



CICC
 中国国际金融有限公司
 CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
 CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2012 年 10 月 24 日

化工

研究部

高兵¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511070003

gaobing@cicc.com.cn

方巍

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080112090005

wei.fang@cicc.com.cn

高峰

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010038

gaozheng@cicc.com.cn

王子欣

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080512070001

wangzx@cicc.com.cn

审慎推荐

双箭股份(002381.SZ)

受益胶价下跌，三季度业绩略超预期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	627	825	1,146	1,229	1,304
(+/-%)	-9.9%	31.5%	39.0%	7.2%	6.2%
营业利润	68	34	36	99	117
(+/-%)	102.7%	-50.8%	6.2%	178.6%	18.0%
净利润	61	37	38	86	101
(+/-%)	63.3%	-39.7%	3.0%	126.8%	17.5%
摊薄每股盈利(元)	0.52	0.31	0.32	0.74	0.86
市盈率	29.0	48.1	46.7	20.6	17.5
市净率	6.4	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.3	24.7	22.4	11.0	9.1
净资产收益率(%)	21.9%	4.3%	4.3%	9.1%	10.0%
现金分红收益率(%)	0.0%	0.0%	1.3%	2.0%	2.6%
净利润率	9.7%	4.5%	3.3%	7.0%	7.8%
总资产回报率	21.1%	6.2%	4.2%	9.2%	10.0%
资产负债率	48.7%	20.0%	30.0%	28.9%	28.4%

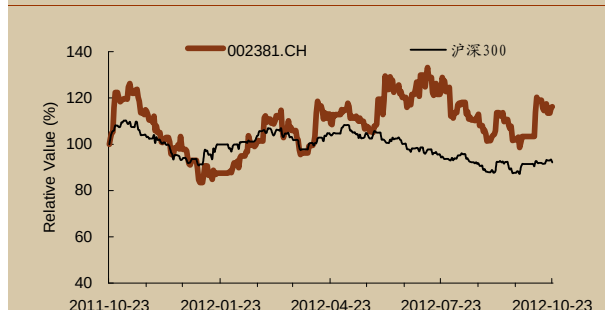
股票信息

	A股
股票代码	002381.CH
当前股价	人民币15.14
过去30日日均成交量(百万股)	2.02
52周最高价/最低价	人民币17.4/10.9
总市值(百万元)	1,771
发行股数(百万股)	117
其中：流通股(百万股)	42

最近估值走势

%	近一周	1个月	3个月	年初至今
002381.CH	+0.60	+14.35	-5.43	+27.67
沪深300	+0.75	+5.29	-2.26	+0.03
中金A股化工	+0.88	+4.87	-0.07	-2.68

最近估值走势



资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

¹报告贡献人：王宇洁

三季度业绩略超预期：

双箭股份发布三季报，2012 年前三季度实现营业收入 8.51 亿元，同比增加 4.94%；归属于上市公司股东的净利润 6.69 亿元，同比增加 188%；实现每股收益 0.57 元，同比增加 185%，略超我们预期。

- 公司前三季度输送带销售较好，同时公司产品结构不断改善。随着阻燃钢丝绳芯带及 PVC/PVG 整芯带两系列产品不断成熟，公司在煤矿行业产品线拓展顺利。环比二季度单季度看，目前煤矿厂家接单意向增强，后续煤矿领域输送带增长可期。
- 原材料橡胶价格维持低位，确保公司毛利率稳步提升。公司三季度单季度毛利率达 26%，环比二季度提高 5 个百分点。公司业绩对橡胶价格弹性较大，橡胶价格每下跌 1000 元/吨，公司业绩可增厚 0.12 元/股。随着在建项目逐渐达产，公司将从橡胶跌价中受益更多。目前橡胶下游企业需求依然疲弱，目前青岛保税区库存居高不下，我们认为橡胶价格不具备大涨的条件，更多是跟随政策利好因素的反弹效应，公司成本端压力不会显著上升。

估值与建议：

我们预计随着公司新产品不断推出和产品结构的优化，公司将继续维持较高的盈利能力。我们维持双箭股份 2012 - 2013 年每股收益为 0.74 元和 0.86 元的盈利预测，维持“审慎推荐”评级。

风险：

- 自然灾害等因素致橡胶价格大幅上涨；
- 低端产品价格下调幅度超过橡胶降幅；
- 税收优惠政策调整；
- 市场估值中枢下行风险。

图表1：公司季度经营业绩

(百万元)	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	2011	1Q 12	2Q 12	3Q 12	QoQ	YoY
营业收入	205	300	305	335	1146	242	308	300	-2.5%	-1.5%
营业成本	180	264	267	276	987	192	243	222	-8.8%	-17.1%
毛利	25	35	37	58	155	49	63	77	22.3%	109.2%
销售费用	8	13	15	23	58	15	18	20	10.5%	37.1%
管理费用	10	15	15	18	59	14	18	19	6.9%	26.3%
财务费用	-1	-1	1	-2	0	-2	-2	-2	1.8%	n.m.
营业利润	7	6	5	18	33	22	25	37	47.7%	658.3%
税前利润	9	13	7	20	47	23	26	39	47.7%	484.5%
所得税	1	2	1	4	7	4	5	7	51.2%	854.8%
净利润	7	10	5	16	36	17	20	30	51.8%	523.3%
按期末股本摊薄每股收益(元)	0.09	0.09	0.04	0.14	0.30	0.14	0.17	0.26	51.8%	523.3%
财务比率	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	2011	1Q 12	2Q 12	3Q 12	QoQ	YoY
毛利率	12.3%	12.1%	12.3%	17.8%	13.8%	20.7%	21.2%	26.2%	5.0%	14.0%
营业利润率	3.5%	2.0%	1.6%	5.2%	2.9%	9.0%	8.2%	12.4%	4.2%	10.8%
净利润率	3.3%	3.5%	1.6%	4.7%	3.1%	6.9%	6.5%	10.1%	3.6%	8.5%
营业费用率	3.7%	4.3%	4.9%	6.7%	5.1%	6.3%	6.0%	6.8%	0.8%	1.9%
管理费用率	5.0%	5.1%	5.1%	5.3%	5.1%	5.7%	5.9%	6.5%	0.6%	1.4%
有效税率	10.3%	12.0%	11.1%	17.4%	14.5%	18.1%	17.8%	18.2%	0.4%	7.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

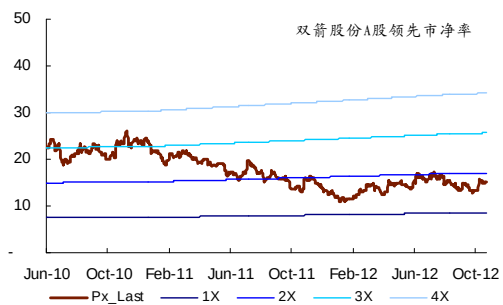
图表2：历史及未来财务数据，盈利预测假设

损益表(百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	627	825	1,146	1,229	1,304
毛利	143	122	155	220	246
营业费用	-30	-47	-58	-61	-65
管理费用	-33	-41	-59	-61	-65
财务费用	-9	-0	3	3	2
营业利润	68	34	36	99	117
税前利润	75	48	49	106	124
所得税	-10	-8	-7	-15	-17
净利润	61	37	38	86	101
现金流量表(百万元)					
经营活动现金流净额	65	9	39	94	121
投资活动现金流净额	-23	-87	-51	-80	-40
融资活动现金流净额	-65	441	0	-21	-34
货币资金增加额	-23	363	-12	-7	47
资产负债表(百万元)					
流动资产	391	861	1,033	1,060	1,144
固定资产	157	219	238	287	294
流动负债	268	220	388	396	414
长期负债	10	-	-	-	-
股东权益	278	867	888	951	1,017
总资产	570	1,102	1,293	1,368	1,458
财务指标					
主营业务利润率	22.7%	14.8%	13.5%	17.9%	18.9%
息税前利润率	12.6%	4.2%	3.3%	7.9%	8.9%
净利润率	9.7%	4.5%	3.3%	7.0%	7.8%
净资产收益率	21.9%	4.3%	4.3%	9.1%	10.0%
总资产收益率	10.7%	3.3%	2.9%	6.3%	6.9%
总资产负债率	48.7%	20.0%	30.0%	28.9%	28.4%
净资产负债率	11.1%	-47.9%	-44.0%	-40.4%	-42.4%
流动比率	1.5	3.9	2.7	2.7	2.8
速动比率	1.0	3.2	2.2	2.2	2.3
应收账款周转期	114.1	120.9	133.2	133.2	133.2
存货周转期	89.1	78.0	65.4	65.4	65.4
分红比例	0.0%	0.0%	61.7%	40.8%	46.3%

	2011A	2012E	2013E
输送带销量(万平方米)	3110	3500	3900
输送带单价(元/平方米)	36.3	34.6	33.0
输送带平均毛利率	13.7%	18.0%	19.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表3：双箭股份PE、PB走势



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

