

双象股份 (002395.SZ)

收到拆迁款加速重庆超纤项目建设, 看好公司 PMMA 产业链一体化发展

事件: 公司公告收到无锡市新吴区鸿山街道征收安置科支付的首期拆迁征收补偿款人民币 24,150.00 万元。

收到首期拆迁补偿款, 加速推进重庆超纤项目: 公司于 2019 年 8 月公告与重庆长寿经开区签订投资协议, 建设“年产 3000 万米超纤革及聚氨酯树脂项目”, 总投资约 8 亿元人民币, 完成达产后预计可实现销售收入约 18 亿元。人造革业务是公司上市以来的传统主业, 在环保趋严及消费升级的趋势下超纤革还将继续替代真皮、PVC 人造革、PU 合成革等, 未来在国内还有较大的发展空间。公司无锡基地由于被纳入无锡市拆迁征收范围, 且能源、人工成本较高, 因此发展面临瓶颈, 公司于 2020 年 6 月公告无锡基地拆迁预计将获得补偿款 6.04 亿元, 此次收到的首笔补偿款占补偿款总额的 40%, 将有利于更快推进重庆超纤项目的早日建成投产。与现有超纤项目相比, 该项目具有规划起点较高、产品定位高端、设备工艺先进、生产线高度智能化、绿色环保节能等特点, 同时公司将充分利用当地能源优势、供应链优势、区位优势等, 项目建成后将有利于公司超纤产品综合竞争力的提升, 向高端化迈进。

高端需求持续增长, PMMA 进口替代空间大: PMMA 凭借优良的光学特性, 广泛应用于液晶显示器导光板、LED 照明、光导纤维、汽车仪表盘、汽车座舱玻璃等领域, 市场需求量大且增长迅速, 目前全球 60~70% 的市场被三菱、住友及奇美三家海外化工巨头所占据。近年来随着液晶显示、5G、LED、新能源汽车等下游领域的快速发展, 国内高端光学级 PMMA 需求量持续增长。公司是国内第一家实现规模化生产光学级 PMMA 的内资企业, 同时公司积极向下游延伸建设 PMMA 光学级板材项目。

MMA 全球供应呈寡头垄断格局, 原料自给有望推动公司加速发展: MMA 是一种重要的有机化工原料, 2018 年全球消费达到 365 万吨, 下游主要用于生产 PMMA、油漆涂料、ACR、特种酯等产品。由于技术水平、设备、工艺等要求较高, MMA 与 MDI 格局类似, 全球市场长期被日本三菱、赢创德固赛、陶氏、住友等少数几家龙头企业垄断。MMA 是 PMMA 最主要的原材料, 公司此前采购自其它企业, 但由于供应数量有限, 无法满足公司两条生产线的原材料供应, 因此公司第二条 PMMA 产线建成后因原材料供应不足无法实现正常生产。重庆奕翔是公司控股股东双象集团的全资子公司, 于重庆规划 MMA 产能 45 万吨/年, 其中一期 22.5 万吨已经实现量产, 成为目前国内 MMA 最大供应企业, 能够保证持续向苏州双象供应原材料, 解决公司原材料受制于人的难题。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020~2022 年的归母净利润为 0.51、1.04 和 1.91 亿元, 对应三年 PE 为 101、49 和 27 倍。我们看好公司基于控股股东 MMA 原料优势, 围绕 PMMA 产业链的持续延伸, 形成 PMMA+超纤两大战略性新兴新材料产业双轮驱动, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料 MMA 新增产能大幅增加风险、能源成本大幅上升的风险、人才流失风险、市场竞争加剧导致产品价格下降。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,396	1,417	1,445	1,878	2,630
增长率 yoy (%)	9.6	1.5	2.0	30.0	40.0
归母净利润(百万元)	22	30	51	104	191
增长率 yoy (%)	69.9	36.2	66.9	105.9	84.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.08	0.11	0.19	0.39	0.71
净资产收益率(%)	4.2	3.6	8.1	14.4	19.8
P/E(倍)	229.5	168.5	101.0	49.0	26.7
P/B(倍)	5.9	6.0	5.7	5.2	4.4

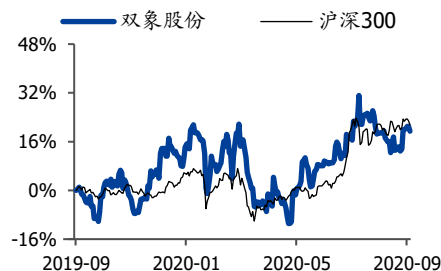
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	塑料
前次评级	买入
最新收盘价	19.03
总市值(百万元)	5,104.02
总股本(百万股)	268.21
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	1.16

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com

相关研究

1、《双象股份(002395.SZ): 立足原料优势, 看好公司 PMMA 产业链一体化布局》2019-12-15



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	795	868	952	1230	1485	营业收入	1396	1417	1445	1878	2630
现金	257	223	386	272	362	营业成本	1245	1262	1257	1578	2156
应收票据及应收账款	166	129	172	220	329	营业税金及附加	6	6	6	7	11
其他应收款	4	0	4	2	7	营业费用	15	20	18	23	33
预付账款	19	114	21	154	91	管理费用	37	40	33	38	53
存货	342	373	340	555	668	研发费用	48	49	45	56	79
其他流动资产	7	29	29	29	29	财务费用	-5	-1	-2	-2	2
非流动资产	508	460	425	489	615	资产减值损失	10	-2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	4	4	0	0	0
固定资产	343	319	288	348	467	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	68	64	60	56	52	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	97	77	78	85	96	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1303	1328	1377	1719	2100	营业利润	43	34	88	178	295
流动负债	433	453	428	636	777	营业外收入	0	0	1	0	0
短期借款	68	58	58	58	78	营业外支出	2	1	2	1	1
应付票据及应付账款	296	307	294	460	570	利润总额	42	33	87	177	294
其他流动负债	69	88	76	117	128	所得税	6	3	12	24	37
非流动负债	12	22	22	22	22	净利润	36	30	75	153	257
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	14	0	24	49	66
其他非流动负债	12	22	22	22	22	归属母公司净利润	22	30	51	104	191
负债合计	445	476	450	658	799	EBITDA	82	84	123	219	355
少数股东权益	0	0	24	73	139	EPS (元)	0.08	0.11	0.19	0.39	0.71
股本	179	179	268	268	268						
资本公积	427	427	338	338	338						
留存收益	252	246	283	356	443						
归属母公司股东权益	858	852	903	988	1162						
负债和股东权益	1303	1328	1377	1719	2100						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	137	19	167	15	282
净利润	36	30	75	153	257
折旧摊销	44	54	41	48	66
财务费用	-5	-1	-2	-2	2
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	50	-74	53	-185	-44
其他经营现金流	13	9	0	0	0
投资活动现金流	-14	-6	-7	-112	-192
资本支出	14	6	-35	64	126
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-41	-48	-66
筹资活动现金流	-92	-46	2	-17	-20
短期借款	28	-10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	89	0	0
资本公积增加	0	0	-89	0	0
其他筹资现金流	-120	-36	2	-17	-20
现金净增加额	36	-31	163	-114	70

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	9.6	1.5	2.0	30.0	40.0
营业利润(%)	16.1	-21.7	158.9	102.8	66.1
归属于母公司净利润(%)	69.9	36.2	66.9	105.9	84.0
获利能力					
毛利率(%)	10.8	10.9	13.0	16.0	18.0
净利率(%)	1.6	2.1	3.5	5.5	7.3
ROE(%)	4.2	3.6	8.1	14.4	19.8
ROIC(%)	3.5	2.9	7.1	13.8	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.2	35.8	32.7	38.3	38.1
净负债比率(%)	-20.7	-16.9	-33.0	-18.1	-20.1
流动比率	1.8	1.9	2.2	1.9	1.9
速动比率	1.0	0.8	1.3	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	7.4	9.6	9.6	9.6	9.6
应付账款周转率	4.6	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.11	0.19	0.39	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.07	0.62	0.05	1.05
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.18	3.37	3.68	4.33
估值比率					
P/E	229.5	168.5	101.0	49.0	26.7
P/B	5.9	6.0	5.7	5.2	4.4
EV/EBITDA	60.0	58.8	39.4	22.7	14.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com