

双象股份 (002395)

增持/维持评级

股价: RMB22.95

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

《年报略低于预期、期待募投的达产》
20110329

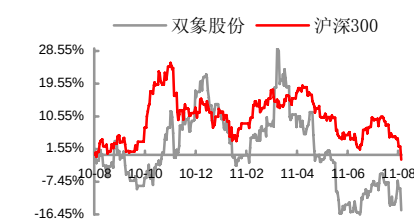
《小荷才露尖尖角》20100721

《超纤超真皮革领域的领跑者》20100603

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)	2,052

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

募投项目投产低于预期

——双象股份中报点评

- 2011H1, 营业总收入 2.5 亿元, 同比增长 3.33%。其中, 超纤和 PU 合成革同比增长 16.85%和 10.08%, 体现了公司产品结构的调整, 高端超纤产品收入占比不断提高。
- 2011H1, 净利润 2870 万元, 同比增长 27.59%, 净利润增长幅度高于销售收入增长幅度, 主要原因来源于两方面, 一是财务费用的大幅下滑和利息收入增加; 二是公司收到政府上市奖励 300 万元。
- 2011H1, 公司超纤、PU 合成革、PVC 合成革、薄膜等产品毛利率分别下滑 1.16、1.73、3.66、13.52 个百分点, 其中薄膜业务将逐步淘汰, PVC 合成革在 2011H1 部分检修, 毛利率的小幅下滑主要由于 2011H1 基布、MDI、AA 等原材料价格的不断上涨, 我们预计 2011H2, 化工原材料价格将有所回落, 公司的毛利率水平将有所恢复。
- 2011H1, 公司获得了 ISO/TS16949 认证, 主要范围是汽车用 PU 合成革和超细纤维超真皮革的生产, 为公司产品今后进入汽车整车厂奠定了基础。
- 公司募投项目投产进程低于预期。公司募投第一条线于 2010 年 11 月投产, 但由于第二代超纤市场开拓周期长, 2011H1 处于下游送样、鉴定和试生产阶段; 同时公司募投第二条线原计划 2011 年 8 月底达到使用状态, 但由于部分进口设备订购及交货期延迟, 预计将延迟到 2012 年 5 月底。
- 超纤领域核心技术人员流失, 可能影响公司在超纤领域的持续研发能力, 并且存在第二代定岛超纤技术外流的风险。7 月 24 日, 顾宇霆先生辞去公司董事、总经理职务。公司招股说明书曾披露, 顾宇霆先生负责公司承担的国家“863 计划”——超细纤维超真皮革关键技术研究, 并实现了 300 万平方米超纤项目的产业化, 是公司三项专利的发明人之一。
- 基于公司募投项目的延期和薄膜业务的是收缩, 我们下调公司 2011-2013 年的业绩 20%左右, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70 元、0.81 元、1.10 元, 目前股价对应 2011 年 PE33 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 下游需求下滑、技术外流。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	505.0	566.0	700.0	826.0
(+/-%)	10.6	12.1	23.7	18.0
归属母公司净利润(百万元)	44.9	62.0	72.0	98.0
(+/-%)	6.4	38.2	16.1	36.1
EPS(元)	0.50	0.70	0.81	1.10
P/E(倍)	45.7	32.9	28.5	20.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	734	785	832	营业收入	505	566	700	826
现金	508	500	500	500	营业成本	413	463	559	649
应收账款	82	78	97	114	营业税金及附加	1	3	4	4
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	6	7	8	10
预付账款	62	14	17	19	管理费用	31	33	37	41
存货	164	139	168	195	财务费用	0	-11	6	5
其他流动资产	0	3	4	4	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	132	162	187	158	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	157	营业利润	51	70	85	115
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	0	3	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	896	972	991	利润总额	53	73	85	115
流动负债	167	585	589	510	所得税	8	11	13	17
短期借款	15	445	420	314	净利润	45	62	72	98
应付账款	57	69	84	97	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	71	85	99	归属母公司净利	45	62	72	98
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	52	78	116	148
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.70	0.81	1.10
其他非流动负	10	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	176	595	599	520	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%	12.0%	23.8%	18.0%
资本公积	512	0	0	0	营业利润	4.6%	37.3%	20.4%	35.9%
留存收益	175	211	283	381	归属母公司净利	6.4%	39.2%	15.5%	35.9%
归属母公司股	776	301	373	471	获利能力				
负债和股东权	953	896	972	991	毛利率(%)	0.0%	18.2%	20.1%	21.4%
现金流量表					净利率(%)	8.9%	11.0%	10.3%	11.9%
单位: 百万元					ROE(%)	5.8%	20.8%	19.3%	20.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	5.5%	19.7%	25.6%	34.7%
经营活动现金	24	138	81	110	偿债能力				
净利润	45	62	72	98	资产负债率(%)	18.5%	66.4%	61.6%	52.5%
折旧摊销	0	19	26	29	净负债比率(%)	103.06	74.80	70.10	60.35
财务费用	3	-11	6	5	流动比率	4.92	1.25	1.33	1.63
投资损失	0	0	0	0	速动比率	3.94	1.02	1.05	1.25
营运资金变动	0	67	-24	-22	营运能力				
其他经营现金	21	0	2	1	总资产周转率	0.73	0.61	0.75	0.84
投资活动现金	-117	-50	-50	0	应收账款周转率	7	6	7	7
资本支出	117	50	50	0	应付账款周转率	6.98	7.33	7.30	7.16
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	0.70	0.81	1.10
筹资活动现金	445	-97	-31	-110	每股经营现金流	0.27	1.54	0.91	1.24
短期借款	-10	430	-26	-106	每股净资产(最	8.69	3.36	4.17	5.27
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	23	0	0	0	P/E	45.74	32.87	28.45	20.94
资本公积增加	511	-511	0	0	P/B	2.64	6.82	5.50	4.36
其他筹资现金	-79	-15	-6	-5	EV/EBITDA	40	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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。