

## 结构优化再升级，产能扩张迎机遇 买入（维持）

2020年04月27日

| 盈利预测与估值     | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 1,525 | 1,892 | 2,218 | 2,707 |
| 同比 (%)      | 12.3% | 24.0% | 17.2% | 22.0% |
| 归母净利润 (百万元) | 249   | 288   | 347   | 430   |
| 同比 (%)      | 59.0% | 15.8% | 20.5% | 24.0% |
| 每股收益 (元/股)  | 0.60  | 0.70  | 0.84  | 1.05  |
| P/E (倍)     | 12.99 | 11.22 | 9.31  | 7.51  |

**事件：**公司发布2019年年报，报告期内实现营业收入15.25亿元，同比增长12.31%；实现归母净利润2.49亿元，同比增长59.00%。同时，公司拟以411,572,264股为基数，向全体股东每10股派发现金红利3元（含税）。

### 投资要点

- 工业输送带领军企业，产销量持续增长：**公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十余年，在橡胶工业协会下属行业中连续九年位列“中国输送带十强企业”之首，产品被广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等多个行业。报告期内，公司生产各类输送带4,443.20万平方米，同比增加5.12%，销售各类输送带4,611.76万平方米，同比增加10.72%。随着“年产1000万平方米高强力输送带项目”建设和推进，未来公司的生产能力将得到不断提升，规模效应和产品竞争力也将进一步增强。
- 油价低位降低成本，高端产品占比明显提升：**由于OPEC+达成的减产协议难以抵消新冠疫情带来的全球原油需求下降影响，原油价格大幅上涨的动力不足，预计中长期将形成低位震荡的局面，在此背景下，合成橡胶价格易跌难涨，橡胶输送带的成本也有望维持在较低的水平。另外，公司于2019年推出了陶瓷输送带、RopeCon®索道输送带、芳纶管状输送带、整体钢网防撕裂输送带、整体织物抗冲击输送带、抗冲击输送带以及超耐磨输送带7款新型输送带产品，高端产品占比达到15.61%，产品多元化发展的新局面已初步形成，盈利能力有望得到进一步提升。
- 轻资产布局养老产业，积极树立产业标杆：**公司积极按照“坚持轻资产，做大养老产业，打造医养结合知名品牌”的战略构想，推动公司以轻资产养老模式进行对外扩张，在保证服务质量优质稳定的基础上继续加大市场开拓力度。目前，子公司桐乡和济颐养院有限公司已取得了可喜的成绩；桐乡和济颐养院（福利中心总部）、桐乡和济颐养院（凤鸣分院）、苏州红日、和济盛源门诊部则实现了营业收入的稳步增长；凤鸣护理院于2019年9月取得“医疗机构经营许可证”，洲泉护理院于2019年12月完成建设。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020~2022年分别实现收入18.92亿元、22.18亿元、27.07亿元，实现归母净利润分别为2.88亿元、3.47亿元和4.30亿元，EPS分别为0.70元、0.84元和1.05元，当前股价对应PE分别为11X、9X和8X。维持“买入”评级。
- 风险提示：**新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001  
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)      | 7.85      |
| 一年最低/最高价    | 6.89/9.23 |
| 市净率(倍)      | 1.82      |
| 流通A股市值(百万元) | 2474.49   |

### 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 4.32   |
| 资产负债率(%)  | 23.95  |
| 总股本(百万股)  | 411.57 |
| 流通A股(百万股) | 315.22 |

### 相关研究

- 《双箭股份（002381）：业绩持续高增长，产品结构不断优化》 2019-10-22
- 《双箭股份（002381）：中报业绩超预期，高端产品占比持续提升》 2019-08-15
- 《双箭股份（002381）：输送带龙头扩产在即，养老业务轻装启程》 2019-04-02

## 双箭股份三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |                  | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>1,694</b> | <b>1,895</b> | <b>2,137</b> | <b>2,549</b> | <b>营业收入</b>      | <b>1,525</b> | <b>1,892</b> | <b>2,218</b> | <b>2,707</b> |
| 现金             | 427          | 347          | 430          | 535          | 减: 营业成本          | 1,043        | 1,290        | 1,508        | 1,824        |
| 应收账款           | 399          | 547          | 710          | 824          | 营业税金及附加          | 8            | 10           | 12           | 15           |
| 存货             | 275          | 385          | 387          | 547          | 营业费用             | 94           | 113          | 134          | 163          |
| 其他流动资产         | 593          | 616          | 611          | 642          | 管理费用             | 116          | 145          | 170          | 208          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>634</b>   | <b>716</b>   | <b>762</b>   | <b>819</b>   | <b>财务费用</b>      | <b>-8</b>    | <b>-6</b>    | <b>-3</b>    | <b>-4</b>    |
| 长期股权投资         | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值损失           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 固定资产           | 345          | 438          | 496          | 573          | 加: 投资净收益         | 8            | 8            | 8            | 8            |
| 在建工程           | 77           | 67           | 59           | 55           | 其他收益             | 16           | 16           | 16           | 16           |
| 无形资产           | 25           | 23           | 22           | 7            | <b>营业利润</b>      | <b>297</b>   | <b>362</b>   | <b>420</b>   | <b>524</b>   |
| 其他非流动资产        | 187          | 187          | 185          | 184          | 加: 营业外净收支        | 0            | 4            | 3            | 3            |
| <b>资产总计</b>    | <b>2,328</b> | <b>2,611</b> | <b>2,899</b> | <b>3,368</b> | <b>利润总额</b>      | <b>298</b>   | <b>366</b>   | <b>423</b>   | <b>527</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>557</b>   | <b>678</b>   | <b>746</b>   | <b>912</b>   | 减: 所得税费用         | 52           | 81           | 79           | 101          |
| 短期借款           | 0            | 40           | 0            | 0            | 少数股东损益           | -2           | -3           | -3           | -4           |
| 应付账款           | 395          | 468          | 540          | 680          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>249</b>   | <b>288</b>   | <b>347</b>   | <b>430</b>   |
| 其他流动负债         | 162          | 169          | 206          | 233          | EBIT             | 285          | 356          | 412          | 512          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     | EBITDA           | 335          | 407          | 478          | 593          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 1            | 1            | 1            | 1            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>558</b>   | <b>679</b>   | <b>747</b>   | <b>913</b>   | 每股收益(元)          | 0.60         | 0.70         | 0.84         | 1.05         |
| 少数股东权益         | -6           | -9           | -12          | -17          | 每股净资产(元)         | 4.32         | 4.72         | 5.26         | 6.00         |
| 归属母公司股东权益      | 1,776        | 1,941        | 2,164        | 2,471        | 发行在外股份(百万股)      | 412          | 412          | 412          | 412          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>2,328</b> | <b>2,611</b> | <b>2,899</b> | <b>3,368</b> | ROIC(%)          | 24.0%        | 21.9%        | 24.5%        | 26.4%        |
|                |              |              |              |              | ROE(%)           | 13.9%        | 14.8%        | 16.0%        | 17.4%        |
| 现金流量表 (百万元)    |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 31.6%        | 31.8%        | 32.0%        | 32.6%        |
| 经营活动现金流        | 273          | 121          | 347          | 355          | 销售净利率(%)         | 16.3%        | 15.2%        | 15.6%        | 15.9%        |
| 投资活动现金流        | -52          | -125         | -104         | -131         | 资产负债率(%)         | 24.0%        | 26.0%        | 25.8%        | 27.1%        |
| 筹资活动现金流        | -181         | -117         | -120         | -119         | 收入增长率(%)         | 12.3%        | 24.0%        | 17.2%        | 22.0%        |
| 现金净增加额         | 42           | -120         | 123          | 105          | 净利润增长率(%)        | 59.0%        | 15.8%        | 20.5%        | 24.0%        |
| 折旧和摊销          | 50           | 51           | 66           | 81           | P/E              | 12.99        | 11.22        | 9.31         | 7.51         |
| 资本开支           | 73           | 82           | 46           | 57           | P/B              | 1.82         | 1.66         | 1.49         | 1.31         |
| 营运资本变动         | -11          | -200         | -51          | -140         | EV/EBITDA        | 7.72         | 6.66         | 5.40         | 4.16         |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>