

双箭转债：橡胶传输带行业骨干企业

申购建议：积极申购

申购分析：

1. 双箭转债发行规模 5.1364 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；转股价 7.91 元，截至 2022 年 2 月 9 日转股价值 101.52 元；各年票息的算术平均值为 1.18 元，到期补偿利率 12%，属于新发行转债较高水平。按 2022 年 2 月 9 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.20% 的贴现率计算，债底为 93.44 元，纯债价值较高。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 15.78%，对流通股本的摊薄压力为 20.17%，对现有股本摊薄压力较大。
2. 截至 2022 年 2 月 9 日，公司前三大股东沈耿亮、虞炳英、桐乡市城市建设投资有限公司分别持有占总股本 20.92%、5.49%、5.10% 的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 66% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.75 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 950-1050 万户，预计中签率在 0.0017%-0.0018% 左右。
3. 公司所处行业为其他橡胶制品（申万三级），从估值角度来看，截至 2022 年 2 月 9 日收盘，公司 PE(TTM) 为 14.79 倍，在收入相近的 10 家同业企业中较低，市值 33.05 亿元，低于同业平均水平。截至 2022 年 2 月 9 日，公司今年以来正股下跌 0.62%，同期行业指数下跌 6.87%，万得全 A 下跌 6.87%，上市以来年化波动率为 29.08%，股票弹性较小。公司目前股权质押比例为 5.59%，股权质押风险较低。其他风险点：1. 新冠疫情影响的风险；2. 国际贸易摩擦风险；3. 低压电器等电气产品市场开拓风险；4. 汇率波动风险；5. 即期回报被摊薄的风险。
4. **双箭转债规模较小，债底保护较高，平价高于面值，市场或给予 25% 的溢价，预计上市价格为 127 元左右，建议积极参与新债申购。**
5. **风险提示：**违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

证券研究报告

2022 年 02 月 10 日

作者

孙彬彬 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110516090003
 sunbinbin@tfzq.com

李由 联系人
 liyou@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：货基规模增长加快-货币基金 2021 年四季报点评》 2022-02-09
- 2 《固定收益：22 年转债超额收益更难得，行业再均衡为阶段性方向-2021Q4 公募基金转债配置分析》 2022-02-07
- 3 《固定收益：地方两会说了哪些内容？—兼论开年经济数据-固收利率周报（2022-02-06）》 2022-02-05

关注我们



扫码关注
天风证券
 研究所官方微信号

内容目录

1. 双箭转债要素表.....	3
2. 双箭转债价值分析	3
3. 双箭股份基本面分析	4

图表目录

图 1：双箭股份 2016–2020 年营收结构	4
图 2：双箭股份主要股权关系	4
图 3：营业收入、营业成本与毛利率情况	5
图 4：期间费用率变动情况	5
图 5：归母净利润、净利率变动情况	5
图 6：流动性情况	5
图 7：橡胶输送带行业上下游产业链	6
图 8：2020 年以来天然橡胶期货结算价（元/吨）	6
图 9：双箭股份与可比企业营收对比	7
图 10：双箭股份与可比企业毛利率对比	7
图 11：双箭股份养老行业收入及增速	7
图 12：双箭股份近三年 PE-Band	8
表 1：双箭转债发行要素表.....	3
表 2：公司在建产能一览	7

1. 双箭转债要素表

表 1：双箭转债发行要素表

代码	127054.SZ	证券简称	双箭转债
公司代码	002381.SZ		
公司名称	双箭股份		
外部评级: 债项/主体	AA/AA		
发行额	5.1364 亿元		
期限(年)	6 年		
利率	0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%		
预计发行/起息日期	2022-02-11		
转股起始日期	2022-08-17		
转股价	7.91 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 112 元		
原始股东股权登记日	2022-02-10		
网上申购及配售日期	2022-02-11		
申购代码/配售代码	072381 / 082381		
主承销商	华泰联合证券		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 双箭转债价值分析

转债基本情况分析

双箭转债发行规模 5.1364 亿元，债项与主体评级为 AA/AA 级；转股价 7.91 元，截至 2022 年 2 月 9 日转股价值 101.52 元；各年票息的算术平均值为 1.18 元，到期补偿利率 12%，属于新发行转债较高水平。按 2022 年 2 月 9 日 6 年期 AA 级中债企业到期收益率 4.20% 的贴现率计算，债底为 93.44 元，纯债价值较高。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 15.78%，对流通股本的摊薄压力为 20.17%，对现有股本摊薄压力较大。

中签率分析

截至 2022 年 2 月 9 日，公司前三大股东沈耿亮、虞炳英、桐乡市城市建设投资有限公司分别持有占总股本 20.92%、5.49%、5.10% 的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 66% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.75 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 950-1050 万户，预计中签率在 0.0017%-0.0018% 左右。

申购价值分析

公司所处行业为其他橡胶制品（申万三级），从估值角度来看，截至 2022 年 2 月 9 日收盘，公司 PE(TTM) 为 14.79 倍，在收入相近的 10 家同业企业中较低，市值 33.05 亿元，低于同业平均水平。截至 2022 年 2 月 9 日，公司今年以来正股下跌 0.62%，同期行业指数下跌 6.87%，万得全 A 下跌 6.87%，上市以来年化波动率为 29.08%，股票弹性较小。公司目前股权质押比例为 5.59%，股权质押风险较低。其他风险点：1. 新冠疫情影响的风险；2. 国际贸易摩擦风险；3. 低压电器等电气产品市场开拓风险；4. 汇率波动风险；5. 即期回报被摊薄的风险。

双箭转债规模较小，债底保护较高，平价高于面值，市场或给予 25% 的溢价，预计上市

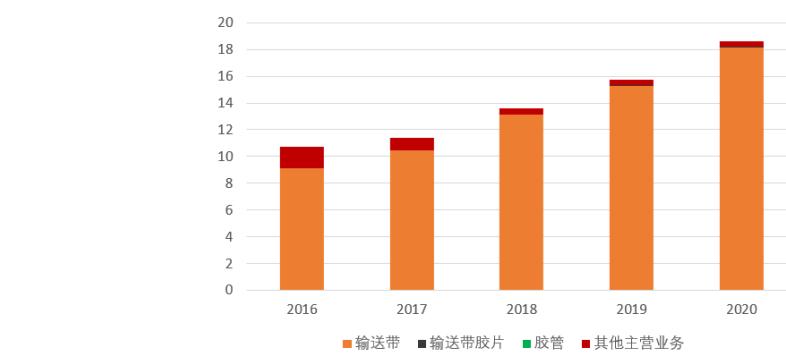
价格为 127 元左右，建议积极参与新债申购。

3. 双箭股份基本面分析

橡胶输送带行业骨干企业

公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，是一家专业生产输送带，平胶带及胶管系列产品的管带行业骨干企业。公司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（占 2020 年营收的 97.17%）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、芳纶输送带和陶瓷输送带等，可根据客户需要定制，使产品具有耐高温、耐磨、耐酸碱、阻燃、节能、防撕裂等特殊性能。

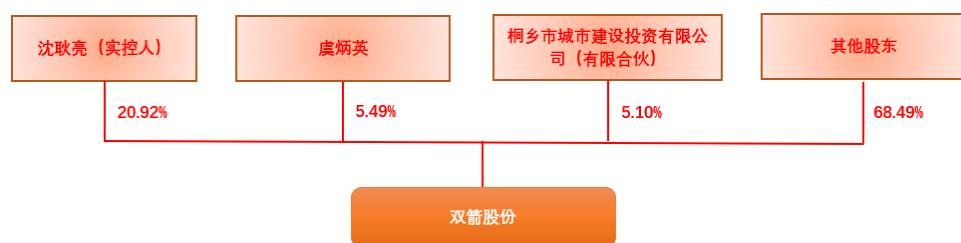
图 1：双箭股份 2016–2020 年营收结构（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司成立于 2001 年 11 月 13 日，于 2010 年 4 月 2 日在深交所主板 A 股上市。截至 2022 年 2 月 9 日，公司前三大股东沈耿亮、虞炳英、桐乡市城市建设投资有限公司分别持有占总股本 20.92%、5.49%、5.10% 的股份，其中沈耿亮和虞炳英为夫妻关系，为一致行动人。

图 2：双箭股份主要股权关系



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司 2021 年前三季度营业收入 13.34 亿元，比去年同期增加了 4.60%；毛利率 21.81%，比去年同期减少了 11.41pcts。其中，营业收入增长的主要原因系公司天然橡胶业务收入快速增长有关。毛利率降低主要与原材料价格提升有关，天然橡胶、合成橡胶是输送带的主要原材料，其价格波动较大，输送带骨架材料、炭黑、其他化工细料价格都有不同程度的上涨，这对公司的盈利能力造成了一定影响。

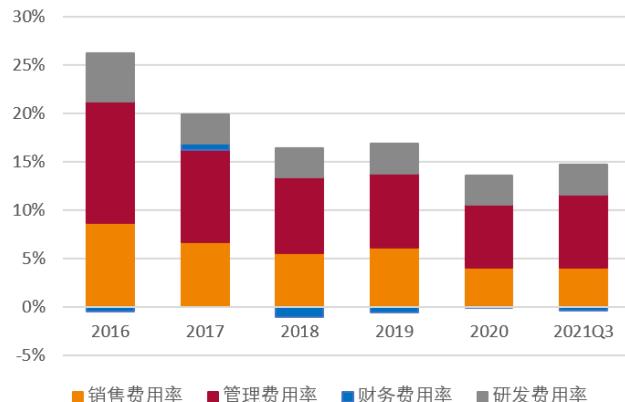
公司 2021Q3 期间费用率 11.27%，比 2020Q3 减少了 0.83pcts。其中，**销售费用率 4.04%**，比 2020Q3 降低了 1.38pcts；**管理费用率 7.59%**，比 2020Q3 增加了 0.92pcts，系去年同期减免社保费所致；**财务费用率 -0.36%**，比 2020Q3 减少 0.37pcts，系外币兑人民币汇率所产生的汇兑收益、本期取得的利息收入均较去年同期增加所致；**研发费用率 3.11%**，比 2020Q3 增加 0.26%。

图3：营业收入、营业成本与毛利率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图4：期间费用率变动情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

2021前三季度公司归母净利润1.39亿元，比去年同期减少了39.73%；净利率10.48%，比2020Q3的17.94%下降了7.47%。年初至三季度末，归属于上市公司股东的净利润大幅下跌，主要原因系上游原料价格相较去年同期大幅增长。同时我们关注到，公司投资收益较上年同期增加325.69%，这在一定程度上抵减了毛利率的大幅下跌的“坏消息”。

截至2021Q3，公司经营活动产生的现金流量为净流入0.76亿元，比2020Q3同比减少了72.01%，主要系原材料采购、职工薪酬福利较上年同期增加，销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少所致；2021Q3公司资产负债率为28.51%，比2020Q3增加了4.42%，流动比率为2.31，同比降低了22.45%，说明公司短期偿债能力、长期偿债能力均有所下降。

图5：归母净利润、净利率变动情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图6：流动性情况



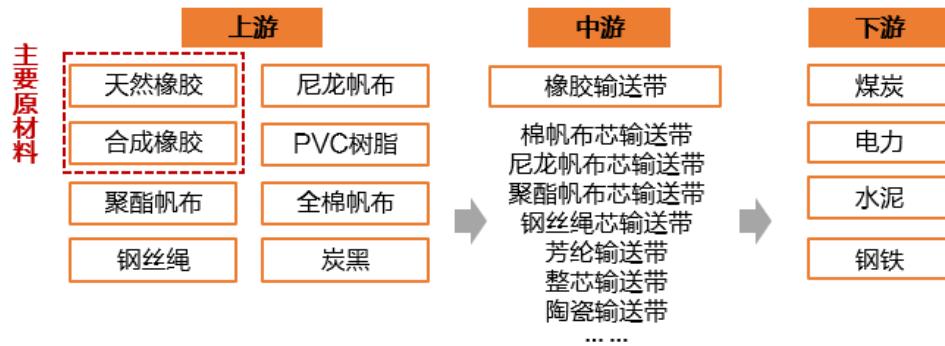
资料来源：WIND，天风证券研究所

橡胶输送带应用场景广泛，行业集中度低

橡胶输送带行业是橡胶工业的重要组成部分，其产品以经济、有效的方式解决了现代工业散货物料搬运过程中能源、交通、环境、空间、作业效率以及安全生产等问题，其应用领域广阔，市场空间巨大。随着世界经济的发展，中国已经成为世界输送带制造大国向制造强国转变，逐渐成为世界输送带工业制造中心，产能、产量、消费量均居世界第一。近年来，由于国家对环保要求更加严格，以及企业自身节能增效的需求，输送带在替代卡车运输的功能上优势明显，相对于卡车运输，输送带具有更环保、节能以及高效的优势。

公司上游主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、聚酯帆布、钢丝绳、尼龙帆布、PVC树脂、全棉帆布、炭黑、各种化工细料等。其中，天然橡胶和合成橡胶成本合计占输送带生产总成本的比例在30%左右，近年天然橡胶、合成橡胶价格保持低位运行，2020年下半年开始上行压力较大。随着国内疫情逐步得到有效控制，国内经济形势整体保持稳定的复苏态势，公司下游煤炭、电力、水泥、钢铁、港口等主要行业发展良好，为公司主营业务提供了良好的发展环境。

图 7：橡胶输送带行业上下游产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

天然橡胶及合成橡胶价格对公司生产成本影响较大。2020 年以来，天然橡胶期货结算价从 2020 年 4 月 1 日的 9280 元/吨提升至 2021 年 2 月 25 日的 16775 元/吨，价格几乎翻倍。原材料价格上涨后能有部分向下游传导，但有一定的滞后性，这导致公司成本承压，公司 2021Q3 净利润下降主要是原材料价格上涨引起。受非洲疫情、泰国增产的影响，我们预计橡胶价格将震荡下行，公司成本压力将会有所缓解。

图 8：2020 年以来天然橡胶期货结算价（元/吨）

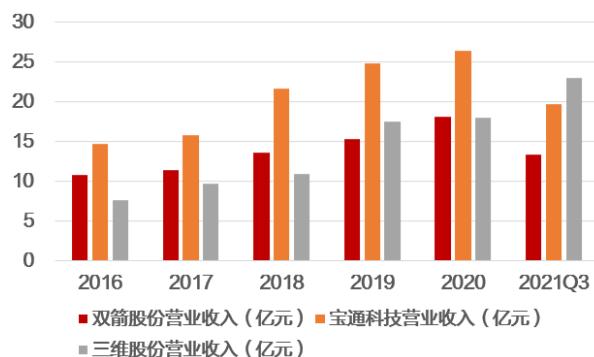


资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

输送带行业是一个充分竞争的行业，行业集中度低。行业内存在一大批技术装备水平低、生产工艺落后、节能环保不达标的企业，真正行业高技术含量和高附加值产品短缺，产品同质化现象严重。近年来，虽因行业深度调整有部分产能退出，但行业依然较分散。公司相对同业具有技术研发、规模效应、品牌等方面的优势，是国内橡胶输送带的龙头企业，根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会评选，连续多年位列“中国输送带十强”企业之首。

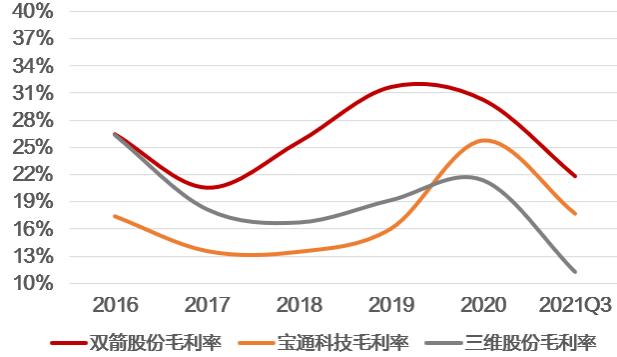
公司在国内的竞争对手主要是康迪泰克、宝通 (30031.SZ)、三维 (603033.SH)，对比来看，双箭股份规模较小，但毛利率较高。2021Q3 公司营业收入 13.34 亿元，相较宝通科技 (19.72 亿元)、三维股份 (22.92 亿元) 的营收较少；然而，公司 2021Q3 销售毛利率水平 (21.81%) 远高于宝通科技 (17.69%) 和三维股份 (11.23%)，近 5 年来，公司毛利率变动趋势与同业一致，且始终高于同业可比企业。公司毛利率表现优于同业，原因在于公司积极向上下游拓展，并具有完善的产品结构优势，因此成本管控能力较好。

图 9：双箭股份与可比企业营收对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：双箭股份与可比企业毛利率对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司产能不断扩张，养老产业增速亮眼

公司产能不断扩张，放量可期。为进一步促进产能分布的持续优化，扩大市场占有率，公司拟通过全资子公司投资建设“天台智能制造生产基地项目”，该项目为织物芯输送带、炼胶等的生产项目，项目达产后，预计可新增产能 6000 万平米，实现年平均营业收入 15.48 亿元，年平均净利润 1.55 亿元。公司目前在建产能 2500 万平/年，分别为“年产 1000 万平方米钢丝绳芯输送带项目”及全资子公司桐乡德升胶带有限公司“年产 1500 万平方米高强力节能环保输送带项目”。公司未来几年将加大输送带主业的投资，在目前年产能 6500 万平方米的基础上发展到“十四五”末突破 1.5 亿平方米。

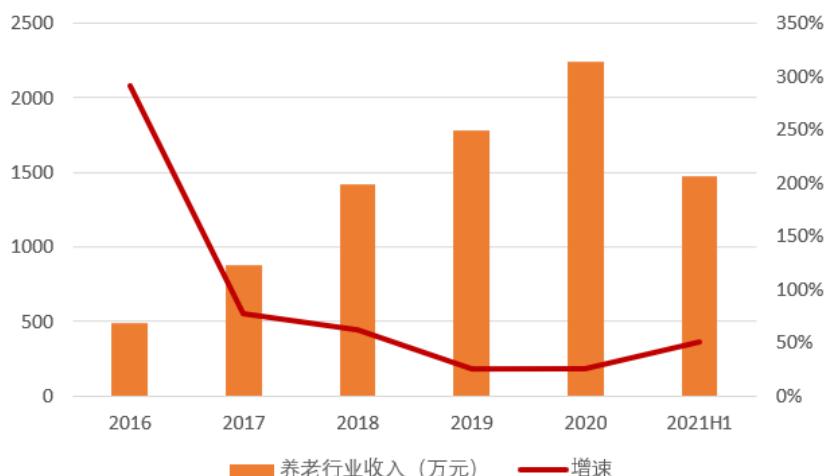
表 2：公司在建产能一览

在建项目	产能数量
钢丝绳芯输送带项目	年产 1000 万平方米
高强力节能环保输送带项目	年产 1500 万平方米
天台智能制造生产基地项目	年产 6000 万平方米

资料来源：WIND，公司公告，天风证券研究所

公司积极布局养老产业，取得阶段性进展。公司以创建高端养老服务为目标，不断探索医养结合之路，2021H1 养老服务收入 1473.19 亿元，同比提升了 50.69%，养老业务规模增速亮眼。和济公司逐步以养老院为依托建立护理院，同时加强与外部医疗机构的合作，通过与桐乡市第一人民医院、嘉兴市康慈医院达成医疗技术合作，公司的医疗技术和康复护理水平得到了进一步提升。2020 年底，桐乡和济中标“梧桐街道养老服务中心公建民营项目”，进一步扩大养老服务市场规模。

图 11：双箭股份养老行业收入及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2022 年 2 月 9 日，公司 PE (TTM) 为 14.79 倍，从历史来看，公司目前估值水平略高于均值位置，同行业内与公司收入相邻的 10 家公司 PE 均值为 48.08 倍，公司目前估值水平低于行业均值。

图 12：双箭股份近三年 PE-Band



资料来源：WIND，天风证券研究所

募投项目分析

公司本次公开发行可转换公司债券拟募集资金总额为不超过人民币 5.1364 亿元，扣除发行费用后，拟全部用于“**年产 1500 万平米高强力节能环保输送带项目**”。

面对更加复杂的国际环境和国内外经济发展的下行压力，公司坚持创新驱动发展的理念，坚持做大做强输送带主营业务，并逐步从输送带制造商向智能物料输送系统整体解决方案提供商及运行服务商转变。公司未来几年将加大输送带主业的投资，进一步提高双箭输送带市场占有率。此次建设“**年产 1500 万平米高强力节能环保输送带项目**”是落实公司战略的具体措施，项目实施将有利于提升公司的综合竞争实力，促进我国输送带行业的技术进步，是公司发挥行业龙头作用助力国内输送带产业升级发展的必要举措。

橡胶输送带是带式输送机的主要部件，主要用于水泥、煤炭、矿山、钢铁、港口、电力、机械等行业。水泥、煤炭、矿山、钢铁、港口、电力、机械等下游行业的固定资产投资虽然在世界经济危机和产能过剩的影响下放缓投资增速，但整体发展趋势良好。输送带行业是上述行业的配套、关联行业，下游行业的稳定增长，将为输送带行业创造良好的市场环境，提供持续的市场需求。由于输送带属于工业消耗品，产品使用报废后需要更换，因此上述行业大规模的存量需求保证了输送带市场稳定需求。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com