

分析师：齐求实  
执业证书编号：S0050511070001  
Tel: 010-59355977  
Email: qiqs@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



## 双象股份(002395.SZ)

### 期待明年超纤产品放量

#### 投资要点：

● **超纤产品是替代真皮的最佳选择。**超细纤维合成革是第三代人工皮革，它以超细纤维制成的无纺布作为基体，具有与天然皮革相似的微观结构。超纤合成革在外观、手感和内在结构上都接近真皮，在耐酸碱等物性上甚至占优。

● **合成革子行业中超纤增长速度最快。**合成革下游行业主要在于制鞋、家具、汽车、箱包、服装等领域，制鞋业需求量最大，汽车内饰用革增长速度较快。其中对超纤需求的增长达到每年20%以上，主要源于进口替代和对真皮的替代。目前超纤产品只占全部合成革消费总量的3-5%，正处于高速增长期，国内产能远落后于需求的增长。

● **公司重点发展方向在超纤。**国家“863计划”产业化项目——年产600万平方米LDPE/PU超细旦聚氨酯短纤维超真皮革，产品属于定岛弹性超细纤维，性能达到甚至在某些指标方面超越了国外同类产品水平。预计从明年开始这一期300万平米将能够正常运营，2期300万平米生产线由于设备交货期延迟将会在明年达产，所以公司定岛弹性超细纤维的产能的全部释放还需要一段时间。

● **具有技术优势和新产品储备。**公司基于多年积累的技术优势，具有超细纤维超真皮革行业领先的研发实力。预计公司2011-2013年每股收益分别为0.68、1.11、1.74元，对应动态市盈率30、18、11.6倍，“增持”评级。

#### 化工

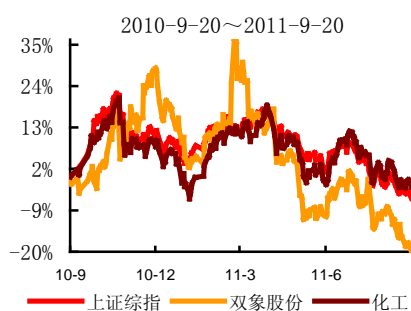
#### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	24

#### 市口数据

市价(元)	20.26
上市的流通A股(亿股)	0.32
总股本(亿股)	0.89
52周股价最高最低(元)	20.2-35.43
上证指数/深证成指	2437.80/10657.62
2010年股息率	0.00%

#### 52周相对市场表现



#### 相关研究

#### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	505.00	586.30	707.61	951.61
增长率(%)	10.60	16.10	20.69	34.48
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	44.85	61.21	98.86	155.78
增长率(%)	6.37	36.46	61.51	57.58
毛利率(%)	18.29	17.34	20.14	23.26
净资产收益率(%)	5.78	7.76	12.21	18.02
EPS(元)	0.55	0.68	1.11	1.74
P/E(倍)	40.38	29.59	18.32	11.63
P/B(倍)	2.41	2.30	2.24	2.09

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

一、合成革行业中超纤增长速度最快 .....	3
1、超纤产品是替代真皮的最佳选择 .....	3
2、合成革下游行业稳定增长 .....	3
1、鞋革需求量最大 .....	3
2、家具市场增幅预计在 9% 左右 .....	4
3、汽车内饰市场空间广阔 .....	4
3、人造革行业显现结构性增长——超纤 .....	5
二、公司重点发展方向在超纤 .....	6
1、募投 LDPE/PU 超纤革进度未达到预期 .....	6
2、传统合成革产品经营良好 .....	6
3、凭借技术优势研发新产品 .....	7
三、盈利预测与投资评级 .....	7
四、风险因素 .....	8
附录：财务预测表 .....	9

## 图表目录

图 1：我国鞋革行业增长情况 .....	3
图 2：我国家具行业增长情况 .....	4
图 3：我国汽车内饰行业增长情况 .....	4
图 4：公司合成革产品分类 .....	6
图 5：公司各产品毛利率变化（%） .....	7
附表 1：重要假设表 .....	8
附表 2：盈利预测简表 .....	8
附录：财务预测表 .....	9

## 一、合成革行业中超纤增长速度最快

### 1、超纤产品是替代真皮的最佳选择

人造革合成革可分为 PVC 人造革、PU 合成革和超细纤维合成革，由于加工过程不受时间、原料的限制，产品均一性较好，易于裁减加工。天然皮革由动物皮加工而成，特点是柔软、透气、耐磨、强度高，具有高吸湿性和透水汽性的优点，但是资源有限、价格贵且加工过程中污染重，而且真皮形状不规则，厚薄也不十分均匀，表面容易存在伤残。

在三种人造革之中，PVC 人造革主要是用溶液、悬浮液、增塑溶胶或薄膜等形式涂覆于织物底基上制得，优点是价格便宜、色彩丰富、花纹繁多，缺点是耐候性差，手感僵硬，柔软性差等；PU 合成革从化学结构来说，更接近皮质面料，不易变硬、变脆，同时具有色彩丰富、花纹繁多、耐用性较久的优点，价格比 PVC 人造革要高，比皮质面料便宜，可有效代替 PVC 人造革、真皮。

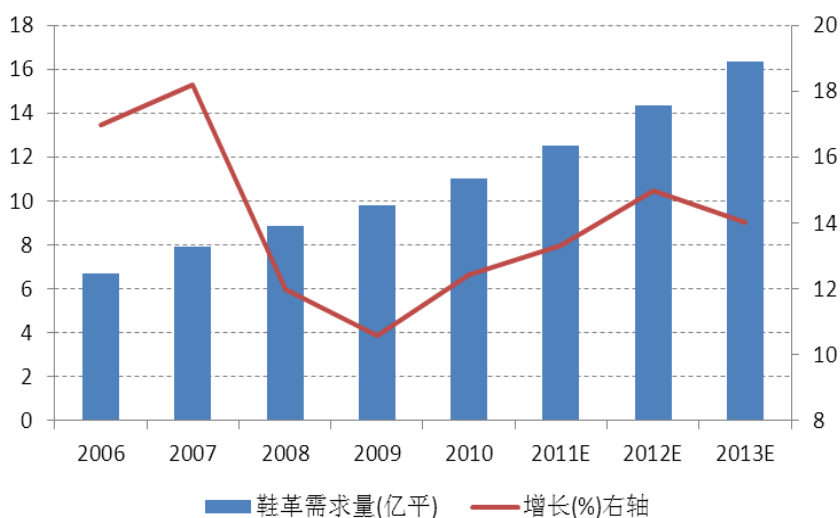
超细纤维合成革是第三代人工皮革，它是以超细纤维制成的无纺布作为基体，具有与天然皮革相似的微观结构——微细的胶原纤维相互缠合而成，同时采用聚氨酯合成革后处理工艺，制出与天然皮革相似的外观。超纤合成革在外观、手感和内在结构上都接近真皮，在耐酸耐碱性、耐黄变性、剥离强度、顶破强度等物性上甚至优于真皮，可广泛用于高档服装、制鞋、沙发家具、箱包、装饰等行业。其生产工艺主要有定岛和不定岛两种，其中定岛技术制得的合成革染色均匀度好，机械性能高，但柔软度和起绒后的手感较差；不定岛技术制得的合成革比较柔软，起绒后的手感较好，但强度相对低一些，容易出现染色不匀、色牢度差等问题，另外起绒的纤维易于脱落，抗起球性能较差。

### 2、合成革下游行业稳定增长

#### 1、鞋革需求量最大

鞋类市场是国内人造革合成革最大的需求市场，2009 年鞋革在人造革合成革中占比达 41.14%。据中国皮革协会的统计，2003 年~2009 年中国鞋类（包括人造革合成革制鞋和真皮制鞋）产品总产量由 18.2 亿双增长到了 35.9 亿双，增幅达 97.25%。

图 1：我国鞋革行业增长情况



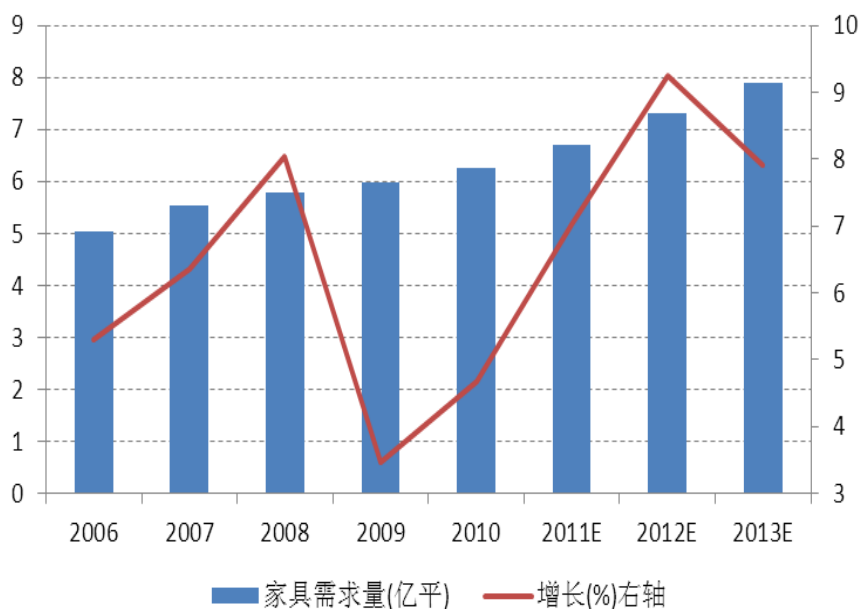
数据来源：中国轻工业信息中心、民族证券

鞋类行业的迅速发展拉动了对鞋用合成革的需求。2006 年鞋革销量为 6.71 亿米，2010 年增长到 11 亿米，鞋革销量较 2006 年增长了 64%。预计在未来几年，随着皮鞋及运动休闲鞋的快速发展，鞋革市场也将保持同步增长。同时人造革合成革对皮革的替代趋势，以及欧盟对皮革制鞋的反倾销政策，将进一步提高鞋类市场对合成革的需求，预计近几年年均增长 14% 左右，2013 年鞋革的需求量将达到 16.37 亿米。

## 2、家具市场增幅预计在 9%左右

沙发家具市场是人造革合成革另一需求较大的市场。我国已是全球最大的沙发家具生产基地之一，也是全球最大的沙发家具出口国，沙发家具的国内消费和出口一直增长迅速。根据中国轻工业信息中心的统计数据，2007 年我国家具产量 48,480.55 万件，比 2006 年增长 16.45%，2008 年受金融危机的影响，我国家具产量较 2007 年下降了 1.91%，2009 年软体家具产量为 3,683.38 万件，同比上升了 13.24%。

图 2：我国家具行业增长情况



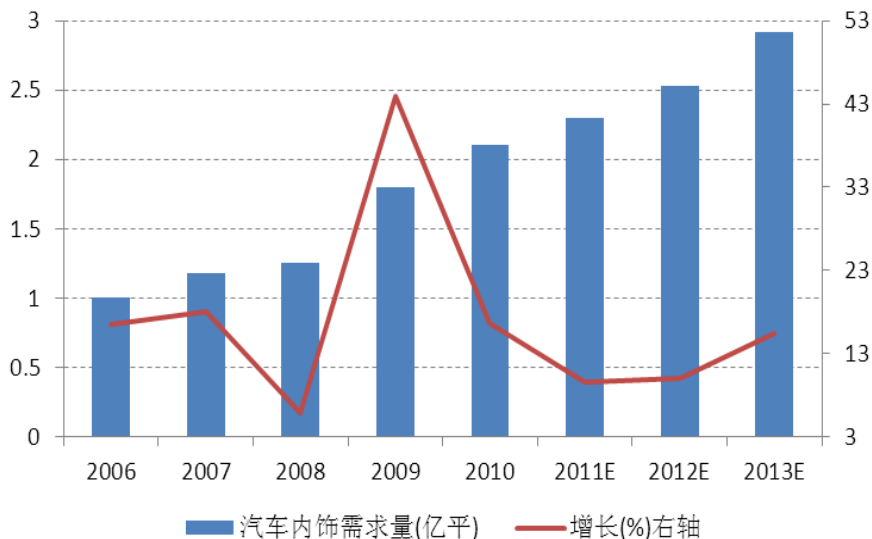
数据来源：中国轻工业信息中心、民族证券

受益于家具市场的发展，家具革用量一直处于增长之中。根据统计数据显示，2003 年至 2010 年间，家具革用量年均增幅 7.64%，2010 年销量为 6.18 亿米，预计到 2013 年沙发家具革的需求量将达到 7.90 亿米。

## 3、汽车内饰市场空间广阔

汽车行业是我国的支柱产业之一，近几年来市场规模发展迅速。2009 年我国汽车产量在世界排名上升到第 1 位。随着消费者对汽车内饰档次、功能、环保等要求不断提高，生态功能性合成革将是汽车内饰革的发展重点，面临巨大的市场机遇，预计 2013 年汽车革需求量将达到 2.92 亿米。

图 3：我国汽车内饰行业增长情况



数据来源：中国轻工业信息中心、民族证券

由于汽车内饰对人造革质量要求较高，粗狂型发展的人造革企业进入这一领域困难，也因为大部分产品不能满足汽车厂商的要求，导致汽车用革总量不大。但是随着超纤等高品质人造革逐渐被客户接受，汽车内饰用革会比其他下游行业增长更快一些，达到 15%以上。

另外一些较小下游行业，如箱包、服装等也有一定的需求增长，作为箱包的生产和出口大国，目前我国的箱包年产量已占全球总产量的一半以上，出口则占全球总供应量的 1/4 以上。目前箱包革采用的 PVC 人造革易脆化、强力不高，箱包革用量的增长率低于箱包行业的增长率，并呈现放缓趋势。2008 年、2009 年箱包革用量的增长率分别为 5.96%、2.44%，远低于箱包产业 2009 年 10.50%的增长率。但随着生态功能性合成革的应用，合成革的优势将完全凸显，刺激箱包市场对人造革合成革需求增速的回升，预计 2010-2013 年间的年均增长率将达到 8.09%。

### 3、人造革行业显现结构性增长——超纤

以上我们提到的下游行业情况是针对全部合成革市场的，如果分类来看：

**PVC 革**，目前还是人造革中用量最大的品种，约占据 60%以上的市场份额，它的耐酸碱性好、价格便宜等特点都使 PVC 革有一定的不可替代性，如今在鞋革、家具装饰革等领域应用十分广泛，但是增长速度已经逐渐放缓。

表 1：合成革、天然革比较

	PVC 革	PU 革	超细纤维革
表层材质	PVC 树脂	PU 树脂	PU 树脂
基布材质	编织物、机织布	编织物、机织布	超细旦制非织造布
特点	外观近似真皮、手感差	物理性能好	最接近真皮

资料来源：民族证券

**PU 合成革**，无论是在功能性方面，还是在环保方面，都要优于 PVC 人造革。随着消费者对产品性能及环境保护的重视，以及各国环保政策的不断出台，PU 合成革替代 PVC 人造革已成趋势。目前，欧盟已经对 PVC 人造革的生产和销售进行限制，日本已经在汽车装饰材料中禁止使用 PVC 人造革产品。在我国，“聚氯乙烯普通人造革生产线”也被列入了限制类发展项目。未来几年我国 PU 合成革年复合增速将保持在 12-15%之间，并于 2013 年达到 21.46 亿米的市场规模。

**超纤**，行业每年增长 20%以上，增长主要源于两大块，一是进口替代，另一个是对真皮的替代。目前超纤产品只占全部合成革消费总量的 3-5%，正处于高速成长期，国内产能远落后于需求的增长。

另外，从最初的服装、鞋帽、箱包，到后来的家具、汽车内饰上，以及随后的运动用品，合成革的应用领域几乎涉及人们生活的方方面面。越来越多未应用合成革的领域也开始尝试将其作为替代材料：由于合成革的可降解性，出现了以合成革为材料的包装袋；由于合成革的美观性及易裁剪性，餐桌上出现了用合成革制成的菜单。合成革也作为壁纸的替代材料逐步进入家居装饰领域，家居内饰革除了要达到传统壁纸的隔音、保温、华丽和易装饰等要求，还要达到耐老化性、防污耐污性、环保生态性等物性要求。据中华人民共和国住房和城乡建设部统计资料显示，中国每年大约有 130 亿平方米的墙面需要装修。一些新领域的拓展也增加了高档革的市场空间。

## 二、公司重点发展方向在超纤

### 1、募投 LDPE/PU 超纤革进度未达到预期

公司募投国家‘863 计划’产业化项目——年产 600 万平方米 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革，生产出的产品属于定岛弹性超细纤维，大幅提高了产品的柔软度、弹性、仿真皮效果等性能，达到甚至在某些指标方面超越了国外同类产品水平。

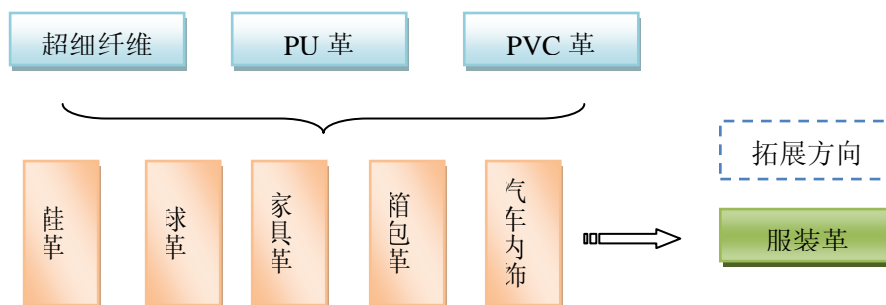
目前一期 300 万平米生产线已经就绪，由于工艺的复杂，对设备还要不断进行调试，所以今年还不能够把产能全部释放，预计从明年开始这一期 300 万平米将能够正常运营。一期工程给 2 期 300 万平米生产线规划提供了很多有益经验，但由于设备交货期延迟，该生产线将会在明年达产，所以公司定岛弹性超细纤维的产能释放还需要一段时间。

超纤行业进入壁垒较高，虽然行业在上世纪 80 年代左右在我国就开始起步，但是从目前发展情况来看，国内产能上百万平米的企业不足 10 家，完全拥有自主知识产权的公司更是不多，较 PVC、PU 等人造革在纺丝、浸渍等工艺流程中都有不同的难点。在下游行业需求大幅增长的情况下，扩张超纤产能的公司也不外乎包括双象在内的几家行业龙头，所以我们认为对于超纤行业的产能大幅释放不必过于担心。

### 2、传统合成革产品经营良好

公司原有 300 万平超纤、PU 革、PVC 革三种产品的销售情况良好，中报披露的公司薄膜业务占比只有 0.34，而且今后也不是公司发展的重点，目前三种产品中超纤皮革业务是公司的主打品牌。

图 4：公司合成革产品分类

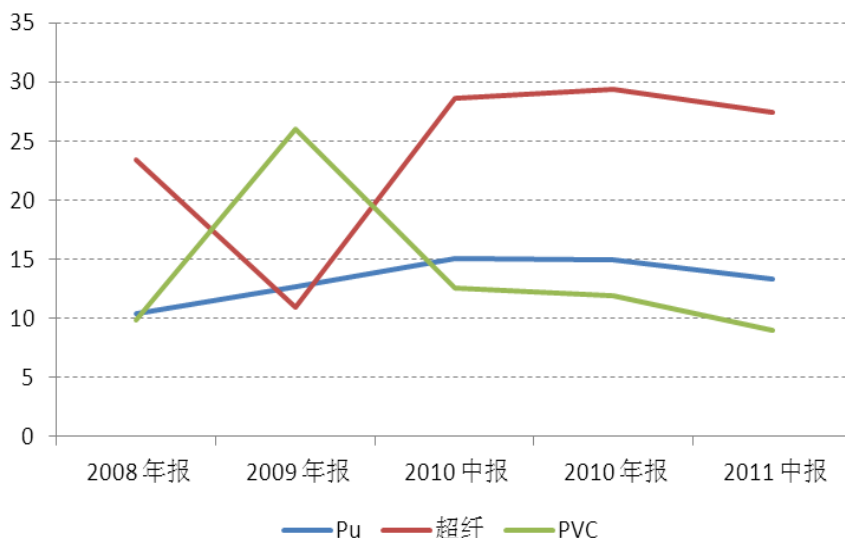


数据来源：民族证券



公司合成革产品所用原材料树脂多为自己加工，与小型企业直接采购树脂有一定的成本优势，合成革的后道处理在行业里有独到优势，花纹设计与压制、染色、磨毛等工艺可以满足大部分客户的不同需求。公司的客户群体稳定，凭借产品的质量与行业内的口碑，具有一定对下游客户的议价能力，毛利按成本加成确定，而且提价非常及时，在上半年原材料价格上涨的情况下，公司分项产品的毛利率相对变化不大。

图 5：公司各产品毛利率变化（%）



数据来源：中国轻工业信息中心、民族证券

公司现有 PVC 革生产能力 2500 万平米，产品质量比大部分竞争对手要高，生产技术先进，虽然 PVC 革行业竞争激烈，但是公司产品无论从售价、还是从毛利率上来讲，都处于较大优势。相对于超纤产品来讲，PVC 革虽然价格便宜，但是下游客户的范围更广，产品通用性较强。

公司生产的 PU 革为生态功能性 PU 合成革，以其生态环保性的优势在人造革合成革下游市场应用中占有的份额逐步提升，生态功能性合成革是指产品既具备生态环保性，又同时具备各种优良性能以满足消费者各种需求的合成革产品。生态功能性合成革的推广运用不但可以改善我国制革行业污染严重的现状，还可以保证我国鞋、家具、服装等合成革制品达到欧盟等发达国家的环保要求，冲破技术贸易壁垒的限制。

### 3、凭借技术优势研发新产品

公司基于多年积累的技术优势，通过与高校和科研院所合作，具有超细纤维超真皮革行业领先的研发实力、创新能力和技术优势，承担并完成了人造革合成革行业唯一的国家“863 计划”项目。公司超募资金目前还没有完全利用，预计应该投向在现有能力范围内的具有最高附加值的项目。

超纤绒面革与服装革都是相对高端产品，目前只有日本可乐丽、东丽等少数几家公司掌握了超纤服装革的生产技术，公司募投项目通过原材料的突破和工艺的创新，募投产品性能得以大幅提高，公司正在此基础上开发超纤服装革，有望形成技术突破，扩展产品空间。

## 三、盈利预测与投资评级

**附表 1：重要假设表**

产 品	2011E	2012E	2013E
<b>超纤</b>			
销量（万平）	320.00	430.00	770.00
售价（元/平）	60.00	65.00	68.00
毛利率	28.00%	32.00%	32.00%
<b>PU</b>			
销量（万平）	1,200.00	1,250.00	1,250.00
售价（元/平）	18.00	20.00	20.00
毛利率	14.00%	14.00%	14.00%
<b>PVC</b>			
销量（万平）	2,200.00	2,200.00	2,200.00
售价（元/平）	8.00	8.00	8.00
毛利率	9.00%	9.00%	9.00%
<b>薄膜</b>			
营业收入（百万元）	229.76	211.38	200.81
成本（百万元）	225.17	200.81	190.77
毛利率	2.00%	5.00%	5.00%

资料来源：民族证券研发中心

**附表 2：盈利预测简表：**

单位（百万元）	2011E	2012E	2013E
营业总收入	586.30	707.61	951.61
营业成本	484.65	565.11	730.26
营业税金及附加	1.76	2.12	2.85
销售费用	6.45	7.78	10.47
管理费用	24.32	24.39	38.12
财务费用	4.13	3.38	0.60
资产减值损失	2.35	2.83	3.81
投资净收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	62.64	102.00	165.50
营业外收支	1.00	1.00	1.00
利润总额	63.64	103.00	166.50
所得税	2.43	4.14	10.71
净利润	61.21	98.86	155.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
归属母公司的净利润	61.21	98.86	155.78
每股收益（元）	<b>0.68</b>	<b>1.11</b>	<b>1.74</b>

数据来源：民族证券研发中心

预计公司 2011-2013 年，0.68、1.11、1.74 元，对应动态市盈率 30、18、11.6 倍。

#### 四、风险因素

- 1、新增超纤装置开工延后。
- 2、技术人员流失。



## 附录：财务预测表

### 资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	820.92	525.28	435.76	381.09
现金	508.48	199.39	49.50	-127.93
应收账款	86.17	88.35	106.63	143.39
其它应收款	62.14	64.25	77.55	104.29
预付账款	0.00	0.05	0.06	0.23
存货	164.13	173.24	202.03	261.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	132.00	366.25	492.66	634.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	130.20	365.47	491.75	633.12
无形资产	0.20	0.20	0.20	0.20
其他	1.60	0.59	0.71	0.95
<b>资产总计</b>	952.92	891.53	928.42	1015.37
<b>流动负债</b>	166.83	93.29	107.13	135.53
短期借款	15.00	10.00	10.00	10.00
应付账款	138.34	73.29	85.47	110.47
其他	13.49	9.99	11.66	15.06
<b>非流动负债</b>	9.61	9.38	11.32	15.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.61	9.38	11.32	15.23
<b>负债合计</b>	176.44	102.67	118.45	150.76
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	776.48	788.86	809.97	864.61
<b>负债和股东权益</b>	952.92	891.53	928.42	1015.37

### 现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	-62.33	-15.63	55.59	61.78
净利润	44.85	13.76	23.45	60.71
折旧摊销	14.81	47.45	75.41	95.07
财务费用	0.38	4.13	3.38	0.60
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-125.02	-84.34	-49.36	-98.17
其它	2.65	3.36	2.71	3.56
<b>投资活动现金流</b>	-34.82	-282.72	-201.69	-236.45
资本支出	-34.82	-282.72	-201.69	-236.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	472.44	-10.73	-3.79	-2.77
短期借款	-61.10	-5.23	1.94	3.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	661.27	125.98	-2.35	-6.07
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-127.73	-131.49	-3.38	-0.60
<b>现金净增加额</b>	375.29	309.09	149.89	177.44

资料来源：公司报表、民族证券

### 利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	50,500.31	58629.76	70761.38	95160.81
营业成本	45,368.86	48465.28	56510.53	73026.09
营业税金及附加	41,260.40	175.89	212.28	285.48
营业费用	100.15	644.93	778.38	1046.77
管理费用	604.28	2432.06	2439.08	3812.20
财务费用	3,065.09	413.40	338.10	60.00
资产减值损失	37.54	234.52	283.05	380.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	5,131.45	6263.69	10199.97	16549.63
营业外收入	145.43	100.00	100.00	100.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	5,276.88	6363.69	10299.97	16649.63
所得税	791.53	242.77	413.91	1071.34
<b>净利润</b>	4,485.35	6120.93	9886.06	15578.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	4,485.35	6120.93	9886.06	15578.28
EBITDA	5470.39	6911.61	10821.11	16990.27
EPS（元）	0.55	0.68	1.11	1.74

### 主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.61%	16.10%	20.69%	34.48%
营业利润	3.70%	-5.27%	62.84%	62.25%
归属母公司净利润	41.49%	36.46%	61.51%	57.58%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.23%	17.34%	20.14%	23.26%
净利率	11.81%	10.44%	13.97%	16.37%
ROE	7.68%	7.76%	12.21%	18.02%
ROIC	5.82%	7.27%	11.07%	16.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.52%	11.52%	12.76%	14.85%
流动比率	4.92	5.63	4.07	2.81
速动比率	3.94	3.77	2.18	0.89
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.66	0.76	0.94
应收账款周转率	5.86	6.64	6.64	6.64
应付账款周转率	2.88	6.64	6.64	6.64
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.67	0.68	1.11	1.74
每股经营现金	-0.70	-0.17	0.62	0.69
每股净资产	8.69	8.82	9.06	9.67
<b>估值比率</b>				
P/E	31.15	30.37	18.80	11.93
P/B	2.39	2.36	2.29	2.15
EV/EBITDA	21.96	25.49	17.81	12.58

## 分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn