

2010年03月18日

公司研究

新股研究

建议询价区间：24.5-28.4 元

竞争优势明显的输送带行业龙头

——双箭股份(002381)新股研究

核心观点

询价结论

我们预计，公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.98、1.33 元/股。参考可比公司三力士市场估值，以及近期上市的中小板公司上市定价情况，我们认为，给予公司 2010 年 25-29 倍的动态市盈率比较合理，对应公司合理股价为 24.5-28.4 元。

主要依据

公司主要从事输送带的生产和销售业务，近三年输送带产量列我国输送带行业第二名。

目前全球输送带的主要供应商是发达国家从事橡胶制品业务的跨国公司，而中国、巴西等新兴工业国家的输送带市场发展迅速，已成为世界输送带的主要生产国和消费国。

目前，全球输送带市场规模为 6-7 亿平方米/年，中国是全球第一大生产国与消费国，产量约占全球总产量的三分之一，同时，我国也是承接发达国家输送带产业转移的主要国家。随着我国经济持续快速增长，各生产领域自动化、机械化水平不断提高，对输送带的需求也逐年增加。

公司相对于国外同行的竞争优势有：（1）产品性能价格比高，（2）区位优势明显。相对于国内同行的竞争优势有：（1）建立了完善灵活的供、研、产、销体系，经营效率高；（2）公司主营业务突出，未来发展战略清晰；（3）公司拥有良好的品牌形象和突出的市场地位。

风险提示

（1）福利企业税收优惠政策变化的风险，（2）全球经济危机导致国内外市场输送带产品需求下降的风险，（3）短期内主要原材料价格大幅上涨的风险。

基础数据

总股本(万股)	5800.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.70
每股净资产(元)	4.80
建议询价区间(元)	24.5-28.4

财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	695	627	772	986
同比增速(%)	26.9%	-9.9%	23.1%	27.7%
净利润(百万)	37	61	76	104
同比增速(%)	-4.7%	63.3%	24.9%	36.1%
EPS(元)	0.64	1.05	0.98	1.33

研究员：伍颖

电话：010-84183343

Email: wuying@guodu.com

执业证书编号：S0940208060099

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、本次发行一般情况

表 1 公司 IPO 发行基本参数

公司名称	浙江双箭橡胶股份有限公司
公司简称	双箭股份
发行地	深圳证券交易所
网上发行日期	2010 年 3 月 24 日（周三）
申购代码	002381
发行股数	2,000 万股
发行方式	网下向股票配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合
发行后总股本	7,800 万股
发行后全面摊薄每股收益（09 年）	0.783 元/股
发行后每股净资产（09 年）	3.746 元/股

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

二、公司基本情况

1、公司概况

公司主要从事输送带的生产和销售业务。公司是输送带国家标准、行业标准的主要起草单位。根据《中国橡胶工业年鉴》和中国橡胶工业协会统计数据，公司 2007 年度、2008 年度、2009 年 1-3 季度输送带产量均列我国输送带行业第二名。

公司生产活动全部在中国境内。2009 年度，公司主营业务收入中内销收入的比重为 77.07%，主要市场是煤炭、电力、港口、钢铁及水泥行业，外销收入的比重为 22.93%，主要市场是澳洲、南非、欧洲、美国和日本。

2、股权结构

自然人沈耿亮先生持有公司发行前 32.76% 的股权，为公司控股股东和实际控制人。公司发行前总股本为 5,800 万元，本次拟公开发行 2,000 万股，本次发行的股份占发行后总股本的 25.64%。本次发行前后，公司股本结构如下：

表 2 发行前后公司股本结构

股 东	发行前 持股数量 (万股)	占发行前 总股本比例 (%)	发行后 持股数量 (万股)	占发行后 总股本的比例 (%)
1 沈耿亮	1,900	32.759	1,900	24.359
2 中比基金	800	13.793	800	10.256
3 虞炳英	500	8.621	500	6.41
4 沈会民	390	6.724	390	5
5 沈洪发	312	5.379	312	4
6 沈林泉	312	5.379	312	4
7 俞明松	312	5.379	312	4
8 严宏斌	234	4.034	234	3
9 虞炳仁	150	2.586	150	1.923
其他自然人	890	15.353	890	11.414
社会公众股	0	0	2,000	25.641
合计	5,800	100	7,800	100

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

3、主要财务指标

表 3 公司最近三年主要财务数据

财务指标	2009 年度	2008 年度	2007 年度
期末资产负债率（母公司）	41.79%	52.89%	51.02%
期末流动比率	1.46	1.31	1.36
期末速动比率	1.02	0.97	0.97
利息保障倍数	9.55	3.77	4.09
应收账款周转率（次）	3.68	4.91	4.97
存货周转率（次）	4.39	6.17	5.34
息税折旧摊销前利润（万元）	9,728.78	7,987.32	7,921.85
加权平均净资产收益率	24.52%	18.13%	23.47%
稀释每股收益（元）	1.05	0.64	0.70
基本每股收益（元）	1.05	0.64	0.70
每股经营活动的现金流量（元）	1.12	0.74	0.95

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

三、经营分析

1、主导产品行业状况及发展趋势

（1）行业现状

公司所处行业为橡胶制品制造业中橡胶板、管、带的制造业。

目前全球输送带的主要供应商是发达国家从事橡胶制品业务的跨国公司，跨国公司在各地的产量超过全球总产量的 50%。其中，英国芬纳公司和德国大陆公司是最大的两家输送带制造商。跨国公司不仅占有相当大的市场份额，而且在技术上拥有一定的优势，占据输送带高端市场。其劣势是生产成本较高，而且面临本土市场逐渐萎缩的问题，现阶段跨国公司通常以收购、投资设厂、生产外包等方式将生产环节转移到输送带消费市场。

中国、巴西等新兴工业国家正处于城市化、工业化的发展过程中，其重化工业的迅速发展为输送带行业提供了高速膨胀的市场，吸引了众多企业进入输送带行业。新兴工业国家的输送带市场的主要特点是市场规模增长快、生产企业众多、产业集中度低。目前新兴工业国家已成为世界输送带的主要生产国和消费国，其中中国已成为全球最大的输送带生产国和消费国，产量约占全球总产量的三分之一。新兴工业国家的供应商既包括跨国公司在该国拥有的生产工厂，也包括该国本土独立供应商，一般该国本土独立供应商的产品占该国市场的主要部分。

目前，全球输送带市场规模为 6-7 亿平方米/年。中国输送带行业在世界输送带行业中占有重要地位，目前是全球第一大生产国与消费国，产量约占全球总产量的三分之一，同时，我国也是承接发达国家输送带产业转移的主要国家。

随着我国经济持续快速增长，各生产领域自动化、机械化水平不断提高，对输送带的需求也逐年增加。

表 4 我国最近几年输送带的产量（单位：万平方米）

年份	全国总产量	增长率
2003年	8,876	21.10%

2004年	10,000	12.66%
2005年	13,700	37.00%
2006年	15,357	12.09%
2007年	19,500	26.98%
2008年	23,000	17.95%
2009年1-3季度	13,454	-13.78%

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

输送带产品结构的变化趋势是普通输送带比重不断降低，钢丝绳芯输送带、尼龙输送带和聚酯输送带等高强度输送带比重迅速增加。目前，发达国家高强度输送带比重已达 80%，我国高强度输送带占全国输送带产量的比重约为 60%，高强度输送带是我国输送带行业发展的趋势。

目前，我国输送带行业的市场化程度很高，已形成了全国统一的大市场。目前我国共有 300 多家输送带生产企业，企业平均规模小，但行业集中度呈现逐步提高的趋势。行业内不同产品的细分市场竞争出现一定分化，中、低端产品因差别化程度不高，竞争非常激烈，比如普通全棉输送带；高性能、高规格产品的竞争激烈程度稍低，如高强度的钢丝绳芯输送带；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，如管状输送带。

（2）行业发展趋势

A、世界输送带产业向中国转移

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，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。

B、国内需求量将持续扩大

我国正处于工业化与城市化加速、工业进入重化工时代的经济发展阶段，这一阶段中，煤炭、电力、钢铁、水泥、港口等行业持续高速发展，这些行业是输送带的主要消费行业，其消耗量占国内销量的 90% 以上。此外，我国的食物、电子等工业也处于快速增长期，为轻型输送带的发展提供了很大的空间。因此，在今后相当长的时期内，输送带需求量仍将保持快速增长。

C、产品、工艺升级

输送带产品的发展方向是高性能、轻量化、节能、环保、长寿命。高强度输送带是行业发展的趋势，其比重将进一步提高。同时，生产工艺升级，产品技术含量也不断提高，与国际先进水平的差距缩小。

D、产业集中度提高，产业秩序进一步规范

随着竞争深化，我国输送带企业经过优胜劣汰，行业集中度将不断提高。

2、竞争优势和劣势

竞争优势

相对于国外同行的竞争优势

(1) 产品性能价格比高

A、相对于欧洲、日本、美国的竞争对手的优势

目前，本公司技术水平与产品质量均已接近国际先进水平，但成本和价格远低于欧洲、美洲和日本的输送带产品。

B、相对于印度、越南等国家的竞争对手的优势

印度、越南等国家的输送带制造商因靠近天然橡胶产地，本国劳动力、土地等要素价格低于我国，其生产输送带产品的成本有优势。但因技术、管理等诸多因素，印度、越南等国的输送带产品质量与本公司尚有较大差距，只能生产中低端产品。

(2) 区位优势

我国是全球最大的输送带消费市场，而且发展速度居全球前列。随着全球输送带产业转移，更多技术、人才等产业资源流向中国，我国输送带行业将获得更大的发展空间。与国外同行业的企业相比，公司有更多的机会获得产业资源并迅速发展。

相对于国内同行的竞争优势

(1) 建立了完善灵活的供、研、产、销体系，经营效率高

A、灵活的采购制度和畅通的采购渠道，保障原辅材料供应并降低采购成本

B、技术水平先进，研发实力居于前列

C、产销规模领先，产品线齐全，产品质量稳定

D、销售部门市场开拓能力强

(2) 公司主营业务突出，未来发展战略清晰

公司专注于输送带业务已近 20 年，逐渐做大做强，拥有了丰富的行业经验和良好的市场口碑。最近三年，公司输送带业务的收入占营业收入的比重都维持在 99% 左右。

公司制定了清晰的发展战略，将继续专注于输送带业务，本次募集资金将用于投资建设年产 1,100 万平方米高强度输送带生产线项目，其建成投产后将进一步增强企业的竞争力。

(3) 公司拥有良好的品牌形象和突出的市场地位

公司建立了良好的品牌形象和市场地位，2005 年，“双箭”品牌被中国橡胶工业协会认定为向社会推荐的高强度输送带品牌；2007 年，公司高强度输送带产品被国家质量监督局认定为中国名牌产品。

竞争劣势

(1) 相对于发达国家同行的竞争劣势——技术劣势、渠道劣势和规模劣势

发达国家输送带行业发展较我国早，其行业技术水平比我国更为先进、成熟，建立了比较完善的销售渠道。此外，公司输送带的生产销售规模小于国外主要输送带生产企业，资金实力也与国外主要输送带生产企业有相当大的差距。

(2) 相对于国内部分较早进入煤炭行业市场的同行的竞争劣势——市场渠道劣势

煤炭行业是我国输送带的主要市场，该行业输送带消耗量超过全国输送带消费量的 50%。由于公司产品 2005 年下半年才开始进入煤炭行业市场，而部分国内同行已从事煤矿用输送带的生产和销售多年，因此，公司目前在销售网络、客户数量等方面还存在

一定的劣势。

四、募集资金投向

募集资金建设年产 1,100 万平方米高强度输送带生产线项目，该项目计划投资额为 16,346 万元。

本次募集资金项目的建设期预计为一年半，第二年上半年建成投产，下半年开始生产，预计第二年实现设计产能的 25%，产量约 280 万平方米，第三年实现设计产能的 70%，产量 770 万平方米，第四年全部达产，产量 1,100 万平方米。

表 5 募集资金项目投产和收益情况

综合评价指标	指标值	备注
税后内部收益率	28.78%	
投资回收期	5.13 年	包括建设期
项目净现值	13,223.26 万元	折现率=12%

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

五、盈利预测

我们预计，公司 2010、2011 年净利润同比增长 24.9%、36.1%，EPS 分别为 0.98、1.33 元/股。

表 6 利润预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	548	695	627	772	986
营业总成本(百万元)	509	662	559	678	859
营业成本(百万元)	444	584	482	594	759
营业税金及附加(百万元)	2	2	3	3	4
销售费用(百万元)	24	27	30	37	47
管理费用(百万元)	22	31	33	41	52
财务费用(百万元)	16	16	9	2	-4
资产减值损失(百万元)	2	2	2	0	0
营业利润(百万元)	39	34	68	95	127
加：营业外收入(百万元)	10	13	8	0	0
减：营业外支出(百万元)	1	2	1	0	0
利润总额(百万元)	48	45	75	95	127
减：所得税(百万元)	4	4	10	14	19
净利润(百万元)	44	41	65	80	108
减：少数股东损益(百万元)	5	4	3	4	4
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	39	37	61	76	104
基本每股收益(元)	0.70	0.64	1.05	0.98	1.33

资料来源：招股意向书、国都证券研究所

六、估值定价

目前 A 股可比公司有三力士和宝通带业，而宝通带业是新上市的创业板公司，估值偏高。参考三力士市场估值，以及近期上市的中小板公司上市定价情况，我们认为，给予公司 2010 年 25-29 倍的动态市盈率比较合理，对应公司合理股价为 24.5-28.4 元。

表 7 可比公司估值情况

		EPS		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
002224.SZ	三力士	0.74	0.85	29.2	25.3
300031.SZ	宝通带业	1.11	1.56	53.4	38.0

注：收盘价取自 2010-3-18。

资料来源：wind、国都证券研究所

表 8 近期上市的中小板公司上市定价情况

证券代码	证券简称	首发发行日期	EPS		PE	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002357.SZ	富临运业	2010-02-01	0.58	0.62	25.9	24.0
002358.SZ	森源电气	2010-02-01	0.88	1.21	29.4	21.5
002359.SZ	齐星铁塔	2010-02-01	0.50	0.66	33.7	25.8
002360.SZ	同德化工	2010-02-09	0.90	1.10	26.6	21.7
002361.SZ	神剑股份	2010-02-09	0.61	0.83	27.9	20.6
002362.SZ	汉王科技	2010-02-09	1.30	1.90	32.3	22.1
002363.SZ	隆基机械	2010-02-22	0.65	0.85	27.5	21.2
002364.SZ	中恒电气	2010-02-22	1.08	1.54	20.7	14.5
002365.SZ	永安药业	2010-02-22	1.06	1.37	29.2	22.6
002366.SZ	丹甫股份	2010-03-02	0.54	0.67	27.7	22.3
002367.SZ	康力电梯	2010-03-02	0.96	1.26	28.2	21.6
002368.SZ	太极股份	2010-03-02	0.85	1.17	34.2	24.8
002369.SZ	卓翼科技	2010-03-03	0.75	0.89	30.1	25.2
002370.SZ	亚太药业	2010-03-03	0.47	0.61	34.0	26.1
002371.SZ	七星电子	2010-03-03	1.02	1.32	32.3	24.9
002372.SZ	伟星新材	2010-03-08	0.63	0.80	28.3	22.5
002373.SZ	联信永益	2010-03-08	0.86	1.08	32.4	25.8
002374.SZ	丽鹏股份	2010-03-08	0.75	0.89	31.6	26.7
平均					29.6	23.0

资料来源：wind、国都证券研究所

七、风险因素

1、福利企业税收优惠政策变化的风险

公司是经浙江省民政厅审核认定的社会福利企业，2009 年享受福利企业税收优惠占利润总额的比例为 9.73%。公司对福利企业税收优惠政策的依赖性不大，但如果国家取消对福利企业的优惠政策或降低对福利企业的优惠程度，或者公司因业务发展增加员工导致残疾员工的比例低于 25%而被取消福利企业资格（截至 2009 年 12 月 31 日，残疾员工比例为 35.32%），仍将对公司的经营业绩产生一定的影响。

2、全球经济危机导致国内外市场输送带产品需求下降的风险

受金融危机影响，公司 2009 年度外销收入占主营业务收入的比例为 22.93%，实现外销收入 14,359.43 万元，比 2008 年度减少 39.56%。国内外宏观经济仍存在相当大的不确定性，如果国内外宏观经济波动导致国内外市场对输送带的需求下降，公司未来存在客户订单下降或市场竞争激烈导致产品毛利率下降的风险。

3、短期内主要原材料价格大幅上涨的风险

公司生产输送带产品最主要的原材料是天然橡胶和合成橡胶。2007 年度、2008 年度和 2009 年度，公司销售的输送带产品耗用天然橡胶和合成橡胶的材料成本合计占当期输送带产品成本的比例分别为 36.20%、38.08%和 28.74%。短期内，橡胶价格大幅上涨会对公司的经营业绩造成不利影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuwei hong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xia maosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			