

业绩符合预期，产能继续稳步释放

——双箭股份（002381）三季度财报点评

2012 年 10 月 25 日

推荐/维持

双箭股份

财报点评

范劲松 基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512060002

fanjs@dxzq.net.cn

010-66554033

事件：

公司公布 2012 年三季度财报，2012 前三季度实现营业收入 8.51 亿元，同比+4.94%；归属于上市公司股东的净利润 6692 万元，同比+188.42%；三季度单季度营业收入 3.00 亿，同比-1.45%，净利润 3038 万元，同比+445.09%。

公司三季报符合业绩预告，也符合市场预期和我们的预期。

公司分季度财务指标

| 指标 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 | 12Q1 | 12Q2 | 12Q3 |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 300.49 | 304.85 | 335.30 | 241.97 | 308.25 | 300.42 |
| 增长率（%） | 31.15% | 57.65% | 38.07% | 17.87% | 2.58% | -1.45% |
| 毛利率（%） | 12.07% | 12.28% | 17.78% | 20.73% | 21.23% | 26.25% |
| 期间费用率（%） | 9.11% | 10.34% | 11.43% | 11.18% | 11.40% | 12.75% |
| 营业利润率（%） | 1.94% | 1.84% | 5.17% | 8.76% | 8.07% | 12.39% |
| 净利润（百万元） | 12.23 | 6.58 | 15.67 | 18.60 | 21.53 | 31.64 |
| 增长率（%） | -26.90% | -19.04% | 140.26% | 142.04% | 76.01% | 380.89% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.093 | 0.048 | 0.126 | 0.141 | 0.171 | 0.260 |
| 资产负债率（%） | 23.40% | 28.78% | 30.00% | 22.52% | 24.76% | 26.10% |
| 净资产收益率（%） | 1.38% | 0.74% | 1.73% | 2.01% | 2.34% | 3.32% |
| 总资产收益率（%） | 1.06% | 0.53% | 1.21% | 1.56% | 1.76% | 2.45% |

积极因素：

- **橡胶价格维持低位且预计继续下跌。**公司是国内输送带行业龙头，主要原材料是天然橡胶和合成橡胶，天然橡胶和合成橡胶合计占原材料成本比例约60%。今年以来天然橡胶价格持续下跌并低位运行，大幅缓解了公司的成本压力，这是公司前三季度净利润同比得以大幅增长的主要原因。近期天胶价格由于美国QE3、东南亚三国限制出口和汽车下乡扩大范围三方面的影响有较强的反弹，但由于05-08年新增产能逐渐释放，未来供应宽松，同时全球经济萎靡，国内外需求均难见改善，我们判断天胶价格未来将继续下跌。

- **备品市场需求相对稳定。**公司产品工业输送带属于耗材，下游需要定期更换，根据使用领域、频率的不同更换的周期有所差异。因此公司产品分为工程和备品两大市场，工程主要是为新增项目配套的输送带，备品则是替换的耗材。今年虽然受宏观经济影响工程市场需求较差，但备品市场需求相对稳定，对公司业绩做出了巨大的贡献。
- **新增产能稳步释放。**公司今年新增产能约20%，淘汰落后产能约10%，因此产量增长约10%。前三季度营业收入增长仅4.94%的主要原因是产品单价随胶价有所回落。公司IPO募投项目及超募资金项目仍在稳定投放市场，预计未来两年的产量增长幅度均为20%左右。

消极因素：

- 宏观经济形势依旧不容乐观。

业务展望：

公司产能稳定增长，备品市场需求稳定，未来发展重点主要以提升市场份额和进一步改善盈利能力为主。天胶价格长期走弱给公司创造了良好的环境，未来两年业绩有望稳定增长。同时作为长期战略的一步，公司已经开始在云南地区建立子公司，等待天胶价格调整到合理位置开始整合上游资源，进一步增强公司的抗风险能力。

盈利预测：

预计 12-13 年 EPS 分别为 0.72 和 0.90。

投资建议：

目前股价对应12-14年PE分别为19、14和11倍。公司未来两年复合增长率在33%，目前市场环境下给予2012年22-25倍市盈率，目标价**9.02-10.25元**，维持公司“推荐”评级。

分析师简介

范劲松

清华大学化工系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（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

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。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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。