

# 双箭股份 Zhejiang Double Arrow Rubb (002381 CH)

## 国内输送带龙头企业，产能扩张发挥规模优势

### Conveyor Belt Leading Company in China, Production Capability Expansion Promotes Scale Advantage

观点聚焦 Investment Focus

#### 维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb7.26
目标价	Rmb11.60
HTI ESG	4.0-5.0-5.0
E-S-G: 0-5	
义利评级	

市值	Rmb2.34bn / US\$0.32bn
日交易额(3个月均值)	US\$4.07mn
发行股票数目	322.00mn
自由流通股(%)	-
1年股价最高最低值	Rmb7.55-Rmb5.51

注：现价 Rmb7.26 为 2023 年 6 月 22 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-0.3%	5.6%	18.9%
绝对值(美元)	-2.7%	0.9%	10.8%
相对 MSCI China	30.4%	37.8%	59.7%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	2,335	2,709	4,001	4,469
(+/-)	22%	16%	48%	12%
净利润	114	241	314	355
(+/-)	-24%	112%	30%	13%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.28	0.58	0.76	0.86
毛利率	17.0%	18.8%	18.5%	18.5%
净资产收益率	5.8%	11.3%	12.9%	12.7%
市盈率	26	12	10	8

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

- **公司为国内输送带行业龙头企业。**公司主营橡胶输送带的生产及销售，按骨架材料进行分类，产品可分为钢丝绳芯输送带、织物芯输送带及整芯输送带；产品下游广泛应用于冶金、采矿、港口、钢铁等行业。公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.11、19.16、23.35 亿元，同比增长 18.74%、5.80%、21.86%；归母净利润分别为 3.15、1.49、1.14 亿元，同比增长 26.86%、-52.82%、-23.64%。随着原材料炭黑等价格回落，我们预计公司利润有所修复。
- **行业市场空间广阔，国内市场集中度较低。**从供给角度看，根据中国橡胶工业年鉴数据，2020 年我国橡胶输送带产量 5.6 亿平方米，其中高强度输送带产量 4.8 亿平方米。2019 年行业前 5 位的公司产值合计占管带总产值的比例分别为 28.57%，行业集中度较低。从需求角度看，橡胶输送带的下游行业主要包括矿产、水泥、港口、冶金等重工业，根据国家能源局及统计局数据，除水泥产量略有下降外，我国原煤、钢铁等产量均保持持续增长态势。
- **不断扩充产能，提升市场占有率。**公司不断扩充输送带产能从 2019 年 4750 万平方米扩张到 2022 年 7500 万平方米，目前总产能 9000 万平方米。2023 年，台升智能“天台智能制造生产基地项目”年产 6000 万平方米募投项目开始逐渐投产，预计公司 2023 年输送带产能会不断提高，未来总产能有望达到 1.5 亿平方米。
- **高毛利产品占比较高，不断开发高性能产品。**公司产品主要包括聚酯帆布输送带、钢丝绳芯输送带、整芯输送带、尼龙帆布输送带等类别，其中钢丝绳芯输送带及聚酯帆布输送带毛利和单价高。2020 年，公司聚酯帆布芯输送带及钢丝绳芯输送带单价分别为 28.30 元/平方米、35.85 元/平方米；毛利率为 32%，高于公司平均毛利水平。公司重视技术研发，不断提升产品的特殊性能，以满足下游不同需求。
- **开设养老业务板块，医养结合。**公司开设养老服务板块，继续积极探索“医养”结合之路。直接全资持股拥有全资子公司桐乡和济颐养院有限公司，旗下拥有多家养老院。随着我国人口老龄化加剧，养老服务市场需求逐步提高。
- **盈利预测及估值。**由于公司新建产能不断释放，我们上调对公司的盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.41 亿元 (+49.69%)、3.14 亿元 (+18.94%) 和 3.55 亿元 (+27.70%)，对应 EPS 分别为 0.58、0.76、0.86 元。结合可比公司估值，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，对应目标价为 11.60 元（上期目标价 7.80 元，对应 2023 年 20 倍 PE，+48.72%），维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**项目投产进度不及预期，原材料价格波动，下游需求不及预期

庄怀超 Huaichao Zhuang  
hc.zhuang@htisec.com

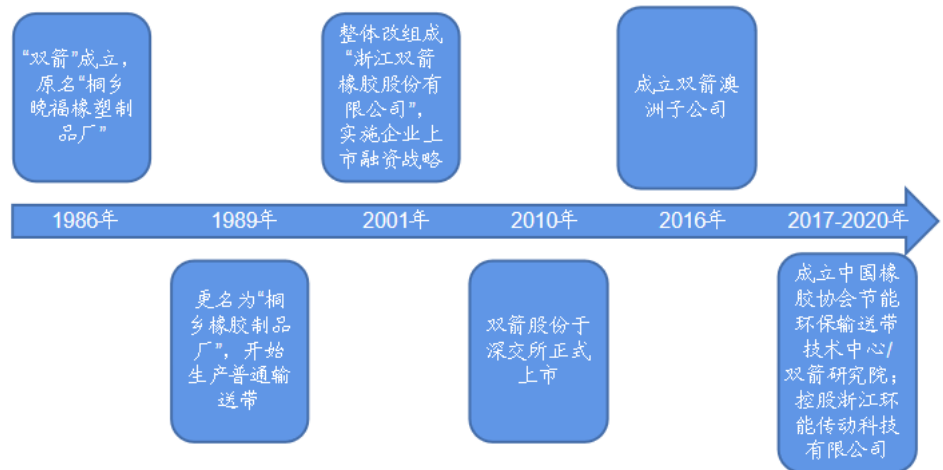
## 1. 输送带行业龙头企业

公司成立于 2001 年 11 月，2010 年于深圳交易所上市。主要从事橡胶输送带的生产和销售，为国内重质输送带龙头企业，根据营收排名全行业第一。公司产品按骨架材料可分为聚酯帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、整芯输送带等，同时可根据客户需要定制具有耐高温、耐磨、耐酸碱、阻燃等特殊性能的输送带产品。公司输送带下游主要应用于煤炭、港口、电力、冶金等行业，输送带对比卡车运输具有环保、节能等优势。

### 1.1 公司拥有多年行业发展经验

公司最初成立于 1986 年浙江省桐乡市，原名为“桐乡晚福橡塑制品厂”；1989 年，公司更名为“桐乡橡胶制品厂”，同时大胆调整产品结构，开始生产主导产品普通橡胶输送带；2001 年，公司整体改组为“浙江双箭橡胶股份有限公司”，实施上市融资策略，并于 2010 年在深交所正式挂牌上市；2012 年，公司开始进军养老服务业，并出资 8000 万元；2016 年双箭澳洲子公司正式成立；2017 年，公司成立中国橡胶协会节能环保输送带技术中心/双箭研究院；2020 年，公司控股浙江环能传动科技有限公司；2021 年，公司桐乡德升胶带有限公司投产。

图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，海通国际

### 1.2 输送带产品种类齐全，可应用于多种场景

公司专注于重质橡胶输送带的生产及销售，经多年发展产品品类齐全，可满足不同应用场景及需求。按骨架材料进行分类，公司输送带产品可分为钢丝绳芯输送带、织物芯输送带及整芯输送带；按功能特性分类可分为普通输送带、耐热耐高温输送带、耐寒输送带、难燃输送带、阻燃输送带等类别；按形状可以分为普通形状输送带、波形挡边输送带、管状输送带以及花纹输送带。

公司产品具备抗拉强度高、伸长率小等优良品质，可广泛用于高强度、长距离、大运量运输；特殊功能输送带具备耐高温等特性，可广泛应用于水泥、焦化、冶金等高温应用场景；管状输送带可用于运输粉状、颗粒状物料，运输路径设计较为灵活，可以进行拐弯或大倾角运输物料。

表 1 公司主要产品分类

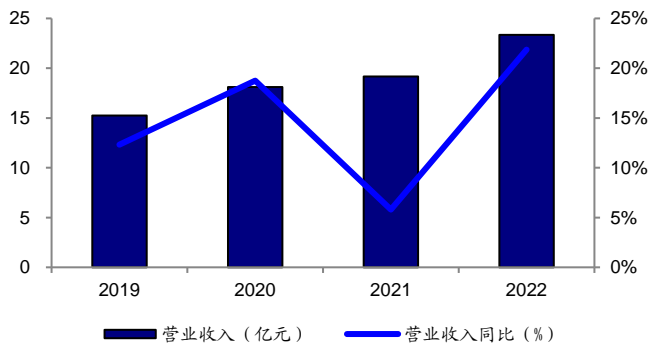
分类标准	具体类别	产品特性	产品用途	
骨架材料	钢丝绳芯输送带	抗拉强度高, 伸长率小	高强度、长距离、大运量情况下高速输送	
	织物芯输送带	聚酯帆布芯输送带	伸长率小, 抗拉强度高	中长距离、较高载重的情况下高速输送
		尼龙帆布芯输送带	成槽性、耐磨性、耐疲劳性好, 强度高	中长距离、较高载量情况下高速输送
		棉帆布芯输送带	层数多、强力低	短距离, 轻物料输送
		芳纶输送带	抗拉伸强度极高	高强度、长距离、高负荷情况下高速运输
整芯输送带	阻燃、带体硬、塑料糊浸渍	煤矿井下煤炭输送		
功能特性	普通输送带	常温	普通物流、普通条件下的运输	
	耐热耐高温输送带	高温、超高温	水泥、焦化、冶金、钢铁等企业, 输送高温物流和在高温环境下输送	
	耐寒输送带	低温	寒冷低温条件下物料输送, 主要是寒冷地区露天或冷冻仓库等场合	
	难燃输送带	不易燃烧	电力、码头、用于输送煤炭等易燃物流	
	阻燃输送带	阻燃	煤矿井下输送煤炭等物料	
	耐油输送带	耐油	输送油性物料, 或在油态工作场合下输送	
	耐酸碱输送带	输送含有酸性或碱性等腐蚀性的物料	化工厂、化肥厂、造纸厂等企业物料输送	
	普通形状输送带	常态	输送普通物料, 或在普通条件下输送	
	形状	波形挡边输送带	可大量缩短输送机占地面积, 节省空间, 不必使用侧板, 减少磨损	搬运粉状、块状物料, 可实现大倾角运输, 最大倾角可达 75 度
		管状输送带	封闭输送, 物料与环境双向隔离保护	运输粉状、颗粒状物料, 运输路径可以拐弯, 并能大倾角输送
花纹输送带		设计出人型等花纹	适用于小于等于 40 度倾角的粉状、颗粒状、小块物料运输, 或包装袋物料	

资料来源: 公司可转债募集说明书, 海通国际

### 1.3 营业收入全行业第一, 受原料价格影响利润率有所下降

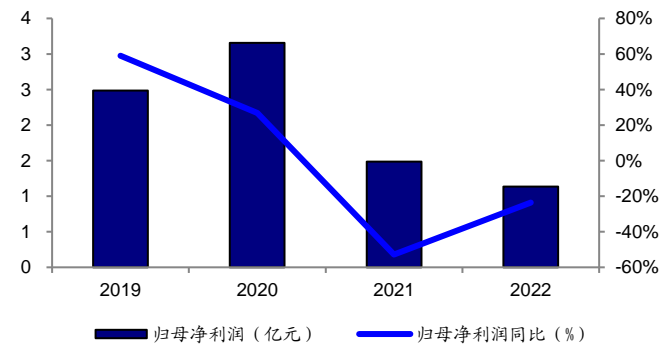
公司 2020-2022 年营业收入分别为 18.11、19.16、23.35 亿元, 同比增长 18.74%、5.80%、21.86%; 根据中国橡胶工业协会《2022 年度中国橡胶工业协会百强企业》名单, 公司 2022 年营业收入全行业第一; 归母净利润分别为 3.15、1.49、1.14 亿元, 同比增长 26.86%、-52.82%、-23.64%, 业绩下滑主要由于受疫情及原材料炭黑价格持续高位双重影响, 公司毛利率降低。

图2 2019-2022 年公司营业收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: WIND, 海通国际

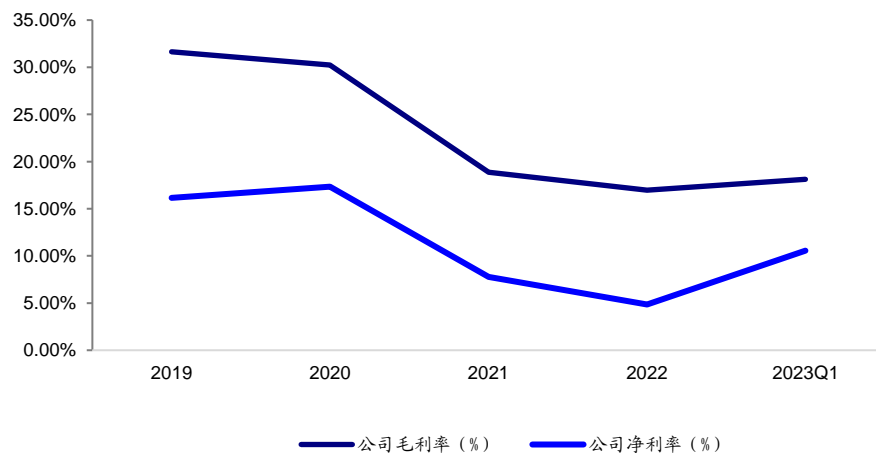
图3 2019-2022 年公司归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: WIND, 海通国际

2020-2023Q1, 公司销售毛利率分别为 30.24%、18.86%、16.97%、18.12%; 销售净利率分别为 17.34%、7.78%、4.85%、10.57%。根据卓创资讯, 2020-2023Q1 炭黑价格分别为 5551.96 元/吨、8162.6 元/吨、10064.36 元/吨, 10411.27 元/吨。随着炭黑价格不断上涨, 公司毛利率及净利率从 2020 年 30.24% 和 17.34% 下降至 2023Q1 的 18.12% 和 10.57%, 分别下降 12.12pct 和 6.77pct。截至 2023 年 6 月 20 日, 炭黑价格 7987.5 元/吨, 同比下降 16.58%, 2023 年炭黑均价 9392.78 元/吨, 同比下降 6.67%, 随着炭黑等原材料价格下降, 预计公司毛利率和净利率有所修复。

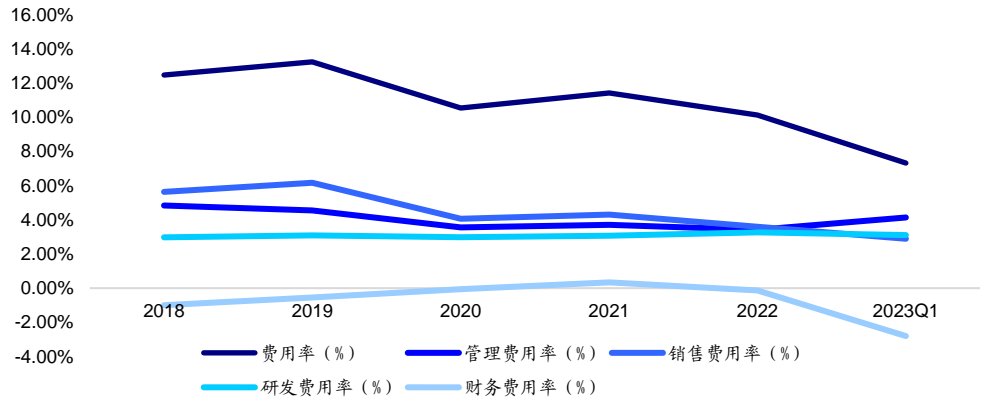
图4 2019-2023Q1 公司毛利率 (%) 及净利率 (%)



资料来源: WIND, 海通国际

公司降本增效, 期间费用率不断下降。2022 年公司期间总费用率为 10.13%, 同比 2018 年下降 2.33pct。公司重视技术研发, 不断增加研发投入, 2022 年研发支出 7621.75 万元, 研发费用率 3.26%, 同比 2018 年提升 0.28pct, 研发支出四年复合增长率为 17.14%。

图5 2018-2023Q1 公司期间费用率 (%)



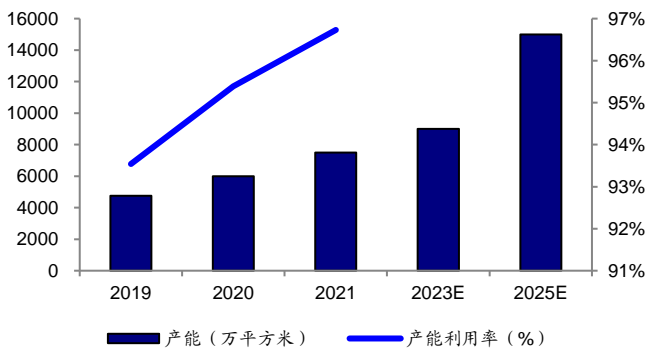
资料来源: WIND, 海通国际

### 1.4 不断扩充产能, 产品单价有所回升

公司不断扩充输送带产品产能, 从 2019 年 4750 万平方米扩张到 2022 年 7500 万平方米, 根据公司官网, 目前公司输送带总产能 9000 万平方米。2023 年, 台升智能“天台智能制造生产基地项目”年产 6000 万平方米募投项目开始逐渐投产, 预计公司输送带产能不断提高, 未来总产能有望达到 1.5 亿平方米。公司产能利用率较为稳定, 2019-2022 年输送带整体产能利用率分别为 93.54%、95.39%、96.73%、96.46%。

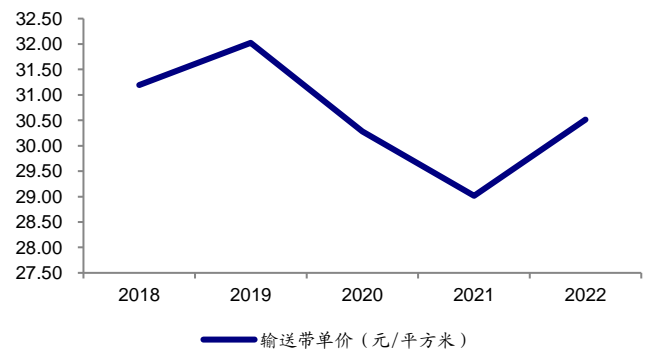
在价格方面, 2018-2022 年公司输送带产品单价分别为 31.20 元/平方米、32.02 元/平方米、30.28 元/平方米、29.02 元/平方米、30.51 元/平方米。2019 年产品价格上涨主要由于公司行业龙头地位提升, 提升产品单价。2020 年, 随着原材料价格的下降, 公司输送带产品的销售单价小幅下降。2021 年 1-9 月公司部分售价较高的高性能输送带销量有所下降, 同时平均销售单价较低的聚酯带销量占比增加, 导致公司平均单价有所降低, 同时主要原材料炭黑等价格上涨, 产品价格没有充分传导, 价格略有下降。2022 年, 公司产品单价有所回升。

图6 2019-2025E 公司输送带产能 (亿平方米) 及产能利用率 (%)



资料来源: 公司公告, 海通国际

图7 2018-2022 年公司输送带产品单价 (元/平方米)



资料来源: 公司公告, 海通国际

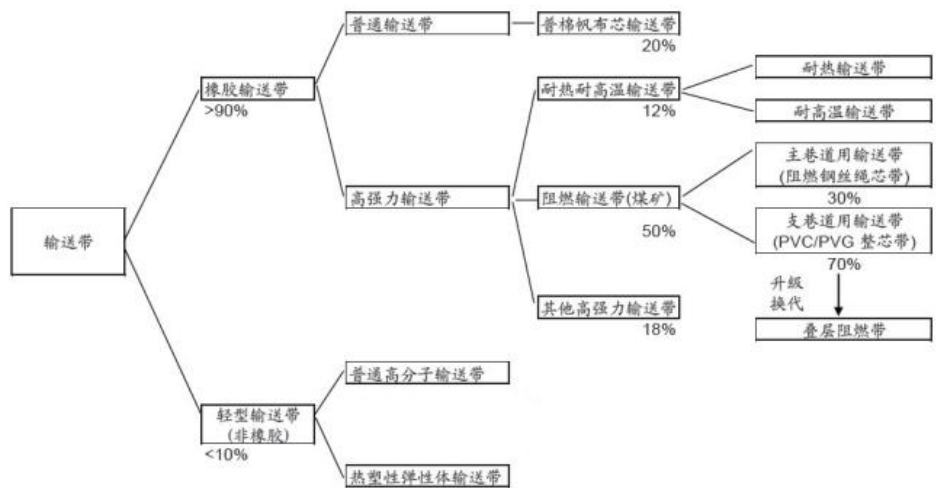
## 2. 行业下游应用广泛，未来集中度不断提升

### 2.1 输送带行业基本情况

#### 2.1.1 输送带简介

输送带是带式输送机的主要部件，主要用于煤炭、矿山、冶金、化工、建筑交通等部门的大规模连续化运输。从微观构成来看，输送带主要由骨架材料、覆盖层及打底材料三大部分组成，覆盖层为决定其性能及用途的关键部分。根据覆盖层使用的原料不同，输送带可以分为重型输送带及轻型输送带两大类，前者以橡胶（包括天胶及合成胶）为主要原料，其使用范围集中在重工业、基础设施建设领域；后者则主要使用高分子材料，主要用于食品、电子等轻工业领域。

图8 输送带分类

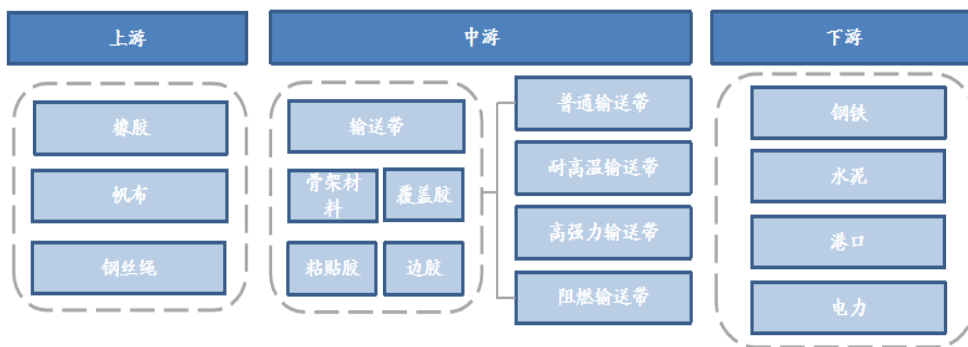


资料来源：公司项目可行性报告，海通国际

#### 2.1.2 输送带发展历史悠久，下游应用领域广泛

根据前瞻经济学人，1795 年美国最先正式提出橡胶输送带的概念—帆布带。至 21 世纪以来，随着压延挤出工艺得到更多的推广应用，使用更为环保的 TPU 等材料 and 能够实现精密输送的轻型输送带市场占有率不断扩大，产品质量也得到较大提升。从产业链来看，根据华经产业研究院，输送带处于产业链中游，上游原材料主要包括橡胶与炭黑、金属复合制品等，其中橡胶和炭黑占比最大。输送带下游广泛应用于水泥、焦化、冶金、化工、钢铁等行业。

图9 输送带产业链构成



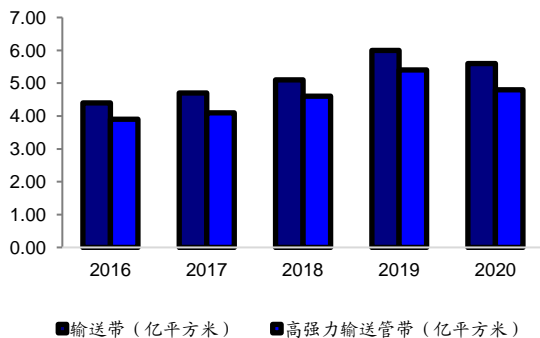
资料来源：华经产业研究院，海通国际

## 2.2 行业市场空间广阔，国内集中度较低

### 2.2.1 全球输送带产值不断增长，预计年复合增长率为 4.5%

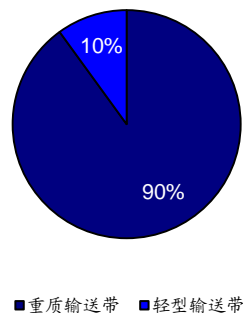
根据观研报告网，中国是全球输送带最大的生产国和消费国，产量约占全球三分之一。根据中国橡胶工业年鉴数据，2020 年我国橡胶输送带产量 5.6 亿平方米，其中高强度输送带产量 4.8 亿平方米；中国橡胶管带总值 205.12 亿元，同比增长 7.33%。从输送带类别来看，根据新思界产业研究中心，我国重型输送带占据主导地位，占比约 90%，而轻型输送带占比仅达 10%。

图10 2016-2020 年中国橡胶输送带产量（亿平方米）



资料来源：中国橡胶工业年鉴，海通国际

图11 重型与轻型输送带占比 (%)



资料来源：新思界产业研究中心，海通国际

从橡胶管带产值来看，根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会对 108 家会员企业统计，2020 年管带总产值 205.12 亿元，同比下降 0.48%，管带销售收入 250.76 亿元，增长 0.28%；2021 年上半年管带产值 103.77 亿元，增长 15.64%，管带销售收入 129.67 亿元，增长 19.64%。

### 2.2.2 海外龙头具备技术研发优势，国内多中低端产品

随着胶带行业发展，行业内不同产品的细分市场出现一定分化，中、低端产品因差别化程度不高，竞争非常激烈；高性能、高规格产品的竞争激烈程度稍低；而部分技术含量高的产品，因具有较高的技术壁垒，市场参与者较少。

行业海外龙头企业主要包括德国大陆、普利司通等跨国企业，海外龙头企业在输送带的技术研发等方面具备优势。当下国内输送带市场中企业数量较多，国内龙头企业主要包括双箭股份、三维股份、宝通科技等公司，在研发技术和规模上也具备一定优势，在中高端产品上具备较强竞争力。部分国内企业规模较小，不具备资金及技术优势，主要集中在中低端市场，主要通过产品价格进行竞争。根据中国橡胶工业协会对 2018 和 2019 年 104 家会员的统计，包括公司、山东康迪泰克工程橡胶有限公司、浙江三维橡胶制品股份有限公司、无锡百年通工业输送有限公司、保定华月胶带有限公司在内的行业前 5 位的公司产值合计占管带总产值的比例分别为 24.83% 和 28.57%，2021 年上半年输送带前 5 家企业产量占总产量的 39.64%。我们预计随着国内龙头产能不断扩张，国内龙头市场占有率不断提高，行业集中度有望不断提高。

从行业未来发展趋势来看，输送带行业发展的总趋势是产品向多品种、高性能、节能环保、长寿命的方向发展，由于配方、技术、工艺和专利都是多年累积的结果，高端新产品难以在短期内开发出来；新产品从开发或引进到形成市场，也需要在良好的技术积累的条件下，经过一段时间的研究开发和反复论证。同时，在资金和设备方面，行业需要大量的优秀科研团队，以保证企业不断更新现有技术，跟进政策要求和行业趋势。

表 2 输送带行业海内外主要厂家情况

	公司名称	主要情况
海外	德国大陆 (Continental AG)	公司成立于 1871 年，总部位于德国汉诺威，全球 500 强，是世界领先的汽车配套产品供应商之一。其经营业务涉及轮胎、胶带、汽车自控系统、制动系统等，山东康迪泰克工程橡胶有限公司和山西凤凰胶带有有限公司是德国大陆在中国设立的合资公司，从事输送带相关业务。
	普利司通 (Bridgestone)	公司成立于 1931 年，总部位于日本东京，1961 年在东京大阪交易所上市。目前是全球主要的汽车轮胎生产企业，也是全球重要的非轮胎橡胶制品生产企业。普利司通公司 1945 年开始从事胶带生产业务，目前是日本最大的胶带生产企业。
	芬纳邓禄普 (Fenner Dunlop)	公司成立于 1861 年，并于 1937 年在伦敦上市，二十世纪五十年代起向全球扩展业务。2002 年 11 月芬纳公司收购邓禄普输送带部门。芬纳邓禄普是全球最大的煤矿用井下输送带生产商。其输送带部门共有 12 个生产基地，提供完整的产品系列，包括高强度聚酯、整芯编织和钢丝绳芯输送带等，能适应所有煤炭和工业的应用。公司于亚洲、澳洲、非洲等地拥有胶带生产企业，上海芬纳输送带有限公司是其在华投资控股企业，主要从事井下煤矿用整芯 PVC/PVG 输送带的生产和销售。
国内	山东康迪泰克工程橡胶有限公司	公司成立于 2007 年，由华勤集团与德国大陆集团合资组建。公司输送带产品主要分为钢丝绳芯输送带、分层织物芯输送带、整芯输送带 3 大系列，包括标准结构型、抗撕裂型、整体钢网型、EP 聚酯帆布型、NN 尼龙帆布型等 8 大类型，共计数百种规格。营销网络遍布欧洲、美国、巴西、智利等 70 多个国家
	浙江三维橡胶制品股份有限公司	公司成立于 1990 年，是集胶带产品设计、研发、制造、销售和服务于一体的国内一流生产企业；2022 年营业总收入 38.73 亿元，橡胶输送带收入 11.07 亿元，2022 年橡胶输送带总产能 3160 万平方米。
	无锡百年通工业输送有限公司	公司成立于 2017 年，是宝通科技的全资子公司。是国内领先的高强力橡胶输送带生产制造商，主营耐高温、阻燃、高强度、数字芯片及特种输送带，2022 年营业收入 12.05 亿，净利润 1.26 亿元。
	宁顺集团有限公司	公司地处南京城北六合区竹镇镇，输送带等产品获得安标国家矿用产品安全标志中心颁发的矿用产品安全标志证书。输送带产品具有不分层、阻燃性好等优点，产品销往全国十八个省市自治区。

资料来源：公司可转债募集说明书，《2022 年度中国橡胶工业协会百强企业》，海通国际

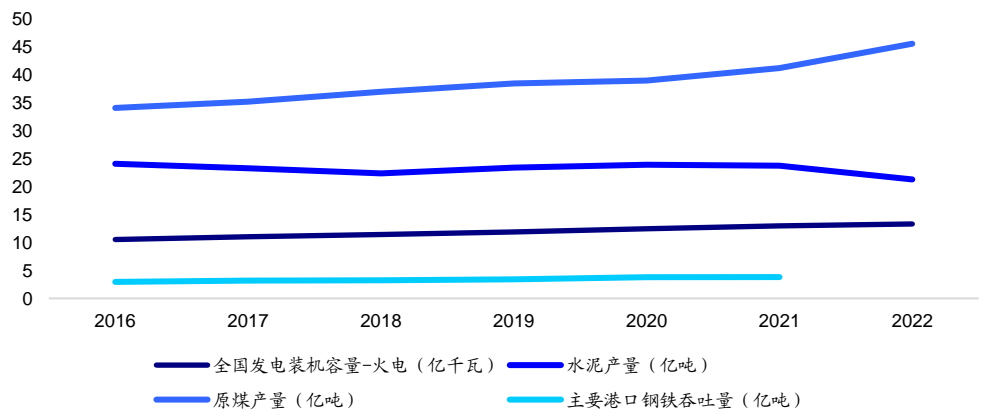
### 2.3 下游行业保持稳定增长

输送带行业本身的固有属性，其作为易耗品，存在较为固定的更换周期，持续稳定的存量需求是行业稳定发展的一大动力。橡胶输送带的下游行业与宏观经济密切相关，随着我国经济结构的不断优化，以及工业现代化和城镇化进程的不断加快，下游行业仍有较大的市场空间并保持增长态势，这将为胶带行业创造良好的市场环境，提供持续的市场需求增量。



过去二十年，钢材、水泥、原煤、火力发电产量整体呈现上升趋势，同时随着上述行业逐步完成供给侧结构性改革，上述各行业的产值在近年来均出现恢复性增长，随着国内新一轮基础设施建设及宏观经济的进一步向好，预计上述行业仍会稳步增长，进而推动橡胶输送带行业的增长。分行业来看，根据国家能源局及统计局数据，2016-2022 年除水泥产量稳定在 20 余亿吨左右，略有下降外，其他各下游行业产量均实现稳定增长。原煤产量从 2016 年的 34.11 亿吨增长到 2022 年 45.60 亿吨，复合增长率约为 5.00%；全国发电装机容量-火电从 2016 年 10.54 亿千瓦增长到 2022 年 13.32 亿千瓦，复合增长率为 3.99%；主要港口钢铁吞吐量从 2016 年 2.96 亿吨增长到 2021 年 3.79 亿吨，复合增长率为 5.10%。

图12 输送带下游行业产量情况



资料来源：国家能源局，国家统计局，海通国际

## 2.4 主要原材料价格近期回落

公司主要原材料包括合成橡胶、炭黑、尼龙帆布、聚酯帆布、钢丝绳等，原材料价格波动对公司业绩影响较大。2020-2022 年公司毛利下降主要由于原材料炭黑价格不断上涨，近期炭黑价格不断回落，公司毛利有望修复。根据卓创资讯，截至 2023 年 6 月 20 日，炭黑价格 7987.5 元/吨，同比下降 16.58%，2023 年炭黑均价 9392.78 元/吨，同比下降 6.67%。

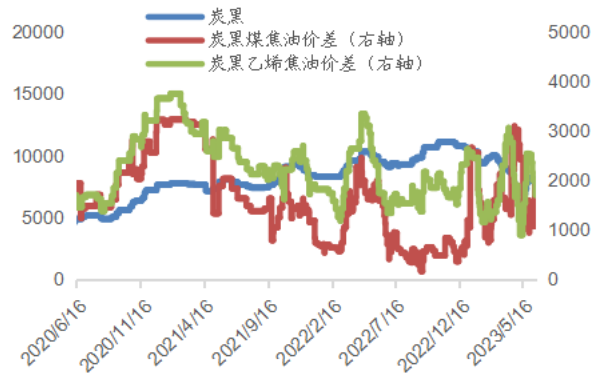
橡胶价格基本保持稳定。橡胶占公司原材料采购占比大，根据 2022 年年报，2022 年公司天然橡胶及合成橡胶采购额占公司采购总额的 31.69%，其中天然橡胶占比 16.17%，合成橡胶占比 15.52%。橡胶价格近几年较为稳定，根据百川盈孚，截至 2023 年 6 月 20 日，天然橡胶价格 11966 元/吨，同比下降 5.65%，2023 年均价 11960.27 元/吨，同比下降 5.32%，合成橡胶-丁苯橡胶价格 11250 元/吨，同比上涨 11.07%，2023 年均价 11499.17 元/吨，同比下降 3.69%。

图13 天然橡胶价格价差走势图 (元/吨)



资料来源: 海通价格数据库, 海通国际

图14 炭黑价格价差走势图 (元/吨)



资料来源: 海通价格数据库, 海通国际

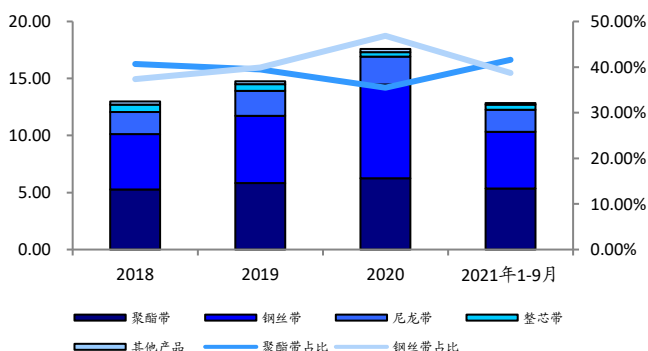
### 3. 拥有技术优势, 打造高性能产品

#### 3.1 聚酯带及钢丝绳芯带毛利较高

分产品来看, 公司输送带产品主要分为聚酯帆布芯输送带、钢丝绳芯输送带、尼龙帆布芯输送带及整芯输送带四大类别, 其中聚酯帆布芯输送带及钢丝绳芯输送带销售单价及毛利率较高, 2020年两种产品单价分别为28.30元/平方米、35.85元/平方米, 毛利率分别为32%, 高于公司平均毛利率31%。公司高毛利产品收入占比较高, 2018年-2021年1-9月, 公司聚酯帆布芯输送带及钢丝绳芯输送带产品收入占比分别为78.02%、79.35%、82.34%、80.35%。除整芯输送带外公司各类型产品生产工艺基本类似, 所需生产设备基本一致, 可利用柔性生产方式, 根据市场需求灵活调整不同类别输送带在一定时期内的生产量。

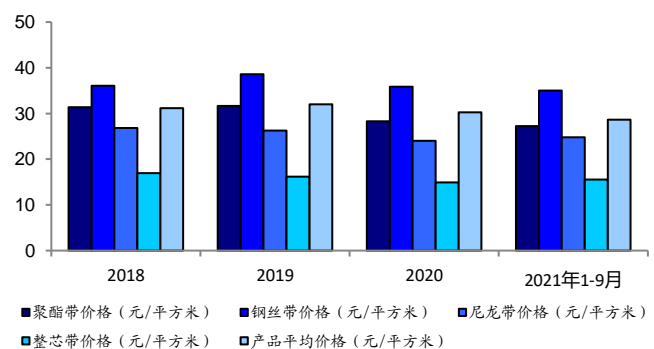
公司输送带产品定价主要受原材料价格和下游需求情况影响, 公司产品均价及毛利波动较大; 公司产品均价从2019年32.02元/平方米下降至2021年29元/平方米, 后逐步回升到2022年30.51元/平方米。由于公司产品生产和销售存在一定的时间差, 公司不能随原材料价格变动随时调整产品价格, 导致公司毛利率易受原材料价格影响, 公司毛利率受损。

图15 公司 2018-2022 年各类输送带收入 (亿元) 及占比 (%)



资料来源: 公司公告, 海通国际

图16 2018-2022 年公司各类输送带单价 (元/平方米)



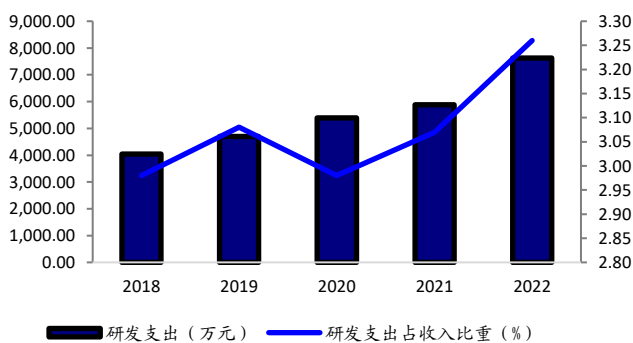
资料来源: 公司公告, 海通国际

### 3.2 发挥技术优势，打造高性能产品

研发支出不断增加，费用率不断提升。公司重视研发投入，2022 年研发投入总计 7621.75 万元，研发费用率 3.26%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在输送带方面已取得 120 项专利。公司技术中心拥有配套齐全的物理性能测试、化学性能分析、机械性能测试等实验室，能够对产品原材料和产成品进行机械性能和化学指标的全面检测。2017 年，公司技术研发中心被评选为中国橡胶行业节能环保输送带技术中心，是输送带领域首批被认定的技术中心之一。

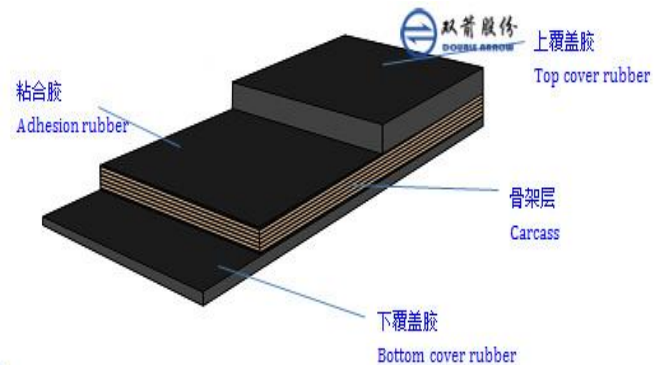
公司开发适合市场需求的新产品，并大力推广特种用途的产品。以耐高温输送带为例，耐高温输送带是公司特种输送带的一种，适用于冶金、水泥、化工行业的高温环境下输送。主要用以输送烧结矿石、焦炭和水泥熟料等高温固体物料。开发新结构的骨架材料，减小产品的使用过程中受热老化强度损失，提升使用寿命；覆盖胶设计用优越的乙丙胶或卤化橡胶，提高胶料的耐高温性能，降低热老化损失。

图17 2018-2022 年公司研发支出（万元）及研发费用率（%）



资料来源：公司公告，海通国际

图18 公司耐高温输送带结构图



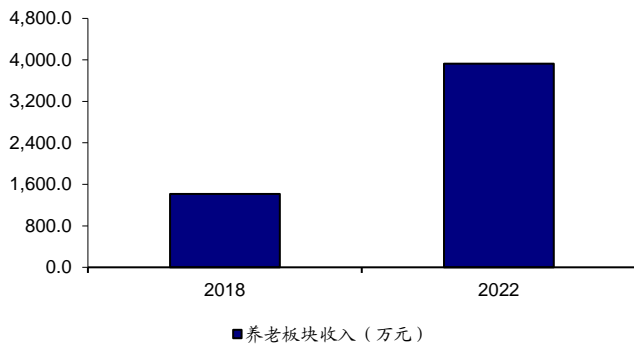
资料来源：公司官网，海通国际

### 4. 开设养老业务板块，医养结合

公司开设养老服务板块，稳步推进养老健康产业发展，继续积极探索“医养”结合之路。直接全资持股拥有全资子公司桐乡和济颐养院有限公司，“桐乡和济梧桐护理院有限公司”、“苏州红日养老院有限公司”、“桐乡和济洲泉护理院有限公司”、“苏州韶华护理院管理有限公司”等几家间接全资子公司。

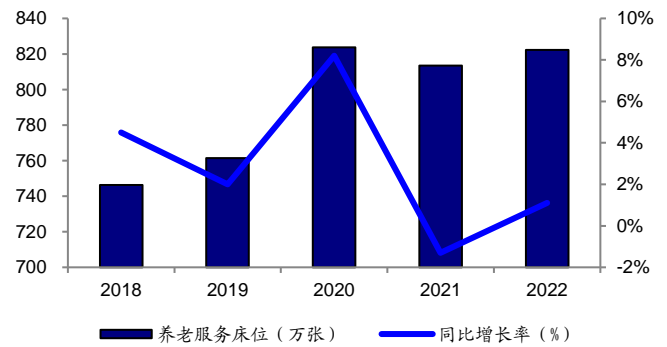
随着我国老龄化现象日益严重，养老服务行业未来市场发展广阔。根据 36 氪及艾媒咨询研究数据，2021 年中国养老产业市场规模达 8.8 万亿元，预计到 2027 年，产业规模将突破 20 万亿元。养老院作为养老服务板块重要一环，面临重大供需缺口，截至 2022 年，全国养老服务床位数达 822.3 万张，远低于国际通行数量和国内市场需求。

图19 公司养老板块收入情况 (万元)



资料来源: WIND, 海通国际

图20 全国养老服务床位数 (万张) 及增速 (%)



资料来源: 艾媒咨询, 海通国际

**盈利假设:**

**产量假设:**

输送带: 根据公司 2022 年产能利用率以及新增产能投产情况, 假设公司 2023-2025 年输送带产能利用率为 95%、85%、95%;

**销量假设:**

输送带: 根据公司 2022 年产销率情况, 假设公司 2023-2025 年输送带产销率为 100%;

**价格假设:**

输送带: 根据公司 2022 年价格情况, 假设公司 2023-2025 年价格为 30.51 元/平方米;

**毛利率假设:**

1) 输送带: 根据 2022 年毛利率以及考虑近期原材料价格回落, 假设 2023-25 年毛利率为 18.80%、18.50%、18.50%;

2) 其他业务: 根据 2021-22 年毛利率, 假设 2023-25 年毛利率为 20%;

表 3 双箭股份分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	2335.13	2709.14	4000.66	4469.37
总成本 (百万元)	1938.77	2198.61	3258.88	3640.71
总毛利率 (%)	16.97%	18.84%	18.54%	18.54%
输送带				
收入 (百万元)	2243.84	2608.72	3890.20	4347.87
成本 (百万元)	1865.38	2118.28	3170.51	3543.51
毛利率	16.87%	18.80%	18.50%	18.50%
其他业务				
收入 (百万元)	91.29	100.42	110.46	121.51
成本 (百万元)	73.39	80.33	88.37	97.20
毛利率	19.61%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: WIND, 公司年报, 海通国际

表 4 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300031.CH	宝通科技	30.33	-0.96	1.02	1.38	/	29.74	21.98
603033.CH	三维股份	20.32	0.29	0.64	0.78	70.07	31.75	26.05
	均值					<b>70.07</b>	<b>30.74</b>	<b>24.01</b>

资料来源: Wind, 海通国际, 股价为 2023 年 6 月 20 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2335</b>	<b>2709</b>	<b>4001</b>	<b>4469</b>
每股收益	0.28	0.58	0.76	0.86	营业成本	1939	2199	3259	3641
每股净资产	4.77	5.16	5.92	6.78	毛利率%	17.0%	18.8%	18.5%	18.5%
每股经营现金流	0.40	0.70	0.20	1.67	营业税金及附加	10	11	17	18
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	84	96	144	161
P/E	26.29	12.42	9.53	8.42	营业费用率%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
P/B	1.52	1.41	1.23	1.07	管理费用	80	92	136	152
P/S	1.28	1.10	0.75	0.67	管理费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
EV/EBITDA	9.33	6.23	4.91	3.26	EBIT	160	256	349	395
股息率%	<b>2.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-3	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.0%	18.8%	18.5%	18.5%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	4.9%	8.9%	7.8%	7.9%	投资收益	-8	27	20	22
净资产收益率	5.8%	11.3%	12.9%	12.7%	<b>营业利润</b>	<b>147</b>	<b>283</b>	<b>369</b>	<b>417</b>
资产回报率	3.2%	6.5%	6.5%	7.4%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	4.8%	8.0%	9.8%	9.9%	<b>利润总额</b>	<b>147</b>	<b>283</b>	<b>369</b>	<b>417</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	249	402	500	551
营业收入增长率	21.9%	16.0%	47.7%	11.7%	所得税	34	42	55	63
EBIT 增长率	3.4%	59.6%	36.4%	13.2%	有效所得税率%	22.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-23.6%	111.6%	30.4%	13.2%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>114</b>	<b>241</b>	<b>314</b>	<b>355</b>
资产负债率	43.8%	42.7%	49.4%	41.5%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	2.31	2.50	2.07	2.69	货币资金	887	1070	1123	1781
速动比率	1.72	1.87	1.45	2.08	应收账款及应收票据	641	676	1269	904
现金比率	0.90	1.03	0.61	1.24	存货	492	546	992	727
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	265	294	422	451
应收账款周转天数	84.32	84.00	84.00	84.00	流动资产合计	2285	2587	3806	3862
存货周转天数	84.80	85.00	85.00	85.00	长期股权投资	30	30	30	30
总资产周转率	0.74	0.75	0.94	0.93	固定资产	757	661	560	454
固定资产周转率	3.64	3.82	6.55	8.81	在建工程	61	61	61	61
					无形资产	212	212	212	212
					非流动资产合计	1228	1132	1031	925
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3513</b>	<b>3718</b>	<b>4837</b>	<b>4787</b>
净利润	114	241	314	355	短期借款	42	42	42	42
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	740	762	1465	1023
非现金支出	105	146	151	156	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	17	-27	-20	-22	其它流动负债	206	231	334	371
营运资金变动	-69	-71	-362	197	流动负债合计	988	1036	1841	1436
<b>经营活动现金流</b>	<b>166</b>	<b>288</b>	<b>83</b>	<b>685</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-163	-50	-50	-50	其它长期负债	551	551	551	551
投资	-26	0	0	0	非流动负债合计	551	551	551	551
其他	-7	27	20	22	<b>负债总计</b>	<b>1539</b>	<b>1587</b>	<b>2392</b>	<b>1987</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-196</b>	<b>-23</b>	<b>-30</b>	<b>-28</b>	实收资本	412	412	412	412
债权募资	495	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1964	2122	2436	2791
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	9	9	9	9
其他	-91	-82	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3513</b>	<b>3718</b>	<b>4837</b>	<b>4787</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>404</b>	<b>-82</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>387</b>	<b>183</b>	<b>53</b>	<b>658</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 6 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通国际

## APPENDIX 1

## Summary

**The company is a leading company in Chinese conveyor belt industry.** The company is mainly engaged in the production and sales of rubber conveyor belts. Classified by the skeleton material, the products can be divided into steel cord conveyor belts, fabric core conveyor belts and whole core conveyor belts. The products are widely used in metallurgy, mining, ports, steel and other industries. The company's 2020-2022 operating income were 1.811, 1.916, and 2.335 billion yuan, a year-on-year increase of 18.74%, 5.80%, and 21.86% respectively; the net profit attributable to the parent company were 3.15, 149, and 114 million yuan, respectively, a year-on-year increase of 26.86%, -52.82%, and -23.64% respectively. As the prices of raw materials such as carbon black fall, we expect the company's profits to recover.

**The market space of the industry is vast; Chinese market concentration is relatively low.** From the perspective of supply side, according to the data from the China Rubber Industry Yearbook, the output of rubber conveyor belts in China in 2020 was 560 million square meters, of which the output of high-strength conveyor belts was 480 million square meters. In 2019, the total output value of the top 5 companies in the industry accounted for 28.57% of the total output value of rubber pipe and rubber conveyor belts, and the industry concentration was low. From the perspective of demand side, the downstream industries of rubber conveyor belts mainly include heavy industries such as mining, cement, ports, and metallurgy. Based on the data from National Bureau of Statistics of the People's Republic of China and National Energy Administration, except for a slight decline in cement production during previous years, the output of raw coal and steel in China has maintained a growth trend.

**The company continuously expands the production capacity to increase the market share.** The company continues to expand the conveyor belt production capacity from 47.5 million square meters in 2019 to 75 million square meters in 2022, and the current total production capacity is 90 million square meters. In 2023, Taisheng Intelligent "Rooftop Intelligence Production Base Project" with an annual output of 60 million square meters will be gradually put into operation. It is expected that the company's conveyor belt production capacity will continue to increase in 2023, and the total future production capacity is expected to reach 150 million square meters.

**The proportion of high-margin products is relatively high; high-performance products are continuously developed.** The company's products mainly include polyester canvas conveyor belts, steel cord conveyor belts, integral core conveyor belts, nylon canvas conveyor belts and other conveyor belt types, among which steel cord conveyor belts and polyester canvas core conveyor belts have high gross profit and unit price. In 2020, the unit prices of the company's polyester canvas core conveyor belt and steel cord conveyor belt were 28.30 yuan/square meter and 35.85 yuan/square meter respectively; the gross profit rate were 32%, which were higher than the company's average gross profit level at 31%. The company attaches great importance to R&D, and constantly improves the special performance of products to meet the different needs of downstream.

**The company set up the elderly care business segment, combining medical care and elderly care.** The company has set up a pension service segment, and continues to actively explore the way of combining "medical care and nursing care". The company directly owns whole shares of subsidiary "Tongxiang Heji Nursing Home Company", which has many subsidiary nursing homes. With the aging of Chinese population, the market demand for elderly care services is gradually increasing.

**Earnings forecast and investment rating.** Due to the expansion of the production capability of conveyor belts, we raised our performance forecast. We estimate that the company's NPATs in 2023-2025 to be Rmb241mn (+49.69%), Rmb314mn (+18.94%), and Rmb355mn (+27.70%) respectively, with corresponding EPS of Rmb0.58, Rmb0.76, Rmb0.86. Considering the leading position in the industry and technology advantage, we value the company at FY23E PER of 20x with a target price of Rmb11.60 (the previous TP was Rmb7.80 based on a FY23E PER of 20x, +48.72%). We maintain the "Outperform" rating.

**Risks:** The progress of project is under expected; raw material prices fluctuate; the downstream demand is under expectation.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huaichao Zhuang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

**中性**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

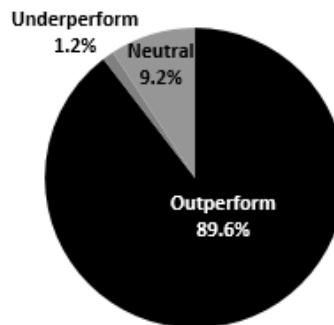
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

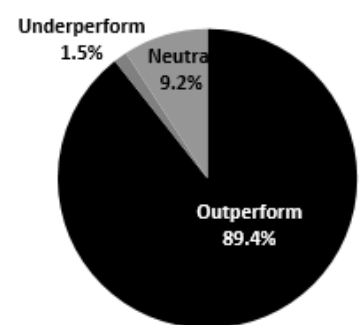
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as

### 评级分布 Rating Distribution

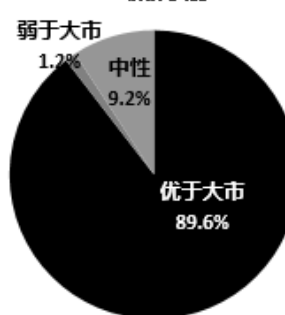
Most Recent Full Quarter



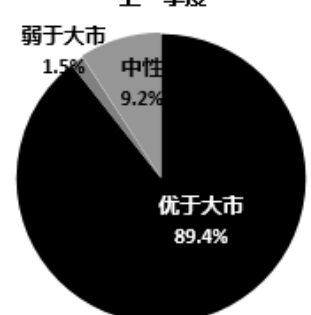
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度





indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

#### 截至 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖：**海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其联属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处在任何数据的原创性, 准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

**第一条** 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

**第二条** 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

**第三条** 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

**第四条** 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (「HTISGL」) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (「HTIRL」) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (「HTIJKK」) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (「SEBI」) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (「HTSIPL」) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (「BSE」) 和 National Stock Exchange of India Limited (「NSE」) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (「HTISG」) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (「HTISG」) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息：** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

#### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited ("HTIRL"), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited ("HTISGL") and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges"). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG") on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的

约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话：(212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项：**在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项：**在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话：(65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Recommendation Chart

### Zhejiang Double Arrow Rubb - 002381 CH



1. 24 Aug 2020 OUTPERFORM at 11.16 target 14.6.

2. 3 Mar 2021 OUTPERFORM at 9.14 target 13.2.

3. 26 Apr 2023 OUTPERFORM at 6.69 target 7.8.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates