

2010-10-26

石油、化学、塑胶、塑料/橡胶板、管、带制造业

公司研究 / 更新报告

## 双箭股份 (002381)

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@lhqz.com

## 联系人

邵沙铎

021-50106019 shaosk@lhqz.com

## 最差的时候或将过去

—2010 年三季度点评

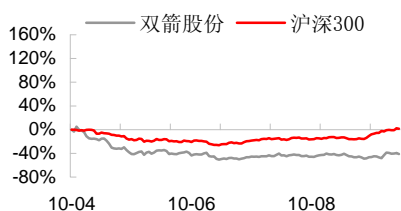
- 双箭股份公布 2010 年三季度报：2010 年前三季度公司营业收入 5.82 亿元，同比增长 33.23%，净利润 3115.79 万元，同比下降 29.00%。其中 Q3 营业收入 1.93 亿元，同比增长 23.93%，净利润 757.20 元，同比大幅下降 58.84%。Q3 综合毛利率 14.61%，同比下降 9.15 个百分点，环比下降 4.00 个百分点。前三季度 EPS 为 0.40 元，Q3EPS 为 0.10 元，低于市场预期。
- 从公司 2010 年前三季度的经营状况来看，整体业务规模的增长基本符合我们此前的预期。造成业绩下降和低于预期的主要原因是：主要原材料的市场价格大幅度上涨，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，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/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。
- 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。
- 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

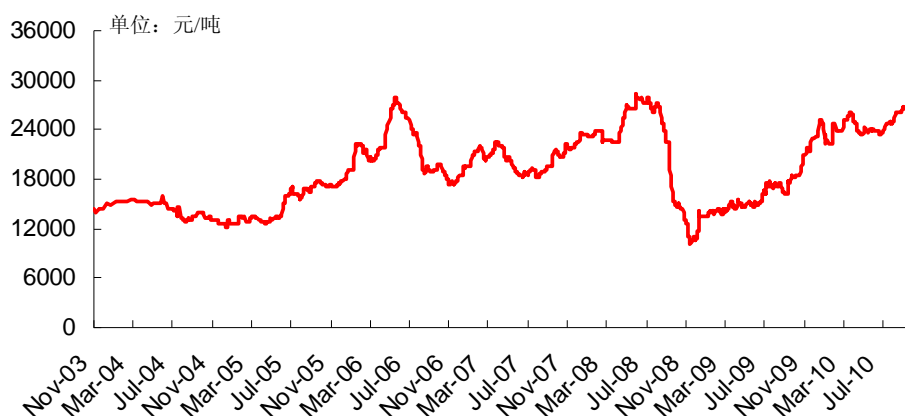
双箭股份公布 2010 年三季报：2010 年前三季度公司营业收入 5.82 亿元，同比增长 33.23%，净利润 3115.79 万元，同比下降 29.00%。其中 Q3 营业收入 1.93 亿元，同比增长 23.93%，净利润 757.20 元，同比大幅下降 58.84%。Q3 综合毛利率 14.61%，同比下降 9.15 个百分点，环比下降 4.00 个百分点。前三季度 EPS 为 0.40 元，Q3EPS 为 0.10 元，低于市场预期。

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。

## 主要原材料价格大幅度上涨导致公司业绩和毛利率下降

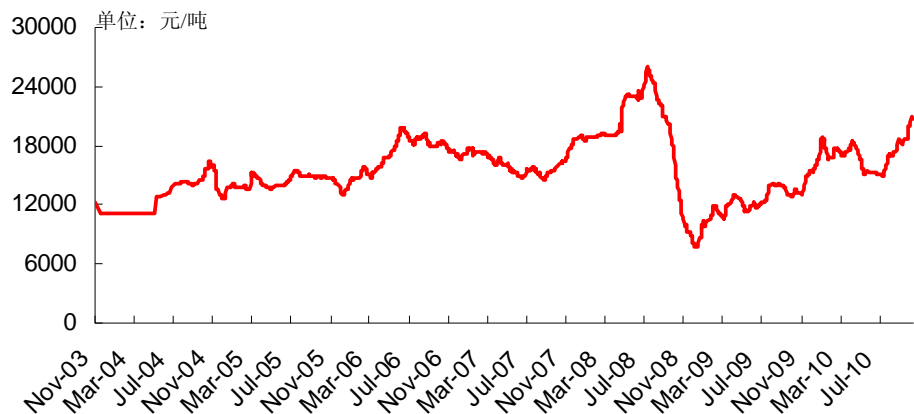
从公司 2010 年前三季度的经营状况来看，整体业务规模的增长基本符合我们此前的预期，造成业绩下降和低于预期的主要原因是：主要原材料的市场价格大幅度上涨，导致公司的毛利空间被大幅度压缩。其中主要原材料天然橡胶的市场价格已由 2009 年四季度初的 16000 元/吨左右，上涨至 2010 年三季度末的 26000 元/吨以上，上涨幅度高达 60%以上，目前更是突破了 30000 元/吨，价格几近翻番，创历史新高。丁苯橡胶的价格近一年也上涨了 40%以上，特别是 2010 年 Q3，丁苯橡胶的价格由季度初的 15000 元/左右，上涨到季度末的 18600 元/吨，单季上涨幅度接近 25%，目前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

图 1：天然橡胶市场价格走势



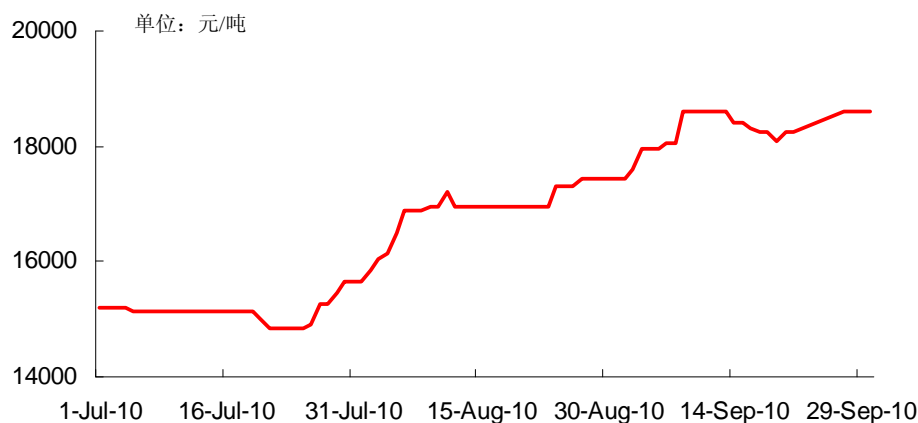
资料来源：中国化工在线

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						利润表					
单位: 百万元						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	<b>归属母公司净利润</b>	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	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	12	15	19	22	26		2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本	58	78	78	78	78	<b>成长能力</b>					
资本公积	26	26	486	486	486	营业收入	26.9%	-9.9%	25.3%	37.5%	15.2%
留存收益	140	201	239	305	383	营业利润	-12.9%	103.2%	-37.8%	74.3%	21.2%
归属母公司股东权益	224	305	803	868	947	归属于母公司净利润	-4.7%	63.7%	-37.5%	70.3%	20.5%
<b>负债和股东权益</b>	580	610	1129	1252	1364	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	16.1%	23.2%	16.6%	17.5%	18.1%
<b>现金流量表</b>						净利率(%)	5.4%	9.8%	4.9%	6.0%	6.3%
						ROE(%)	16.7%	20.1%	4.8%	7.5%	8.3%
						ROIC(%)	16.3%	20.0%	9.6%	12.0%	12.7%
<b>经营活动现金流</b>	43	19	55	34	20	<b>偿债能力</b>					
净利润	41	65	42	69	82	资产负债率(%)	59.4%	47.5%	27.2%	28.8%	28.7%
折旧摊销	0	7	9	12	15	净负债比率(%)	48.29%	44.85%	35.85%	30.48%	28.13%
财务费用	16	9	2	-3	-3	流动比率	1.31	1.69	3.02	2.71	2.78
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0	速动比率	0.97	1.24	2.68	2.43	2.38
营运资金变动	0	-62	2	-43	-74	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	-14	-0	0	0	0	总资产周转率	1.32	1.05	0.90	0.91	0.95
<b>投资活动现金流</b>	-28	4	-70	-80	-20	应收账款周转率	5	4	4	4	4
资本支出	28	-4	70	80	20	应付账款周转率	8.80	6.10	6.79	7.00	6.42
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
其他投资现金流	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.78	0.49	0.84	1.01
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-25	438	3	3	每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.24	0.70	0.44	0.25
短期借款	21	-26	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.91	10.30	11.13	12.14
长期借款	0	-10	-20	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	20	0	0	0	P/E	75.37	46.03	73.68	43.27	35.90
资本公积增加	0	0	460	0	0	P/B	12.60	9.24	3.51	3.25	2.98
其他筹资现金流	-23	-9	-2	3	3	EV/EBITDA	58	34	54	35	28
<b>现金净增加额</b>	13	-2	423	-42	3						

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  $\pm 10\%$  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

#### 免责声明

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