

2023 年 9 月 12 日

相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818× (转)
wangyq@swsresearch.com

科强股份——高性能特种橡胶制品制造商

——北交所新股申购策略报告之九十

本期投资提示：

- **基本面：高性能特种橡胶制品制造商。**公司 01 年成立，总部位于江苏无锡，主要从事高性能特种橡胶制品的研产销，产品广泛应用于光伏、轨道交通设备、石油石化、钢铁冶金等领域。**太阳能硅胶板为下游降本增效。**公司太阳能硅胶板产品配套于光伏层压设备，是光伏组件生产过程中的易耗品。公司产品在使用寿命（层压次数）、生产门幅方面处于行业领先水平，自研的生产设备能够提高产品性能稳定性，提高生产效率，从而降低下游客户采购成本，提升光伏组件生产的良品率。公司该产品下游客户包括金辰股份、隆基绿能、阿特斯、晶科能源、晶澳科技、天合光能、东方日升等大型光伏组机、组件厂商，并获得韩国、泰国、印度等境外厂商的认可。**车辆贯通道棚布应用于复兴号、和谐号，并出口应用于国际轨交项目。**公司车辆贯通道棚布产品具有很高的物理机械性能，耐臭氧、紫外线及阻燃。目前，公司部分产品已广泛应用于复兴号、和谐号等高铁动车组列车和国内地铁车辆；同时也随主机单位出口，应用于印度、澳大利亚、土耳其等国际轨交项目。**营收平稳增长，盈利能力逐步回升。**22 年实现营收 2.84 亿元，近 3 年 CAGR 为+7.73%；22 年实现归母净利润为 5241.54 万元，近 3 年 CAGR 为-1.80%。22 年毛利率 37.27%，较 21 年增加 2.45pct；净利率 18.46%，较 21 年增加 3.19pct。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2023 年 9 月 13 日，申购代码“889099”。初始发行规模 3000 万股，占发行后公司总股本的 23.08%（超配行使前），预计募资 1.88 亿元，发行后公司总市值 8.16 亿元。新股发行价格 6.28 元/股，高于底价，发行 PE(TTM)为 12.38 倍，可比上市公司 PE (TTM) 中值为 27.90 倍。网上顶格申购需冻结资金 895.65 万元，网下战略配售共引入战投 10 名，包括 4 家产业资本，3 家私募，1 家券商，1 家投资公司，1 家资管。
- **行业情况：太阳能硅胶板市场空间广阔，平价上网推动降本增效。**21 年，全国组件产量达到 182.0GW，YoY+46.1%，作为电池组件加工过程中的重要耗材，太阳能硅胶板的需求将随组件产量提升而提升，根据公司一轮问询回复，22 年全球太阳能硅胶板需求量为 55.80 万平方米，CAGR（20-22 年）为 37.60%。同时，随着“平价上网”时代的到来，度电成本降低也将推动上游太阳能硅胶板等耗材的降本增效。**我国铁路覆盖密度提升，推动车辆贯通道棚布需求高增。**根据国铁集团 20 年 8 月发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》，到 35 年，我国现代化铁路网率先建成，全国铁路网达到 20 万公里左右，其中高铁 7 万公里左右，因此国内铁路仍有较大发展空间。车辆贯通道棚布作为车辆零部件，其需求会随着出厂新车数量以及运营车辆维护需求增长而增长，根据公司一轮问询回复测算，25E 我国棚布市场空间（包括高铁、地铁新增及存量）为 114.07 万平方米，CAGR（22-25E）为 29.82%。
- **申购分析意见：参与。**公司太阳能硅胶板为光伏组件生产易耗品，产品供货国内多家光伏厂商，22 年市占率 40.0%；车辆贯通道棚布一定程度实现进口替代，供货复兴号、和谐号，并随主机厂出口印度、土耳其等地，22 年市占率 71.0%。23H1，公司营收、归母净利润分别同比增长 32.3%、63.3%，业绩表现亮眼。博弈面看，公司首发估值低，可流通比例及老股占比均较低，募资额小，建议参与。
- **风险因素：**1) 主要原材料价格波动风险；2) 销售区域集中风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 高性能特种橡胶制品制造商.....	4
2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛适中	5
3. 行业情况：光伏“平价上网”、铁路覆盖密度提升，推动橡胶制品需求高增	6
4. 竞争优势：技术、客户资源、多产品梯队	6
5. 主要风险：主要原材料价格波动、销售区域集中等 ...	7
6. 可比公司：体量较小，毛利率处行业中游	7
7. 申购分析意见：参与	8

图表目录

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）	4
图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）	4
表 1：募投 100%达成的产能情况	5
表 2：科强股份重要发行要素一览	5
表 3：科强股份可比公司收入结构	7
表 4：科强股份可比公司财务对比	7
表 5：可比上市公司情况	8

1. 高性能特种橡胶制品制造商

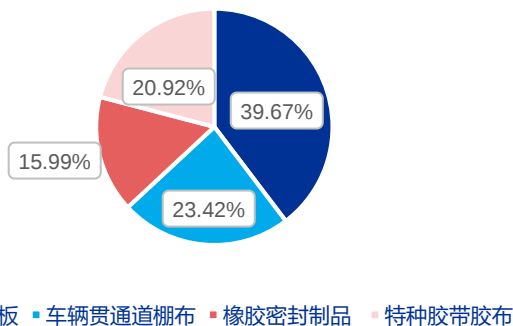
高性能特种橡胶制品制造商。公司 2001 年成立，总部位于江苏无锡，主要从事高性能特种橡胶制品的研产销。公司主要产品包括硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品和特种胶带胶布制品，广泛应用于光伏、轨道交通设备、石油石化、钢铁冶金等领域。

太阳能硅胶板为下游降本增效，供货多家光伏组机、组件厂商。公司太阳能硅胶板产品配套于光伏层压设备，是光伏组件生产过程中的易耗品。公司产品在使用寿命（层压次数）、生产门幅方面处于行业领先水平，自研的生产设备实现了压延和硫化等工艺环节的有机结合，能够提高产品性能稳定性，提高生产效率，从而降低下游客户采购成本，提升光伏组件生产的良品率。公司该产品下游客户包括金辰股份、隆基绿能、阿特斯、晶科能源、晶澳科技、天合光能、东方日升等大型光伏组机、组件厂商，并获得韩国、泰国、印度等境外厂商的认可。

车辆贯通道棚布应用于复兴号、和谐号，并出口应用于国际轨交项目。公司车辆贯通道棚布产品主要包括海帕龙/聚酯布系列产品和硅胶/芳纶系列产品，具有很高的物理机械性能和耐臭氧、紫外线等特性，能够达到 TB/T3094-2015 机车车辆风挡标准所要求的相关指标；同时该产品的阻燃性能关系到列车运行和人身健康安全，公司产品也已达到 EN45545-2 R1HL3 阻燃等级标准。目前，公司部分产品已广泛应用于复兴号、和谐号等高铁动车组列车和国内地铁车辆；同时也随主机单位出口，应用于印度、澳大利亚、土耳其等国际轨交项目。

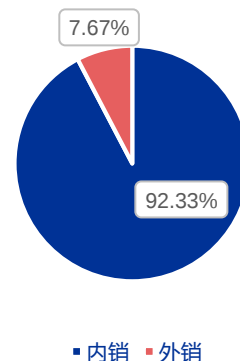
营收平稳增长，盈利能力逐步回升。2022 年实现营收 2.84 亿元，近 3 年 CAGR 为+7.73%；2022 年实现归母净利润为 5241.54 万元，近 3 年 CAGR 为-1.80%。2022 年毛利率 37.27%，较 2021 年增加 2.45pct，主要系硅胶板产品毛利率及营收占比提升所致；净利率 18.46%，较 2021 年增加 3.19pct。

图 1：公司 2022 年主营构成（按产品类型）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

图 2：公司 2022 年主营构成（按销售区域）



资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

募投扩产能+研发中心升级。募集资金投向为高性能阻燃棚布及密封材料生产项目和厂区智能化升级改造项目。为了满足下游市场持续增长的需求，公司拟募资扩大生产规模，突破产能瓶颈限制，进一步扩大规模化生产优势，提升公司产品的竞争力。

表 1：募投 100%达成的产能情况

项目名称	建设期	100%达产产能 (万平方米)	100%达产产值 (万元)
高性能阻燃棚布及密封材料生产项目	24 个月	100	26,347.90

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：发行后可流通比例较低，顶格申购门槛适中

发行方案关注要点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 6.28 元/股，高于底价。初始发行规模 3000 万股，占发行后总股份的 23.08%。发行后预计可流通比例为 28.84%，老股占可流通比例为 23.92%，老股占比较低。

(2) 10 家机构投资者参与战略配售，包括 4 家产业资本，3 家私募，1 家券商，1 家投资公司，1 家资管。网上顶格申购量 142.62 万股，需冻结资金 895.65 万元，顶格门槛适中。

表 2：科强股份重要发行要素一览

基本信息	股票代码	873665.BJ	所属申万一级行业	基础化工
	股票简称	科强股份	发行代码	889099
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	6.28
	募集金额 (万元)	18,840	主承销商	华英证券
	初始发行股份数量 (万股)	3,000.00	占发行后总股本比例	23.08%
	战略配售比例	19.92%	超额配售比例	15.00%
	路演日	2023/9/12	申购日	2023/9/13
日期与申购限制	申购款退回日	2023/9/15	网上最高申购量 (万股)	142.62
基本面信息 (2022 年)	总收入 (万元)	28,395.33	净利润 (万元)	5,241.54
	毛利率%	37.27	加权 ROE%	11.76
	收入增长率%	1.84	归母净利润增长率%	23.08
股本信息	发行前总股本 (万股)	9,999.00	发行前限售股 (万股)	9,102.09
	发行后预计可流通比例	28.84%	老股占可流通股本比例	23.92%
价格信息	发行 PE (TTM) (倍)	12.38	发行底价/PE 水平	5.5 元/10.85 倍
	发行后 2022EPS (元)	0.40	发行 PE (LYR) (倍)	15.57
	停牌前 60 天交易均价	6.09	停牌收盘价 (元)	8.86

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股” 含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3. 发行 PE (LYR) 按 2022 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况: 光伏“平价上网”、铁路覆盖密度提升, 推动橡胶制品需求高增

橡胶制品是指以生胶(天然橡胶、合成橡胶、再生胶等)为主要原料, 以各种配合助剂和骨架材料为辅料, 经炼胶、压延、硫化等工序制造而成的各类产品, 在工业产业链中的主要功能是为下游产业提供配套基础部件或配件, 被广泛应用于工业、农业、国防、交通、运输、机械制造、医药卫生领域和日常生活等下游领域。

太阳能硅胶板市场空间广阔, 平价上网推动降本增效。在各国“碳中和”目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下, 预计“十四五”期间, 全球光伏年均新增装机将超过 220GW, 未来发展空间依然广阔。2021 年, 全国组件产量达到 182.0GW, YoY+46.1%, 作为电池组件加工过程中的重要耗材, 太阳能硅胶板的需求将随组件产量提升而提升, 根据公司一轮问询回复, 2022 年全球太阳能硅胶板需求量为 55.80 万平方米, CAGR (20-22 年) 为 37.60%。同时, 随着“平价上网”时代的到来, 度电成本降低也将推动上游太阳能硅胶板等耗材的降本增效。

我国铁路覆盖密度提升, 推动车辆贯通道棚布需求高增。据国家铁路局和国家统计局数据, 截至 2022 年底, 全国铁路营业里程达 15.50 万公里, 其中高铁营业里程 4.20 万公里; 全国铁路客车拥有量为 7.80 万辆, 其中动车组 33221 辆。但与全球其他国家相比, 我国铁路覆盖密度较低, 根据国铁集团 2020 年 8 月发布的《新时代交通强国铁路先行规划纲要》, 到 2035 年, 我国现代化铁路网率先建成, 全国铁路网达到 20 万公里左右, 其中高铁 7 万公里左右, 因此国内铁路仍有较大发展空间。车辆贯通道棚布作为车辆零部件, 其需求会随着出厂新车数量以及运营车辆维护需求增长而增长, 根据公司一轮问询回复测算, 2025E 我国棚布市场空间(包括高铁、地铁新增及存量)为 114.07 万平方米, CAGR (22-25E) 为 29.82%。

4. 竞争优势: 技术、客户资源、多产品梯队

(1) 技术优势。公司通过自主研发的配方和工艺设计, 在太阳能硅胶板领域技术水平一直处于行业引领地位, 基本能够满足国内各大光伏组件企业的各类机型需求。公司在车辆贯通道棚布领域, 自主研发了海帕龙/聚酯棚布和硅胶/芳纶棚布产品系列, 形成了完整的产品体系, 能够实现部分产品进口替代。公司共取得 77 项专利授权, 参与制定了硅橡胶板(编号: HG/T4070-2008)和主持制定制卡层压机用硅胶缓冲垫(编号: HG/T4237-2011)两个行业标准。

(2) **客户资源优势。**公司在太阳能硅胶板领域的主要客户几乎涵盖了国内光伏组件生产的大部分企业；公司在车辆贯通道棚布领域的客户今创集团和欧特美在相应下游市场具有较高的业务规模、知名度和影响力；公司的橡胶密封制品能够直供于中石油、宝钢工程技术等大型知名央企。

(3) **多产品梯队优势。**公司已经形成了以硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品、轻型橡胶输送带等多项产品为主的产品结构，能够降低单一下游行业市场不利变动对公司的经营状况产生的冲击，且成熟的、技术领先的产品为公司构筑了一定的安全生存基础，新兴产品则可能为公司提供新的增长点。

5. 主要风险：主要原材料价格波动、销售区域集中等

(1) 主要原材料价格波动风险；

(2) 销售区域集中风险。

6. 可比公司：体量较小，毛利率处行业中游

表 3：科强股份可比公司收入结构

代码	简称	2022 收入结构
002381.SZ	双箭股份	输送带:98.13%,养老行业:1.7%,天然橡胶:0.66%,分部间抵销:-0.5%
603033.SH	三维股份	聚酯纤维:51.83%,橡胶类:37.49%,轨枕:10.68%,其他:5.78%
300587.SZ	天铁股份	轨道工程橡胶制品:46.4%,其他产品:21.54%,锂化物系列产品:21.35%
873665.BJ	科强股份	硅胶板:39.67%,车辆贯通道棚布:23.42%,特种胶带胶布:20.92%,橡胶密封制品:15.99%

资料来源：wind,申万宏源研究

表 4：科强股份可比公司财务对比

代码	简称	2022 年收入 (百万元)	2022 年归母净利润 (百万元)	2022 年收入增长率 (%)	2022 年扣非归母净利润增长率 (%)	2022 年毛利率 (%)	2022 年研发支出占比 (%)	2022 年应收账款周转天数 (天)
002381.SZ	双箭股份	2,335.13	113.64	21.86	-23.64	16.97	3.26	87.86
603033.SH	三维股份	3,872.93	232.38	15.12	86.93	11.86	1.04	100.56
300587.SZ	天铁股份	1,720.43	410.23	0.42	35.66	57.64	3.99	306.15
873665.BJ	科强股份	283.95	52.42	1.84	23.08	37.27	4.71	240.44

资料来源：wind,申万宏源研究

7.申购分析意见：参与

公司太阳能硅胶板为光伏组件生产易耗品，产品供货国内多家光伏厂商，22 年市占率 40.0%；车辆贯通道棚布一定程度实现进口替代，供货复兴号、和谐号，并随主机厂出口印度、土耳其等地，22 年市占率 71.0%。23H1，公司营收、归母净利润分别同比增长 32.3%、63.3%，业绩表现亮眼。博弈面看，公司首发估值低，可流通比例及老股占比均较低，募资额小，建议参与。

表 5：可比上市公司情况

代码	简称	当前总市值 (亿元)	PE (TTM)
002381.SZ	双箭股份	31.3	19.86
603033.SH	三维股份	153.9	60.83
300587.SZ	天铁股份	75.1	27.90
均值			36.20
中值			27.90
873665.BJ	科强股份	8.2	12.38

资料来源：wind, 申万宏源研究

注：股价为 2023/9/11 收盘价格。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。