

双箭股份 (002381)

新股上市分析

化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

002381 此次发行情况:

发行数量: 2000 万股

发行后总股本: 7800 万股

报价报告确定的合理价格区间:

25.44 元-30.74 元

相应的发行市盈率: 09 年 39.71

倍

双箭股份 (002381): 输送带领先制造商

■ **公司业务简介。**浙江双箭橡胶股份有限公司是一家专注于橡胶下游输送带研发、生产和销售的企业。目前公司的主要产品有聚酯输送带、钢丝输送带、整芯输送带、全棉输送带和尼龙输送带; 其下游主要用于煤炭、电力、水泥、钢铁、港口等领域。目前公司的生产能力为 2400 万平米每年, 位列国内第二, 市场占有率为 10.82%。

■ **行业分析: 增长迅速, 市场容量大。**目前全球输送带市场容量为每年 6-7 亿平米, 中国是全球最大的输送带生产国和消费国。2003-2008 年 6 年间国内输送带的产量复合增长率在 20% 以上, 08 年国内输送带产量达 2.3 亿平米, 占全球总产量的 1/3 左右。

表格 1 国内输送带年度产量统计

年份	全国总产量 (万平米)	增长率
2003 年	8876.00	21.10%
2004 年	10000.00	12.66%
2005 年	13700.00	37.00%
2006 年	15357.00	12.09%
2007 年	19500.00	26.98%
2008 年	23000.00	17.95%
2009 年 1-3 季度	13454.00	-13.78%

数据来源: 招股说明书

目前国内输送带的主要下游为煤炭、电力、钢铁、港口、水泥, 占到输送带消费量的 90% 以上, 预计未来较长时期内, 上述行业对输送带的需求将保持较高的增长速度。

目前行业内共有 300 多家生产企业, 平均生产规模较小, 但是行业集中度正逐步提高, 08 年行业内前五名企业产量占比为 38.61%。行业内不同产品的细分市场有所差别, 目前中低端产品由于产品差别小, 竞争激烈; 而高端产品竞争相对有序, 部分技术含量高的产品如管状输送带, 市场上参与者较少。

行业发展趋势为高端产品比重不断提高。钢丝绳输送带、尼龙输送带、聚酯输送带等均为高端的高强力输送带, 目前发达国家的高强力输送带比重已达 80%, 而我国高强力输送带占全国输送带产量的比重也已达 60%。预计未来高强力输送带的比重将进一步提升。

产品价格波动小。输送带产品的主要原材料包括橡胶、帆布、钢丝等, 其中天然橡胶、合成橡胶是最主要的原料。由于输送带行业是典型的市场主导、消费驱动行业, 因此其产品价格的波动幅度小于原材料价格的波动。由于原材料价格波动较大, 相关企业的盈利能力将受到一定影响。

■ 公司分析：传送带产品特色明显，盈利能力突出

表格 2 公司主营构成（分产品）

项目	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
全棉带	2358.85	3.84	3064.14	4.46	2836.58	5.25
整芯带	6304.27	10.26	4990.97	7.26	3654.64	6.77
高强力输送带	52788.28	85.90	60708.90	88.29	47518.47	87.98
其中：尼龙带	9158.29	14.90	11457.73	16.66	8895.72	16.47
聚酯带	27916.31	45.43	30774.89	44.75	24673.15	45.68
钢丝绳	15713.68	25.57	18476.28	26.87	13949.60	25.83
合计	61451.40	100.00	68764.01	100.00	54009.69	100.00

数据来源：1

公司的核心输送带产品有尼龙输送带、聚酯输送带、钢丝绳输送带，近年来这几种输送带的营业收入占比一直保持在 85% 左右。

除了上述高端产品外，公司的管状输送带煤矿用钢丝绳芯输送带（MT668 型输送带）是公司的特色产品，其附加值高、成长性强、市场空间大、毛利率高，是公司未来发展的重要方向。

表格 3 公司几种产品毛利率、价格比较

管状输送带毛利率	58.47%	钢丝绳输送带毛利率	30%
管状输送带价格（元/平米）	54.67	钢丝绳输送带价格（元/平米）	55.00
所有产品平均毛利率	22.92%		
所有产品平均价格（元/平米）	29.33		

数据来源：公司招股说明书

■ 募投项目分析

公司拟公开发行 2000 万 A 股，占发行后总股本的 25.64%。募集资金主要投向 1100 万平米的高强力橡胶输送带生产线，其中织物芯输送带 700 万平米，钢丝绳芯输送带 400 万平米，预计总投资 16346 万元。

募投项目将于 2011 年上半年投产，2013 年完全达产。本次募投项目达产后将显著扩大公司在高强力输送带领域的生产能力，提高公司的市场份额。随着产能不断释放，预计 2010 年、2011 年公司的输送带销量将分别达 2490 万平米、3040 万平米。

■ 公司估值情况

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.89 元、1.13 元，已有上市公司可比较的有三力士（002224）、宝通带业（300031），三力士同为中小板股票，其 10 年 PE 为 29.9 倍，以此为参考，双箭股份的估值水平设定在 25-35 倍较为合理，对应价格区间为 22.25 元-31.15 元。

表格 4 相关上市公司估值情况

代码	简称	价格 (3/19)	每股收益（元）				市盈率			
			08A	09A	10E	11E	08A	09A	10E	11E
002224	三力士	22.06	0.2900	0.4497	0.7378	0.8539	99.16	49.06	29.90	25.83
300031	宝通带业	59.08	0.8200	0.9563	1.1230	1.5273	61.15	61.78	52.61	38.68

数据来源：WIND 资讯

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。