



业绩低于预期, 双主业发展之路坚定

- **业绩总结:** 公司 2015 年实现营业收入 9.5 亿元, 同比下降 13.4%; 归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元, 同比下降 19.9%。分配预案为每 10 股派发现金红利 2 元(含税)。
- **下游需求减弱, 主业略低于预期。** 公司主营输送带业务, 由于受国内外经济形势影响, 煤炭、钢铁、港口、水泥等公司下游客户均处于低迷状态, 致使公司各类输送带销量下降, 2015 年共销售 3195 万平方米, 同比减少 4.1%, 业绩小幅承压。公司综合毛利率为 28.3%, 基本与去年持平, 财务费用由于汇兑收益而大幅降低, 但管理费用较去年同期增加 1.4 个百分点, 导致公司净利率较 2014 年下降 1 个百分点至 11.2%, 业绩略低于预期。
- **转型养老服务, 未来养老龙头可期。** 养老服务业作为国家政策支持发展的朝阳产业, 具有良好的发展空间和市场前景。2015 年 5 月, 公司旗下养老服务平台桐乡和济养老院投入运营, 标志着公司正式进军养老服务领域。2016 年 2 月, 公司收购桐乡和济剩余股权, 将其变为全资子公司, 彰显公司对于发展养老服务产业的决心与信心。同时, 公司与专注养老领域长达十余年的上海红日家园设立合资公司双箭红日, 从事养老服务业的运营、咨询管理等业务, 此举将促进各方优势资源互补, 加快推动上市公司对养老产业的战略布局。公司积极探索优质养老服务模式, 养老服务龙头隐现。
- **纵向一体化将进一步巩固主业龙头地位。** 公司在主营业务方面积极进行上游布局, 在云南成立红河双箭投资有限公司以整合上游资源, 为主业提供原材料。16 年公司完成非公开发行, 通过收购股权和现金增资方式完成对北京约基工业股份有限公司的战略控股, 由单一的输送带业务全面进入整个物料输送系统工程领域, 进一步打通产业上下游, 完善公司产业链。我们认为输送机械和输送带业务协同效应明显, 公司主业龙头地位将得以巩固。另外, 公司积极实施“走出去”战略, 成功并购澳大利亚 ICON 公司, 为下一步的国际化探路。
- **盈利预测及评级:** 主业发展略低于预期, 下调公司 16 年盈利预测 10%, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.35 元、0.39 元、0.43 元, 对应动态 PE 分别为 41 倍、36 倍和 33 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原料价格波动的风险, 传统业务下游市场不景气的风险、养老服务转型不及预期的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	954.31	1535.48	1633.06	1744.15
增长率	-13.41%	60.90%	6.36%	6.80%
归属母公司净利润(百万元)	106.81	150.27	167.84	183.33
增长率	-19.94%	40.68%	11.69%	9.23%
每股收益 EPS(元)	0.25	0.35	0.39	0.43
净资产收益率 ROE	8.68%	9.11%	9.67%	10.05%
PE	57	41	36	33
PB	4.99	3.44	3.28	3.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 021-50755259

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

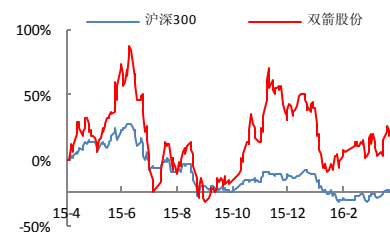
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	2.16
52 周内股价区间(元)	8.07-23.27
总市值(亿元)	61.23
总资产(亿元)	15.25
每股净资产(元)	3.41

相关研究

1. 双箭股份(002381): 主业小幅承压, 继续关注养老服务转型 (2015-10-30)
2. 双箭股份(002381): 看好养老服务转型, 潜力巨大 (2015-04-10)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	954.31	1535.48	1633.06	1744.15	净利润	106.43	162.27	180.34	196.33
营业成本	684.47	1093.73	1159.21	1232.85	折旧与摊销	51.79	67.60	85.48	91.42
营业税金及附加	7.12	11.46	12.19	13.02	财务费用	-11.29	-6.66	-8.84	-10.08
销售费用	62.75	101.34	107.64	114.96	资产减值损失	6.68	8.00	9.00	10.00
管理费用	86.82	142.80	146.98	156.97	经营营运资本变动	-41.29	-194.02	-46.30	-50.56
财务费用	-11.29	-6.66	-8.84	-10.08	其他	40.93	-16.39	-4.52	-6.96
资产减值损失	6.68	8.00	9.00	10.00	经营活动现金流净额	153.25	20.79	215.16	230.15
投资收益	0.06	0.08	0.08	0.09	资本支出	29.03	-250.00	-50.00	-100.00
公允价值变动损益	0.34	0.50	0.50	0.50	其他	-154.53	3.20	2.58	2.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-125.50	-246.80	-47.42	-97.41
营业利润	118.15	185.39	207.48	227.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.20	12.50	12.45	12.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	130.35	197.89	219.93	239.43	股权融资	0.00	461.90	0.00	0.00
所得税	23.93	35.62	39.59	43.10	支付股利	-85.70	-68.61	-96.52	-107.81
净利润	106.43	162.27	180.34	196.33	其他	12.80	6.66	8.84	10.08
少数股东损益	-0.39	12.00	12.50	13.00	筹资活动现金流净额	-72.90	399.95	-87.68	-97.73
归属母公司股东净利润	106.81	150.27	167.84	183.33	现金流量净额	-37.04	173.94	80.06	35.01
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	289.06	462.99	543.06	578.07	成长能力				
应收和预付款项	515.28	774.28	835.99	896.85	销售收入增长率	-13.41%	60.90%	6.36%	6.80%
存货	160.79	256.91	272.30	289.60	营业利润增长率	-19.61%	56.90%	11.91%	9.41%
其他流动资产	2.53	4.06	4.32	4.61	净利润增长率	-20.56%	52.47%	11.14%	8.87%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.61%	55.26%	15.34%	8.53%
投资性房地产	8.62	6.00	4.00	2.00	获利能力				
固定资产和在建工程	434.32	618.57	584.93	595.36	毛利率	28.28%	28.77%	29.02%	29.31%
无形资产和开发支出	27.18	26.23	25.28	24.33	三费率	14.49%	15.47%	15.05%	15.01%
其他非流动资产	86.99	86.09	85.20	84.30	净利率	11.15%	10.57%	11.04%	11.26%
资产总计	1524.75	2235.13	2355.07	2475.11	ROE	8.68%	9.11%	9.67%	10.05%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.98%	7.26%	7.66%	7.93%
应付和预收款项	287.38	435.42	470.46	500.76	ROIC	9.08%	12.55%	11.66%	12.36%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.63%	16.04%	17.40%	17.68%
其他负债	11.34	18.12	19.20	20.42	营运能力				
负债合计	298.72	453.54	489.66	521.19	总资产周转率	0.63	0.82	0.71	0.72
股本	351.00	428.50	428.50	428.50	固定资产周转率	2.26	3.05	2.83	3.23
资本公积	284.32	668.72	668.72	668.72	应收账款周转率	2.72	3.43	2.98	2.93
留存收益	561.17	642.83	714.15	789.67	存货周转率	3.99	5.24	4.38	4.39
归属母公司股东权益	1196.50	1740.05	1811.37	1886.89	销售商品/劳务/现金收入	107.49%	—	—	—
少数股东权益	29.54	41.54	54.04	67.04	资本结构				
股东权益合计	1226.03	1781.59	1865.41	1953.92	资产负债率	19.59%	20.29%	20.79%	21.06%
负债和股东权益合计	1524.75	2235.13	2355.07	2475.11	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.24	3.30	3.38	3.39
					速动比率	2.70	2.74	2.83	2.84
					股利支付率	80.23%	45.66%	57.51%	58.81%
					每股指标				
					每股收益	0.25	0.35	0.39	0.43
					每股净资产	2.86	4.16	4.35	4.56
					每股经营现金	0.36	0.05	0.50	0.54
					每股股利	0.20	0.16	0.23	0.25
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	158.66	246.33	284.12	308.35					
PE	57.33	40.75	36.48	33.40					
PB	4.99	3.44	3.28	3.13					
PS	6.42	3.99	3.75	3.51					
EV/EBITDA	29.14	22.59	19.32	17.71					
股息率	1.40%	1.12%	1.58%	1.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn