

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

国内高强度输送带领先企业

事件描述

- 双箭股份拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 2000 万股并在深证交易所上市，发行后总股本 7800 万股。
- 本次募集资金计划投资到“织物芯输送带项目”和“钢丝绳芯输送带项目”这两个项目上，投资额共计 1.63 亿元，建设期 3 年。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 1.04 元，1.26 元和 1.41 元。我们认为，可以按照 2010 年业绩 22-27 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 22.88-28.08 元。建议积极申购。

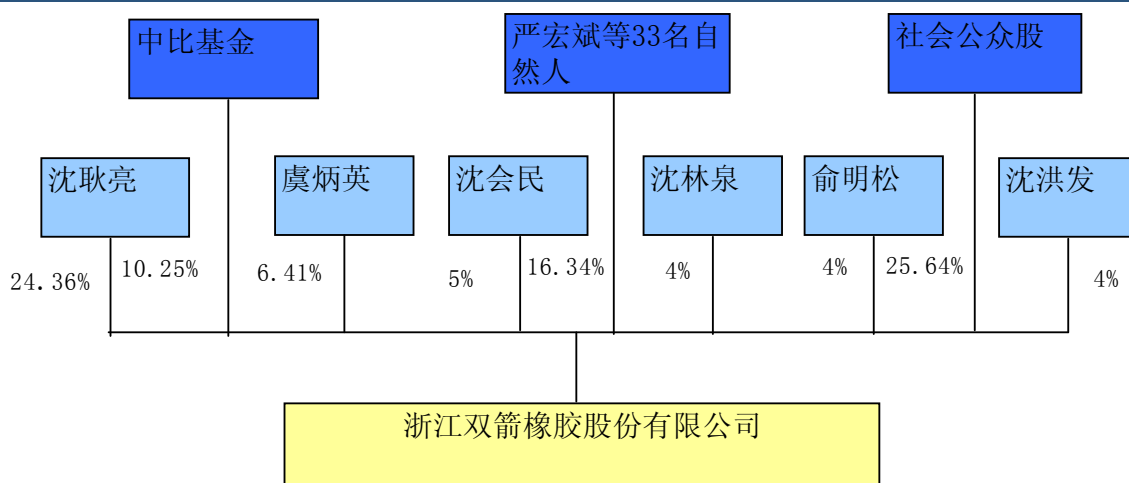
事件评论

公司概况

核心管理团队稳定

双箭股份上市前总股本 5800 万股，本次拟发行 2000 万股，占发行后总股本的 25.64%。公司实际控制人为沈耿亮。多年来，公司核心管理团队稳定，部分主要管理人员、技术及业务骨干持有公司股份，形成有效激励。

图 1：公司股权结构图（发行后）

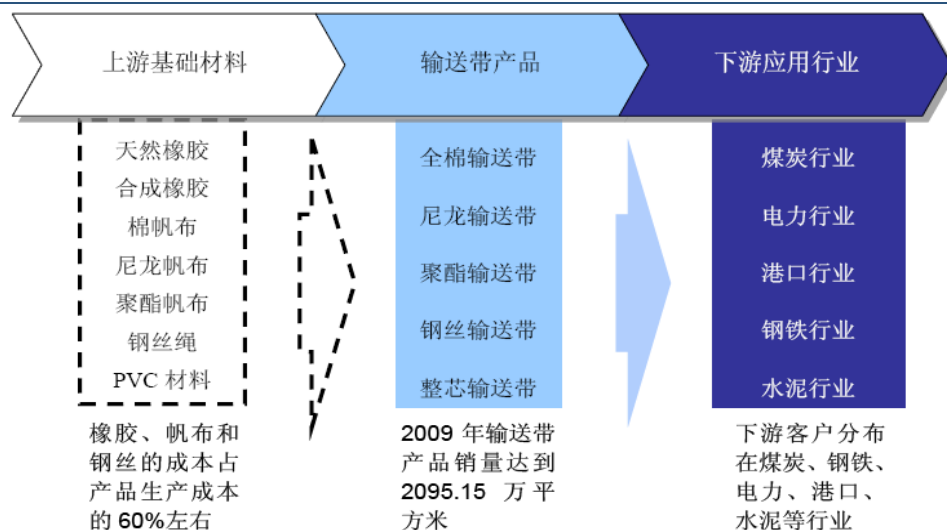


资料来源：公司公告，长江证券研究部

国内输送带行业领先企业

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。

图 2：公司产品产业链分析

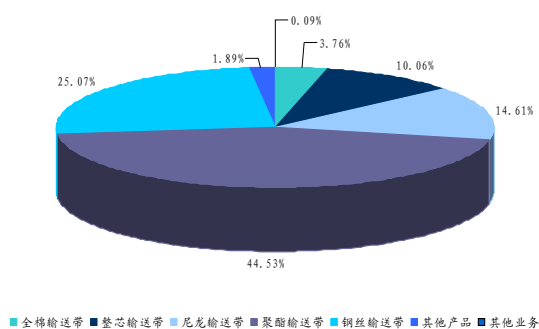


资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营高强力输送带

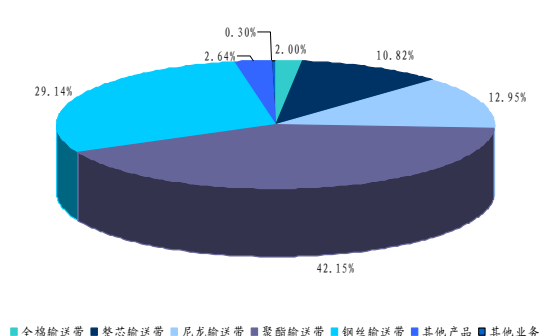
以尼龙输送带、聚酯输送带和钢丝输送带为核心的高强力输送带是公司营业收入的主要来源，近年来占营业收入的比重一直保持在85%左右，是公司的核心产品，也是公司未来发展的基础。

图 3：09 年公司收入构成



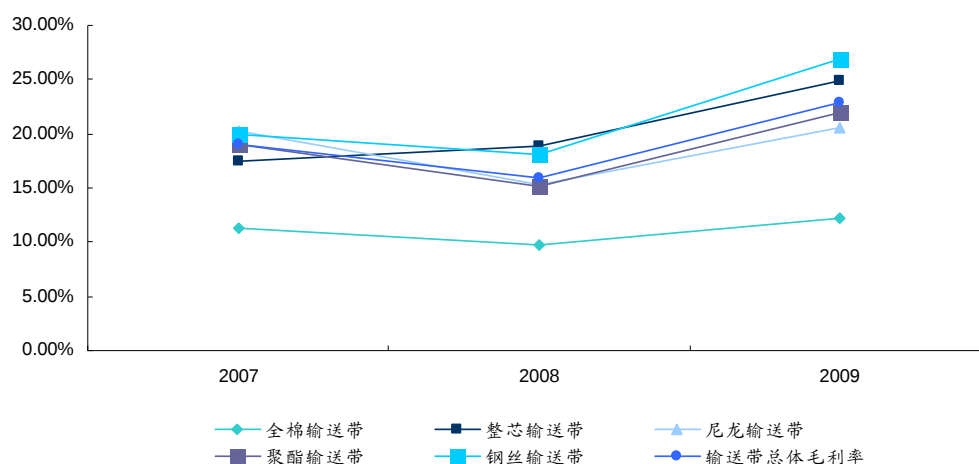
资料来源：公司公告

图 4：09 年公司毛利构成



资料来源：公司公告

图 5：公司各产品毛利率比较



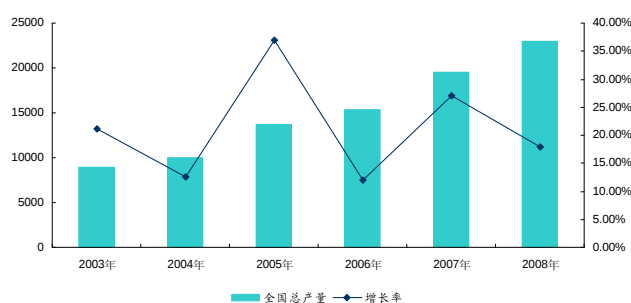
资料来源：公司公告，长江证券研究部

行业前景看好,公司潜力巨大

下游需求旺盛，行业稳步成长

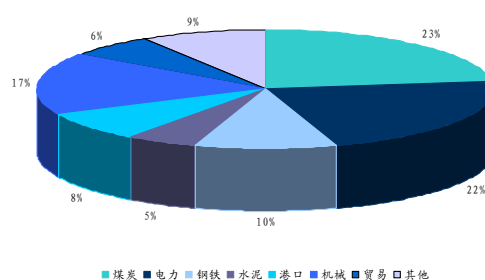
输送带是物料运输的重要部件，适用于连续化输送散装物料或成件物品的场合，广泛应用于煤炭、钢铁、电力、港口、水泥等行业。目前，全球输送带市场规模为6-7亿平方米/年，中国在世界输送带行业中占有重要地位，是全球第一大生产国与消费国，同时也是承接发达国家输送带产业转移的主要国家。2003-2008年的6年间，中国输送带的产量复合增长率在20%以上，到2008年已达2.3亿平方米，占全球总产量的三分之一左右。我国输送带产品的80%以上在国内销售，国内的主要下游行业是煤炭、电力、钢铁、水泥及港口行业，上述五个行业输送带消费量占国内总消费量的90%以上。随着我国工业化、城市化进程加速，工业进入重化工时期，煤炭、电力、钢铁、水泥、港口等下游产业规模保持持续增长态势，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快速增长。

图 6：国内输送带规模及增速



资料来源：公司公告

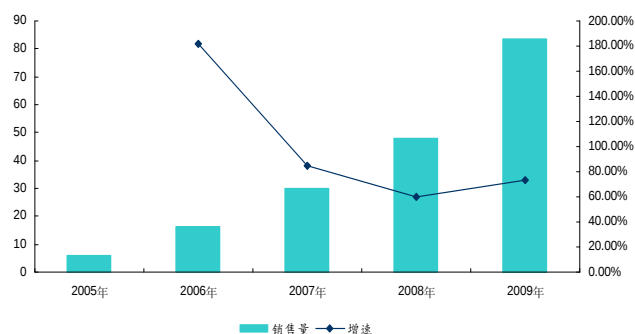
图 7：09 年上半年公司下游分布



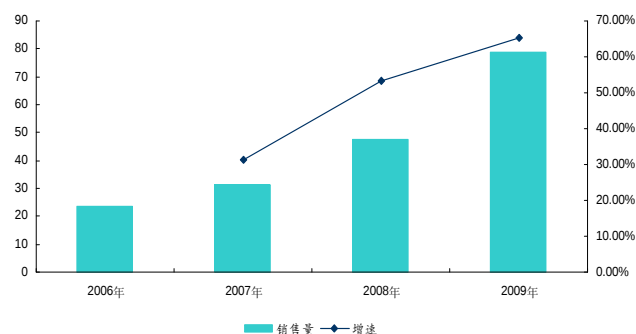
资料来源：公司公告

特色产品注入新活力

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，其共同特点是附加值高、成长性强、市场空间大、毛利率高，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。

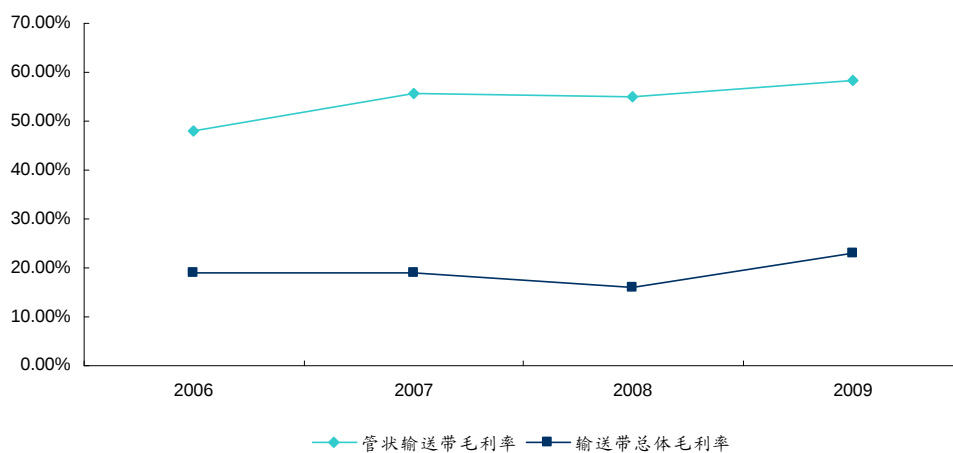
图 8：管状输送带销量及增速（单位：万平方米）


资料来源：公司公告

图 9：MT668 型输送带销量及增速（单位：万平方米）


资料来源：公司公告

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，远高于普通输送带，2009年该产品的毛利率接近60%；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；同期公司输送带产品的总体毛利率为22.92%。随着特色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。

图 10：管状输送带与输送带总体毛利率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目分析

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

表 1: 公司募集资金项目

产品种类	设计产能（万平方米）	产品类型	预计年产量（万平方米）
织物芯输送带	700	管状织物芯输送带	80
尼龙帆布芯输送带		尼龙帆布芯输送带	200
聚酯帆布芯输送带		聚酯帆布芯输送带	420
钢丝绳芯输送带	400	管状钢丝绳芯输送带	70
煤矿井下用阻燃输送带		煤矿井下用阻燃输送带	150
其他钢丝绳芯输送带		其他钢丝绳芯输送带	180
合计	1,100		1,100

资料来源：公司公告

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2013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和2011年公司输送带销量将分别达到2490万平方米和3040万平方米。

盈利预测

我们进行盈利预测时，主要基于以下假设：

表 2：主要假设

产品	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
全棉输送带	收入(万元)	2355.42	2310	2100	2100
	销量(万平方米)	111	110	100	100
	价格(元/平方米)	21.22	21	21	21
	毛利率	12.28%	10.50%	9.80%	9.80%
	成本(万元)	2066.1744	2067.45	1894.2	1894.2
整芯输送带	收入(万元)	6303	7800	9696	9696
	销量(万平方米)	330	400	480	480
	价格(元/平方米)	19.1	19.5	20.2	20.2
	毛利率	24.91%	24.20%	24.20%	24.20%
	成本(万元)	4732.9227	5912.4	7349.568	7349.568
尼龙输送带	收入(万元)	9166.56	10685.6	12825	14500
	销量(万平方米)	339	380	450	500
	价格(元/平方米)	27.04	28.12	28.5	29
	毛利率	20.52%	19.76%	19.00%	18.80%
	成本(万元)	7285.5819	8574.1254	10388.25	11774
聚酯输送带	收入(万元)	27916.32	31530	37030	40837.5
	销量(万平方米)	912	1000	1150	1250
	价格(元/平方米)	30.61	31.53	32.2	32.67
	毛利率	21.92%	21.20%	20.70%	20.20%
	成本(万元)	21797.063	24845.64	29364.79	32588.325
钢丝输送带	收入(万元)	15704.91	24552	29750	34400
	销量(万平方米)	403	600	700	800
	价格(元/平方米)	38.97	40.92	42.5	43
	毛利率	26.92%	27.62%	28.50%	29.72%
	成本(万元)	11477.148	17770.738	21271.25	24176.32
其他产品	收入(万元)	1183	1483	1687	1890
	毛利率	32.43%	32.50%	32.77%	32.50%
	成本(万元)	799.3531	1001.025	1134.1701	1275.75
其他业务	收入(万元)	54	68	76	80
	成本(万元)	10	19	28	32

资料来源：长江证券研究部

在上述假定的基础上，我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 1.04 元，1.26 元和 1.41 元。

申购价格及建议

我们认为，可以按照 2010 年业绩 22-27 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 22.88-28.08 元。建议积极申购。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	627	784	932	1035	货币资金	67	508	356	165
营业成本	482	602	714	791	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	145	182	217	244	应收账款	165	196	233	259
% 营业收入	23.2%	23.3%	23.3%	23.6%	存货	118	24	29	32
营业税金及附加	3	4	4	5	预付账款	23	27	32	36
% 营业收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	19	18	20	21
销售费用	30	35	42	47	流动资产合计	391	774	670	512
% 营业收入	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	33	43	47	52	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.5%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	9	6	9	11	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	1.4%	0.8%	0.9%	1.1%	固定资产合计	150	289	527	861
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	17	17	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	2	2	2
营业利润	68	94	116	130	其他非流动资产	7	245	514	805
% 营业收入	10.9%	12.0%	12.4%	12.5%	资产总计	570	1328	1730	2197
营业外收支	7	2	0	0	短期贷款	88	0	0	0
利润总额	75	95	116	130	应付款项	86	108	129	142
% 营业收入	11.9%	12.2%	12.4%	12.5%	预收账款	29	69	115	167
所得税费用	10	14	17	19	应付职工薪酬	11	13	16	17
净利润	65	81	98	110	应交税费	9	12	14	16
归属于母公司所有者					其他流动负债	44	83	95	103
的净利润	61.1	81.2	98.4	110.2	流动负债合计	268	285	368	445
少数股东损益	3	0	0	0	长期借款	10	170	390	670
EPS（元/股）	1.05	1.04	1.26	1.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	65	276	187	240	负债合计	278	455	758	1115
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	278	860	958	1068
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	14	14	14	14
无形资产投资	17	0	0	0	股东权益	292	873	972	1082
固定资产投资	0	-400	-550	-700	负债及股东权益	570	1328	1730	2197
其他	-41	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-23	-400	-550	-700		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.053	1.040	1.262	1.413
股权融资	0	20	0	0	BVPS	5.04	11.20	12.46	13.87
银行贷款增加（减少）	-10	72	220	280	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资成本	-9	-6	-9	-11	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-46	480	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-65	566	211	269	EV/EBITDA	0.40	-2.76	0.21	2.71
现金净流量	-23	441	-152	-191	ROE	22.1%	9.3%	10.1%	10.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。