

华泰联合证券  
2010-04-06华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES华泰联合证券  
HUATAI UNITED SECURITIES

石油、化学、塑胶、塑料/橡胶板、管、带制造业

公司研究 / 深度研究

双箭股份 (002381)

# 特色产品引领输送带龙头成长

中性/首次评级

发行价 : RMB56.50

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160  
+755-82493656 xiaohui@lhzq.com

联系人

邵沙锞

021-50106019 shaosk@lhzq.com

## 相关研究

### 基础数据

总股本 (百万股)	78
流通 A 股 (百万股)	16
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	0

- 双箭股份专业从事输送带研发、生产和销售，主要产品包括聚酯输送带、钢丝输送带、整芯输送带、全棉输送带和尼龙输送带等，主要应用于煤炭、电力、港口、钢铁和水泥等领域。目前公司行业排名第 2，市场占有率为 10% 左右。
- 核心产品高强力输送带是公司营业收入的主要来源，也是未来发展的基础。其中管状输送带对传统输送带和进口产品替代效应明显，毛利率接近 60% 具有附加值高、成长性强、市场空间大和毛利率高等特点。煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带 (MT668) 的生产技术已达到国内领先水平，具有较高的附加价值和更高的产品性价比。
- 中国是全球第一大输送带生产与消费国，2003-2008 年的 6 年间产量复合增长率在 20% 以上，到 2008 年已达 2.44 亿 m<sup>2</sup>，我们预计到 2012 年，产量将超过 3.5 亿平方米，如果再考虑未来国际输送带产业的加速转移，特别是国际矿业巨头在中国的大量采购，我们预计今后几年的行业增速还可能会提升至 15% 以上。
- 不同输送带产品细分市场竞争呈现分化态势，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 MT668 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。
- 未来随着募集资金项目产能逐渐释放、市场的不断拓展和竞争优势的进一步增强，公司会保持超过行业平均水平的发展速度，2010-2012 年公司输送带销量将分别达到 2490 万 m<sup>2</sup>、3040 万 m<sup>2</sup> 和 3540 万 m<sup>2</sup>。
- 公司 2009 年实现每股收益 (最新摊薄) 0.78 元，未来随着管状输送带和 MT668 输送带等高毛利产品所占比例的快速提升，利润的增长将快于销售收入的增长，我们预计未来 2010-2012 年每股收益将分别达到 1.06 元、1.46 元和 2.07 元，首次给予中性评级。
- 

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	695.5	626.9	785.67	1005.1	1306.7
(+/-%)	26.9	-9.9	25.3	27.9	30.0
归属母公司净利润(百万元)	37.4	61.1	82.9	114.2	161.5
(+/-%)	721.4	63.3	35.3	37.8	41.4
最新摊薄 EPS(元)	0.48	0.78	1.06	1.46	2.07
P/E(倍)	117.8	72.0	53.2	38.6	27.3

资料来源：华泰联合证券

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

国内领先的橡胶输送带企业 .....	3
核心产品是发展基础，特色产品提升盈利能力 .....	4
高强力输送带是公司核心产品 .....	4
特色产品是公司未来发展方向 .....	4
管状输送带是公司拳头产品 .....	5
煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带（MT668型输送带）是公司优势产品	6
专注的市场策略和持续的技术研发能力是公司核心竞争力 .....	6
始终专注于橡胶输送带细分市场领域 .....	6
核心技术是公司发展的主推动力 .....	7
新产品的技术研发对公司未来发展形成支撑 .....	8
技术研发的组织体系和机制为公司带来持续的技术研发实力 .....	9
“以销定产”的市场主导型经营模式 .....	9
在市场竞争中处于优势地位 .....	10
输送带市场竞争呈现分化态势 .....	10
与主要竞争对手相比具有综合竞争优势 .....	10
与同类型上市公司相比优势明显 .....	11
橡胶输送带行业增长与结构调整并存 .....	12
行业增长迅速，市场容量大 .....	12
行业结构调整——管状输送带和MT668输送带市场前景广阔 .....	14
管状输送带功能特点鲜明，应用领域广泛 .....	14
MT668输送带依托煤炭行业巨大的需求市场 .....	14
主要原材料的市场价格随市场波动 .....	15
募集项目分析 .....	16
主要风险 .....	17
盈利预测与估值分析 .....	17

## 国内领先的橡胶输送带企业

浙江双箭橡胶股份有限公司是国内专业从事输送带研发、生产和销售的行业龙头企业，其主要产品按骨架材料不同包括聚酯输送带、钢丝输送带、整芯输送带、全棉输送带和尼龙输送带，主要应用于煤炭、电力、港口、钢铁和水泥等行业领域。

目前公司拥有年产 2400 万平方米专业输送带生产能力，2009 年输送带的总产量达到 2114.54 万平方米，位列中国输送带行业第 2 名，市场占有率为 10.82%（2009 年 1-9 月），是国内输送带行业龙头企业。

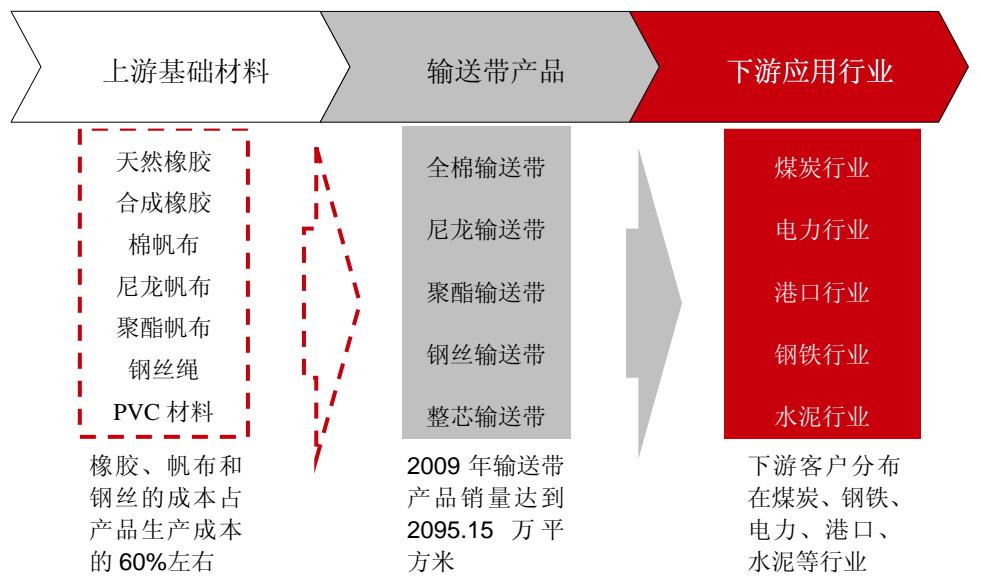
作为一家专注于橡胶下游细分市场领域的专业化公司，双箭股份具备较强的行业竞争优势和良好成长性，2010-2012 年销售收入的增长率将分别达到 25.33%、27.93% 和 30.00%，而随着管状输送带和 MT668 输送带等高毛利产品所占比例的快速提升，净利润的增长率更将分别达到 35.30%、37.79% 和 41.42%。

**表 1：公司发行前主要经营数据**

经营数据	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
股本（万股）	5800	5800	5800	5000
营业收入（万元）	62,688.59	69,545.50	54,798.67	46,187.67
归属母公司净利润（万元）	6,108.69	3,740.35	3,925.41	3,358.07
每股收益（元）	1.05	0.64	0.70	0.67
资产负债率（%）	48.72	59.36	55.38	65.60
净资产收益率(%)	20.91	15.88	18.61	23.14
毛利率（%）	23.15	16.08	19.05	19.12

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**图 1：双箭股份产业链分析**



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

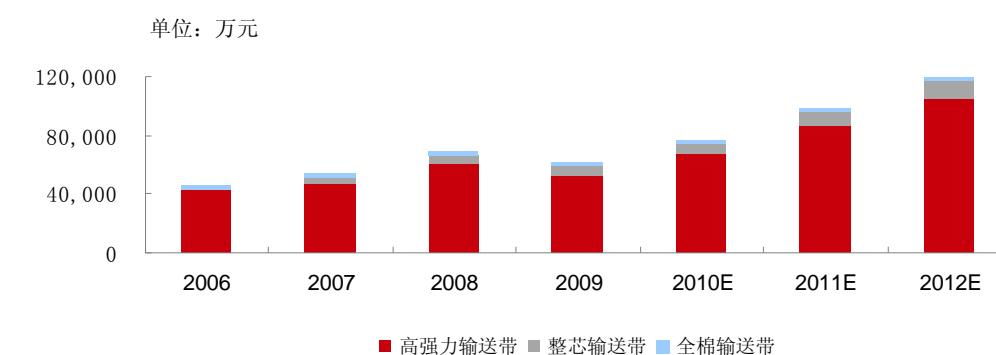
核心产品是发展基础，特色产品提升盈利能力

### 高强力输送带是公司核心产品

从目前输送带产品结构的变化趋势来看，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力输送带比重迅速增加。目前，发达国家高强力输送带比重已达 80%，我国高强力输送带占全国输送带产量的比重约为 60%，高强力输送带是我国输送带行业发展的趋势。

以尼龙输送带、聚酯输送带和钢丝输送带为核心的高强力输送带是公司营业收入的主要来源，近年来占营业收入的比重一直保持在 85%左右，是公司的核心产品，也是公司未来发展的基础。

**图 2：主要收入来自核心产品高强力输送带**



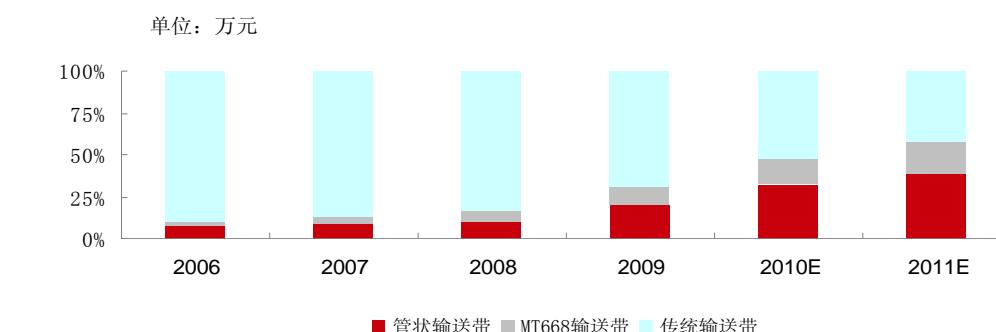
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 特色产品是公司未来发展方向

在高强度输送带产品中，管状输送带和煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带（MT668 型输送带）产品是公司的特色产品，它们具有良好的发展前景，且发展潜力巨大，是公司未来发展的重点产品方向。

管状输送带和 MT668 型输送带产品都是公司 2005 年左右开始规模化生产的，目前已经走过前期的市场进入期，进入加速成长期，根据行业的预测，未来几年两个特色产品都将保持 60%以上的发展速度。

**图 3：特色产品对公司毛利的贡献率不断提升**



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 管状输送带是公司拳头产品

管状输送带具有封闭输送，防止物料损耗，避免污染环境、加速运输、空间弯曲绕过障碍物等性能优势，对传统输送带产品替代效应明显，与传统输送带产品相比，其主要特点是产品附加值高、成长性强、市场空间大和毛利率高等。

目前公司的管状输送带产品每平方米售价一般在 55 元左右，远高于传统输送带平均 29.33 元/平方米的价格，而成本相当，产品的附加价值很高。2009 年该产品的毛利率接近 60%，同期公司输送带产品的总体毛利率为 22.92%。

目前国内管状输送带市场 70%以上的产品依赖进口，目前公司占 15%左右的市场份额。与国外竞争对手相比，公司生产的管状输送带产品已能完全替代进口产品，成本仅为进口产品的 50%-60%，竞争优势明显，正加速替代进口产品。而国内现在几乎没有规模化生产管状输送带的竞争对手，尤其是在高端的大口径管状输送带领域，公司领先优势明显。因此，我们预计未来几年管状输送带产品的价格和毛利率水平还将保持在较高的水平上。

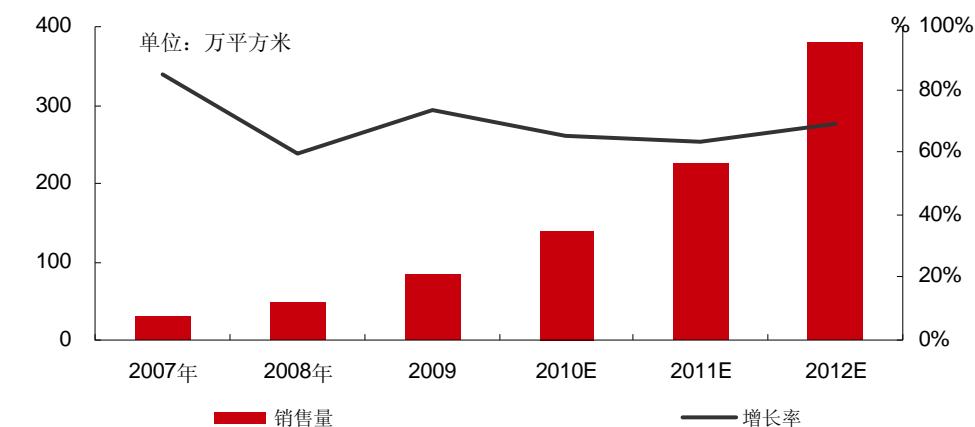
未来募集资金项目中将包含 150 万平方米的管状输送带项目，随着管状输送带产品销售规模和比例的提升，未来公司的盈利能力将得到提高。

**表 2：管状输送带产品提升公司未来盈利能力**

项目	2009	2008	2007	2006
管状输送带销售额（万元）	4,561.12	3,001.67	1,890.50	810.50
管状输送带毛利率（%）	58.47	54.95	55.81	48.04
输送带产品总体毛利率（%）	22.92	15.99	19.00	19.01
管状输送带价格（元/平方米）	54.67	62.34	62.74	49.63
输送带产品加权平均价格（元/平方米）	29.33	33.09	30.91	31.15

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**图 4：管状输送带产品保持高速增长**



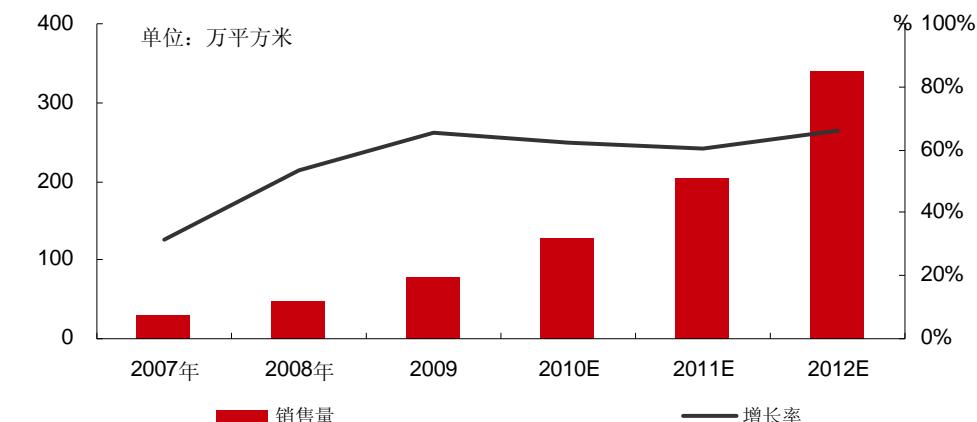
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带（MT668型输送带）是公司优势产品

公司MT668型输送带的生产技术已达到国内领先水平，其中四项阻燃性能指标均达到最为严格的英国BC730标准。同时公司通过对配方的改善，提高了耐磨性，延长了使用寿命，生产成本降低了10%左右。目前公司MT668型输送带产品每平方米售价一般在55元左右，毛利率也在30%以上，不仅远高于普通输送带产品，也高于山东安能、青岛橡六等主要竞争对手的同类产品，具有较高的附加价值和更高的产品性价比。

未来募集资金项目中将包含150万平米煤矿井下用阻燃输送带，随着其销售规模和比例的提高，将进一步提升公司产品在煤炭行业应用领域的市场竞争力和占有率。

**图5：MT668型输送带产品高速增长**



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

专注的市场策略和持续的技术研发能力是公司核心竞争力

始终专注于橡胶输送带细分市场领域

公司自2001年成立以来，一直专注于输送带的生产和销售，主营业务从未发生改变，输送带产品收入占到整个营业收入的98%以上。未来公司制定了清晰的发展战略，将继续专注于输送带业务，本次募集资金将继续用于投资建设年产1,100万平米高强力输送带生产线项目，其建成投产后将进一步增强企业的竞争力。

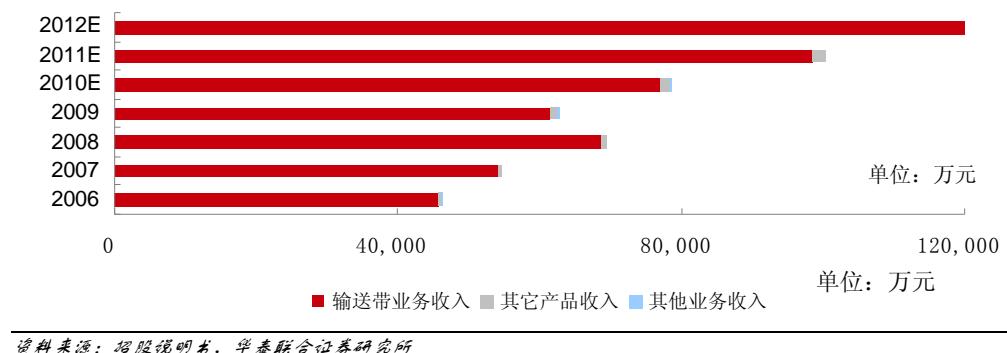
**表3：双箭股份主要产品收入和所占比重** 单位：万元、%

项目	2009年		2008年		2007年		2006年	
	收入	比例	收入	比例	收入	比例	收入	比例
输送带	61,451	98.03	68,764	98.88	54,010	98.56	45,709	98.96
全棉输送带	2,359	3.76	3,064	4.41	2,837	5.17	2,474	5.35
整芯输送带	6,304	10.06	4,991	7.18	3,655	6.67	755	1.63
尼龙输送带	9,158	14.61	11,458	16.47	8,896	16.23	6,972	15.09
聚酯输送带	27,916	44.53	30,775	44.25	24,673	45.02	24,311	52.64
钢丝输送带	15,714	25.07	18,476	26.57	13,950	25.46	11,198	24.25

其它产品	1183	1.89	737	1.06	564	1.03	422	0.91
其他业务	54	0.09	45	0.06	225	0.41	56	0.12

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**图 6：公司专注于输送带产品业务领域**



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 核心技术是公司发展的主推动力

作为输送带国家标准、行业标准的主要起草单位之一，双箭股份先后被评为浙江省高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业。公司主要核心技术已经成熟，依托核心技术的相关应用产品已进入大批量生产阶段。其中尼龙加强型输送带和高耐寒输送带被浙江省科学技术厅认定为浙江省高新技术产品，管状输送带被国家科技部列为国家级星火计划项目，高耐寒输送带被国家科技部列为国家级火炬计划项目。

**表 4：主要产品来自公司核心技术**

主要产品和技术	主要核心技术应用	先进程度
提升钢丝绳芯输送带	改善骨架材料结构，增加横向刚性，防止输送带成槽和螺栓松动	国内先进
煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带	采用新配方，四项阻燃性能均超过英国标准，耐磨性能显著提高	国内先进
煤矿井下用阻燃整体输送带	采用国际首创的生产工艺，大幅度提高生产效率，明显改善外观质量，提高成槽性，大幅降低生产成本	国际先进
耐高温输送带 (200 °C)	提高高温条件下骨架材料与橡胶粘合力稳定性，防止高温条件下输送带起泡、织物芯收缩、覆盖胶老化	国内先进
智能型输送带	在输送带中预埋智能线圈，能对丝裂、跑偏、打滑发出警示，并自动停机	国内先进
节能输送带	通过减少胶带摩擦和重量，节约电能消耗，目前通过检验的节能效果为 10%，15%	国内唯一，接近国际先进
抗穿刺输送带	改善骨架材料结构及覆盖胶弹性，提高输送带强度和抗冲击性能，产品使用寿命显著延长	国内首创
耐油输送带	解决极性橡胶的粘合问题和橡胶膨胀问题，延长油态环	国内先进

高耐寒输送带 (-60 °C)	解决橡胶在低温条件下发硬、发脆问题，延长寿命，耐寒达到-60°C水平	境外输送带使用寿命 国际先进
耐酸碱输送带	改善橡胶配方，提高覆盖胶的抗腐蚀性能，延长在酸碱环境下的寿命	国内先进
管状输送带	改善输送带横向刚性及反弹力，保持圆管均匀，产品已达 600mm 管径，且能在高温高寒条件下正常使用	国际先进
双条并硫切割技术	采用全新工艺，提高设备利用效率和生产效率	国际先进
输送带使用寿命动态管理技术	以长期积累的大量售后服务的数据为基础，依靠数据库管理，精准预测输送带的使用寿命	填补国内空白，接近国际先进水平

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 新产品的技术研发对公司未来发展形成支撑

公司正在不断加大特种输送带及输送带生产工艺的研发，目前主要的产品研发项目包括：轻型输送带、分层阻燃输送带、真空脱水机输送带、耐热油输送带等，这些新产品的技术研发对公司未来的持续发展形成了有力的支撑。

**表 5：未来新产品的技术研发情况**

项目名称	主要内容	项目类型	目标	主要应用领域
轻型输送带	提高强度，同时拓展其耐油、耐酸碱、导静电等特殊性能	技术改进	2009 年 12 月实现性能大幅提升	纺织、服装、轻工、食品和电子等行业
分层阻燃输送带	改善橡胶配方，提高阻燃性能，能安全运用于煤矿井下，克服整芯输送带表面摩擦不够，物料容易打滑和 PVC 材料缺乏弹性的缺点	新产品开发	2010 年 3 月产品性能达到 DIN 标准	煤矿井下支道运煤
真空脱水机输送带	在输送过程中实现物料连续过滤脱水、固液分离	新产品开发	2010 年 9 月开始试生产	化工(尤其化肥)、氢氧化铝、煤泥浆、金属精矿和浮选及综合利用、采矿尾砂，电力等行业烟气脱硫中的石膏脱水和污水处理的固液分离
耐热油输送带	改善橡胶配方，提高在油性高温条件下的使用寿命，能同时耐受油性和高温	新产品开发	2010 年 9 月耐热油温度达 125°C	冶金、化工、公路养护等

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

### 技术研发的组织体系和机制为公司带来持续的技术研发实力

双箭股份始终坚持“科技创新求发展”的理念，高度重视并逐渐完善技术创新机制，包括研发资金保障机制、技术合作机制、人才引进和培训机制、内部竞争激励机制等，充分激发科技人员的创造热情与潜能，为科技人员创造良好的工作条件和环境，并不断加大对研发的投入，从机制上确保公司的持续创新能力。

公司还设立了研究发展中心，拥有一批专业技术人才，并购置了臭氧试验机、钢丝绳动态疲劳机、胶料表面摩擦仪等国际先进的试验设备，2005年技术中心被浙江省科学技术厅认定为省级高新技术研究开发中心；此外，公司还与上海橡胶制品研究所合资设立了桐乡双箭橡胶研究所有限公司（公司持股51%）来进行新产品的研发和人才的培养，参股青岛中橡联胶带胶管研发中心，并与青岛科技大学、上海橡胶制品研究所及上海煤炭科学院等科研院所建立了常年技术合作关系。

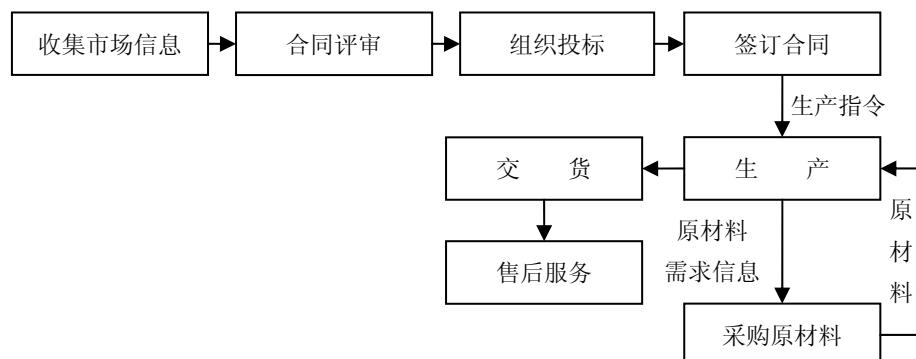
技术研发的组织体系和机制是公司能够不断创新，保持和提升现有技术研发实力的环境基础，它保证了公司具有持续的新产品开发能力，提高公司持续竞争力。

### “以销定产”的市场主导型经营模式

公司目前的经营模式是“以销定产”，经营活动围绕市场订单展开，先有销售合同，并根据合同安排采购、组织生产，然后交货和进行售后服务。

客户在确定中标企业时，往往要考虑产品品质、技术、服务、过往经验和价格等综合因素，因此公司在产品定价时也是综合考虑，合理定价。

图7：“以销定产”经营模式流程



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

与传统的“先生产、后销售”的经营模式相比，“以销定产”是一种以市场为导向的经营模式，它具有存货周期短、精确满足客户个性化需求、产品市场风险小等优势，符合目前中高端输送带产品的市场环境和趋势。

**表 6：“以销定产”与“先生产、后销售”模式的比较**

项目	“以销定产”模式	“先生产、后销售”模式
交货期	较长	一般较短
存货周转期	一般较短	不确定，一般较长
满足客户需求	精准地满足客户需求	不能很好地满足客户需求
产品市场风险	较小	因市场预测误差，可能性较大
适用产品	全部产品	普通产品、通用型产品

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

**在市场竞争中处于优势地位**

**输送带市场竞争呈现分化态势**

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，2008 年前五名企业的产量占全国总产量的 38.61%。

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，如煤矿用输送带分为井下用阻燃输送带（MT668）；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。

**与主要竞争对手相比具有综合竞争优势**

与国内主要竞争对手相比，双箭股份具有主营业务突出、技术研发实力强、产销规模领先、产品线齐全、产品质量稳定、市场拓展能力强等方面的优势，因此其综合实力和竞争力在输送带行业处于领先地位。

**表 7：国内主要竞争对手比较分析**

**单位：万平方米**

公司名称	产能	2008 年产量	主要产品	点评
山东安能	3200	3205	钢丝绳芯输送带	原山东银河德普与美国固特异合资企业，规模行业排名第 1，主要下游为煤炭行业，但合资后内部整合成本高
青岛橡六	1500	1369	织物芯输送带	前身为青岛市第六橡胶厂，国有独资企业，主要产品除输送带外，还有胶带衬板
阜新橡胶	1300	1128	钢丝绳芯输送带	前身为阜新市橡胶厂，国有控股企业，业务纷杂还从事轮胎翻新、矿用导风筒布、胶管、橡胶杂品等业务
保定华月	1200	1058	织物芯输送带	主要下游为钢铁行业
浙江三维	1200	1040	织物芯输送带	主要产品除输送带外，还有三角带和平胶带

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

在国内输送带企业当中，目前规模排名行业第 1 的山东安能（原山东银河德普）市场占有率为 13% 左右，是公司在下游煤炭行业的主要竞争对手，与其相比双箭股份具有以下竞争优势。

**表 8：与山东安能相比的竞争优势**

竞争优势	内容
技术优势	公司为日本阪东和德国 MESTO 公司代工，注重消化和吸收德国和日本的技术配方和生产工艺，而安能的大股东固特异公司在非轮胎的输送带行业落后于日本和德国
内部管理稳定	公司内部股权结构和人员稳定的优势，而安能由于合资后内部整合问题，2009 年产量同比下降 30%
有效抵御市场波动风险	公司产品可应用于广泛下游行业，能够有效规避个别行业波动带来的市场风险，而安能的产品主要应用在煤炭行业，受下游行业波动影响大
成本优势	安能的外方管理人员人力成本是本公司的 10 倍以上
新产品优势	公司拥有高成长、高毛利的管状输送带产品，这是安能不具备的

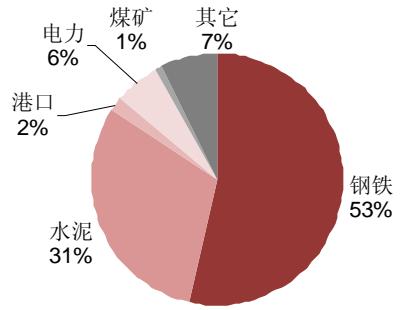
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

另外目前公司的技术水平与产品质量已经接近或达到国际先进水平，而且与英国芬纳邓禄普、德国大陆、日本普利司通、日本横滨橡胶、日本阪东化学等国际行业领先企业相比，其成本和价格优势十分明显，目前双箭股份的同类产品价格仅为国外产品的一半左右，更具性价比优势。

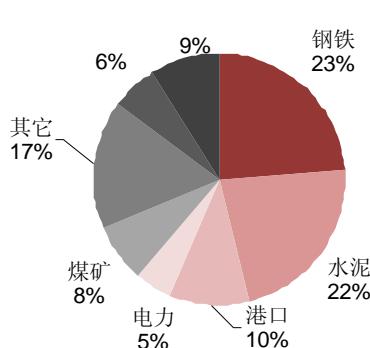
#### 与同类型上市公司相比优势明显

目前国内上市的专业输送带企业仅有宝通带业一家，与宝通相比公司在生产规模、产品覆盖领域以及优势产品盈利和成长性等方面都具有明显的优势。

**图 8：公司产品可应用于广泛下游行业，有效规避市场风险**



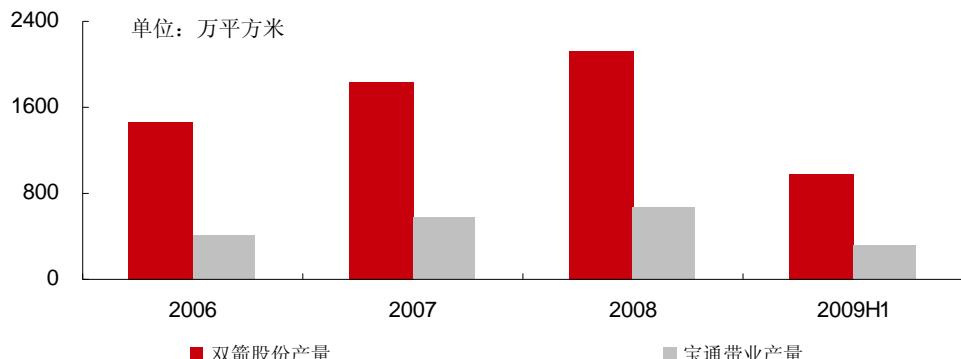
2009 年 1-6 月宝通带业下游分布



2009 年 1-6 月双箭股份内销下游分布

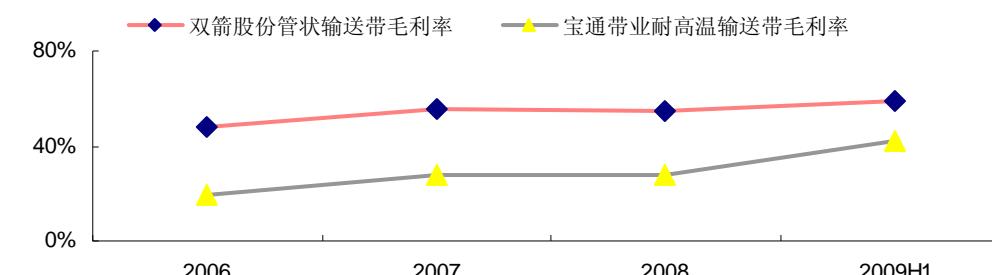
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 9：公司规模优势明显



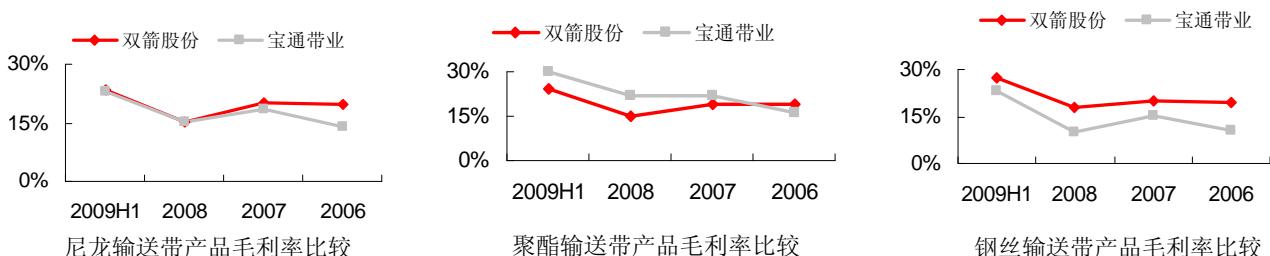
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 10：公司主推的高成长产品管状输送带毛利率更高



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

图 11：双箭股份与宝通带业其它输送带产品的毛利率水平相当



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

## 橡胶输送带行业增长与结构调整并存

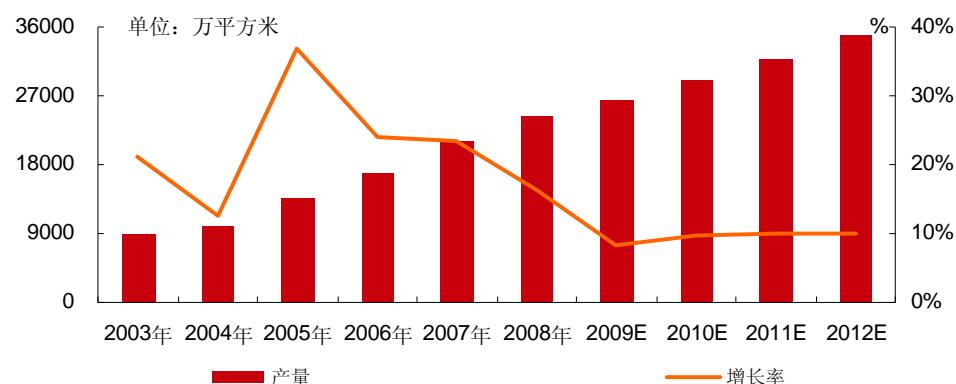
### 行业增长迅速，市场容量大

橡胶行业是一个大行业，分为轮胎、翻胎、力车胎、胶带、胶管、胶鞋、乳胶制品、炭黑、再生胶和胶粉、助剂、骨架材料、橡胶材料及橡胶机械等 10 多个专业。胶带是橡胶工业的一个重要分支，根据使用功能不同，胶带分为输送带和传动带两大类。输送带是物料运输的重要部件，适用于连续化输送散装物料或成件物品的场合，广泛应用于煤炭、钢铁、电力、港口、水泥等行业。

目前，全球输送带市场规模为 6-7 亿平方米/年，中国在世界输送带行业中占有重要地位，是全球第一大生产国与消费国，同时也是承接发达国家输送带产业转移的主要国家。2003-2008 年的 6 年间中国输送带的产量复合增长率在 20%以上，到 2008 年已达 2.44 亿平方米，占全球总产量的三分之一以上。

经过几年的快速发展，国内输送带市场整体规模已经很大，随着下游几大应用行业相继进入稳定增长期，我们预计未来 2010-2012 年国内输送带的产量将进入平稳增长期，保持 10%左右的增长速度，但如果再考虑未来国际输送带产业的加速转移，特别是国际矿业巨头在中国的大量采购，今后几年的行业增速还可能会提升至 15%以上。

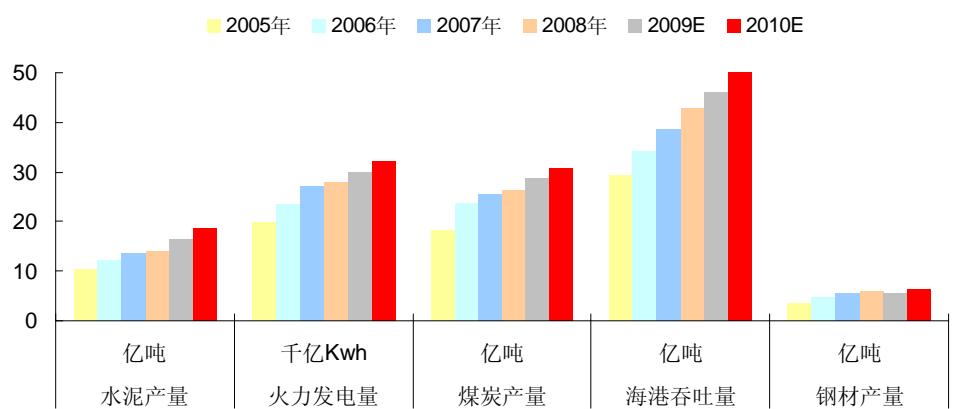
**图 12：行业快速增长，年复合增长率在 20%以上**



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

我国输送带产品的 80%以上在国内销售，国内的主要下游行业是煤炭、电力、钢铁、水泥及港口行业，上述五个行业输送带消费量占国内总消费量的 90%以上。随着我国工业化、城市化进程加速，工业进入重化工时期，煤炭、电力、钢铁、水泥、港口等下游产业规模保持稳定增长态势，在今后相当长的时期内，下游行业对输送带的需求仍将保持平稳增长。

**图 13：主要下游行业规模稳定增长**



资料来源：华泰联合证券研究所

相对于输送机械而言，输送带是易耗品，需定期更换。输送带的使用寿命因骨架材料和使用条件的不同而有很大差异，在钢铁行业使用的耐高温输送带只能使用2-3个月，而在普通环境中使用的钢丝绳芯输送带的寿命可以长达5-10年。

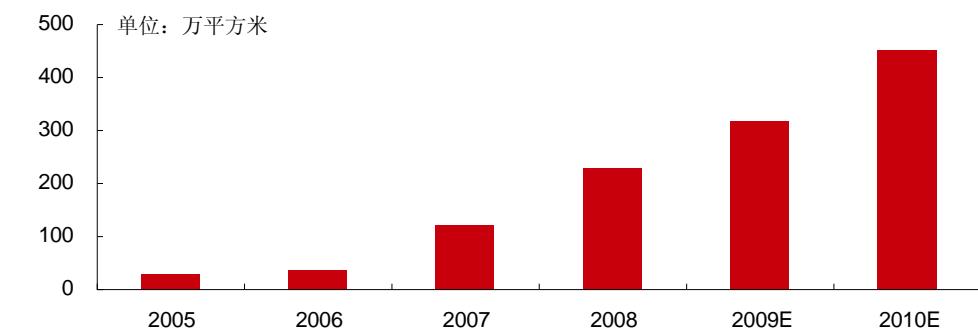
### 行业结构调整——管状输送带和MT668输送带市场前景广阔

#### 管状输送带功能特点鲜明，应用领域广泛

管状输送带的主要特点是胶带可以由平面渐变成U型，最后成为管状，将物料包住，实现封闭输送，可以实现物料和环境的双向隔离，既能防止物料因风、雨、雪等影响而受到损耗，又能避免因物料洒落、扬尘而污染环境，具有很好的经济性和环保功能，主要用于输送粉末状、颗粒状、有污染的物料，广泛适用于煤矿、冶金、电力、化工、水泥、港口等行业，此外，管状输送带可以空间弯曲布置输送线路，绕过障碍物，提高输送机倾角，缩短整机长度，降低成本。因此，在复杂的输送环境中，管状输送带具有明显的成本优势。

管状输送带需求量包括两部分：新装管状带式输送机配套需求量和更新维修形成的需求量。我们预计到2010年新装输送机的配套管状输送带需求量约250万平方米，更换维修的需求量约200万平方米，总管状输送带的需求量将达到450万平方米左右。

图14：管状输送带产品市场需求已具相当规模

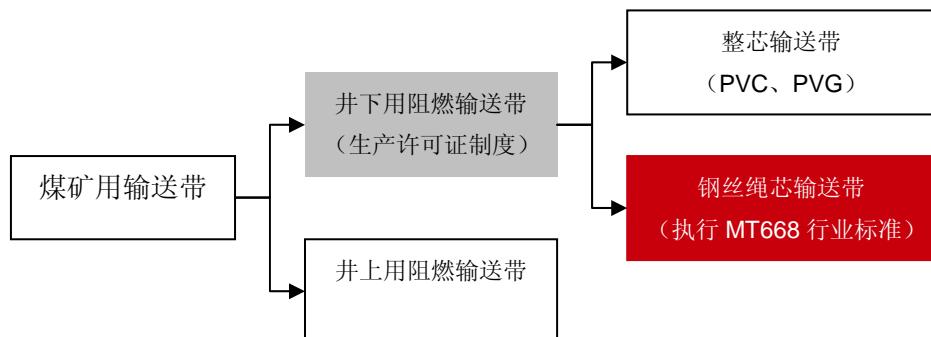


数据来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

#### MT668输送带依托煤炭行业巨大的需求市场

按使用场合不同，煤矿用输送带分为井上用阻燃输送带与井下用阻燃输送带，其中，井下用阻燃输送带是主要部分，占煤矿用输送带的90%以上。煤矿井下用阻燃输送带涉及到煤矿安全，阻燃技术要求高，我国对其采取生产许可证制度，必须获得由国家质检总局颁发的《生产许可证》和国家煤矿安全监察局颁发的《矿用产品安全标志证书》才能生产。

图 15：煤矿井下用阻燃输送带执行 MT668 行业标准



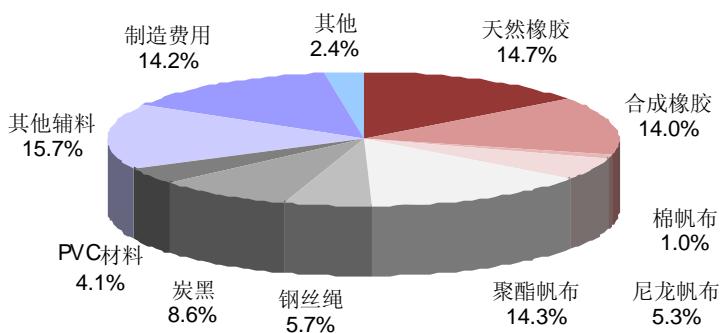
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

目前煤炭行业对输送带的需求量占输送带总需求总量的 50%以上。我国 2008 年度煤炭产量为 26.22 亿吨，吨煤消耗输送带平均约 1.2 元，煤炭行业输送带市场销售规模约为 32 亿元，其中 MT668 型输送带的需求量约为 3,000 万平方米。预计 2009 和 2010 年我国煤炭的产量将分别达到 28.7 亿吨和 30.7 亿吨，因此，未来 MT668 输送带市场的发展将依托于煤炭行业巨大市场需求。

## 主要原材料的市场价格随市场波动

公司生产输送带产品的主要原材料包括橡胶、帆布和钢丝等，其中天然橡胶和合成橡胶是最主要的原材料，2009 年，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占输送带产品成本的比例为 28.74%。

图 16：公司成本构成

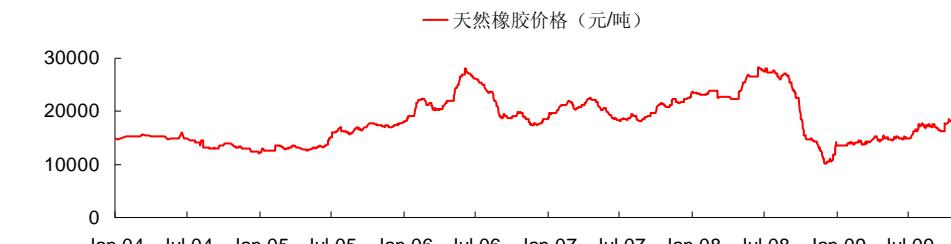


资料来源：华泰联合证券研究所

由于输送带行业是典型的市场主导和消费驱动型行业，输送带产品的价格波动幅度明显低于原材料价格的波动，因此 2008 和 2009 年原材料价格的剧烈波动对双箭股份的业绩产生了比较大的影响，但随着金融危机影响的逐渐消弱，原材料价格在暴涨暴跌之后进入了一个相对合理的波动阶段。尽管其仍然会在短期随原油等大宗石化产品

价格进行波动，我们也预计其价格还将呈现上涨态势，但随着公司加强精细化管理、提高原材料利用率、调整产品结构等措施，能够在一定程度内降低原材料价格波动带来的风险。因此，未来原材料价格波动对公司业绩影响度将逐渐降低。

**图 17：天然橡胶价格平稳增长**



资料来源：华泰联合证券研究所

**图 18：主要合成橡胶产品价格保持稳定**



资料来源：华泰联合证券研究所

## 募集项目分析

公司募集资金主要用于建设年产 1,100 万平米高强力橡胶输送带生产线项目，其中织物芯输送带 700 万平米，钢丝芯输送带 400 万平米，预计项目总投资 16,346 万元。

**表 9：募集资金年产 1,100 万平米高强力输送带生产线项目**

产品种类	设计产能 (万 M2)	产品类型	预计年产量(万 M2)
织物芯输送带	700	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
钢丝绳芯输送带	400	煤矿井下用阻燃输送带	150
		其他钢丝绳芯输送带	180

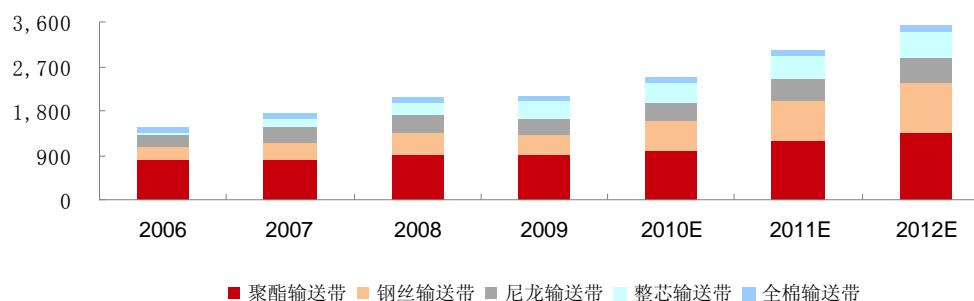
合计	1,100	1,100
----	-------	-------

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

募集资金项目有助于解决公司产能瓶颈，优化产品结构，进一步提高高端产品产量，顺应行业发展趋势。募集资金项目将于2011年上半年投产，到2012年完全达产，随着未来形成产能的逐渐释放和市场的不断拓展，预计2010-2012年公司输送带销量将分别达到2490万平方米、3040万平方米和3540万平方米。

**图19：未来主要产品销量预测**

单位：万平方米



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

本次募集资金投资项目建成后，将显著扩大公司在高强力输送带领域的生产能力，提高公司市场份额，也有利于进一步优化公司的产品结构，增强主营业务的竞争力。募集资金项目都已经在公司实现产业化，不存在技术风险。

## 主要风险

- 1、原材料价格波动风险
- 2、募集资金项目不能按时达产风险

## 盈利预测与估值分析

公司收入的增长主要来自于输送带行业的增长以及公司市场占有率的逐渐提高和内部产品结构的调整。我们对收入增长的假设主要依据聚酯输送带、尼龙输送带、钢丝输送带和整芯输送带等产品的销售增长预测，以及双箭股份过去几年的增速及市场占有率为产品结构等因素。

随着公司高毛利产品管状输送带和煤矿井下用钢丝绳芯阻燃输送带（MT668型输送带）在未来产品结构中比例的提升，公司产品的整体毛利率将逐渐上升，同时预期未来原材料价格上涨将增加公司的原料成本。公司2009年实现每股收益（最新摊薄）0.78元，我们预计到2010-2012年每股收益将分别达到1.06元、1.46元和2.07元。

**表 10：双箭股份盈利预测核心假设**

名称	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>全棉输送带</b>					
收入 (万元)	3,064	2,359	2,381	2,429	2,702
销量 (万平方米)	122	111	110	110	120
价格 (元/平方米)	25.16	21.22	21.64	22.08	22.52
毛利率	9.72%	12.28%	10.56%	9.68%	8.80%
成本 (万元)	2,766	2,069	2,129	2,193	
<b>整芯输送带</b>					
收入 (万元)	4,991	6,304	7,868	9,725	11,478
销量 (万平方米)	234	330	400	480	550
价格 (元/平方米)	21.33	19.10	19.67	20.26	20.87
毛利率	18.92%	24.91%	24.18%	24.18%	24.18%
成本 (万元)	4,047	4,734	5,966	7,373	8,702
<b>尼龙输送带</b>					
收入 (万元)	11,458	9,158	10,687	13,035	15,515
销量 (万平方米)	380	339	380	450	520
价格 (元/平方米)	30.18	27.04	28.12	28.97	29.84
毛利率	15.37%	20.52%	19.76%	18.98%	18.19%
成本 (万元)	9,697	7,279	8,576	10,562	12,693
<b>聚酯输送带</b>					
收入 (万元)	30,775	27,916	31,529	38,970	45,156
销量 (万平方米)	906	912	1,000	1,200	1,350
价格 (元/平方米)	33.95	30.61	31.53	32.47	33.45
毛利率	15.14%	21.92%	21.16%	20.40%	19.62%
成本 (万元)	26,116	21,797	24,857	31,021	36,295
<b>钢丝输送带</b>					
收入 (万元)	18,476	15,714	24,551	34,371	45,112
销量 (万平方米)	436	403	600	800	1000
价格 (元/平方米)	42.36	38.97	40.92	42.96	45.11
毛利率	18.04%	26.92%	27.62%	28.99%	30.35%
成本 (万元)	15,143	11,484	17,771	24,405	31,422
<b>其它产品</b>					
收入 (万元)	737	1,183	1,483	1,897	2,310
毛利率	27.61%	32.43%	32.50%	32.77%	33.09%
成本 (万元)	533	799	1,001	1,275	1,545
<b>主要产品收入合计 (万元)</b>	<b>69,501</b>	<b>62,630</b>	<b>78,637</b>	<b>101,523</b>	<b>122,273</b>
<b>其它业务</b>					
收入 (万元)	45	54	68	86	105
成本 (万元)	59	10	15	20	50
<b>营业收入合计 (万元)</b>	<b>69,546</b>	<b>62,689</b>	<b>78,566</b>	<b>100,513</b>	<b>122,377</b>
<b>营业成本合计 (万元)</b>	<b>58,360</b>	<b>48,173</b>	<b>60,314</b>	<b>76,850</b>	<b>93,172</b>
<b>输送带销量合计 (万平方米)</b>	<b>2,078</b>	<b>2,095</b>	<b>2,490</b>	<b>3,040</b>	<b>3,540</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>16.08%</b>	<b>23.15%</b>	<b>23.23%</b>	<b>23.54%</b>	<b>23.86%</b>

资料来源：华泰联合证券研究所

目前上市公司中，宝通带业与公司同属橡胶输送带行业，同时我们选取与公司同批在中小板上市的蓝帆股份和合众思壮进行估值比较分析。从 2010 年 PE 来看，双箭股份为 53.18 倍，明显偏高，但与可比上市公司 2010 年 58.00-110.71 倍的 PE 相比仍是最低，因此综合考虑我们给予双箭股份首次中性评级。

**表 11：双箭股份估值比较**

上市公司	股价(元)	最新摊薄 EPS(元)			最新摊薄 PE(倍)		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
宝通带业	68.35	0.97	1.12	1.52	70.75	60.86	44.75
蓝帆股份	56.50	0.75	0.98	1.15	75.93	58.00	49.22
合众思壮	98.30	0.70	0.88	1.13	140.53	110.71	87.18
双箭股份	56.50	0.78	1.06	1.46	71.96	53.18	38.60

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表						利润表					
	单位: 百万元						单位: 百万元				
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	398	439	942	1032	1247	<b>营业收入</b>	695	627	786	1005	1307
现金	117	115	583	600	666	营业成本	584	482	603	768	980
应收账款	153	165	207	264	344	营业税金及附加	2	3	3	4	5
其他应收款	4	11	13	17	22	营业费用	27	30	38	48	65
预付账款	16	23	29	37	49	管理费用	31	33	43	55	72
存货	101	118	100	100	150	财务费用	16	9	1	-5	-6
其他流动资产	7	8	10	13	17	资产减值损失	2	2	2	2	3
<b>非流动资产</b>	182	171	232	300	305	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	145	146	191	249	264	<b>营业利润</b>	34	68	95	132	188
无形资产	18	17	17	17	17	营业外收入	13	8	8	8	8
其他非流动资产	19	7	23	33	23	营业外支出	2	1	2	2	2
<b>资产总计</b>	580	610	1173	1331	1552	<b>利润总额</b>	45	75	102	138	194
<b>流动负债</b>	304	260	297	337	392	所得税	4	10	15	21	29
短期借款	126	100	100	100	100	<b>净利润</b>	41	65	86	118	165
应付账款	72	86	107	137	178	少数股东损益	4	3	3	3	3
其他流动负债	106	74	90	100	114	<b>归属母公司净利润</b>	37	61	83	114	161
<b>非流动负债</b>	40	30	10	10	10	EBITDA	50	85	105	139	196
长期借款	40	30	10	10	10	EPS (元)	0.64	0.78	1.06	1.46	2.07
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	344	290	307	347	402						
少数股东权益	12	15	19	22	26						
股本	58	78	78	78	78						
资本公积	26	26	486	486	486						
留存收益	140	201	284	398	560						
归属母公司股东权益	224	305	848	962	1123						
<b>负债和股东权益</b>	580	610	1173	1331	1552						
现金流量表						主要财务比率					
	单位: 百万元						2008	2009	2010E	2011E	2012E
	2008	2009	2010E	2011E	2012E						
<b>经营活动现金流</b>	43	19	99	93	79	<b>成长能力</b>					
净利润	41	65	86	118	165	营业收入	26.9%	-9.9%	25.3%	27.9%	30.0%
折旧摊销	0	7	9	12	15	营业利润	-12.9%	103.2%	38.8%	38.8%	42.2%
财务费用	16	9	1	-5	-6	归属于母公司净利润	-4.7%	63.7%	35.3%	37.8%	41.4%
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0	<b>获利能力</b>					
营运资金变动	0	-62	2	-32	-94	毛利率(%)	16.1%	23.2%	23.2%	23.5%	25.0%
其他经营现金流	-14	-0	0	0	0	净利率(%)	5.4%	9.8%	10.5%	11.4%	12.4%
<b>投资活动现金流</b>	-28	4	-70	-80	-20	ROE(%)	16.7%	20.1%	9.8%	11.9%	14.4%
资本支出	28	-4	70	80	20	ROIC(%)	16.3%	20.0%	21.0%	22.0%	26.2%
长期投资	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	0	0	0	0	0	资产负债率(%)	59.4%	47.5%	26.2%	26.1%	25.9%
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-25	439	5	6	净负债比率(%)	48.29%	44.85%	35.85%	31.69%	27.34%
短期借款	21	-26	0	0	0	流动比率	1.31	1.69	3.17	3.06	3.18
长期借款	0	-10	-20	0	0	速动比率	0.97	1.24	2.84	2.76	2.80
普通股增加	0	20	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	0	0	460	0	0	总资产周转率	1.32	1.05	0.88	0.80	0.91
其他筹资现金流	-23	-9	-1	5	6	应收账款周转率	5	4	4	4	4
<b>现金净增加额</b>	13	-2	468	18	66	应付账款周转率	8.80	6.10	6.26	6.29	6.21
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.48	0.78	1.06	1.46	2.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.24	1.27	1.19	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.91	10.87	12.33	14.40
						<b>估值比率</b>					
						P/E	117.82	71.96	53.18	38.60	27.29
						P/B	19.70	14.45	5.20	4.58	3.92
						EV/EBITDA	90	53	42	32	23

数据来源：华泰联合证券研究所。



#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们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。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券投资等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码：518001  
电 话：86 755 8249 3932  
传 真：86 755 8249 2062  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码：200120  
电 话：86 21 5010 6028  
传 真：86 21 6849 8501  
电子邮件：[lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)