

双箭股份(002381)

约基并表致营收增长，拓展养老服务提升长期盈利能力

投资要点：

➤ 营收增长11.80%，归母净利下降15.74%

公司发布半年报，16H1实现营收5.16亿，同比增长11.80%（16Q1、Q2同比增速分别为3.87%、18.11%）；归母净利4411.20万，同比下降15.74%（16Q1、Q2同比增速分别为-34.78%、-0.36%）；扣非后归母净利4480.74万，同比下降13.19%，EPS为0.11元。收入增长主要系北京约基并表所致，业绩下滑主要系下游钢铁、水泥、煤炭等行业持续低迷致需求不振、输送带市场竞争激烈等。公司预计16Q1-3归母净利为5208.27万-7812.41万，同比增速区间-40%至-10%，业绩预减主要系输送带售价、毛利率下降所致。

➤ 完善物料输送产业链，布局养老服务掘金朝阳产业

第一，控股北京约基，打通产业链。定增控股北京约基（持股58%），切入带式输送机领域，协同现有输送带业务产生“1+1>2”效应。北京约基持续研发智能立体停车系统，预计2016年投入商用。此外，成功收购澳大利亚ICON公司，拓宽海外销售渠道。第二，和济颐养院试点成功，养老服务不断推进。和济颐养院于15年5月正式营业，定位中端，以公建民营的轻资产模式运营，引入红日成熟养老服务管理经验，嫁接中医院资源完善医疗建设，预计16年实现盈亏平衡，贡献约400-500万营收增量。公司以和济颐养院为试点，不断探索养老服务运营模式，为复制扩张奠定坚实基础。第三，联手红日加速异地复制推广，设立健康产业整合平台促进医养结合。为提升服务质量，公司积极引进“红日家园”先进养老运营管理经验，合资设立“双箭红日”，打造异地养老资源整合与运营平台。目前合资公司首个苏州项目已成功落地，开启跨区域扩张进程，未来或继续向长三角复制推广。此外，公司搭建健康产业投资平台，加快在大健康产业各细分领域布局，协同现有养老业务，促进医养深度融合。

➤ 风险提示

输送带下游持续低迷

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,102.10	954.31	1,500.17	1,650.19	1,815.20
增长率（%）	-2.69%	-13.41%	57.20%	10.00%	10.00%
EBITDA（百万元）	185.80	157.58	213.62	238.23	267.39
净利润（百万元）	133.42	106.81	159.91	178.21	196.76
增长率（%）	-7.11%	-19.94%	49.71%	11.44%	10.41%
EPS（元/股）	0.31	0.25	0.37	0.42	0.46
市盈率（P/E）	40.47	50.55	33.80	30.33	27.47
市净率（P/B）	4.65	4.51	4.02	3.83	3.65
EV/EBITDA	14.22	35.79	24.41	20.94	19.56

数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称	化工
投资建议	买入
当前价格：	12.6元
目标价格：	16.0元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	428/216
流通A股市值（百万元）	2,720
每股净资产（元）	3.76
资产负债率（%）	28.38
一年内最高/最低（元）	22.17/8.07

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号：S1110516060001
 电话：
 邮箱：liuzm@sh.tfqz.com

相关报告

1.《双箭股份(002381)I化工行业》

2016.06.19

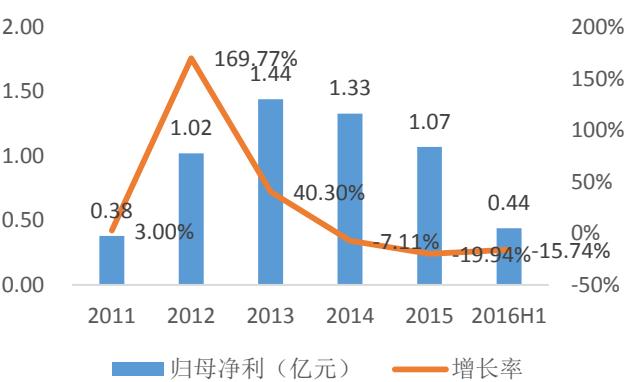


报告信息

营收增长 11.80%，归母净利下降 15.74%。公司发布半年报，16H1 实现营收 5.16 亿，同比增长 11.80%（16Q1、Q2 同比增速分别为 3.87%、18.11%）；归母净利 4411.20 万，同比下降 15.74%（16Q1、Q2 同比增速分别为 -34.78%、-0.36%）；扣非后归母净利 4480.74 万，同比下降 13.19%，EPS 为 0.11 元。收入增长主要系北京约基并表所致，业绩下滑主要系下游钢铁、水泥、煤炭等行业持续低迷致需求不振、输送带市场竞争激烈等。公司预计 16Q1-3 归母净利为 5208.27 万-7812.41 万，同比增速区间 -40% 至 -10%，业绩预减主要系输送带售价、毛利率下降所致。

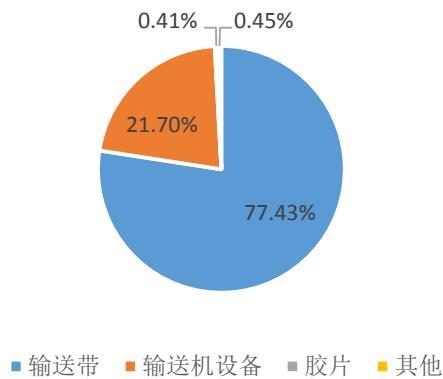
图表 1：2011-2016H1 公司营收及增长率


来源：wind, 天风证券研究所

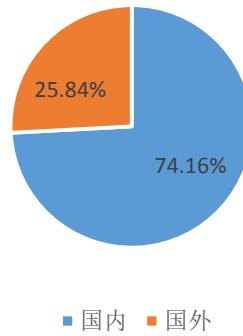
图表 2：2011-2016H1 公司归母净利及增长率


来源：wind, 天风证券研究所

北京约基并表致收入增长。报告期内公司实现营收 5.16 亿，同比增长 11.80%，主要系本期北京约基纳入合并报表所致。分产品来看，输送带收入 3.98 亿（占比 77.43%），同比下降 12.52%，主要系市场竞争加剧所致；输送机设备收入 1.12 亿（占比 21.70%）；胶片收入 210.21 万（占比 0.41%），同比下降 21.38%；其他收入 233.58 万（占比 0.45%），同比增长 46.98%。分地区来看，内销收入 3.82 亿（占比 74.16%），同比增长 8.95%；外销收入 1.33 亿（占比 25.84%），同比增长 21.44%。

图表 3：2016H1 公司营收分产品占比


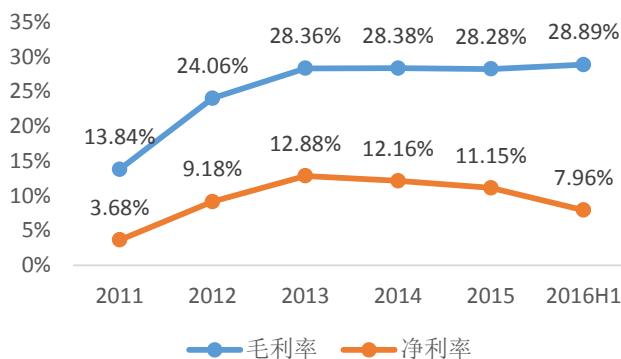
来源：公司公告，天风证券研究所

图表 4：2016H1 公司营收分地区占比


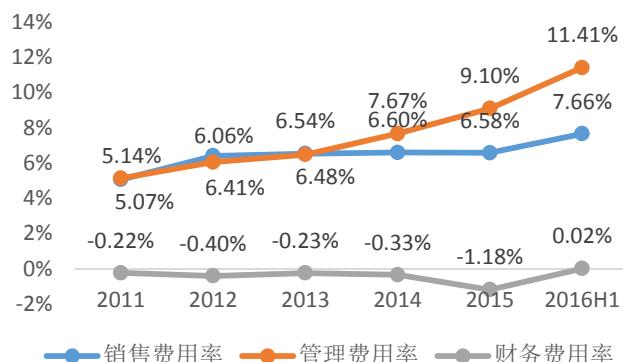
来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率微升，费用率增幅较大。16H1 公司毛利率 28.89%，同比增加 0.62 个百分点，主要系精细化管理致生产成本下降。其中，输送带毛利率 29.29%，同比增加 1.12 个百分点，主要系产品结构优化所致；输送机设备毛利率 27.84%。报告期内费

用增幅明显，期间费用率 19.08%，同比增加 5.22 个百分点，主要系北京约基并表所致。其中，销售费用率 7.66%，同比增加 1.84 个百分点；管理费用率 11.41%，同比增加 2.63 个百分点；财务费用率 0.02%，同比增加 0.76 个百分点。业绩下滑致净利率同比减少 3.17 个百分点至 7.96%。

图表 5：2016H1 公司毛利率与净利率


来源：wind, 天风证券研究所

图表 6：2016H1 公司期间费用率


来源：wind, 天风证券研究所

完善物料输送产业链，布局养老服务掘金朝阳产业。第一，控股北京约基，打通产业链。定增控股北京约基（持股 58%），切入带式输送机领域，协同现有输送带业务产生“1+1>2”效应，打造一流物料输送系统整体解决方案提供商，业务空间由百亿级拓宽至千亿级。北京约基持续研发智能立体停车系统，目前正处于推广阶段，预计 2016 年投入商用。此外，积极实施“走出去”战略，成功收购澳大利亚 ICON 公司，拓宽海外销售渠道，为下一步国际化探路。**第二，和济颐养院试点成功，养老服务不断推进。**公司先后多次增资和济颐养院，完成全资收购，成为 A 股最先拥有切实落地养老服务标杆的。和济颐养院于 15 年 5 月正式营业，定位中端，以公建民营的轻资产模式运营，引入红日成熟养老服务管理经验，嫁接中医院资源完善医疗建设，预计 16 年实现盈亏平衡，贡献约 400-500 万营收增量。公司以和济颐养院为试点，不断探索养老服务运营模式，打造旗舰示范基地，为复制扩张奠定坚实基础。**第三，联手红日加速异地复制推广，设立健康产业整合平台促进医养结合。**为提升服务质量，公司积极引进“红日家园”先进养老管理运营经验，结合自身资本优势，合资设立“双箭红日”，打造异地养老资源整合与运营平台。目前合资公司首个苏州项目已成功落地，开启跨区域扩张进程，未来或继续向长三角复制推广，实现品牌连锁。此外，为更好把握健康产业潜在发展机遇，公司搭建健康产业投资平台，加快在大健康产业各细分领域布局，通过孵化康复医疗项目，协同现有养老业务，促进医养深度融合，更好满足老人健康养老需求。

维持买入评级。输送带行业龙头，以和济颐养院为试点，轻资产探索养老产业盈利模式，依托“红日家园”设立“双箭红日”，拓展苏州市场，搭建健康产业平台，为医养结合埋下伏笔。我们预计 16-18 年 EPS 分别为 0.37 元、0.42 元、0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 34 倍、30 倍、27 倍，维持买入评级。

图表 7: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	319.05	289.06	120.01	354.64	145.22	营业收入	1,102.10	954.31	1,500.1	1,650.1	1,815.2
应收账款	337.40	354.78	579.96	395.32	677.49	营业成本	789.29	684.47	1,057.6	1,158.4	1,270.6
预付账款	9.21	7.48	22.43	7.11	25.99	营业税金及附	6.03	7.12	10.50	11.72	13.61
存货	182.45	160.79	295.34	230.43	323.31	营业费用	72.70	62.75	102.01	112.21	125.25
其他	156.82	155.54	282.30	214.44	339.99	管理费用	84.52	86.82	138.02	151.82	163.37
流动资产合计	1,004.	967.65	1,300.	1,201.	1,511.9	财务费用	-3.66	-11.29	-2.48	-2.87	-3.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.08	6.68	3.86	4.87	5.14
固定资产	442.74	403.55	415.90	443.05	466.06	公允价值变动	-2.24	0.34	0.63	-0.42	0.07
在建工程	21.57	30.76	54.46	80.68	78.41	投资净收益	0.07	0.06	0.00	0.00	0.00
无形资产	28.06	27.18	26.31	25.44	24.57	其他	4.34	-0.80	-1.27	0.85	-0.14
其他	13.43	95.61	102.15	91.97	93.95	营业利润	146.97	118.15	191.28	213.59	240.29
非流动资产合计	505.80	557.10	598.83	641.13	662.99	营业外收入	17.90	15.05	15.00	15.00	15.00
资产总计	1,510.	1,524.	1,898.	1,843.	2,174.	营业外支出	2.10	2.85	2.80	2.58	2.74
短期借款	0.00	0.00	2.47	0.00	33.49	利润总额	162.77	130.35	203.48	226.01	252.55
应付账款	182.74	122.16	340.56	173.38	388.51	所得税	28.80	23.93	42.73	47.46	55.56
其他	135.21	176.56	179.20	226.25	242.44	净利润	133.97	106.43	160.75	178.55	196.99
流动负债合计	317.95	298.72	522.22	399.63	664.43	少数股东损益	0.55	-0.39	0.84	0.34	0.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司	133.42	106.81	159.91	178.21	196.76
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.31	0.25	0.37	0.42	0.46
其他	0.00	0.00	0.10	0.03	0.04						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.10	0.03	0.04						
负债合计	317.95	298.72	522.32	399.67	664.48						
少数股东权益	32.62	29.54	30.33	30.66	30.89						
股本	234.00	351.00	429.00	429.00	429.00						
资本公积	401.32	284.32	284.32	284.32	284.32						
留存收益	926.15	845.50	917.22	983.76	1,050.						
其他	-401.3	-284.3	-284.3	-284.3	-284.3						
股东权益合计	1,192.	1,226.	1,376.	1,443.	1,510.						
负债和股东权益	1,510.	1,524.	1,898.	1,843.	2,174.						
现金流量表											
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
净利润	133.97	106.43	159.91	178.21	196.76	主要财务比					
折旧摊销	42.49	51.79	24.82	27.51	30.12	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
财务费用	0.09	-8.11	-2.48	-2.87	-3.03	成长能力					
投资损失	-0.07	-0.06	0.00	0.00	0.00	营业收入	-2.69%	-13.41%	57.20%	10.00%	10.00%
营运资金变动	24.86	-22.02	-286.2	222.30	-290.0	营业利润	-13.82%	-19.61%	61.89%	11.67%	12.50%
其它	-42.88	25.22	1.47	-0.08	0.30	归属于母公司	-7.11%	-19.94%	49.71%	11.44%	10.41%
经营活动现金流	158.46	153.25	-102.5	425.06	-65.91	获利能力					
资本支出	161.03	19.84	59.90	80.06	49.99	毛利率	28.38%	28.28%	29.50%	29.80%	30.00%
长期投资	-0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	12.11%	11.19%	10.66%	10.80%	10.84%
其他	-272.7	-145.3	-121.1	-159.2	-100.1	ROE	11.50%	8.93%	11.88%	12.61%	13.30%
投资活动现金流	-112.0	-125.5	-61.27	-79.15	-50.14	ROIC	16.12%	10.14%	17.73%	14.40%	18.57%
债权融资	0.00	0.00	2.47	0.00	33.49	偿债能力					
股权融资	3.36	11.29	80.48	2.87	3.03	资产负债率	21.05%	19.59%	27.51%	21.68%	30.55%
其他	-53.43	-84.19	-88.22	-114.1	-129.8	净负债率	-3.35%	-0.09%	0.70%	27.70%	2.98%
筹资活动现金流	-50.07	-72.90	-5.28	-111.27	-93.38	流动比率	3.16%	3.24%	2.49%	3.01%	2.28%
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.59%	2.70%	1.92%	2.43%	1.79%
现金净增加额	-3.61	-45.15	-169.0	234.63	-209.4	营运能力					
						应收账款周转	3.38%	2.76%	3.21%	3.38%	3.38%
						存货周转率	6.51%	5.56%	6.58%	6.28%	6.56%
						总资产周转率	0.76%	0.63%	0.88%	0.88%	0.90%
每股指标(元)						每股收益	0.31	0.25	0.37	0.42	0.46
						每股经营现金	0.37	0.36	-0.24	0.99	-0.15
						每股净资产	2.71	2.79	3.14	3.29	3.45
估值比率						市盈率	40.47	50.55	33.80	30.33	27.47
						市净率	4.65	4.51	4.02	3.83	3.65
						EV/EBITDA	14.22	35.79	24.41	20.94	19.56
						EV/EBIT	18.43	52.78	27.62	23.68	22.04

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh. tfzq. com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh. tfzq. com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)