

## 双箭股份 (002381)

## 最差的时候或将过去

## —2010年三季报点评

中性/ 维持评级

股价 : RMB36.14

## 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

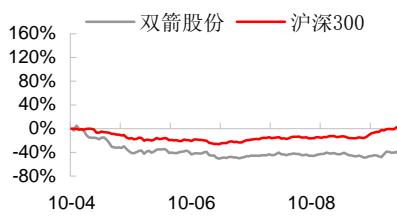
- 双箭股份公布 2010 年三季报： 2010 年前三季度公司营业收入 5.82 亿元，同比增长 33.23%，净利润 3115.79 万元，同比下降 29.00%。其中 Q3 营业收入 1.93 亿元，同比增长 23.93%，净利润 757.20 元，同比大幅下降 58.84%。Q3 综合毛利率 14.61%，同比下降 9.15 个百分点，环比下降 4.00 个百分点。前三季度 EPS 为 0.40 元， Q3EPS 为 0.10 元，低于市场预期。
- 从公司 2010 年前三季度的经营状况来看，整体业务规模的增长基本符合我们此前的预期。造成业绩下降和低于预期的主要原因是：主要原材料的市场价格大幅度上涨，导致公司的毛利空间被大幅度压缩。
- 其中主要原材料天然橡胶的市场价格已由 2009 年四季度初的 16000 元/吨左右，上涨至 2010 年三季度末的 26000 元/吨以上，涨幅高达 60% 以上，目前更是突破了 30000 元/吨，价格几近翻番，创历史新高。丁苯橡胶的价格近一年也上涨了 40% 以上，特别是 2010 年 Q3 ，丁苯橡胶的价格由季度初的 15000 元/左右，上涨到季度末的 18600 元/吨，单季涨幅度接近 25%，目前价格已经突破 20000 元/吨。
- 我们认为， 2010 年 Q4 应该是公司的业绩和毛利率低点，未来公司业绩将出现环比增长。 1 、随着 2011 年和 2012 年公司募集资金项目的相继投产，公司市场销售规模将进一步提升，到 2012 年公司将增加 1700 万平米输送带生产能力，输送带总产能将达到 4100 万平米。 2 、天然橡胶的市场价格已在历史高位，再出现大幅度上涨的可能性较小，假设原材料价格仍保持在高位，公司输送带产品将会实现部分的价格向下传导，毛利率水平将有所回升。 3 、随着公司产品结构的变化，特别是管状输送带和 MT668 输送带等高毛利率产品比重的不断提高，公司的毛利率也将有所提升。
- 由于公司原材料价格的快速上涨，毛利率出现了较大幅度的下降，因此我们将公司 2010-2012 年的 EPS 分别下调至 0.49 元/股、 0.84 元/股和 1.01 元/股，继续维持“中性”评级。
- 主要风险：原材料价格继续大幅度上涨，由于市场竞争激烈产品价格仍无法向下有效传导，募集资金项目不能顺利投产。

## 相关研究

## 基础数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 总股本 ( 百万股 )      | 78.00 |
| 流通 A 股 ( 百万股 )   | 20.00 |
| 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 ) | 722.8 |

## 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 | 20101-3Q | 2010E | 2011E  | 2012E  |
|---------------|-------|----------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 626.9 | 581.7    | 785.7 | 1080.7 | 1244.9 |
| (+/-%)        | -9.9  | 33.2     | 25.3  | 37.5   | 15.2   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 61.1  | 31.2     | 38.3  | 65.2   | 78.5   |
| (+/-%)        | 63.3  | -29.0    | -37.5 | 70.3   | 20.5   |
| EPS(元)        | 0.78  | 0.40     | 0.49  | 0.84   | 1.01   |
| P/E(倍)        | 45.0  | 88.3     | 73.68 | 43.27  | 35.90  |

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 业绩低于市场预期

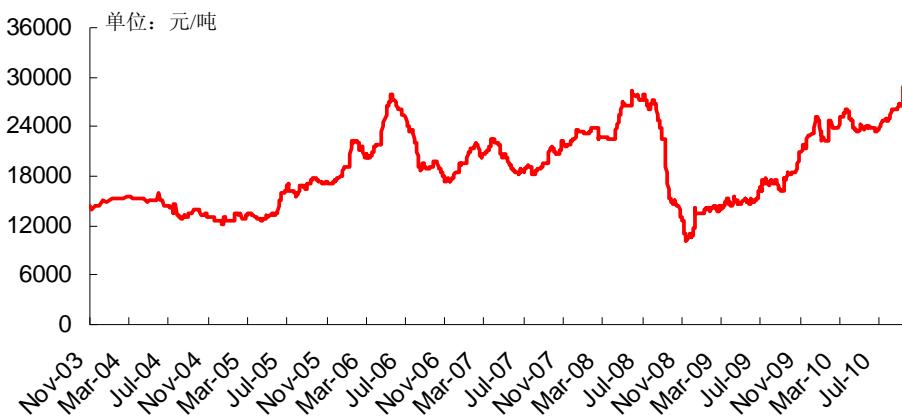
双箭股份公布 2010 年三季报：2010 年前三季度公司营业收入 5.82 亿元，同比增长 33.23%，净利润 3115.79 万元，同比下降 29.00%。其中 Q3 营业收入 1.93 亿元，同比增长 23.93%，净利润 757.20 元，同比大幅下降 58.84%。Q3 综合毛利率 14.61%，同比下降 9.15 个百分点，环比下降 4.00 个百分点。前三季度 EPS 为 0.40 元，Q3EPS 为 0.10 元，低于市场预期。

由于公司原材料价格的快速上涨，毛利率出现了较大幅度的下降，因此我们将公司 2010-2012 年的 EPS 分别下调至 0.49 元/股、0.84 元/股和 1.01 元/股，继续维持“中性”评级。

## 主要原材料价格上涨导致公司业绩和毛利率下降

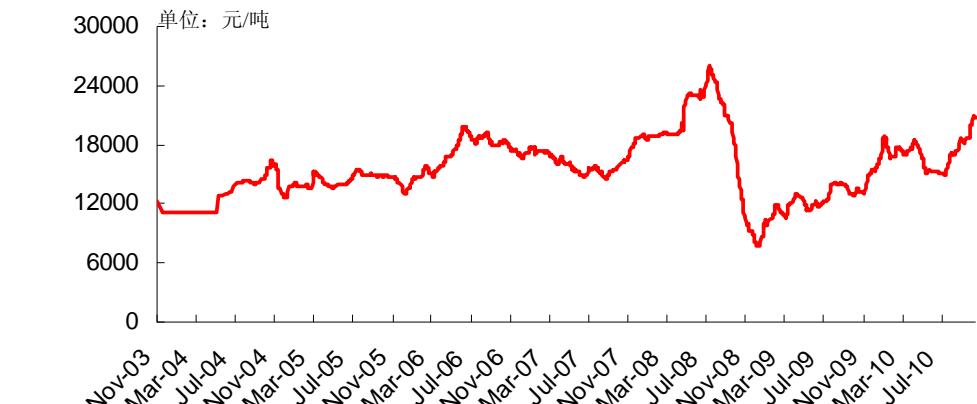
从公司 2010 年前三季度的经营状况来看，整体业务规模的增长基本符合我们此前的预期，造成业绩下降和低于预期的主要原因是：主要原材料的市场价格大幅度上涨，导致公司的毛利空间被大幅度压缩。其中主要原材料天然橡胶的市场价格已由 2009 年四季度初的 16000 元/吨左右，上涨至 2010 年三季度末的 26000 元/吨以上，涨幅度高达 60% 以上，目前更是突破了 30000 元/吨，价格几近翻番，创历史新高。丁苯橡胶的价格近一年也上涨了 40% 以上，特别是 2010 年 Q3，丁苯橡胶的价格由季度初的 15000 元/吨左右，上涨到季度末的 18600 元/吨，单季上涨幅度接近 25%，目前价格已经突破 20000 元/吨。

图 1：天然橡胶市场价格走势



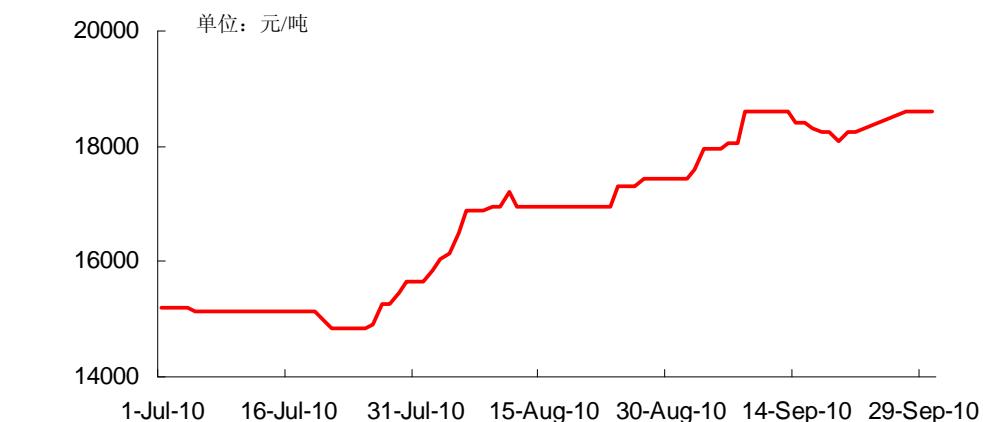
资料来源：中国化工在线

图 2：丁苯橡胶市场价格走势



资料来源：中国化工在线

图 3：2010 年三季度丁苯橡胶价格大幅度上涨



资料来源：中国化工在线

## 业绩低点或将到来，未来增长可期

我们认为，2010 年 Q4 应该是公司的业绩和毛利率低点，未来公司业绩将出现环比增长。

1、随着 2011 年和 2012 年公司募集资金项目的相继投产，公司市场销售规模将进一步提升，到 2012 年公司将增加 1700 万平方米输送带生产能力，输送带总产能将达到 4100 万平方米。

2、天然橡胶的市场价格已在历史高位，再出现大幅度上涨的可能性较小，假设原材料价格仍保持在高位，公司输送带产品将会实现部分的价格向下传导，毛利率水平将有所回升。

3、随着公司产品结构的变化，特别是管状输送带和 MT668 输送带等高毛利率产品比重的不断提高，公司的毛利率也将有所提升。

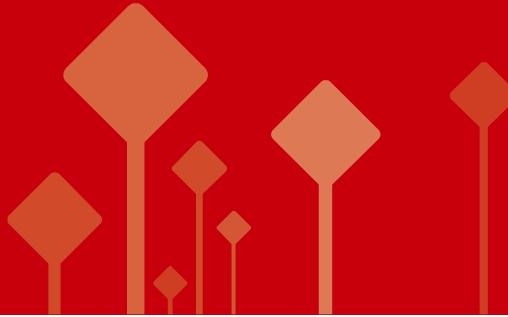
## 主要风险

- 1、原材料价格继续大幅度上涨
- 2、由于市场竞争激烈产品价格仍无法向下有效传导
- 3、募集资金项目不能顺利投产

## 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  | 897   | 952   | 1059  | <b>营业收入</b>    |  | 695    | 627    | 786    | 1081   | 1245   |  |  |  |
| 现金             |  | 117    | 115  | 538   | 496   | 498   | 营业成本           |  | 584    | 482    | 655    | 892    | 1020   |  |  |  |
| 应收账款           |  | 153    | 165  | 207   | 284   | 327   | 营业税金及附加        |  | 2      | 3      | 3      | 5      | 5      |  |  |  |
| 其他应收款          |  | 4      | 11   | 13    | 18    | 21    | 营业费用           |  | 27     | 30     | 38     | 52     | 62     |  |  |  |
| 预付账款           |  | 16     | 23   | 29    | 40    | 46    | 管理费用           |  | 31     | 33     | 43     | 59     | 68     |  |  |  |
| 存货             |  | 101    | 118  | 100   | 100   | 150   | 财务费用           |  | 16     | 9      | 2      | -3     | -3     |  |  |  |
| 其他流动资产         |  | 7      | 8    | 10    | 14    | 16    | 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     | 43     | 74     | 90     |  |  |  |
| 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  | 1129  | 1252  | 1364  | <b>利润总额</b>    |  | 45     | 75     | 49     | 81     | 96     |  |  |  |
| <b>流动负债</b>    |  | 304    | 260  | 297   | 351   | 381   | 所得税            |  | 4      | 10     | 7      | 12     | 14     |  |  |  |
| 短期借款           |  | 126    | 100  | 100   | 100   | 100   | <b>净利润</b>     |  | 41     | 65     | 42     | 69     | 82     |  |  |  |
| 应付账款           |  | 72     | 86   | 107   | 148   | 170   | 少数股东损益         |  | 4      | 3      | 3      | 3      | 3      |  |  |  |
| 其他流动负债         |  | 106    | 74   | 90    | 103   | 111   | 归属母公司净利润       |  | 37     | 61     | 38     | 65     | 79     |  |  |  |
| <b>非流动负债</b>   |  | 40     | 30   | 10    | 10    | 10    | EBITDA         |  | 50     | 85     | 53     | 83     | 102    |  |  |  |
| 长期借款           |  | 40     | 30   | 10    | 10    | 10    | EPS(元)         |  | 0.64   | 0.78   | 0.49   | 0.84   | 1.01   |  |  |  |
| 其他非流动负债        |  | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| <b>负债合计</b>    |  | 344    | 290  | 307   | 361   | 391   |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 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  | 239   | 305   | 383   |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 归属母公司股东权益      |  | 224    | 305  | 803   | 868   | 947   |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| <b>负债和股东权益</b> |  | 580    | 610  | 1129  | 1252  | 1364  |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| <b>现金流量表</b>   |  |        |      |       |       |       |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 单位:百万元         |  |        |      |       |       |       |                |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
|                |  | 2008   | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |                |  | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |  |  |  |
| <b>经营活动现金流</b> |  | 43     | 19   | 55    | 34    | 20    | <b>盈利能力</b>    |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 净利润            |  | 41     | 65   | 42    | 69    | 82    | 毛利率(%)         |  | 16.1%  | 23.2%  | 16.6%  | 17.5%  | 18.1%  |  |  |  |
| 折旧摊销           |  | 0      | 7    | 9     | 12    | 15    | 净利润率(%)        |  | 5.4%   | 9.8%   | 4.9%   | 6.0%   | 6.3%   |  |  |  |
| 财务费用           |  | 16     | 9    | 2     | -3    | -3    | ROE(%)         |  | 16.7%  | 20.1%  | 4.8%   | 7.5%   | 8.3%   |  |  |  |
| 投资损失           |  | -0     | -0   | -0    | -0    | -0    | ROIC(%)        |  | 16.3%  | 20.0%  | 9.6%   | 12.0%  | 12.7%  |  |  |  |
| 营运资金变动         |  | 0      | -62  | 2     | -43   | -74   | <b>偿债能力</b>    |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 其他经营现金流        |  | -14    | -0   | 0     | 0     | 0     | 资产负债率(%)       |  | 59.4%  | 47.5%  | 27.2%  | 28.8%  | 28.7%  |  |  |  |
| <b>投资活动现金流</b> |  | -28    | 4    | -70   | -80   | -20   | 净负债比率(%)       |  | 48.29% | 44.85% | 35.85% | 30.48% | 28.13% |  |  |  |
| 资本支出           |  | 28     | -4   | 70    | 80    | 20    | 流动比率           |  | 1.31   | 1.69   | 3.02   | 2.71   | 2.78   |  |  |  |
| 长期投资           |  | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | 速动比率           |  | 0.97   | 1.24   | 2.68   | 2.43   | 2.38   |  |  |  |
| 其他投资现金流        |  | 0      | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>营运能力</b>    |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b> |  | -2     | -25  | 438   | 3     | 3     | 总资产周转率         |  | 1.32   | 1.05   | 0.90   | 0.91   | 0.95   |  |  |  |
| 短期借款           |  | 21     | -26  | 0     | 0     | 0     | 应收账款周转率        |  | 5      | 4      | 4      | 4      | 4      |  |  |  |
| 长期借款           |  | 0      | -10  | -20   | 0     | 0     | 应付账款周转率        |  | 8.80   | 6.10   | 6.79   | 7.00   | 6.42   |  |  |  |
| 普通股增加          |  | 0      | 20   | 0     | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b> |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
| 资本公积金增加        |  | 0      | 0    | 460   | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     |  | 0.48   | 0.78   | 0.49   | 0.84   | 1.01   |  |  |  |
| 其他筹资现金流        |  | -23    | -9   | -2    | 3     | 3     | 每股经营现金流(最新摊薄)  |  | 0.55   | 0.24   | 0.70   | 0.44   | 0.25   |  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>  |  | 13     | -2   | 423   | -42   | 3     | 每股净资产(最新摊薄)    |  | 2.87   | 3.91   | 10.30  | 11.13  | 12.14  |  |  |  |
|                |  |        |      |       |       |       | <b>估值比率</b>    |  |        |        |        |        |        |  |  |  |
|                |  |        |      |       |       |       | P/E            |  | 75.37  | 46.03  | 73.68  | 43.27  | 35.90  |  |  |  |
|                |  |        |      |       |       |       | P/B            |  | 12.60  | 9.24   | 3.51   | 3.25   | 2.98   |  |  |  |
|                |  |        |      |       |       |       | EV/EBITDA      |  | 58     | 34     | 54     | 35     | 28     |  |  |  |

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

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 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