



橡胶价格下跌提升四季度业绩

——双箭股份（002381）

2011年1月17日

推荐/维持

双箭股份

事件点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn 010-66554033	

事件:

公司公布业绩预告修正公告：预计 2011 年度归属于上市公司股东的净利润为 3315.79-4052.63 万元，对应 EPS0.28 ~ 0.35 元，同比增长 -10 ~ 10%，高于三季报预测的 -30 ~ -10%，但符合我们上篇报告 EPS0.29 的预期。

观点:

1. 橡胶价格下跌是业绩高于预期的主要原因

天然橡胶价格从 09 年初一路上涨，从 8000 元/吨最高涨至 40000 元/吨，涨幅高达 400%，与此同时，合成橡胶价格也有大幅上涨，给下游橡胶制品行业造成了巨大的成本压力。天然橡胶价格从 11 年初开始下跌，但由于波动幅度较大，下游企业难以把控，同时占成本比例也较高的合成橡胶前三季度一直上涨，因此前三季度整体橡胶制品行业的盈利空间受到挤压。

而四季度开始，一方面天然橡胶价格在相对较低的 25000 元/吨附近震荡，另一方面合成橡胶价格也大幅回落，对橡胶制品行业的经营是较大的利好，工业输送带行业的利润空间有所提升。

图 1: 天然橡胶价格走势 (美元/吨)



图 2: 合成橡胶价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

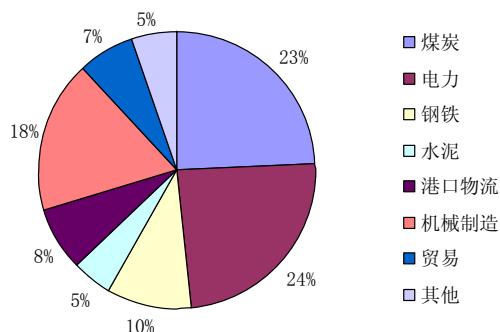
资料来源: wind, 隆众石化网, 东兴证券研究所

2. 下游煤炭行业对输送带的需求仍然看好

输送带主要下游为煤矿、电力、钢铁、水泥和港口等，其中煤矿是输送带最大的下游，占全部输送带需求约50%。公司虽然从2005年开始才介入煤矿用输送带的生产和销售，但近年快速增长，目前煤矿用产品已经占公司全部产品比例约25%，未来仍将高速增长向50%的行业平均值靠拢。

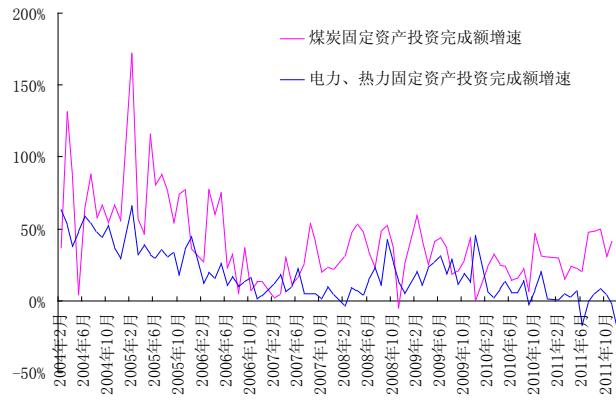
从固定资产投资增速来看，近年较高的煤价带动煤炭开采投资维持较高的增速，虽然电力固定资产投资增速去年较低，但是从目前我国经常缺电的现实情况来看，未来要么是电厂提高发电负荷，要么新建更为高效的热电联产火电厂，这都将增加电力行业对工业输送带的需求。

图 3：2009 年公司产品下游销售分布



资料来源：公司《招股说明书》，东兴证券研究所

图 4：煤炭和电力行业固定资产投资增速

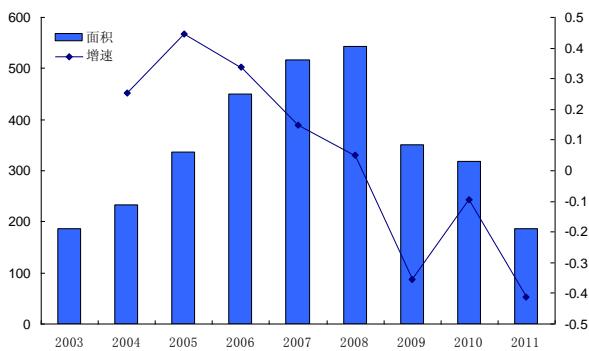


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 天胶价格未来有望继续下跌并维持低位

2003年到2010年ANRPC成员国新种植橡胶园面积和更新面积如以下两图所示，由于橡胶树的生长期大约是7年，这部分新种植和更新的橡胶从2010年开始可以割胶。据此预测，从2012年开始一直到2015年国际橡胶供给将大幅增加，预计未来两到三年橡胶价格有望继续下降并维持低位。

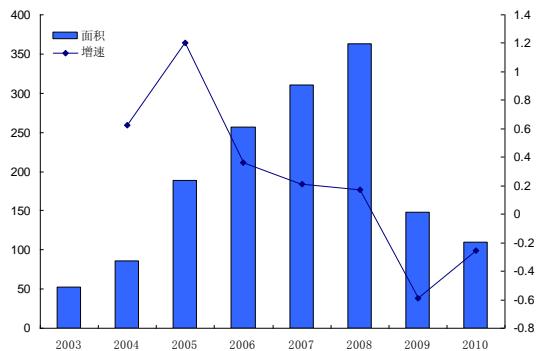
图 5：主要生产国近年新种植及更新橡胶树面积（千公顷）



资料来源：ANRPC，东兴证券研究所

*数据为柬埔寨、中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、斯里兰卡、泰

图 6：九大橡胶生产国近年新种植橡胶树面积（千公顷）柱状图



资料来源：ANRPC，东兴证券研究所

*数据为印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、斯里兰卡、泰国、越南等7国

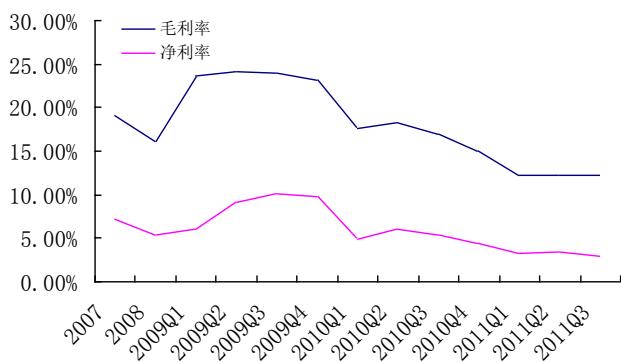
国、越南等 9 国数据加总

数据加总

4. 毛利率已至历史历史低点，业绩对橡胶价格弹性较大

从下图可以看出，公司毛利率和净利率均已降至历史低点，随着橡胶价格的回落，公司的业绩预计将来有较大反弹：

图 7：公司毛利率和净利率已至历史低点



资料来源：wind，东兴证券研究所

结论：

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.62 和 0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 41、19 和 13 倍。上市公司中宝通带业和永利带业与公司同属输送带行业，但永利带业主要是消费领域应用的轻型输送带，与公司可比性较小。公司与宝通带业相比收入是其约 3 倍，而目前市值相近，因此公司相对橡胶价格弹性较大，在橡胶价格下跌过程中是更好的投资标的，我们维持公司“推荐”评级。

表 1：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE		估		值
		10年三季/3*4	TTM	2011(E)	2012(E)	
002381.SZ	双箭股份	42	45	36	16	
300031.SZ	宝通带业	44	39	33	14	
300230.SZ	永利带业	25	27	22	15	
平均		37	37	30	15	

资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示：

宏观经济下滑导致需求减弱的风险

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年半基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。