

输送带

报告原因：调研简报

2014 年 4 月 4 日

市场数据：2014 年 4 月 4 日

收盘价（元）	12.25
一年内最高/最低（元）	16.16/7.81
市净率	2.4
市盈率	17.1
流通 A 股市值（百万元）	1704.73

基础数据：2013 年 12 月 31 日

每股净资产（元）	4.59
资产负债率%	20.3
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：苏森

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)

维持

主营业务增长稳定，开始涉足养老服务

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
2013A	1,132.62	811.39	143.63	0.61	19.96
2014E	1,262.37	898.55	168.12	0.72	17.05
2015E	1,392.17	989.21	184.41	0.79	15.54
2016E	1,535.42	1,089.10	205.31	0.88	13.96

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●成长为橡胶输送带行业的龙头企业，具有明显的规模优势。2008 年，公司的产能为 2100 万平米，规模位列行业第二，经过 5 年的发展，目前公司的产能规模为 3400 万平米左右，已经成长为输送带行业的龙头企业。从未来新增产能来看，600 万平米节能输送带预计 2014 年下半年建成投产，500 万平米特种带预计 2014 年底建成投产，因此未来 2 年公司将新增 1100 万平米的新增产能，随着新增产能的建成投产，预计公司的规模优势会更加明显。

●不断开发新产品，提升综合毛利率。目前公司产品结构非常完整，拥有尼龙、聚酯带、整芯带和钢丝绳芯输送带等产品，大多数产品都具有特殊性能，包括耐高温、耐碱、阻燃等特殊性能，可以满足客户的特殊需求，同时公司不断研发新的输送带产品，包括挡边输送带、花纹输送带和防撕裂输送带，通过不断开发新产品，提高高附加值产品所占的比重，提升产品的综合毛利率。公司新增的 600 万平米节能输送带和 500 万平米的特种带都属于高毛利率的产品，产品的差异化和技术含量非常高，毛利率可以达到 30%以上。另一方面，公司目前在接订单方面也有部分调整，针对部分现金流比较差的订单和毛利率相对较低的产品，公司主动减少相关订单的加工，重点生产高毛利的产品，以改善现金流和盈利能力。

●扩建现有天然橡胶的加工能力，增强企业抗风险的能力。公司在云南建立天然橡胶初加工基地，现在的生产能力为 2000 吨左右，公司计划投资 5000 万将天然橡胶的生产能力提高到 1 万吨，预计 2014 年建成投产，2013 年，公司天然橡胶的消耗量大约为 1 万吨左右，随着天然橡胶扩建产能的建成投产，公司原材料的自给率会进一步提升，企业抵御风险的能力会更加强。目前天然橡胶的库存为 3 个月左右，通过进入天然橡胶加工领域，公司对于天然橡胶的价格波动更加敏感，可以通过控制库存量增加公司抵御风险的能力。

●公司进入养老行业，目前的盈利模式不是很完善，预计年内很难贡献实质性的业绩。公司投资 4200 万控股和济养老服务公司，未来养老行业及相关增值服务的市场空间非常大，但是目前盈利模式不是很完善，公司计划 2014 年下半年试营业，但是我们预计年内很难贡献实质性的业绩。



- **核心假设：**

公司主要产品是输送带，收入和毛利率假设如下：

图表 1：主要产品的毛利率及收入假设

		2014E	2015E	2016E
输送带	收入（百万）	1250.99	1380.79	1524.04
	毛利率（%）	28.62%	28.77%	28.91%
	成本（百万）	892.92	983.58	1083.47

数据来源：山西证券研究所

- **业绩和估值。**预计公司 2014~2016 年的每股收益为 0.72、0.79、0.88 元，目前下游需求比较弱，公司业绩增长相对比较平缓，但是考虑到进入养老服务行业，随着养老行业盈利模式的成熟，业绩增长就增加了新的驱动因素，我们给予“增持”的投资评级。
- **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: 2014/4/4)

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,183.46	1,132.62	1,262.37	1,392.17	1,535.42	现金	328.81	322.41	426.96	548.66	686.91
YOY(%)	3.3%	-4.3%	11.5%	10.3%	10.3%	交易性金融资产	0.75	1.90	1.90	1.90	1.90
营业成本	898.67	811.39	898.55	989.21	1,089.10	应收款项净额	449.97	470.59	524.50	578.43	637.95
营业税金及附加	6.92	6.67	7.43	8.20	9.04	存货	138.91	156.04	174.15	191.74	211.31
销售费用	75.87	74.12	79.53	87.71	96.73	其他流动资产	24.38	13.55	15.10	16.66	18.37
占营业收入比(%)	6.4%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%	流动资产总额	942.82	964.49	1,142.61	1,337.38	1,556.43
管理费用	70.81	72.66	80.98	89.31	98.50	固定资产净值	249.98	314.70	349.34	355.75	361.55
占营业收入比(%)	6.0%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	减: 资产减值准备	(3.40)	(0.81)	(0.90)	(0.92)	(0.93)
EBIT	130.29	167.07	194.76	216.63	240.92	固定资产净额	246.58	313.89	348.44	354.84	360.61
财务费用	(4.73)	(2.65)	(4.87)	(2.44)	(3.09)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	在建工程	79.59	32.06	9.95	12.74	13.49
资产减值损失	(3.62)	0.35	(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)	0.46	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	326.17	345.95	358.39	367.58	374.10
营业利润	131.40	170.53	195.63	215.07	240.01	无形资产	28.58	27.87	26.76	25.64	24.53
营业外净收入	5.37	12.83	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	12.25	0.29	(11.67)	(23.63)	(35.59)
利润总额	136.77	183.36	200.63	220.07	245.01	其他长期资产	5.72	52.99	52.99	52.99	52.99
所得税	28.13	37.52	30.09	33.01	36.75	资产总额	1,315.54	1,391.59	1,569.07	1,759.97	1,972.46
所得税率(%)	20.6%	20.5%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	108.64	145.84	170.54	187.06	208.26	应付款项	240.28	193.17	215.59	237.36	261.59
占营业收入比(%)	9.2%	12.9%	13.5%	13.4%	13.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(6.27)	(2.21)	(2.42)	(2.65)	(2.95)	其他流动负债	75.03	89.05	99.07	109.10	120.25
归属母公司净利润	102.37	143.63	168.12	184.41	205.31	流动负债	330.31	282.22	314.66	346.46	381.84
YOY(%)	169.7%	40.3%	17.0%	9.7%	11.3%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.44	0.61	0.72	0.79	0.88	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.19	0.28	0.37	0.46	0.55
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	330.50	282.50	315.03	346.92	382.39
成长能力						少数股东权益	19.04	34.94	37.00	39.25	41.76
营业收入	3.3%	-4.3%	11.5%	10.3%	10.3%	股东权益	966.00	1,074.14	1,217.04	1,373.79	1,548.30
营业利润	265.8%	29.8%	14.7%	9.9%	11.6%	负债和股东权益	1,315.54	1,391.58	1,569.06	1,759.96	1,972.45
净利润	169.7%	40.3%	17.0%	9.7%	11.3%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	24.1%	28.4%	28.8%	28.9%	29.1%	税后利润	102.37	143.63	168.12	184.41	205.31
净利率(%)	9.2%	12.9%	13.5%	13.4%	13.6%	加: 少数股东损益	4.48	1.59	2.06	2.25	2.51
ROE(%)	10.6%	13.4%	13.8%	13.4%	13.3%	公允价值变动	3.62	-0.35	4.00	4.00	4.00
ROA(%)	7.8%	10.3%	10.7%	10.5%	10.4%	折旧和摊销	30.74	36.99	34.59	37.90	40.58
偿债能力						营运资金的变动	-46.57	-109.78	-40.96	-41.16	-45.32
流动比率	2.85	3.42	3.63	3.86	4.08	经营活动现金流	94.64	72.08	167.81	187.41	207.08
速动比率	2.43	2.86	3.08	3.31	3.52	短期投资	0.21	-1.15	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	25.1%	20.3%	20.1%	19.7%	19.4%	长期股权投资	-11.96	11.96	11.96	11.96	11.96
营运能力						固定资产投资	-113.14	-53.82	-50.00	-50.00	-50.00
总资产周转率	90.0%	81.4%	80.5%	79.1%	77.8%	投资活动现金流	-124.89	-43.01	-38.04	-38.04	-38.04
应收账款周转天数	138.78	151.65	151.65	151.65	151.65	股权融资	0.00	5.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	57.90	72.85	72.85	72.85	72.85	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	0.44	0.61	0.72	0.79	0.88	股利分配	-29.21	-39.99	-25.22	-27.66	-30.80
每股净资产	4.13	4.59	5.20	5.87	6.62	计入循环贷款前融	-29.21	-34.99	-25.22	-27.66	-30.80
估值比率						循环贷款的增加/	-8.37	39.51	0.00	0.00	0.00
P/E	28.0	20.0	17.1	15.5	14.0	融资活动现金流	-66.79	-35.47	-25.22	-27.66	-30.80
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9	现金净变动额	-97.04	-6.40	104.55	121.70	138.25

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。