



输送带

报告原因：公布半年报

2013年9月4日

市场数据：2013年9月4日

收盘价（元）	9.93
一年内最高/最低（元）	11.17/5.43
市净率	2.2
市盈率	17.8
流通A股市值（百万元）	1381.88

基础数据：2013年6月30日

每股净资产（元）	4.25
资产负债率%	21.35
总股本/流通A股(百万)	234/139.16
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

双箭股份 (002381)

首次

天然橡胶价格处于低位，盈利能力环比改善

增持

盈利预测:						单位：百万元、元、倍
	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率	
2012A	1,183.46	898.67	102.37	0.87	11.35	
2013E	1,224.88	909.50	130.25	0.56	17.84	
2014E	1,457.70	1,083.08	151.97	0.65	15.29	
2015E	1,681.66	1,251.50	173.72	0.74	13.38	

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：2013年1~6月营业总收入为5.13亿，同比减少6.69%，归属于上市公司股东的净利润为6498.53万元，同比增长了77.85%，2013年1~6月每股收益为0.28元，公司预计1~9月份归属上市公司股东净利润为9369.01~11376.66万，同比增长40%~70%。

●输送带产品量增价跌导致销售收入出现下滑，原材料价格大幅下跌带来产品毛利率持续提升。上半年销售收入出现了6.69%的下滑，从产品价格来看，输送带的主要原材料是橡胶，2013年1~6月份天然橡胶价格从2.6万元/吨下滑到1.7万元/吨，受原材料价格大幅下跌的影响，公司产品价格出现了大约10%左右的下滑。从产品销量来看，2012年产品销量为3094万平米，预计2013年上半年销量小幅增长，在价格下滑和销量小幅增长的情况下，公司的销售收入出现了一定程度的下。对于2013全年，公司计划销售3300万平米左右的输送带，同比增长大约10%左右，目前来看，基本能实现年初制定的目标。从销售价格来看，目前天然橡胶的价格已经出现了反弹，因此预计输送带产品价格不会出现下跌，因此我们预计全年输送带的销售收入大约为12亿左右。从毛利率水平来看，上半年输送带的毛利率达到28%左右，毛利率处于历史高位，毛利率大幅上涨的主要原因是橡胶的价格大幅提升，目前天然橡胶处于开割旺季，预计下半年天然橡胶的价格很难大幅反弹，在产品价格小幅下调，而原材料价格止跌反弹的情况下，我们判断下半年毛利率会维持目前的毛利率水平或者小幅走低，预计全年毛利率大约为25%左右。

●目前输送带行业处于景气度低点。输送带的下游包括煤炭、钢铁、电力、港口和水泥等下游，其中煤炭行业对于输送带的需求比较多，目前整个下游行业的景气度相对都比较差，2013年1~7月份，煤炭产量同比下滑3.5%，因此整个输送带行业的收入增速都出现了放缓。新增产能方面，2013年公司新增产能主要包括600万平米的输送带，由于下游需求比较差，预计产能释放不会很多，600万平米节能环保输送带目前正处于前期准备，预计明年释放产能，公司计划再新建500万平米的特种输送带，按照产能释放进度，预计2015年释放产能，这些新增项目的建成投产是驱动公司业绩增长的主要因素。

● 核心假设:

- 1、公司主要产品是输送带，收入和毛利率假设如下：
- 2、实际所得税率为15%估算，

图表 1: 主要产品的毛利率及收入假设

		2013E	2014E	2015E
输送带	收入 (百万)	1213.50	1446.32	1670.28
	毛利率 (%)	25.51%	25.50%	25.41%
	成本 (百万)	903.87	1077.45	1245.87

数据来源：山西证券研究所

- **业绩和估值。**预计公司 2013~2015 年的每股收益为 0.56、0.65、0.74 元，目前下游需求比较弱，受益于原材料价格的持续低位，我们预计下半年盈利能力维持目前的水平，首次给予“增持”的评级。
- **风险提示。**输送带产品价格下跌幅度超预期

图表2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/9/4)

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,145.93	1,183.46	1,224.88	1,457.70	1,681.66	现金	425.85	328.81	389.26	442.82	521.54
YOY(%)	39.0%	3.3%	3.5%	19.0%	15.4%	交易性金融资产	0.96	0.75	0.75	0.75	0.75
营业成本	987.37	898.67	909.50	1,083.08	1,251.50	应收款项净额	390.70	449.97	465.72	554.24	639.39
营业税金及附加	3.53	6.92	7.16	8.52	9.83	存货	176.79	138.91	140.94	167.97	194.43
销售费用	58.06	75.87	77.17	91.83	105.94	其他流动资产	38.42	24.38	25.23	30.03	34.64
占营业收入比(%)	5.1%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	流动资产总额	1,032.72	942.82	1,021.90	1,195.81	1,390.76
管理费用	58.42	70.81	73.29	87.22	100.62	固定资产净值	241.24	249.98	329.90	345.47	356.83
占营业收入比(%)	5.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	减: 资产减值准备	(4.91)	(3.40)	(4.49)	(4.70)	(4.85)
EBIT	38.11	130.29	156.61	185.90	212.61	固定资产净额	236.33	246.58	325.41	340.77	351.98
财务费用	(2.51)	(4.73)	(4.36)	(2.08)	(2.41)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	在建工程	1.41	79.59	17.56	15.32	14.41
资产减值损失	(4.70)	(3.62)	(4.00)	(4.00)	(4.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	(0.01)	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	237.74	326.17	342.97	356.09	366.40
营业利润	35.92	131.40	156.97	183.98	211.02	无形资产	16.58	28.58	27.44	26.29	25.15
营业外净收入	13.03	5.37	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.29	12.25	24.21	36.17	48.13
利润总额	48.95	136.77	161.97	188.98	216.02	其他长期资产	5.36	5.72	5.72	5.72	5.72
所得税	6.78	28.13	24.30	28.35	32.40	资产总额	1,292.69	1,315.54	1,422.24	1,620.08	1,836.15
所得税税率(%)	13.9%	20.6%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	35.00	15.00	0.00	0.00	0.00
净利润	42.17	108.64	137.67	160.63	183.62	应付款项	295.74	240.28	243.79	290.54	336.32
占营业收入比(%)	3.7%	9.2%	11.2%	11.0%	10.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(4.22)	(6.27)	(7.43)	(8.66)	(9.90)	其他流动负债	56.87	75.03	76.25	90.85	105.11
归属母公司净利润	37.95	102.37	130.25	151.97	173.72	流动负债	387.61	330.31	320.04	381.39	441.44
YOY(%)	3.0%	169.7%	27.2%	16.7%	14.3%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.32	0.87	0.56	0.65	0.74	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	其他长期负债	0.24	0.19	0.14	0.09	0.04
成长能力						负债总额	387.85	330.50	320.18	381.48	441.48
营业收入	39.0%	3.3%	3.5%	19.0%	15.4%	少数股东权益	0.00	0.00	6.31	13.68	22.09
营业利润	3.1%	265.8%	19.5%	17.2%	14.7%	股东权益	888.13	966.00	1,076.71	1,205.89	1,353.55
净利润	3.0%	169.7%	27.2%	16.7%	14.3%	负债和股东权益	1,275.98	1,296.50	1,403.20	1,601.04	1,817.11
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	13.8%	24.1%	25.7%	25.7%	25.6%	税后利润	37.95	102.37	130.25	151.97	173.72
净利率(%)	3.7%	9.2%	11.2%	11.0%	10.9%	加: 少数股东损益	1.80	4.48	6.31	7.36	8.42
ROE(%)	4.3%	10.6%	12.1%	12.6%	12.8%	公允价值变动	4.70	3.62	4.00	4.00	4.00
ROA(%)	2.9%	7.8%	9.2%	9.4%	9.5%	折旧和摊销	24.25	30.74	29.25	33.82	36.68
偿债能力						营运资金的变动	-24.60	-46.57	-12.86	-58.83	-56.08
流动比率	2.66	2.85	3.19	3.14	3.15	经营活动现金流	44.10	94.64	156.95	138.32	166.74
速动比率	2.21	2.43	2.75	2.70	2.71	短期投资	-0.21	0.21	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	30.0%	25.1%	22.5%	23.5%	24.0%	长期股权投资	0.00	-11.96	-11.96	-11.96	-11.96
营运能力						固定资产投资	-41.95	-113.14	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	88.6%	90.0%	86.1%	90.0%	91.6%	投资活动现金流	-42.16	-124.89	-61.96	-61.96	-61.96
应收账款周转天数	124.45	138.78	138.78	138.78	138.78	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	66.72	57.90	57.90	57.90	57.90	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.32	0.87	0.56	0.65	0.74	股利分配	-21.79	-29.21	-19.54	-22.80	-26.06
每股净资产	7.59	8.26	4.60	5.15	5.78	计入循环贷款前融	-21.79	-29.21	-19.54	-22.80	-26.06
估值比率						循环贷款的增加/(39.82	-8.37	-15.00	0.00	0.00
P/E	30.6	11.3	17.8	15.3	13.4	融资活动现金流	-3.76	-66.79	-34.54	-22.80	-26.06
P/B	1.3	1.2	2.2	1.9	1.7	现金净变动额	-1.82	-97.04	60.45	53.56	78.72

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。