



低库存高订单使公司受益于原材料下跌

2012年5月24日

推荐/维持

双箭股份

调研快报

——双箭股份（002381）调研快报

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn 010-66554033	

事件:

近期赴上市公司调研了解公司的经营情况。

1. 输送带国内龙头受益于全球产业转移

公司是国内排名第二的输送带企业，未来随着募投项目的投放有望逐渐追赶甚至超过排名第一的企业。

现阶段，世界输送带产业正加速向发展中国家转移。发达国家和地区的输送带企业因本土市场萎缩、生产成本劣势，产品在国际市场丧失竞争力，因此不断收缩其本土生产业务，通过建厂、收购及委托加工等方式，把生产环节转移到发展中国家。生产能力转移的同时，技术、人才、市场等产业资源向发展中国家流动。

中国是输送带国际产业转移的主要承接国，主要原因为：国内生产成本远低于发达国家；中国已成为全球最大的输送带消费市场，且市场增长率仍居全球前列；本国输送带产业有了长足发展，行业内的部分企业已经能生产出性能、规格达到国际先进水平的产品，具备了承接产业转移的能力。印度、越南等国虽拥有更丰富的资源和更低的成本，但因技术水平较低、配套产业发展不足，不能生产出高端产品，目前还不具备承接大规模国际产业转移的能力。

目前，美国固特异公司、德国大陆公司、日本横滨橡胶公司、英国芬纳公司等跨国企业均已在中国投资设立合资企业生产输送带。公司作为国内龙头，未来将继续大幅受益于全球产业转移。

2. 募投和超募项目进展顺利，产品结构逐渐升级

公司募投项目和超募资金项目进展顺利，如下表所示。钢丝绳芯输送带生产线已经投产，今年可以贡献产能；织物芯输送带生产线已经投产一条，另有两条织物芯输送带生产线预计今年年底可以投产，明年可以贡献产能。钢丝绳芯输送带生产线生产较为灵活，可以用于生产织物芯输送带；织物芯输送带生产线可以生产不同形状和不同织物骨架（包括尼龙帆布和聚酯帆布）的输送带，但不能用于生产钢丝绳芯输送带。PVC/PVG整芯带主要用于煤矿支线，但由于技术壁垒相对较低，市场处于无序竞争状态，众多小公司采取低价竞争策略，使得PVC/PVG整芯带毛利率较低，因此不是公司今年和未来发展的重点。

表 1：公司募投项目和超募项目（万平方米）

项目类型	项目名称	项目明细	产能（万平米）
IPO 募资项目	年产 1100 万平米高强力输送带生产线	管状织物芯输送带	80
		尼龙帆布芯输送带	200
		聚酯帆布芯输送带	420
		管状钢丝绳芯输送带	70
		煤矿井下用阻燃输送带	150
		其他钢丝绳芯输送带	180
超募资金项目	年产 600 万平米 PVC/PVG 生产线	PVC/PVG 整芯带	600

资料来源：东兴证券研究所

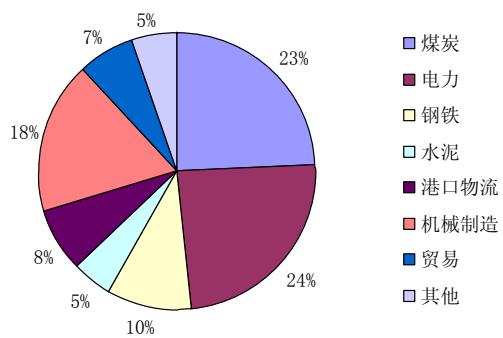
公司2011年生产各类输送带合计约3100万平米，2012年新增产能虽然较多，但一方面新线投产后部分老生产线进入检修，另一方面公司开始着手调整产品结构，放弃部分低毛利率产品，进行产品升级，预计2012年各类输送带产量约3400万平米，新增产量预计约10%。

3. 备品市场需求稳定，工程市场有所减弱

公司输送带产品分为为已完工工程替换用的备品市场和为新建项目配套的工程市场，备品市场为存量市场，工程市场为新增市场。目前世界经济和国内经济复苏仍然缓慢，因此工程市场的需求有所减弱，但存量市场对备品的需求依然比较稳定，因此公司的订单情况良好。

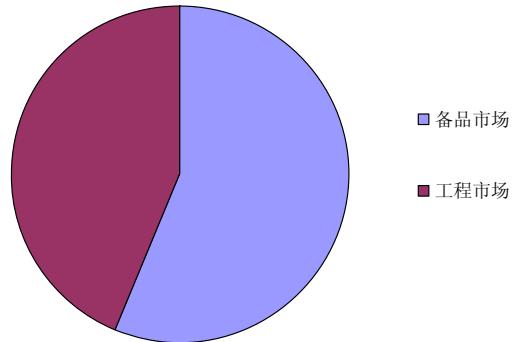
公司产品覆盖煤矿、电力、港口、钢铁和水泥等，下游较为分散，因此需求弹性较小，抗风险能力较强，特别是煤矿、电力和港口相对需求较为稳定。

图 1：2009 年公司产品下游销售分布



资料来源：公司《招股说明书》，东兴证券研究所

图 2：公司产品在备品市场和工程市场的比例



资料来源：东兴证券研究所

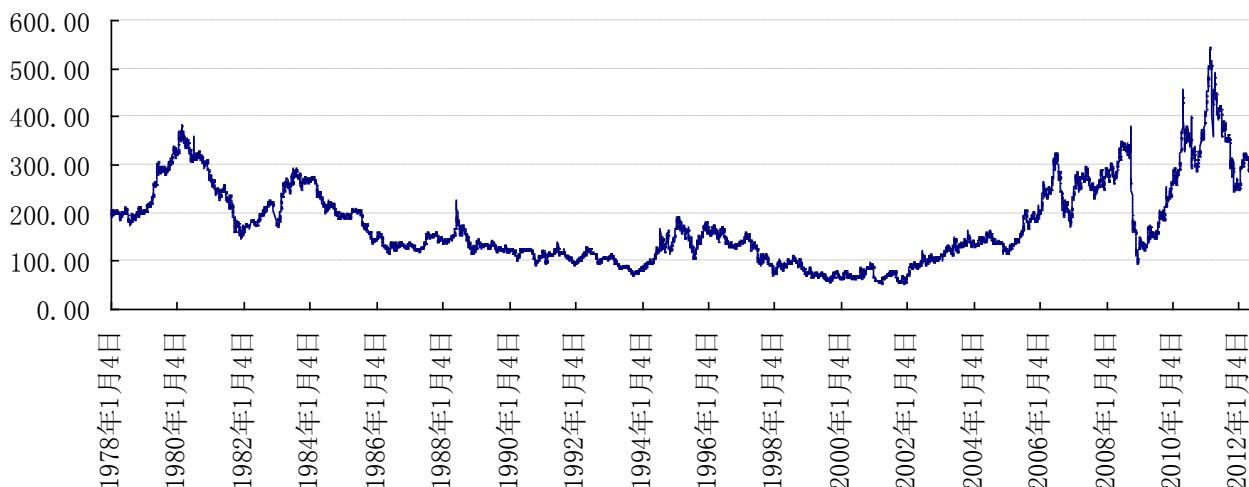
4. 订单饱满和存货控制使公司在橡胶下跌通道中毛利率不断改善

由于下游不同客户对输送带的带芯材料、厚度、长度、宽度等要求千差万别，本公司实行严格的“以销定产”制度，即根据客户订单安排生产计划，公司从接到客户订单至开始生产客户所需产品间隔约2个月，一般情况下，公司与橡胶供应商签订采购协议，确保未来2个月左右天然橡胶的耗用。

近期橡胶价格大跌，公司判断商品市场已经进入下行通道，因此已经降低存货库存，只要能满足正常生产所需即可。公司的“以销定产”制度保证公司的产成品都是已经销售的商品，因此理论上公司的产成品库存是零。同时公司4、5月份订单比较充足，环比一季度回暖较为明显，因此在橡胶缓慢下跌过程中可以不断以较低价格的原材料来生产前期定价较高的订单，毛利率回升明显。

图 3：国际橡胶价格走势（日元/公斤）

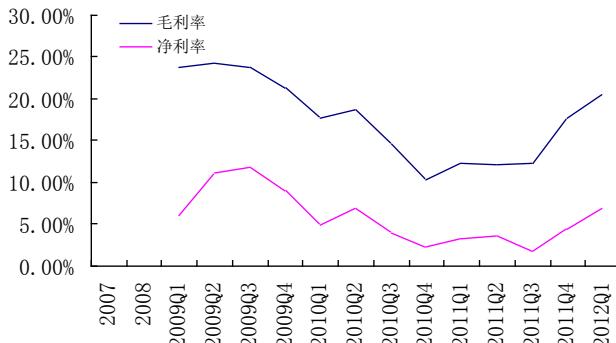
期货收盘价:东京工业交易所(TCE)橡胶 日



资料来源: wind, 东兴证券研究所

另一方面，由于输送带行业是典型的市场主导、消费驱动行业，因此其产品价格的波动幅度小于原材料价格的波动。公司订单的定价相对原材料的下跌仍然有所滞后且产品定价的波动较原材料价格波动缓和，这也使得橡胶价格下跌过程中公司盈利能力可以改善。

图 4：公司分季度毛利率及净利率



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

结论：

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29、0.62 和 0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 55、26 和 18 倍。公司受益于橡胶价格下跌，在橡胶价格下跌过程中是弹性最大的标的。我们已经在东兴报告《橡胶行业深度报告：天胶量足价跌，全面看好橡胶制品》及其他相关报告中反复重申强烈看空橡胶价格的观点及逻辑。橡胶价格若如我们所预计继续缓慢下跌公司业绩有可能大幅超预期，维持公司“推荐”评级。

风险提示：

天然橡胶主产区夏天若出现过多的极端天气可能导致天胶产量大减而价格大幅上涨

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

范劲松

清华大学高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师。2010 年加盟东兴证券研究所，有一年半基础化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。