

# 双箭股份 (002381.SZ)

## 加速提升主业市占率，默默耕耘万亿养老蓝海

公司是国内橡胶输送带龙头企业。目前拥有输送带产能 6000 万平（其中 1000 万平在建），橡胶输送带广泛应用于下游煤炭、电力、钢铁、水泥、港口等行业中。公司的传送带产品主要分为钢丝绳和织物带两大类，同时根据不同客户的需求，公司在普通产品基础上研发出了耐高温、管状、节能等高端产品，多项产品获得国家知识产权局发明和实用新型专利。

**输送带属于易耗品，下游五大产业需求刚性。**橡胶输送带下游主要包括五大应用：煤炭、电力、钢铁、水泥、港口。这些国家经济支柱产业巨大的产量为我国输送带行业奠定了强大的存量更换需求基础。并且，煤炭、钢铁、水泥行业受 2016 年以来供给侧改革带来的行业利好，行业格局有所改善，目前处于恢复增长趋势。公司的客户较为平均，五大下游均有涉及。

**行业格局改善，产品结构调整保障公司持续增长。**15-16 年行业受下游受供给侧改革影响，需求下降，加剧了本行业内的竞争，行业内企业价格战导致收入下降，利润的大幅缩减。16 年后，随着本行业的供给侧改革，一些不符合环保规划的小企业产能出清，公司作为行业龙头业绩提升明显。同时公司持续投入研发开展特殊用途的高端产品，如管状带，长距离输送带、耐高温、芳纶带等高毛利产品，高端产品为公司带来全球的市场及强竞争力，目前公司高端产品比重已超过 70%。公司通过高端产品已经打开澳洲、南美等重型运输需求较大的海外市场，将业务扩展至海外。高端产品为公司持续产能扩张提升市占率打下基础，公司目前国内市占率 10% 左右，未来通过产能扩张及产品高端化有望大幅提升市占率。

**探索养老产业新模式，默默耕耘终将迎来爆发。**公司在 2012 年涉足养老产业，目前有 6 家机构，共 1100 个床位，其中桐乡 5 家，苏州 1 家。目前养老业务仍处于拓展阶段，受限於目前目标消费人群的消费能力有限，公司养老业务模式尚在探索，目前采取轻资产的“公+民”运营方式，基本实现盈亏平衡。

**投资建议。**预计公司 2019-2021 年收入分别为 14.98/19.09/22.20 亿元，YOY 分别为 10.3%、27.5%、16.3%，净利润分别为 2.47/3.18/3.77 亿元，YOY 分别为 57.7%、28.8%、18.9%，对应的 EPS 分别为 0.60/0.77/0.92 元，当前股价对应的 PE 分别为 13X/10.1X/8.5X。考虑到公司未来两年的成长性，我们认为公司目前估值偏低，首次覆盖给予买入评级。

**风险提示：**上游原材料价格大涨；新产能投放不及预期，海外市场拓展不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,138	1,358	1,498	1,909	2,220
增长率 yoy (%)	6.2	19.4	10.3	27.5	16.3
归母净利润(百万元)	113	156	247	318	377
增长率 yoy (%)	108.7	39.0	57.7	28.8	18.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.27	0.38	0.60	0.77	0.92
净资产收益率(%)	6.1	9.0	13.3	15.1	15.6
P/E(倍)	28.5	20.5	13.0	10.1	8.5
P/B(倍)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	橡胶
最新收盘价	7.91
总市值(百万元)	3,255.54
总股本(百万股)	411.57
其中自由流通股(%)	76.04
30 日日均成交量(百万股)	5.21

#### 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 肖晴

执业证书编号：S0680518030003

邮箱：xiaqing@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,494	1,581	1,866	2,113	2,433
现金	305	311	443	652	647
应收账款	378	419	437	411	575
其他应收款	49	0	54	15	65
预付账款	18	29	22	43	33
存货	252	259	267	392	367
其他流动资产	492	563	642	601	745
<b>非流动资产</b>	580	548	558	606	647
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	350	322	328	378	423
无形资产	26	25	24	22	21
其他非流动资产	204	200	206	205	204
<b>资产总计</b>	2,074	2,129	2,423	2,719	3,080
<b>流动负债</b>	376	421	552	591	630
短期借款	20	0	10	5	8
应付账款	166	170	177	258	171
其他流动负债	190	251	365	328	452
<b>非流动负债</b>	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	<b>378</b>	<b>422</b>	<b>553</b>	<b>592</b>	<b>631</b>
少数股东权益	5	-4	-1	2	6
股本	429	429	429	429	429
资本公积	663	665	665	665	665
留存收益	599	713	813	948	1,129
归属母公司股东收益	1,691	1,711	1,872	2,125	2,443
<b>负债和股东权益</b>	2,074	2,129	2,423	2,719	3,080

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	101	147	242	354	129
净利润	104	153	249	321	381
折旧摊销	57	51	40	47	58
财务费用	8	-13	-7	-12	-15
投资损失	-56	-8	-8	-8	-8
营运资金变动	4	-52	-32	5	-288
其他经营现金流	-16	17	1	1	1
<b>投资活动净现金流</b>	-101	15	-42	-88	-92
资本支出	47	26	10	48	42
长期投资	-160	0	0	0	0
其他投资现金流	-214	41	-32	-40	-51
<b>筹资活动净现金流</b>	-83	-159	-69	-57	-42
短期借款	-108	-20	10	-5	3
长期借款	0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	0	0	0
其他筹资现金流	24	-141	-79	-52	-44
<b>现金净增加额</b>	-90	8	131	209	-5

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,138	1,358	1,498	1,909	2,220
营业成本	904	1,011	1,041	1,305	1,502
营业税金及附加	7	8	7	10	13
营业费用	77	76	75	105	129
管理费用	107	66	75	95	124
财务费用	8	-13	-7	-12	-15
资产减值损失	5	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	-3	-1	-1	-1
投资净收益	56	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	122	183	314	413	473
营业外收入	5	7	11	10	8
营业外支出	3	3	4	4	3
<b>利润总额</b>	125	187	321	419	479
所得税	21	34	72	98	97
<b>净利润</b>	104	153	249	321	381
少数股东收益	-9	-3	2	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	113	156	247	318	377
EBITDA	174	229	350	450	517
EPS (元/股)	0.27	0.38	0.60	0.77	0.92

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	6.2	19.4	10.3	27.5	16.3
营业利润 (%)	198.4	49.5	71.4	31.6	14.7
归属母公司净利润 (%)	108.7	39.0	57.7	28.8	18.9
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	20.5	25.6	30.5	31.6	32.3
净利率 (%)	9.9	11.5	16.5	16.6	17.0
ROE (%)	6.1	9.0	13.3	15.1	15.6
ROIC (%)	5.7	8.5	12.8	14.5	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	18.2	19.8	22.8	21.8	20.5
净负债比率 (%)	-16.8	-18.2	-23.1	-30.4	-26.1
流动比率	4.0	3.8	3.4	3.6	3.9
速动比率	3.3	3.1	2.9	2.9	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.65	0.66	0.74	0.77
应收账款周转率	2.3	3.4	3.5	4.5	4.5
应付账款周转率	4.5	6.0	6.0	6.0	7.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.38	0.60	0.77	0.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.02	0.41	0.59	0.86	0.31
每股净资产 (最新摊薄)	4.11	4.16	4.55	5.16	5.94
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	28.5	20.5	13.0	10.1	8.5
P/B	1.9	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	17.6	13.2	8.3	6.0	5.2

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1、国内橡胶输送带龙头，多元化产业布局.....	5
1.1 橡胶输送带龙头企业.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
2、输送带业务：产品结构升级，行业格局改善.....	7
2.1 调整产品结构，开拓海外市场.....	8
2.2 需求端：供给侧改革成效初显，五大产业奠定存量刚性需求.....	10
2.3 原料端：成本处于历史低位，未来 2-3 年有望延续低成本.....	12
3、养老业务：布局未来巨大的刚需市场.....	14
3.1 我国老龄化趋势加速.....	14
3.2、养老产业面临的机遇与阻碍.....	15
3.3、公司“公+民”轻资产布局养老产业，静待行业爆发.....	17
4、投资建议及风险提示.....	17
4.1 投资建议.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 公司主要产品.....	5
图表 2: 公司 11-18 年收入及增速.....	6
图表 3: 公司 11-18 年归母净利润及增速.....	6
图表 4: 公司 11-18 年销售毛利率及净利率.....	6
图表 5: 公司 19H1 收入构成.....	6
图表 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	7
图表 7: 公司前十大股东（截止 2019 年 Q3 末）.....	7
图表 8: 中国输送带总产量（万平方米）.....	8
图表 9: 国内主要的输送带企业.....	8
图表 10: 公司管状输送带产品.....	9
图表 11: 管状输送带通过翻折实现.....	9
图表 12: 煤山镇南方水泥输送带项目.....	9
图表 13: 我国近年煤炭生产量（万吨）.....	10
图表 14: 煤炭发运量：北方七港（万吨）.....	10
图表 15: 过去十年全国水泥产量及同比增速.....	11
图表 16: 中国历年钢铁产量（万吨）.....	11
图表 17: 我国火电产量及增速（亿千瓦时）.....	12
图表 18: 中国集装箱港口吞吐量（百万 TEU）.....	12
图表 19: 输送带成本构成（2016）.....	12
图表 20: 天然橡胶、主要合成橡胶价格走势.....	13
图表 21: 天胶主要 ANRPC 国家新种植面积.....	14
图表 22: 天胶总种植面积.....	14
图表 23: 天然橡胶库存不断攀升.....	14
图表 24: 近年天胶开割面积不断上升.....	14
图表 25: 我国老年人口比重及老年抚养比不断上升.....	15
图表 26: 我国老龄人口增速和劳动人口增速逐渐背离.....	15

图表 27: 中国 2018 年分年龄段人口结构 (%) .....	15
图表 28: 建国后第一批婴儿潮由 1962 年开始.....	15
图表 29: 我国养老产业市场规模及预测.....	16
图表 30: 近年来利好养老产业政策 .....	16
图表 31: 部分国家进入老龄化社会时的人均 GDP (按照美元实际通胀折算为 2000 年等值美元) .....	17
图表 32: 2019E-2021E 公司收入拆分预测 (百万元) .....	18

## 1、国内橡胶输送带龙头，多元化产业布局

### 1.1 橡胶输送带龙头企业

公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售。产品广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等需要物料输送的行业。公司生产的橡胶输送带产品按骨架材料分为棉帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、聚酯帆布芯输送带、整芯输送带、钢丝绳芯输送带和芳纶输送带等，可根据客户需要定制，使产品具有耐高温、耐碱、阻燃、节能、防撕裂等特殊性能，多项产品获得国家知识产权局发明和实用新型专利。

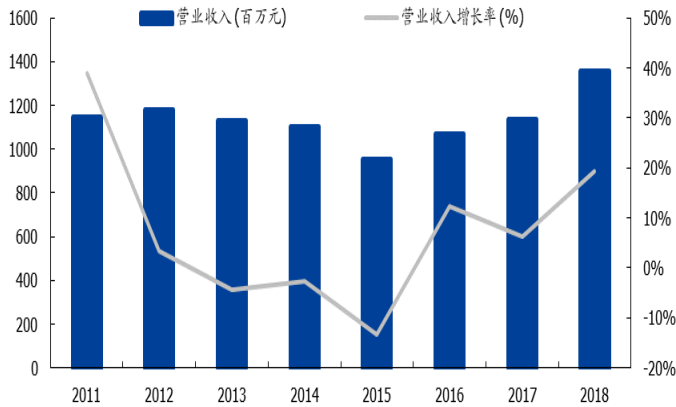
图表 1: 公司主要产品

产品大类	细分产品	
钢丝绳输送带	钢丝绳芯输送带	IWSW 整体钢网输送带
	低滚动阻力节能输送带	一般用途阻燃钢丝绳芯输送带
	钢丝绳芯管状输送带	钢丝绳芯耐高温输送带
	阻燃钢丝绳芯输送带	钢丝绳芯耐油输送带
	线圈防撕裂钢丝绳输送带	钢丝绳芯耐寒输送带
	防撕裂钢丝绳芯输送带	钢丝绳芯耐酸碱输送带
	钢丝绳芯花纹输送带	
织物芯输送带	织物芯输送带	耐酸碱输送带
	芳纶输送带	防撕裂织物芯输送带
	SW 输送带	防粘附输送带
	织物芯管状带	糙面输送带
	耐高温输送带	真空脱水带
	一般用途织物芯阻燃输送带	花纹输送带
	耐油输送带	挡边输送带
耐寒输送带		
整芯输送带	PVC/PVG 整芯阻燃输送带	

资料来源: 公司网站, 国盛证券研究所

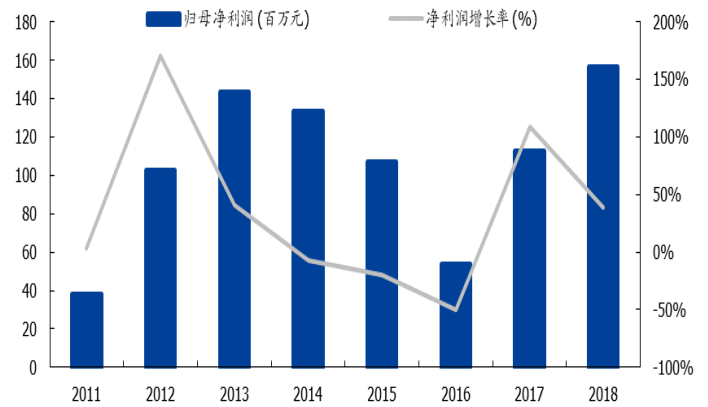
公司历年来收入较为稳定，在 15-16 年业绩下滑较多，主要是下游受供给侧改革影响，需求下降，加剧了本行业内的竞争，行业内企业价格战导致收入下降，利润的大幅缩减。16 年后，随着本行业的供给侧改革，一些不符合环保规划的小企业产能出清，业绩逐步回升，公司作为行业龙头的收入和利润改善明显。

图表 2: 公司 11-18 年收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

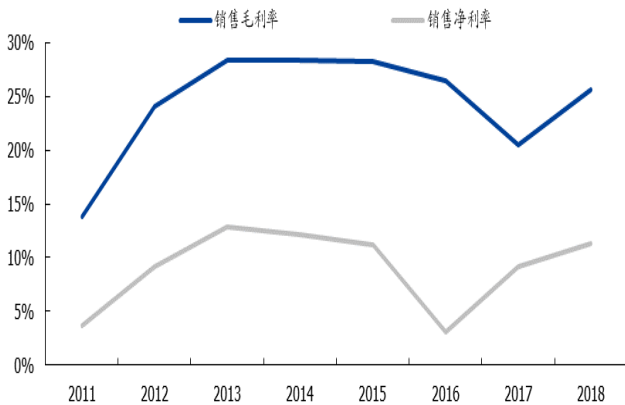
图表 3: 公司 11-18 年归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

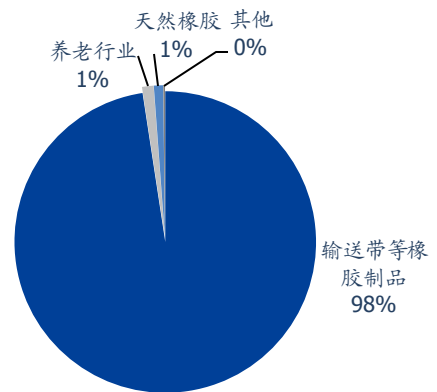
输送带业务是公司的主要收入及利润来源。公司在 2012 年涉足养老产业，目前养老业务仍处于拓展阶段，收入占比仍比较低。

图表 4: 公司 11-18 年销售毛利率及净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司 19H1 收入构成

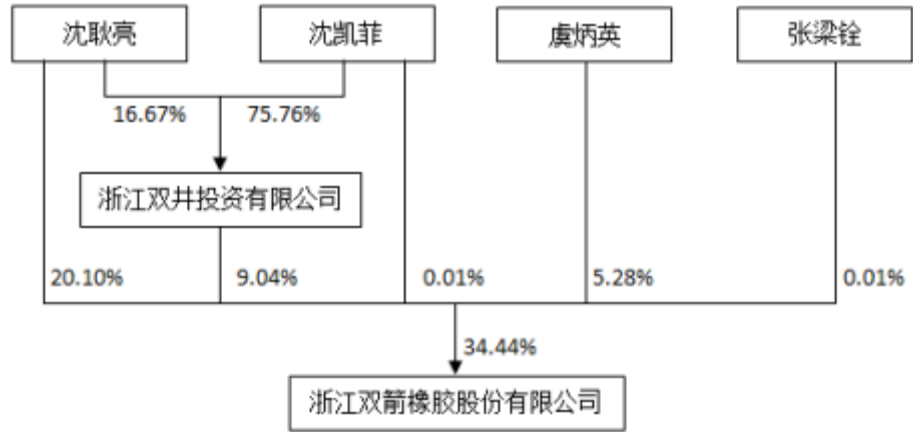


资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 公司股权结构

公司的控股股东为沈耿亮先生，其直接持有公司股份 20.92%，2001 年 11 月 13 日起至今任公司董事长。公司实际控制人是沈耿亮及其一致行动人虞炳英、浙江双井投资、沈凯菲、张梁铨。沈耿亮与沈凯菲共同持有浙江双井投资公司的股份，浙江双井投资直接持有上市公司 9.04% 股份，沈耿亮直接持有公司股份 20.92%，虞炳英直接持有公司 5.28%，沈凯菲及张梁铨分别直接持有上市公司 0.01% 股份。

图表 6: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 7: 公司前十大股东 (截止 2019 年 Q3 末)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	沈耿亮	86,110,293	20.92
2	浙江双井投资有限公司	38,750,000	9.42
3	泰达宏利基金-民生银行-国民信托-国民信托·证通 1 号单一资金信托	24,414,293	5.93
4	虞炳英	22,611,200	5.49
5	沈会民	16,605,000	4.03
6	严宏斌	9,045,600	2.20
7	沈洪发	8,590,000	2.09
8	虞炳仁	5,683,100	1.38
9	俞明松	4,281,500	1.04
10	沈林泉	3,830,028	0.93
	合计	219,921,014	53.43

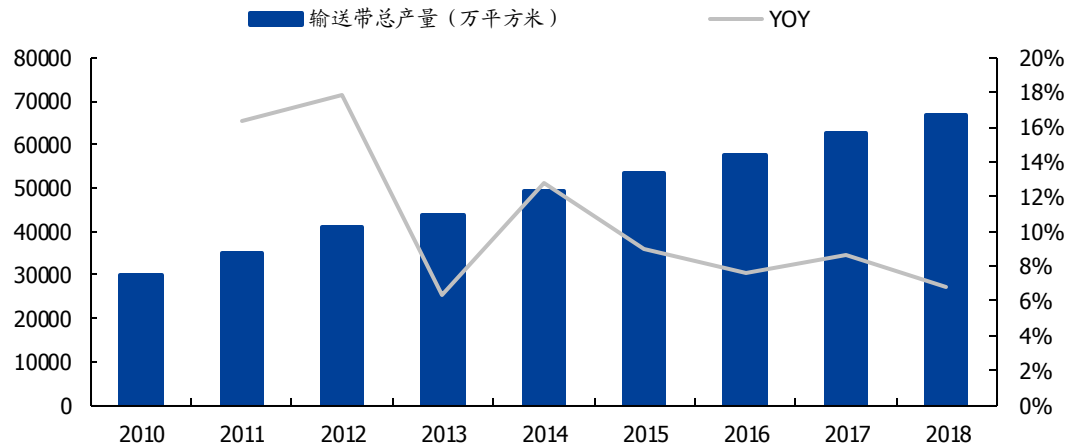
资料来源: wind, 2019 三季报, 国盛证券研究所

## 2、输送带业务: 产品结构升级, 行业格局改善

我国是全世界第一大输送带生产国和消费国。2018 年, 全球输送带产量约 20 亿平方米, 主要集中在欧洲、日本、中国等地。全国输送带产量 6.70 亿平方米, 同比增长 6.78%, 中国产量约占全球三分之一, 出口量占国内总产量约 3-5%。我国输送带行业格局较为分散, 但高端产品短缺, 同质化严重, 低端产品竞争激烈。输送带生产前道工序炼胶、后道工序硫化均会产生污染。由于对输送带厂商而言环保设备成本往往较高, 小厂商难以负担。因此, 近年来受国家环保监管趋严影响, 落后小规模产能逐步被淘汰。加上作

为买方市场，近年行业内价格战成为常态，低价战略下，小企业生存困难，行业格局改善，落后产能出清，因此公司输送带业务毛利率近年来上升。目前，公司市场占有率全国第一。

图表 8: 中国输送带总产量 (万平方米)



资料来源: 中国橡胶工业统计年鉴, 国盛证券研究所

国内输送带企业已经形成稳定的梯队，经过多年的积累和进步，公司已在国内确立行业龙头地位。目前公司拥有输送带产能 5000 万平方米，其中钢丝绳输送带 2000 万平方米，织物芯输送带 3000 万平方米。新增钢丝绳输送带产能 1000 万平方米我们预计 2020 年初投放，将巩固公司行业龙头地位。国内市场份额前列的输送带厂商包括公司、德国马牌的合资子公司康迪泰克、三维股份、宝通科技等。其中，宝通科技已逐渐将主业转向手游。国内输送带行业的头部企业均以毛利率较高的高端产品为主。随着环保监管、供给侧改革的持续加速中小落后产能出清，国内输送带行业将迎来更好的行业格局。

图表 9: 国内主要的输送带企业

排名	企业	营业收入 (亿元)	产能 (万平方米)	备注
1	浙江双箭股份	13.23	5000	高端产品约占 70%
2	山东康迪泰克	12.08	4000	德国马牌合资公司
3	浙江三维股份	10.83	2500	约 50% 为轻型输送带
4	宝通科技	7.42(输送带业务)	1200	环保、耐高温输送带

资料来源: 公开资料, wind, 国盛证券研究所

## 2.1 调整产品结构，开拓海外市场

由于高端产品普遍具有更高毛利率，公司近年来持续调整产品结构，通过技术创新不断提高产品组合中高端产品的比重。公司目前高端产品产能占比已超过 70%，公司的高端产品主要包括：

- 管状输送带。普通输送带货物外露，容易收到天气的影响。而管状输送带全封闭，避免了粉尘飞扬的问题，因此对于环保要求高的项目非常适用。管状输送带具有一定技术壁垒，由于管状输送带是通过将输送带翻折卷曲实现，翻折次数较多，因此具备一定技术壁垒。该产品为公司行业中首家率先研发生产，目前国内仅有几家公司具备该产品的生产能力；

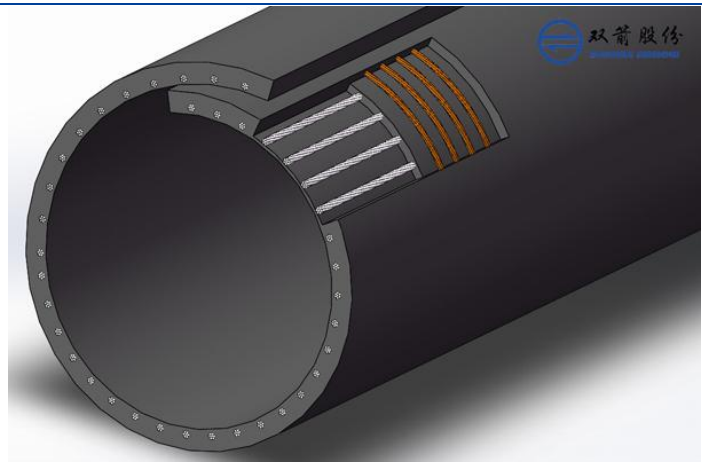


图表 10: 公司管状输送带产品



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 11: 管状输送带通过翻折实现



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

- 长距离输送带。单程运送距离可超过 20 公里，能替代卡车的来回短途运输，相比卡车运输具有成本低、效率高、环保的优点。该产品亦为公司在行业中率先研发。目前，长距离的输送带只有国外两家最大的输送带企业和公司在做。近几年，长距离运输的输送线在不断增加，部分运输方式也在逐渐转变，如原来用汽车等运输方式转变为使用输送带运输(南方水泥子公司湖州南方物流有限公司投资兴建的全长 22 公里水泥熟料输送线每天可减少运输车辆往返约 2400 车次，节约运输成本约 50%，即环保节能又高效)，部分复杂地形的物料输送可使用输送带运输，输送带的应用场景在不断增加，其市场空间在不断增大。  
南方水泥子公司湖州南方物流有限公司投资约 5.2 亿元兴建的全长 21 公里水泥熟料输送线，运输能力为 1050 万吨熟料，该输送线输送带由公司提供，是当前国内最长的物流输送带。

图表 12: 煤山镇南方水泥输送带项目



资料来源: 公开信息, 国盛证券研究所

- 耐高温陶瓷输送带。适用于运输钢渣、水泥熟料、烧结矿石、焦炭等高温固体物料。钢厂出厂的钢渣温度可达 800-1000℃，高温使得输送带更加易耗，过去 15-20 天需要更换一次，每年需要更换超过 20 次。耐高温陶瓷输送带可增加超过 10 倍使用寿命。

命。耐高温陶瓷输送带单价较高，达 70-80 元/平米（普通钢丝绳输送带单价约 40 元/平米，织物芯输送带单价低于 30 元/平米）。然而由于耐高温输送带在特殊使用场景下大大减少了输送带的更换频率，为客户节约了停产更换输送带的时间。目前公司该产品订单主要来自海外。

- 索道输送带，又被称为复杂地形输送带。普通输送带下面为土建，上面搭建输送带（结构类似高铁）。然而，复杂地形下面没有支撑点，需要将钢丝绳输送带吊在空中。该产品目前订单均来自海外。
- 芳纶输送带。以更轻更薄的优势替代钢丝绳输送带，低能耗，使用可节约 30% 的电费，适用于有节能减排需求的输送项目。耐冲击，由于芳纶纤维的强韧可以防止输送带遭锐利的运送物穿刺，即使是高落下距离，也可减轻输送带的损害。但由于原材料价格高，目前售价昂贵，经济上性价比较低，目前仅用于少量的节能减排示范性项目中。

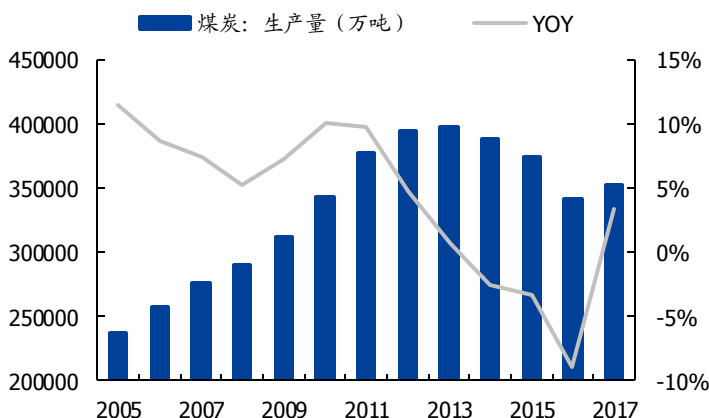
高端产品为公司带来全球的市场及强竞争力，公司通过高端产品已经打开澳洲、南美等重型运输需求较大的海外市场，将业务扩展至海外。

## 2.2 需求端：供给侧改革成效初显，五大产业奠定存量刚性需求

橡胶（重型）输送带占输送带市场总量约 90%，橡胶输送带下游主要包括五大应用：煤炭、电力、钢铁、水泥、港口。2018 年，中国煤炭产量 35.46 亿吨，粗钢产量 9.28 亿吨，发电量 6.8 万亿千瓦时，水泥产量 21.77 亿吨，均居全球第一。2018 年我国规模以上港口吞吐量 133.45 亿吨。2018 年全球港口排名中，中国十大港口入围全球前 20。由于输送带是易耗品，定期需要更换，因此输送带的存量市场相对稳定。煤炭、电力、钢铁、水泥、港口这些国家经济支柱产业巨大的产量为我国输送带行业奠定了需求基础。并且，煤炭、钢铁、水泥行业均受 2016 年以来供给侧改革利好，行业格局有所改善，目前处于恢复增长趋势。目前公司五大下游需求量分布较为均匀。

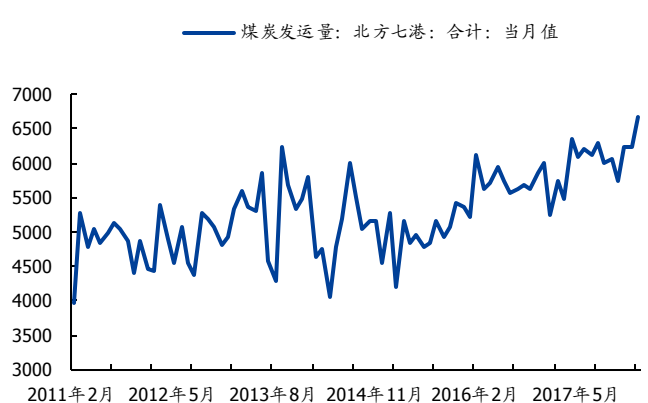
煤炭是输送带最大的下游应用，在大型煤矿企业，每亿吨煤矿至少需要 4.4 亿元的输送带用量。2013-2016 年来由于供给侧改革，我国煤炭产量下降。根据中国煤炭行业协会发布的《2018 煤炭行业发展年度报告》，我国煤炭行业供给侧改革已取得显著成效，“十三五”煤炭去产能目标已基本完成，全国煤矿数目由上世纪 80 年代的 8 万多处减少到 2018 年的 5800 处，年产超过 2000 万吨的企业由 2 家发展到 28 家，行业集中度显著提升。并且，部分大型煤炭企业非煤产业比重超过 60%。煤炭行业转型升级取得进展。因此，协会统计的 90 家大型企业利润总额（含非煤）1563 亿元，同比增长 26.7%，煤炭行业总生产量自 2017 年起回升，煤炭发运量也开始回升并突破新高。

图表 13: 我国近年煤炭生产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 煤炭发运量: 北方七港 (万吨)



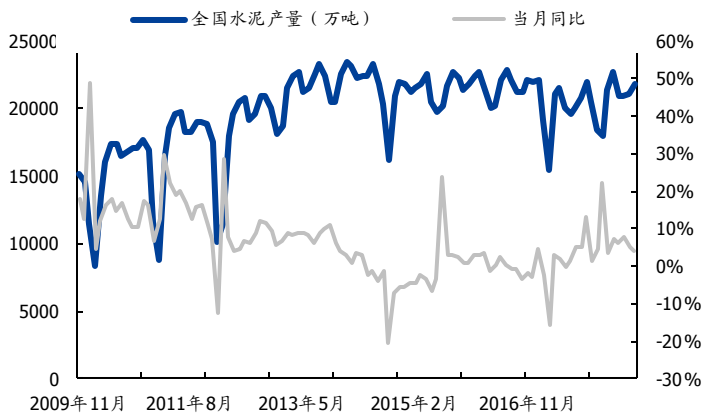
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2013-2015年期间，由于产能过剩、限电等原因，国内水泥和熟料产量持续负增长。然而自2016年供给侧改革以来，我国水泥行业企业数目减少，集中度上升。水泥的下游为建筑行业，我国2019年1-9月城镇固定资产投资年率为5.4%，较1-8月下滑0.1个百分点。2014-2018年，我国城镇固定资产投资复合增长率为4.86%，但增速持续放缓，2018年增长仅为0.63%。因此我国水泥产量虽有所回升，但增长有限。

2018年我国粗钢产量9.28亿吨，同比增长11.6%，预计2019年我国粗钢产量将达到9.94亿吨。首先，钢铁表观消费量增速快于产量增速；并且，2016年以来钢铁行业的供给侧改革使得粗钢的产能利用率在2018年底达到96.9%，较2015年提升超过30%。因此，自2016年以来我国粗钢产量增速持续上升。

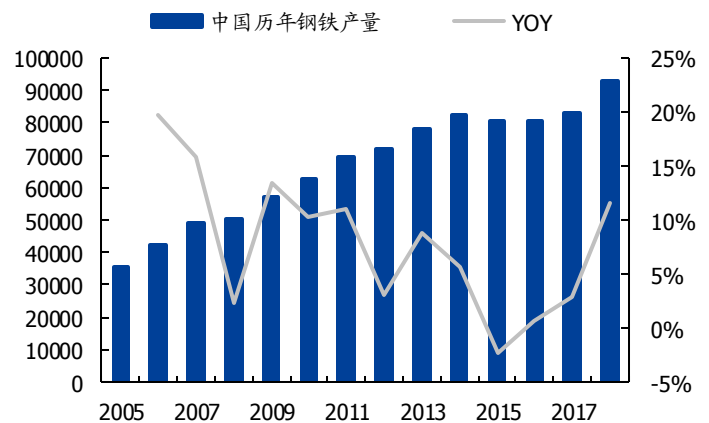
水泥、钢铁两大领域用的输送带主要为耐高温输送带，使用寿命比普通输送带更短。虽然未来这两大应用的产量会随着固定资产投资增长的放缓而趋于稳定，但2018年我国水泥、粗钢产量分别占全球55.1%、51.3%，巨大的存量将为输送带行业提供持续稳定的需求支撑。

图表 15: 过去十年全国水泥产量及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

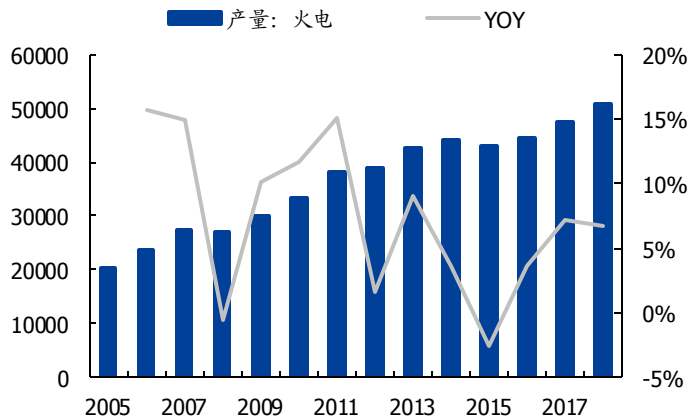
图表 16: 中国历年钢铁产量 (万吨)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

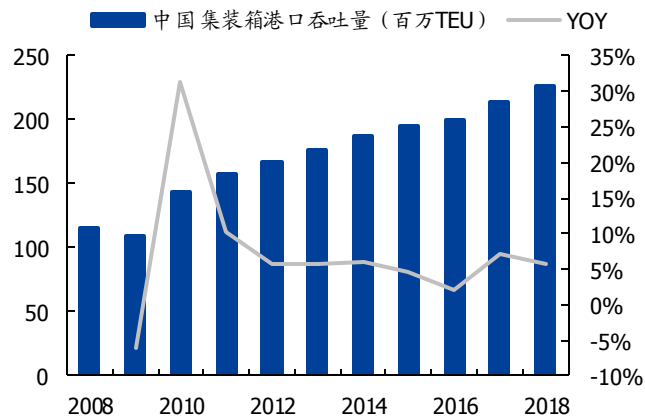
电煤需求量占煤炭下游需求量超过50%。2018年中国发电量为6.79亿千瓦时，同比增长8.22%。其中，2018年我国火力发电量为4.98亿千瓦时，同比增长7.98%，火力发电占发电总量73.32%。我国“多煤、缺油、少气”的能源结构决定了我国发电以火电为主，未来虽由于环保因素新能源会缓慢、少量替代火电，但火电将在我国发电中长期处于主要地位。

图表 17: 我国火电产量及增速 (亿千瓦时)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 中国集装箱港口吞吐量 (百万 TEU)

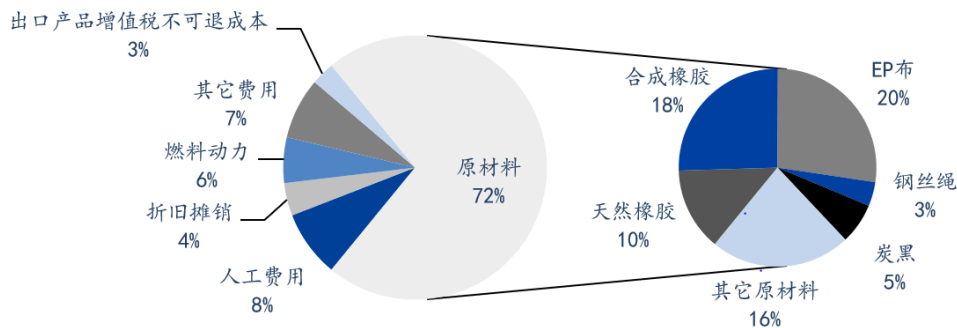


资料来源: CEIC, 国盛证券研究所

### 2.3 原料端：成本处于历史低位，未来 2-3 年有望延续低成本

输送带的原材料包括了天然橡胶、合成橡胶、EP 布、钢丝绳、炭黑等。其中，橡胶是原材料中占比最大的组成部分，占约 30%。近年来，原材料中天胶、合成胶、炭黑价格均下跌至历史低位，提升了公司输送带业务的毛利率。

图表 19: 输送带成本构成 (2016)



资料来源: 三维股份招股说明书, 国盛证券研究所

天胶价格位于高位时，橡胶占输送带总生产成本比重超过 40%。天然橡胶的价格由 2011 年的 42420 元/吨持续下跌至目前约 10000 元/吨，使得橡胶占输送带生产比重下降至低于 30%，输送带生产成本大幅下降。

合成橡胶方面，用于橡胶输送带原材料的合成橡胶中顺丁和丁苯占比超过 90%，丁苯为主。顺丁、丁苯由于其良好的加工性能、耐磨性、弹性和耐寒性是天然橡胶良好的替代品。因此由于替代效应，顺丁、丁苯橡胶与天然橡胶的价格存在高度联动性，易跟随天然橡胶价格走势。

图表 20: 天然橡胶、主要合成橡胶价格走势



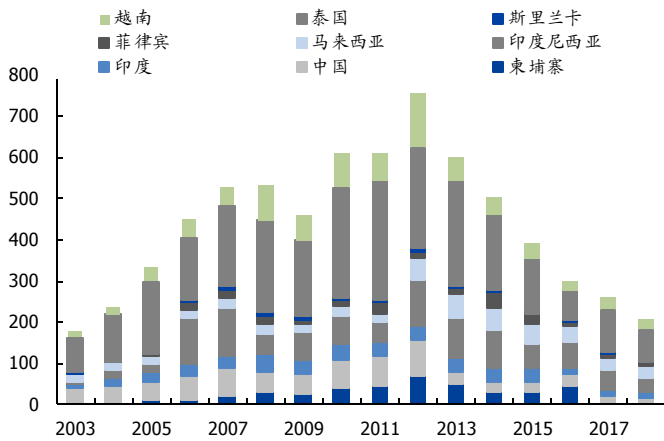
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

天然橡胶适合生长在年平均温度 26-27℃、没有 15℃ 以下的最低温、年降雨量 2500mm 以上、年平均湿度 80% 以上的地区。世界上符合上述条件的地区有东南亚地区、非洲西部、刚果河流域和美洲亚马逊流域，其中亚洲东南亚地区面积最大。ANRPC(天然橡胶生产国协会)包括 10 个东南亚国家、中国、和印度，占世界总产量约 91%。天胶价格下跌的原因可以归结为 ANRPC 国家在 2010-2013 年期间橡胶树种植面积的大幅增加。

中国自然条件限制，只有广东、海南和云南可以种植橡胶，本土产能仅能满足本土 20% 的需求，进口依赖度高。因此，我国橡胶企业中化国际、海南农垦、广东农垦和云南农垦在 2009 年左右开始相继在东南亚大量投资、收购天胶产业。从整个橡胶产业链来看，约 80% 利润在种植环节、约 15% 在加工环节，约 5% 在营销环节。因此在天然橡胶位于高位时，橡胶企业希望通过加大自有种植量来提升整体利润，造成期间东南亚天然橡胶总种植面积激增。

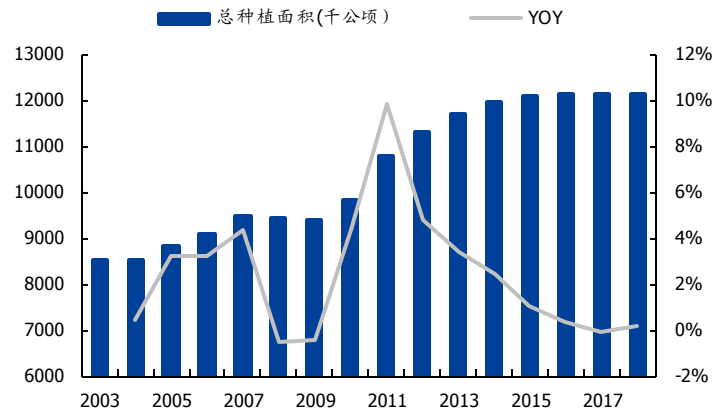
由于橡胶树在历经约 7 年生长期成熟之后可持续采 25-30 年（黄金产出时间约 10 年），因此橡胶一旦产能过剩将长时间维持。由于天胶在 2011 年以前价格持续走高，加上企业不断希望加大自有种植量提升利润，ANRPC 主要国家新增橡胶种植面积和翻新面积在 2012 年以前不断攀升，在 2012 年达到巅峰。因此，以胶树成熟周期推算，橡胶总种植面积将在约 2019 年达到峰值。因此，在未来至少 10 年的天胶黄金产出时间内，天胶理论产能将维持高位。而橡胶树开割的产量主要由开割面积和单产决定，其中单产主要受自然因素影响。橡胶种植单位除中国四大橡胶企业为国有以外，其余大部分为小园主私有，集中度低。因此，虽然当下天胶总种植面积增长已非常缓慢，但割胶面积仍在不断上涨，库存持续上涨，供给压力加重。

图表 21: 天然橡胶主要 ANRPC 国家新种植面积 (单位: 千公顷)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 天然橡胶总种植面积



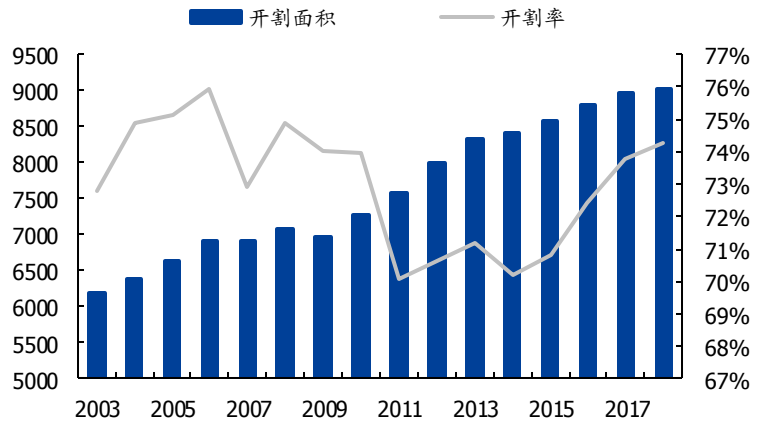
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 天然橡胶库存不断攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 近年天然橡胶开割面积不断上升 (单位: 千公顷)



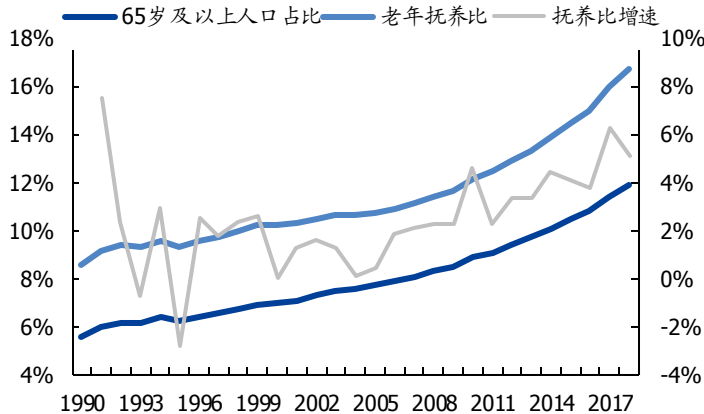
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3、养老业务: 布局未来巨大的刚需市场

#### 3.1 我国老龄化趋势加速

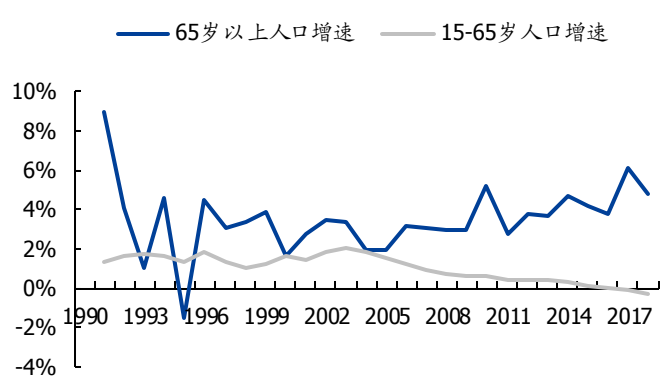
联合国的新标准为, 当 65 岁以上人口比例超过 7%, 即将该地区视为进入老龄化社会。2018 年, 中国 65 岁以上人口为 11.90%, 比例虽与美国 (15.81%)、日本 (27.58%)、英国 (18.40%)、法国 (20.04%) 等国相比并不高。但是, 我国老龄化的速度快于其它国家。2018 年, 我国 65 岁以上人口增速为 4.78%, 高于美国 (2.52%)、日本 (1.72%)、英国 (0.57%)、法国 (1.86%)。近年来, 我国 65 岁以上人口加速增加, 而 15-65 岁人口增速则不断下降, 甚至于 2016 年开始负增长, 说明我国老龄化正在加速。老年抚养比 (老年人口/劳动年龄人口) 能更加直接地衡量劳动力的抚养负担, 我国 2018 年的老年抚养比为 16.74%, 且正加速攀升。老龄化加速的根本原因是我国上世纪的婴儿潮, 以及其后计划生育政策下出生率的下降。并且, 我国当前的人口结构决定了未来我国将面临更为严重的老年化问题。

图表 25: 我国老年人口比重及老年抚养比不断上升



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 26: 我国老龄人口增速和劳动人口增速逐渐背离

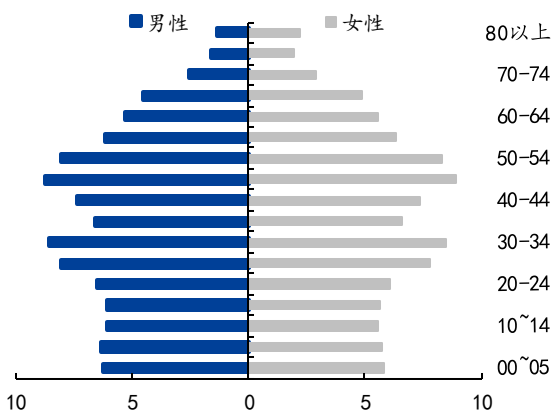


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

中国建国以来曾出现两次婴儿潮, 第一次在上世纪六十年代, 1959-1961 “三年困难时期”结束后, 国家经济情况好转, 出现补偿性生育。此后十年间, 我国人口出生率在 30%-40%间。该婴儿潮是我国历史上出生人口最多、对经济影响最深远的婴儿潮, 并在改革开放后为我国带来了巨大的人口红利。第二次婴儿潮在上世纪八十年代。第一次婴儿潮出生人口将在 2027 年开始步入 65 岁, 因此我国老龄化率将在本世纪 30 年代至本世纪 50 年代期间加速攀升。

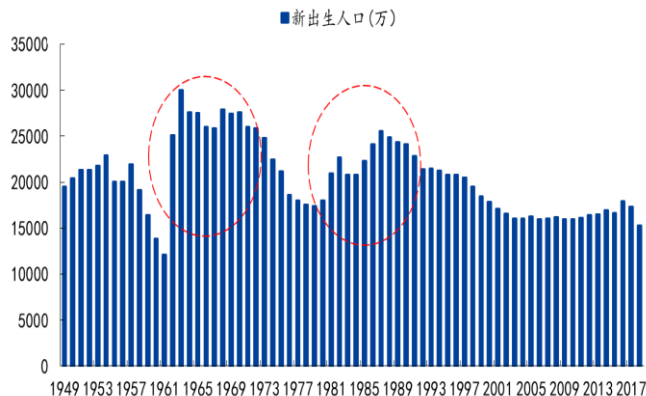
婴儿潮加上 80 年代中期起计划生育的管控, 导致我国目前人口结构以中年人口居多、比例最大为 45-49 岁人群, 结构分布呈现“梨形”。大约 20 年后, 我国目前占人口比重最大的中年人口将集中迈入老年, 将使我国人口结构分布呈现“倒金字塔型”。并且, 随着生活水平改善, 我国人均寿命从建国 1949 年时的 36 岁延长至 2018 年的 77 岁。因此预计到 2050 年, 我国老龄化率将达 30%以上。世界卫生组织预测, 到 2050 年我国将有超过 35%的人口超过 60 岁。届时, 中国将成为世界老龄化最严重的国家之一。加上我国世界第一的人口基数, 我国的养老产业将成为巨大的刚需市场。

图表 27: 中国 2018 年分年龄段人口结构 (%)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

图表 28: 建国后第一批婴儿潮由 1962 年开始



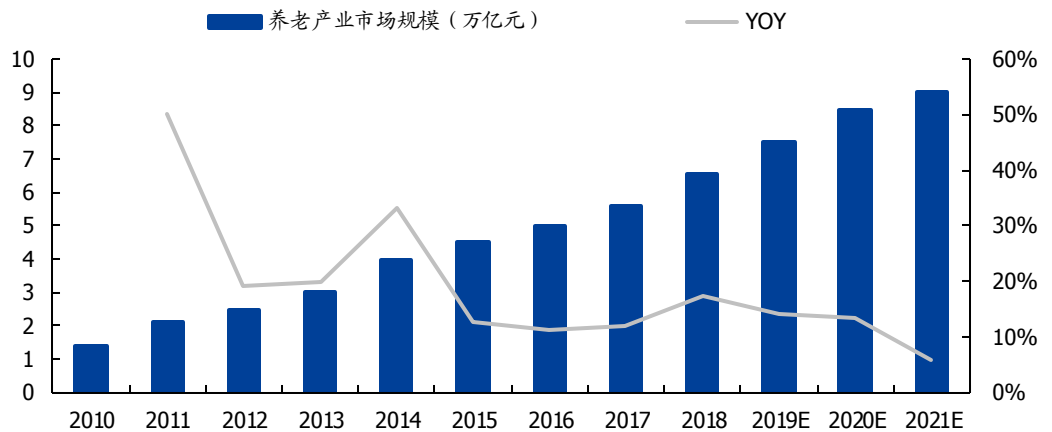
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

### 3.2、养老产业面临的机遇与阻碍

为应对我国未来加速加重的老龄化问题, 我国接连出台政策扶植养老产业, 内容主要包

括鼓励民间资本以公办民营、民办公助、股权投资等方式参与养老产业发展，以及推进医疗机构和养老机构合作等。并且，《中国养老产业发展白皮书》指出，我国城镇化加速促使劳动力向大城市和城镇集中，导致空巢老人和独居老人增加，使得养老保障供给主体由家庭转向社会，养老产业因而迎来发展良机。城镇化人口迁移带来的需求加上政策的大力扶持，近年来我国养老产业市场规模不断增长。2018年，我国养老产业市场规模达6.57万亿元，同比增长17.32%。受到未来的“十万亿风口”吸引，近年来，养老机构项目如雨后春笋般落地。

图表 29: 我国养老产业市场规模及预测



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 30: 近年来利好养老产业政策

时间	名称	主要内容
2013	《国务院关于加快发展服务业的若干意见》	加强养老设施、居家养老、养老机构建设, 推进医养结合等
2013	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	推进医疗机构和养老机构合作, 积极开发养老服务相关商业健康保险等
2015	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	鼓励民间资本参与居家、社区、机构及养老产业发展, 促进医养结合
2015	《关于中央财政支持开展居家和社区养老服务改革试点工作的通知》	通过公办民营、民办公助、股权投资等方式, 鼓励社会力量进入居家和社区养老服务
2015	《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要的通知》	推荐医疗机构和养老机构的合作, 发展社区健康养老服务
2017	《关于加快推进养老服务业放管服改革的通知》	简化养老机构审批手续, 鼓励各地采取公建民营方式建立养老服务机构等
2017	《国务院关于印发“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划的通知》	到 2020 年, 以居家为基础, 社区为医托, 机构为补充, 医养结合的养老服务体系更加健全

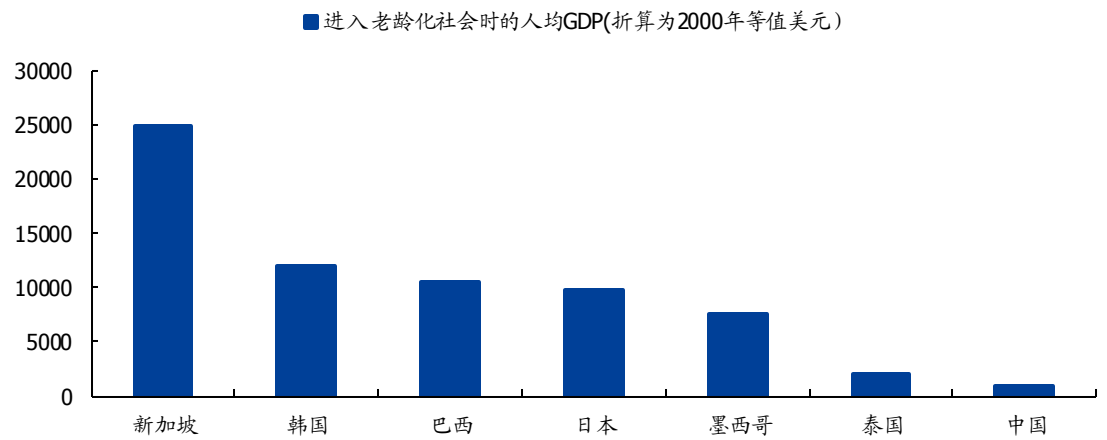
资料来源: 各部委官网, 国盛证券研究所

然而, 我国养老机构目前面临的问题是: 消费者支付能力不足。我国的老龄化呈现“未富先老”特征, 进入老龄化社会时的人均 GDP 显著低于日本、英国、德国、法国等发达国家。日本 1971 年进入老龄化社会时, 人均 GDP 为 2272 美元(以通胀折算等价于 2000 年时 9753 美元); 韩国 2000 年进入老龄化社会时, 人均 GDP 为 11948 美元; 而我国 2000 年进入老龄化社会时, 人均 GDP 仅 959 美元。目前入住养老机构的适龄老人以 1930 年代出生老人为主, 消费能力不足。并且, 这一代老龄人在生活上习惯于节俭。导致这批消费者在支付能力和消费习惯上, 无法适应大部分养老机构的收费。等到大约十年后



1950年代出生、更具消费能力的老年人进入入住养老机构年龄（约80-85岁），我国养老产业将迎来爆发式增长。

图表 31: 部分国家进入老龄化社会时的人均 GDP (按照美元实际通胀折算为 2000 年等值美元)



资料来源: 世界银行, 国盛证券研究所

### 3.3、公司“公+民”轻资产布局养老产业，静待行业爆发

公司自 2012 年参股设立桐乡和济养老服务投资公司开始涉足养老产业，目前有 6 家机构，共 1100 个床位，其中桐乡 5 家，苏州 1 家。目前养老业务仍处于拓展阶段，受限于目前目标消费人群的消费能力有限，公司养老业务模式尚在探索，目前采取轻资产的“公+民”运营方式，基本实现盈亏平衡。我们认为，万亿的养老市场目前正处于行业萌芽期，公司前期的持续探索为后续行业爆发期到来做好准备，静待收获。

## 4、投资建议及风险提示

### 4.1 投资建议

目前公司的主要收入和利润来源均为传送带，养老业务处于起步培育缓慢拓展阶段，且公司采用轻资产模式运营，基本实现盈亏平衡，暂时对公司的业绩影响不大。我们预计 2019 年公司新建 1000 万平传送带产能即将于 2020 年初陆续投产，投产后将弥补公司产能不足的现状，新增的 20% 的产能均属于钢丝绳织物带，单价及毛利率较高，因此我们认为公司 2020 年收入端将有较大幅度的增长，预计公司 2019-2021 年收入分别为 14.98/19.09/22.20 亿元，YOY 分别为 10.3%、27.5%、16.3%，同时考虑到传送带的上游原材料橡胶、炭黑等未来 2-3 年将处于较低的价格，以及公司高端产品占比的进一步提升，在保持费用率相对稳定的状态下，净利润分别为 2.47/3.18/3.77 亿元，YOY 分别为 57.7%、28.8%、18.9%，对应的 EPS 分别为 0.60/0.77/0.92 元，当前股价对应的 PE 分别为 13X/10.1X/8.5X。考虑到公司未来两年的成长性，我们认为公司目前估值偏低，首次覆盖给予买入评级。

图表 32: 2019E-2021E 公司主要业务收入拆分预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
传送带	1,049.07	1,311.76	1477.8	1879	2170
YOY	14.94%	25.04%	12.66%	27.15%	15.49%
养老业务	8.73	14.17	20	30	50
YOY	77.8%	62.31%	41.14%	50%	66.67%
合计(传送带+养老)	1057.8	1325.9	1497.8	1909	2220
YOY	15.28%	25.35%	12.96%	27.45%	16.29%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

- 1、上游原材料价格大涨: 橡胶在成本中占比 30%左右, 18 年以来价格一直在低位, 有可能因为极端天气等原因导致天然橡胶产量下降带来价格上升;
- 2、海外市场拓展不及预期。国内输送带以存量市场为主, 需求稳定但增长有限。扩展海外业务是公司未来业绩增长的重要来源。然而, 海外客户普遍规模较大, 供应商体系进入较难, 若海外市场拓展不及预期将影响公司未来增长空间;
- 3、新产能投放不及预期。公司年产 1000 万平米钢丝绳输送带新产能预计于明年年初投放, 若投放时间不及预期, 将影响业绩预期。

### 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所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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		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