 0.55 元，公司将以 2010 年末股本为基数向全体股东每 10 股派发现金 3 元（含税）。

点评：

- 净利润的增长幅度低于预期，主要原因是受“财政部 25 号文”影响，公司发行权益性证券过程中发生的广告费、路演费、上市酒会费等 575 万发行费用进行了调整，其中 379.58 万计入了当期损益，导致公司净利润的增长幅度低于预期。
- 普通超纤革的产量增加推动营业收入增加，2010 年普通超纤革的营业收入同比增长了 22.66%，公司 2010 年完成了募投项目第一条生产线的建设，募投项目先期建成的后道加工设备先用于生产原有超细纤维超真皮革产品，导致该产品的产量大幅增加。公司预计 2011 年主营业务收入增长 30% 以上。
- 产品结构调整改善公司盈利能力，普通超细纤维产品销量的增加以及单位毛利的提高促使公司盈利能力大幅提高，公司各项业务的毛利率都实现了提高，剔除研发费用直接计入管理费用的影响，公司主营业务毛利的增速与销售收入的增速基本保持同步。
- 获得 ISO/TS16949 质量管理体系认证证书，募投产品的目标市场集中在对于超纤需求量比较大的鞋革、家具革和具有高附加值的汽车内饰用革，2011 年 3 月公司收到国际认证机构 QUALITY AUSTRIA（奥世国际认证公司）颁发的质量管理体系认证证书，这为公司将来进入汽车整车制造用合成革市场提供了保障。
- 估值与评级，预计公司 11~13 每股收益为 1.16、1.67 和 2.09 元，近 3 年公司净利润的复合增长率约为 35%，给予 11 年 35~40 倍市盈率，合理价格为 40.6 ~ 46.4 元，维持“强烈推荐”的评级。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 11/03/28					
单位: 百万											
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	456.56	505.00	734.31	893.16	1,055.31	现金	133.19	508.48	964.75	1,018.83	1,109.48
YOY(%)	10.1%	10.6%	45.4%	21.6%	18.2%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	385.29	412.60	574.09	676.78	786.23	应收款项净额	61.28	86.17	125.30	152.40	180.07
营业税金及附加	2.13	1.00	1.45	1.77	2.09	存货	115.72	164.13	230.92	272.30	316.43
销售费用	5.35	6.04	8.81	10.72	12.66	其他流动资产	11.61	62.14	90.36	109.90	129.86
占营业收入比(%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	流动资产总额	321.80	820.92	1,411.32	1,553.43	1,735.84
管理费用	10.17	30.55	33.04	35.73	42.21	固定资产净值	106.48	130.65	161.97	187.46	216.24
占营业收入比(%)	2.2%	6.0%	4.5%	4.0%	4.0%	减: 资产减值准备	(1.25)	(3.01)	0.00	0.00	0.00
EBIT	53.52	54.71	116.90	168.16	212.11	固定资产净额	105.23	127.64	161.97	187.46	216.24
财务费用	3.19	0.38	(3.61)	(6.09)	(6.38)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.7%	0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.6%	在建工程	4.85	2.56	6.90	14.64	16.58
资产减值损失	(1.25)	(3.01)	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	110.08	130.20	168.88	202.10	232.82
营业利润	49.07	51.31	120.51	174.25	218.49	无形资产	0.30	0.20	0.19	0.18	0.18
营业外净收入	0.76	1.45	1.45	1.45	1.45	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.83	52.77	121.96	175.70	219.94	其他长期资产	1.25	1.60	1.60	1.60	1.60
所得税	7.66	7.92	18.29	26.36	32.99	资产总额	433.43	952.92	1,581.99	1,757.32	1,970.43
所得税率(%)	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	35.00	15.00	0.00	0.00	0.00
净利润	42.17	44.85	103.66	149.35	186.95	应付款项	132.85	138.34	194.64	229.51	266.71
占营业收入比(%)	9.2%	8.9%	14.1%	16.7%	17.7%	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	17.17	13.49	18.68	21.94	25.52
归属母公司净利润	42.17	44.85	103.66	149.35	186.95	流动负债	185.02	166.83	213.32	251.45	292.23
YOY(%)	26.7%	6.4%	131.1%	44.1%	25.2%	长期借款	40.00	0.00	(40.00)	(40.00)	(40.00)
EPS (元)	0.63	0.50	1.16	1.67	2.09	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	10.70	9.61	8.52	7.43	6.34
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	235.72	176.44	181.84	218.88	258.57
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	10.1%	10.6%	45.4%	21.6%	18.2%	股东权益	197.71	776.48	1,400.16	1,538.44	1,711.86
营业利润	35.9%	4.6%	134.9%	44.6%	25.4%	负债和股东权益	433.43	952.92	1,581.99	1,757.32	1,970.43
净利润	26.7%	6.4%	131.1%	44.1%	25.2%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	15.6%	18.3%	21.8%	24.2%	25.5%	税后利润	42.17	44.85	103.66	149.35	186.95
净利率(%)	9.2%	8.9%	14.1%	16.7%	17.7%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	21.3%	5.8%	7.4%	9.7%	10.9%	公允价值变动	1.25	3.01	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.7%	4.7%	6.6%	8.5%	9.5%	折旧和摊销	14.69	14.81	14.34	16.78	19.29
偿债能力						营运资金的变动	26.40	-121.70	-76.75	-50.99	-52.06
流动比率	1.74	4.92	6.62	6.18	5.94	经营活动现金流	84.51	-59.03	41.26	115.14	154.18
速动比率	1.11	3.94	5.53	5.10	4.86	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	54.4%	18.5%	11.5%	12.5%	13.1%	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	-33.58	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	105.3%	53.0%	46.4%	50.8%	53.6%	投资活动现金流	0.00	-33.58	-50.00	-50.00	-50.00
应收账款周转天数	48.99	62.28	62.28	62.28	62.28	股权融资	0.03	533.92	529.27	0.00	0.00
存货周转天数	113.29	150.19	150.19	150.19	150.19	长期贷款的增加/	30.00	-40.00	-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	0.63	0.50	1.16	1.67	2.09	股利分配	-3.34	-2.41	-9.26	-11.06	-13.53
每股净资产	2.96	8.69	15.66	17.21	19.15	计入循环贷款前融	26.69	491.51	480.01	-11.06	-13.53
估值比率						循环贷款的增加/	-57.52	18.80	-15.00	0.00	0.00
P/E	51.1	64.2	27.8	19.3	15.4	融资活动现金流	-4.17	467.90	465.01	-11.06	-13.53
P/B	10.9	3.7	2.1	1.9	1.7	现金净变动额	80.34	375.29	456.27	54.08	90.65

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。