

## 双象股份 (002395)

增持/维持评级

股价: RMB17.53

## 分析师

肖洁

SAC 执业证书编号:S1000511090003

(0755)8236 8532

xiaojie@mail.hthsc.com.cn

## 募投定岛超纤项目低于预期

- 2011 年, 公司营业总收入 5.06 亿元, 同比增长 0.16%; 净利润 3994 万元, 同比下滑 10.95%。其中, 超细纤维超真皮革产品和 PU 合成革产品营业收入同比增长 20.99%、6.42%, PVC 和塑料薄膜产品业务逐渐收缩。
- 公司主要产品毛利率下滑。2011 年综合毛利率 15.18%, 比 2010 年下滑 3.11 个百分点, 主要源于 PU 合成革下游的鞋类、沙发等领域的需求低迷, 以及行业内的大量投产。
- 2012 年 PU 合成革行业供需关系很难大幅好转。2009H2-2010 年是 PU 合成革 (包括超纤) 行业的景气高点, 产品供不应求的局面, 国内龙头企业开始大规模扩产, 经过 1-2 年的建设期, 2011-2012 年行业进入投产高峰, 上市公司中双象、禾欣、华峰的合计扩产规模超过 2000 万平米; 同时, 下游运动鞋集群的福建也有 1500 万平米左右的新建超纤产能。2012 年行业盈利能力很难大幅好转。
- 公司募投项目投产进程低于预期。募投项目定岛超纤在生产工艺方面有较大的突破, 预计第一条线在 2011Q4 投产, 经过 3-6 个月的调试和市场推广期于 2012Q2 实现量产, 但由于超纤产品需要针对下游客户的需求进行多产品开发, 工艺改进和产品试样的时间较长, 2012 年仍以部分工序柔性生产旧产品为主。另外, 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。
- 2012 年 2 月, 公司公告投资 8 万吨光学用 PMMA (有机玻璃) 的生产, 总投资规模 12 亿, 一期 3 万吨将于 2013 年 9 月投产。我们认为, 公司从事化学合成以及光学材料的技术经验并不丰富, 设备调试和市场开拓可能均需要一定周期, 预计 2014H2 才有可能逐步贡献业绩。
- 我们下调公司 2012-2013 年的业绩 30% 左右, 主要基于公司募投项目投产进程持续低于预期, 另外定岛技术虽然调试成功仍存在下游推广速度较慢的风险。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.54 元、0.62 元、1.11 元, 目前股价对应 2012 年 PE31 倍, 维持“增持”评级, 关注公司 PMMA 项目进程。

## 相关研究

《募投项目低于预期》20110809

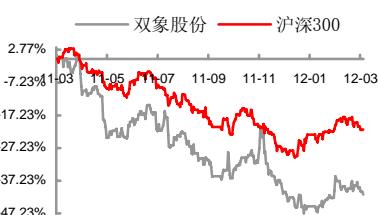
《小荷才露尖尖角》20100721

《超纤领域的领跑者》20100620

## 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)	1,567

## 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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	505.8	569.0	672.0	1012.0
(+/-%)	0.2	12.5	18.1	50.6
归属母公司净利润(百万元)	39.9	48.0	56.0	99.0
(+/-%)	-10.9	20.2	16.7	76.8
EPS(元)	0.45	0.54	0.62	1.11
P/E(倍)	39.2	32.5	28.2	15.8

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					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	697	736	775	909	营业收入	506	569	672	1012
现金	330	500	500	500	营业成本	429	469	541	800
应收账款	99	79	93	140	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	6	7	8	12
预付账款	25	14	16	24	管理费用	32	34	35	51
存货	237	141	162	240	财务费用	-8	1	20	31
其他流动资产	5	3	3	5	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	262	436	689	962	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	149	257	427	633	营业利润	43	57	66	117
无形资产	45	45	45	45	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资	69	135	218	285	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	959	1172	1464	1871	利润总额	48	57	66	117
流动负债	160	835	1072	1380	所得税	8	9	10	18
短期借款	15	694	908	1138	净利润	40	48	56	99
应付账款	73	70	81	120	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	73	71	82	121	归属母公司净利	40	48	56	99
非流动负债	9	10	10	10	EBITDA	54	84	132	225
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.54	0.62	1.11
其他非流动负	9	10	10	10					
负债合计	169	845	1082	1390					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	89	89	89	89					
资本公积	512	0	0	0					
留存收益	188	237	292	392					
归属母公司股	790	326	382	481					
负债和股东权	959	1172	1464	1871					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	-39	204	106	151	<b>成长能力</b>				
净利润	40	48	56	99	营业收入	0.2%	12.5%	18.1%	50.6%
折旧摊销	18	26	47	77	营业利润	-15.6%	30.9%	15.5%	78.3%
财务费用	-8	1	20	31	归属母公司净利	-10.9%	20.7%	15.5%	78.3%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-93	130	-18	-60	毛利率(%)	15.2%	17.6%	19.4%	21.0%
其他经营现金	3	-2	1	4	净利率(%)	7.9%	8.5%	8.3%	9.8%
投资活动现金	-120	-200	-300	-350	ROE(%)	5.1%	14.8%	14.6%	20.6%
资本支出	120	200	300	350	ROIC(%)	6.1%	9.3%	9.1%	11.1%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	0	0	0	0	资产负债率(%)	17.7%	72.1%	73.9%	74.3%
筹资活动现金	2	166	194	199	净负债比率(%)	8.85%	82.05	83.95	81.92
短期借款	0	679	214	230	流动比率	4.34	0.88	0.72	0.66
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.86	0.71	0.57	0.48
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	-511	0	0	总资产周转率	0.53	0.53	0.51	0.61
其他筹资现金	2	-1	-20	-31	应收账款周转率	5	6	7	8
现金净增加额	-158	170	0	0	应付账款周转率	6.62	6.56	7.15	7.95

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)
<b>股票评级</b>	
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
<b>行业评级</b>	
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.hthsc.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.hthsc.com.cn

### 免责申明

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投资目标或财务状况；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。