

## 双箭股份 (002381)

## 在正确的发展道路上前进

## 一双箭股份调研简报

中性/ 维持评级

股价 : RMB34.28

## 分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160  
+755-82493656 xiaohui@lhzq.com

## 联系人

邵沙锞

021-50106019 shaosk@lhzq.com

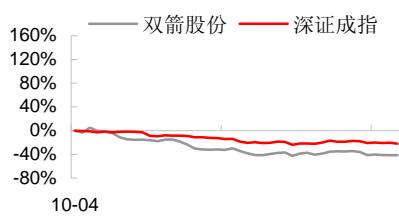
- 目前公司整体规模和收入快速增长,但毛利率有所下降。我们预计公司 2010 年销售各类输送带产品 2600 万 m<sup>2</sup> 左右,销售收入达到 8 亿元左右,同比增长 25%以上。毛利率下降主要是受原材料尤其天然橡胶价格持续上涨所致,随着下半年原材料价格的回落和公司努力改进配方降低成本,公司下半年的毛利率将有望恢复到 20%的水平。
- 公司特色产品管状输送带处于国内领先地位,正加速替代进口产品。一季度该产品新增订单已有 2000 多万元,预计 2010 年该产品收入将增长 80%-90%,有望贡献 8000 万元左右的销售收入和 4000 万元以上的毛利。MT668 输送带,目前订单状况良好,预计 2010 年将增长 30%-50%,有望贡献 6000 万元左右的销售收入和 1800 万元左右的毛利。
- 目前公司募集资金项目进展顺利,有望在 2010 年下半年率先投产一条 300 万 m<sup>2</sup> 生产线,2011 年下半年剩下的 800 万 m<sup>2</sup> 全部投产。为满足市场需求公司正利用超募资金建设 600 万 m<sup>2</sup> 整芯输送带生产线,有望在今年年底投产。整芯输送带产品具有投资少、见效快、市场需求量大、毛利率一般的特点。到 2011 年,随着募集资金项目和超募资金项目的相继投产,公司将形成 4100 万 m<sup>2</sup> 的各类输送带生产能力,成为国内最大的输送带生产企业。
- 今年 1-4 月份公司产品出口的比例已经上升 35%左右,回复到经济危机前的水平,预计今年公司外销的比例将在 35%-40%左右。
- 目前公司正在加速进入国际矿业巨头的全球采购体系,预计今年或明年就将有所突破,届时公司的销售规模将超出市场预期。
- 随着全球输送带产业加速向中国转移,中国输送带产品与国际产品的差距不断缩小,国际矿业巨头也在加大在国内采购力度,未来中国有望成为全球输送带的最主要产品输出国,公司也将成为其中的领军者。
- 公司 2010-2012 年的 EPS 将分别达到 1.06 元/股、1.46 元/股和 2.07 元/股,对应的 PE 分别为 32.27 倍、23.42 倍和 16.56 倍,我们维持中性评级。

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	78
流通 A 股 (百万股)	16
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	548

## 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	626.9	159.2	785.7	1005.1	1306.7
(+/-%)	-9.9	0.0	25.3	27.9	30.0
归属母公司净利润(百万元)	61.1	7.8	82.3	114.2	161.5
(+/-%)	63.3	0.0	35.3	37.8	41.4
EPS(元)	0.78	0.10	1.06	1.46	2.07
P/E(倍)	43.7	342.7	32.3	23.4	16.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

双箭股份专业从事输送带研发、生产和销售，主要产品包括聚酯输送带、钢丝输送带、整芯输送带、全棉输送带和尼龙输送带等，主要应用于煤炭、电力、港口、钢铁和水泥等领域。目前公司拥有 2400 万 m<sup>2</sup> 输送带生产能力，行业排名第 2，市场占有率为 10% 左右。

目前公司尽管由于短期原材料价格上涨，毛利率有所下降，但其生产、管理和销售等各方面情况都处于良好状态，正在正确的发展道路上前进。未来随着原材料价格的回落，以及出口输送带市场的可能超预期快速增长，我们预计 2010-2012 年的 EPS 将分别达到 1.06 元/股、1.46 元/股和 2.07 元/股，对应的 PE 分别为 32.27 倍、23.42 倍和 16.56 倍，我们维持中性评级。

## 整体规模和收入快速增长，但毛利率有所下降

### 公司整体规模和收入快速增长

目前公司销售和生产情况良好，我们预计今年有望销售各类输送带产品 2600 万 m<sup>2</sup> 左右，销售收入将达到 8 亿元左右，同比增长 25% 以上。

### 毛利率有所下降

由于原材料价格持续上涨，尤其是天然橡胶价格由 2009 年 11 月的 18000 元-19000 元/吨一路上涨到现在的 23000 元-24000 元/吨，涨幅高达 30%。因此公司一季度毛利率同比下降了 6 个百分点左右，比去年全年下降 5.5 个百分点。不过随着国内外天然橡胶市场供应量的逐渐恢复，天然橡胶价格有望在下半年出现回落，此外其他原材料价格，如合成橡胶、钢丝等价格已从年初的高位回落。同时公司也努力通过配方的改进，降低天然橡胶使用比例以降低成本。因此，我们判断公司下半年的毛利率将有所恢复，达到 20% 左右。

## 特色产品管状输送带和 MT668 输送带快速增长

### 公司特色产品管状输送处于国内领先地位，正加速替代进口产品

目前国内管状输送带市场 70% 左右的产品依赖进口，剩余市场的 60%-70% 由公司产品占据。一季度该产品新增订单已有 2000 多万元，预计 2010 年该产品收入将增长 80%-90%，有望贡献 8000 万元左右的销售收入，由于该产品毛利率超过 50%，因此该产品将为公司贡献 4000 万元以上的毛利。

### MT668 煤矿井下钢丝阻燃输送带，目前订单状况良好

我们预计 MT668 输送带 2010 年的收入将增长 30%-50%，有望贡献 6000 万元左右的销售收入，该产品毛利率一般在 30% 左右，高于其他普通高强力输送带，将为公司贡献 1800 万元左右的毛利。

## 募集资金项目和超募资金项目进展快速

到 2011 年，随着募集资金项目和超募资金项目的相继投产，公司将形成 4100 万 m<sup>2</sup> 的各类输送带生产能力，成为国内最大的输送带生产企业，进入世界级输送带企业行列。

### 募集资金项目有望在 2011 年全部投产

目前公司募集资金项目进展顺利，有望在 2010 年下半年率先投产一条 300 万 m<sup>2</sup> 生产线，2011 年下半年剩下的 800 万 m<sup>2</sup> 将全部投产。

### 超募资金项目见效快

目前公司为满足市场需求，正利用超募资金建设 2 条整芯输送带生产线，共计 600 万 m<sup>2</sup>，并有望在 2010 年年底投产。整芯输送带产品（即 PVC、PVG 阻燃输送带）具有投资少，2 条生产线总投资 4100 万元左右；见效快，6 个月即可投产；市场需求量大，主要用于煤矿井下支巷道的阻燃输送；毛利率（20% 左右）一般的特点。

### 国际市场将为公司打开更为广阔的天空

今年 1-4 月份公司产品出口的比例已经上升 35% 左右，回复到经济危机前的水平，预计今年公司外销的比例将在 35%-40% 左右。

目前公司正在加速进入国际矿业巨头的全球采购体系，预计 2010 年或 2011 年就将有所突破，届时公司的销售规模将超出市场预期。

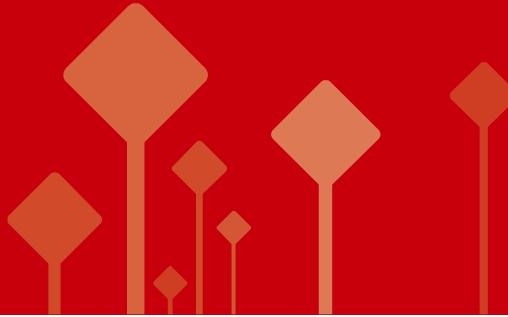
随着全球输送带产业加速向中国转移，中国输送带产品与国际产品的差距不断缩小，国际矿业巨头也在加大在国内采购力度，未来中国有望成为全球输送带的最主要产品输出国，公司也将成为其中的领军者。

盈利预测

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元				
		2008	2009	2010E	2011E	2012E			2008	2009	2010E	2011E	2012E			
<b>流动资产</b>		398	439	942	1032	1247	<b>营业收入</b>		695	627	786	1005	1307			
现金		117	115	583	600	666	营业成本		584	482	603	768	980			
应收账款		153	165	207	264	344	营业税金及附加		2	3	3	4	5			
其他应收款		4	11	13	17	22	营业费用		27	30	38	48	65			
预付账款		16	23	29	37	49	管理费用		31	33	43	55	72			
存货		101	118	100	100	150	财务费用		16	9	1	-5	-6			
其他流动资产		7	8	10	13	17	资产减值损失		2	2	2	2	3			
<b>非流动资产</b>		182	171	232	300	305	公允价值变动收益		0	0	0	0	0			
长期投资		0	0	0	0	0	投资净收益		0	0	0	0	0			
固定资产		145	146	191	249	264	<b>营业利润</b>		34	68	95	132	188			
无形资产		18	17	17	17	17	营业外收入		13	8	8	8	8			
其他非流动资产		19	7	23	33	23	营业外支出		2	1	2	2	2			
<b>资产总计</b>		580	610	1173	1331	1552	<b>利润总额</b>		45	75	102	138	194			
<b>流动负债</b>		304	260	297	337	392	所得税		4	10	15	21	29			
短期借款		126	100	100	100	100	<b>净利润</b>		41	65	86	118	165			
应付账款		72	86	107	137	178	少数股东损益		4	3	3	3	3			
其他流动负债		106	74	90	100	114	归属母公司净利润		37	61	83	114	161			
<b>非流动负债</b>		40	30	10	10	10	EBITDA		50	85	105	139	196			
长期借款		40	30	10	10	10	EPS(元)		0.64	0.78	1.06	1.46	2.07			
其他非流动负债		0	0	0	0	0										
<b>负债合计</b>		344	290	307	347	402										
少数股东权益		12	15	19	22	26										
股本		58	78	78	78	78										
资本公积		26	26	486	486	486										
留存收益		140	201	284	398	560										
归属母公司股东权益		224	305	848	962	1123										
<b>负债和股东权益</b>		580	610	1173	1331	1552										
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					<b>主要财务比率</b>									
		2008	2009	2010E	2011E	2012E			2008	2009	2010E	2011E	2012E			
<b>经营活动现金流</b>		43	19	99	93	79	<b>成长能力</b>									
净利润		41	65	86	118	165	营业收入		26.9%	-9.9%	25.3%	27.9%	30.0%			
折旧摊销		0	7	9	12	15	营业利润		-12.9%	103.2%	38.8%	38.8%	42.2%			
财务费用		16	9	1	-5	-6	归属于母公司净利润		-4.7%	63.7%	35.3%	37.8%	41.4%			
投资损失		-0	-0	-0	-0	-0	<b>获利能力</b>									
营运资金变动		0	-62	2	-32	-94	毛利率(%)		16.1%	23.2%	23.2%	23.5%	25.0%			
其他经营现金流		-14	-0	0	0	0	净利润率(%)		5.4%	9.8%	10.5%	11.4%	12.4%			
<b>投资活动现金流</b>		-28	4	-70	-80	-20	ROE(%)		16.7%	20.1%	9.8%	11.9%	14.4%			
资本支出		28	-4	70	80	20	ROIC(%)		16.3%	20.0%	21.0%	22.0%	26.2%			
长期投资		0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>									
其他投资现金流		0	0	0	0	0	资产负债率(%)		59.4%	47.5%	26.2%	26.1%	25.9%			
<b>筹资活动现金流</b>		-2	-25	439	5	6	净负债比率(%)		48.29%	44.85%	35.85%	31.69%	27.34%			
短期借款		21	-26	0	0	0	流动比率		1.31	1.69	3.17	3.06	3.18			
长期借款		0	-10	-20	0	0	速动比率		0.97	1.24	2.84	2.76	2.80			
普通股增加		0	20	0	0	0	<b>营运能力</b>									
资本公积增加		0	0	460	0	0	总资产周转率		1.32	1.05	0.88	0.80	0.91			
其他筹资现金流		-23	-9	-1	5	6	应收账款周转率		5	4	4	4	4			
现金净增加额		13	-2	468	18	66	应付账款周转率		8.80	6.10	6.26	6.29	6.21			
							<b>每股指标(元)</b>									
							每股收益(最新摊薄)		0.48	0.78	1.06	1.46	2.07			
							每股经营现金流(最新摊薄)		0.55	0.24	1.27	1.19	1.02			
							每股净资产(最新摊薄)		2.87	3.91	10.87	12.33	14.40			
							<b>估值比率</b>									
							P/E		71.49	43.66	32.27	23.42	16.56			
							P/B		11.95	8.77	3.15	2.78	2.38			
							EV/EBITDA		55	32	26	20	14			

数据来源：华泰联合证券研究所。





#### 华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 10%-20%
中 性	股价相对基准波动在±10% 之间
减 持	股价弱于基准 10%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

#### 免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码：518048  
电 话：86 755 8249 3932  
传 真：86 755 8249 2062  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电 话：86 21 5010 6028  
传 真：86 21 6849 8501  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)