



一季度业绩再超预期，盈利能力仍有回升空间

2011年4月11日

推荐/维持

双箭股份

事件点评

——双箭股份（002381）

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：

公司公布一季度业绩预告修正公告：预计 2012 年一季度归属于上市公司股东的净利润为 1482.01-1684.10 万元，对应 EPS0.13 ~ 0.14 元，同比增长 120 ~ 150%，高于此前披露的 50 ~ 80%，但基本符合我们的预期。

观点：

1. 低价橡胶是盈利提升的主要原因

天然橡胶价格从 2009 年开始一直上涨，最高达到 43000 元/吨，下游橡胶制品行业成本压力巨大。虽然 2011 年初开始天胶价格开始下跌，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，因此去年总体来说橡胶制品企业业绩较差。

2011 年四季度橡胶价格总体在较低位置盘整，橡胶制品行业包括工业输送带行业的盈利空间有较大的提升。尽管一季度橡胶价格小幅回升，但波动较小，企业能较好地消化，因此盈利能力仍较强。

图 1：天然橡胶价格走势（美元/吨）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 2：合成橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：wind, 百川资讯, 东兴证券研究所

2. 快速扩张的产能和收入为利润的释放奠定良好基础

公司近年发展迅速，不断突破产能瓶颈，产能产量和销售收入均稳步增长，虽然最近两年受原材料价格高企影响利润增长较缓，但快速增长的收入为将来原材料成本降低后利润的释放奠定了稳定的基础。

2011 年公司实现产量 3,110.13 万平方米，较 2010 年的 2,580.90 平方米增长 20.51%；实现营业收入 114,592.52 万元，较 2010 年的 82,453.25 万元增长 38.98%。

2012 年主要经营目标为：2012 年，随着公司募投项目实施，产能逐步提升，公司将在现有基础上调整产品结构、提高效益、狠抓管理，同时考虑到国内外的经济形势，拟初步制定 2012 年的经营目标为输送带产量 3200 万平方米，销售收入 12 亿元。

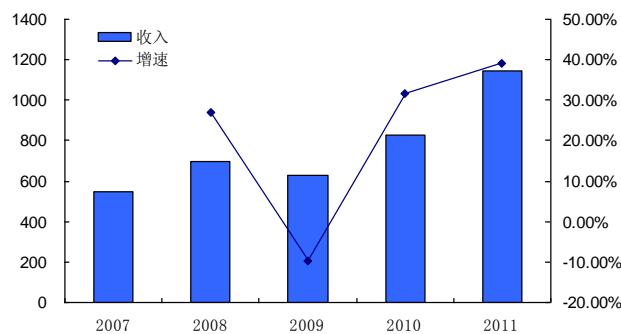
公司募投项目 1100 万平米高强力输送带稳步推进，已经完成一条织物带芯和两条钢丝绳芯输送带生产线，新增产能约 700 万平米，剩余两条织物带芯输送带生产线预计 2012 年可以建成。超募资金项目 600 万平米 PVC/PVG 整芯带生产线已经建成一条试产，另两条预计 2012 年可以建成。

表 1：公司输送带产量（万平方米）

	2011	2010	2009	2008	2007
产量	3110	2581	2115	2121	1833

资料来源：公司《招股说明书》，公司 2011 年报

图 3：公司收入情况（百万元）

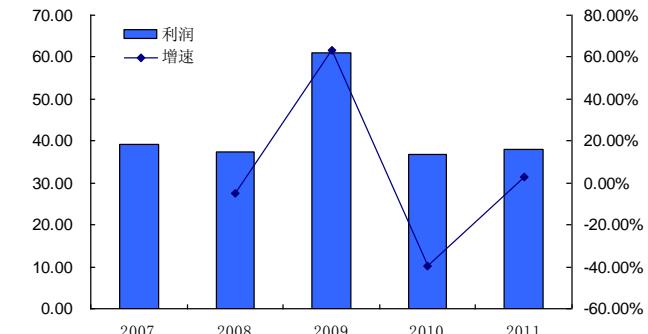


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

3. 毛利率仍处底部，未来还有提升空间

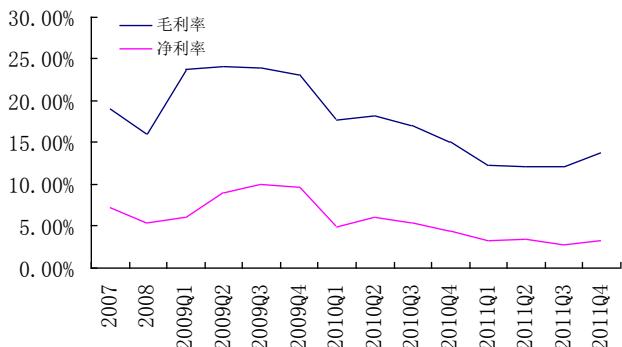
从下图可以看出，公司毛利率和净利率均已降至历史低点。四季度随着橡胶价格的回落，公司毛利率和净利率已经开始回升，未来随着橡胶价格的进一步下跌，公司的业绩预计还将有较大幅度反弹：

图 5：公司毛利率和净利率已至历史低点

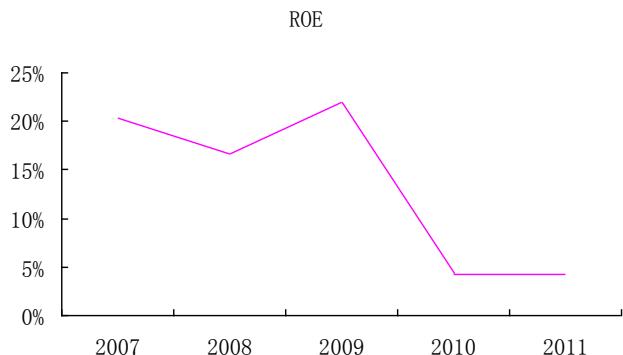


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 6：公司 ROE 仍处底部区间



资料来源：wind，东兴证券研究所



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，若橡胶价格如期持续下跌，公司业绩超预期的可能性较大，我们维持公司“推荐”评级。

表 2：可比上市公司估值

证券代码	证券简称	PE	估	值
		2011(E)	2012(E)	
002381.SZ	双箭股份	47		21
300031.SZ	宝通带业	30		16
300230.SZ	永利带业	38		19
	平均	39		19

资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示：

美国 QE3 带来全球流动性充裕导致投资需求大幅增加拉动商品价格的风险

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。