

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2021】第 Z【388】号

浙江双箭橡胶股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的浙江双箭橡胶股份有限公司公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二一年四月二十六日

浙江双箭橡胶股份有限公司

2021年公开发行可转换公司债券

信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。


本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

浙江双箭橡胶股份有限公司

2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
 评级展望
 债券信用等级
 评级日期



评级观点

中证鹏元评定浙江双箭橡胶股份有限公司（以下简称“双箭股份”或“公司”，股票代码：002381.SZ）本次拟发行不超过 5.5 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司是行业中的领军企业，具有较好的品牌优势，收入及利润稳定增长，经营活动现金流表现良好，杠杆水平低，财务安全性较好；同时中证鹏元也关注到，公司面临原材料价格波动风险，海外业务面临汇率波动、国际贸易摩擦及疫情等风险，应收款项规模较大，面临一定坏账风险，在建产能能否消化存在不确定性。

债券概况

发行规模：不超过 5.5 亿元（含）
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期偿还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息
发行目的：扣除发行费用后，拟全部用于年产 1,500 万平方米高强度节能环保输送带项目

未来展望


- 公司为行业龙头企业之一，预计公司业务持续性较好，未来随着在建输送带产能的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	265,123.94	232,804.49	212,902.38
归母所有者权益	196,748.91	177,643.59	171,090.37
总债务	19,060.00	14,943.01	13,561.14
营业收入	181,114.94	152,527.71	135,814.16
净利润	31,410.87	24,613.16	15,300.02
经营活动现金流净额	36,657.78	27,325.81	14,712.69
销售毛利率	30.24%	31.64%	25.59%
EBITDA 利润率	24.06%	22.20%	17.16%
总资产回报率	15.21%	13.36%	8.92%
资产负债率	25.40%	23.95%	19.81%
净债务/EBITDA	-1.78	-2.43	-1.72
EBITDA 利息保障倍数	986.04	58,011.45	698.63
总债务/总资本	8.79%	7.78%	7.36%
FFO/净债务	-41.43%	-28.63%	-37.55%
速动比率	2.32	2.55	3.14
现金短期债务比	5.29	6.74	4.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：胡长森 
 huch@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳 
 songchy@cspengyuan.com

联系电话：010-66216006

优势

- 公司为行业龙头企业之一。公司从事橡胶输送带行业三十余年，为中国橡胶工业协会副会长单位，输送带产品国家标准、行业标准的主要起草单位之一，是行业中的领军企业，具有较好的品牌优势。
- 公司收入和盈利稳定增长，经营活动现金流表现良好。2020 年公司实现营业收入 18.11 亿元，较 2018 年增长 33.36%；实现营业利润 3.81 亿元，较 2018 年增长 108.09%；销售毛利率为 30.24%，较 2018 年提升 4.65 个百分点；经营活动现金流净额为 3.67 亿元，较 2018 年增长 149.16%。
- 公司财务安全性较好。截至 2020 年末，公司资产负债率为 25.40%，总债务 1.91 亿元，均为应付票据，现金短期债务比 5.29，现金类资产对债务的覆盖充分。

关注

- 公司面临原材料价格波动风险。天然橡胶、合成橡胶是输送带的主要原材料，且价格波动较大，近年橡胶价格低位运行，2020 年起橡胶价格再次呈现明显上升趋势，若未来原材料价格大幅上涨，对公司盈利能力将产生一定影响。
- 公司海外业务面临汇率波动、国际贸易摩擦及疫情等风险。公司海外业务收入比重稳定在 20% 左右，近年美元对人民币波动幅度明显加大，公司面临汇率波动风险；近年来国际贸易摩擦不断升级，国际市场不稳定因素有所增加，加之海外部分区域 COVID-19 疫情仍严峻，公司面临外贸订单减少或流失的风险。
- 公司面临一定的坏账风险。公司的销售模式使得公司产生了较大规模的应收款项，2020 年末公司应收款项（含应收款项融资）为 7.16 亿元，占总资产的 27.01%，占 2020 年营业收入的 39.54%。公司下游客户较为分散，单个客户占比小，国内、国外、国企、民企均有。公司应收款项占用资金较多，面临一定的坏账风险。
- 公司在建项目较多，产能能否消化存在不确定性。截至 2020 年末，公司输送带产能 6,500 万平方米/年，在建产能 2,500 万平方米/年，公司计划“十四五”末突破 1.5 亿平方米/年，公司产能扩张较快，产能能否消化存在不确定性。

同业比较（单位：亿元）

指标	双箭股份	三维股份	宝通科技
总资产	23.28	44.38	40.20
营业收入	15.25	17.47	24.76
净利润	2.46	2.19	2.86
销售毛利率	31.64%	33.38%	58.64%
资产负债率	23.95%	34.74%	34.32%

注：以上各指标均为 2019 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司前身为立桐乡县晚福橡塑制品厂，系桐乡县晚村乡人民政府于1986年出资设立，初始注册资金为3万元，经济性质为集体所有制。1990年公司更名为桐乡橡胶制品厂。1996年改制为桐乡市双箭集团有限责任公司，注册资本为1,520.9万元，其中浙江省桐乡市晚村农工商实业总公司持股86.85%，桐乡市双箭职工劳动保障基金管理协会持股13.15%，沈耿亮先生时任公司总经理。此后由于多种原因，沈耿亮先生等7名自然人逐渐取得了公司全部股权，截至2001年5月，沈耿亮先生持股50%。同年11月，沈耿亮先生等7名自然人分别以其拥有的桐乡市双箭集团有限责任公司经整体评估的全部净资产共计2,864.95万元发起设立浙江双箭橡胶股份有限公司，其中2,380万元作为股份公司股本，其余484.95万元转作资本公积。2004年和2007年公司两次增加注册资本到5,800万元。2007年，公司主要股东通过股权转让的方式对中高层管理人员实施了有效的股权激励，公司股东数量从7人大幅增至40人，其中第一大股东沈耿亮先生持股32.759%。

2010年公司向社会公开发行人民币普通股（A股）2,000万股，并于2010年4月2日在深圳交易所A股正式挂牌上市，股票代码为“002381”，股票简称为“双箭股份”。此后经历数次增资扩股，截至2020年末，沈耿亮先生持有20.92%股份，为公司的实际控制人。另外，虞炳英女士持股5.49%，浙江双井投资有限公司持股3.34%，沈凯菲女士持股0.01%，张梁栓先生持股0.01%，见附录二。上述股东存在关联关系或一致行动关系，共计持股29.77%。截至2021年4月14日，沈耿亮先生累计质押2,300万股，占其所持有股份的26.71%，占公司总股本的5.59%。

公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，公司生产的橡胶输送带产品按骨架材料分为棉帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、聚酯帆布芯输送带、整芯输送带、钢丝绳芯输送带和芳纶输送带等，广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等需要物料输送的行业。截至2020年末，公司合并报表范围的子公司共15家，详情见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：浙江双箭橡胶股份有限公司公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币55,000万元（含）；

债券期限：6年；

债券利率：票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

还本付息方式：每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

转股价格的确定：初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在本次发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：债券存续期间，当公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价低于当期转股价格 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含130%）；

（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元时。

回售条款：

1、有条件回售条款

在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度内，如果公司股票任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券的最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

2、附加回售条款

若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次发行的可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过55,000万元（含），扣除发行费用后，拟全部用于年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目	55,000.00	55,000.00

注：此处总投资5.5亿元与公司2020年报披露的总投资4.0亿元不同，主要系此处总投资5.5亿元包含铺底流动资金1.5亿元，项目实际投资为4.0亿元。

资料来源：公司提供

1.项目基本情况

项目名称：年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目

项目建设地点：浙江省桐乡市洲泉镇工业区

实施主体：公司全资子公司桐乡德升胶带有限公司

建设内容：年产1,500万平方米高强度节能环保输送带生产线及配套设施。

建设期：项目建设期为15个月

2.投资预算

募投项目预算投资总额为人民币55,000万元，其中固定资产投资40,000万元，流动资金15,000万元。其中固定资产投资包含工程费用6,948万元、设备购置安装费用25,000万元、工程建设其他费用4,416万元、预备费3,636万元。

3.项目效益分析

根据《浙江双箭橡胶股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金运用可行性分析报告》，募投项目回收期（含建设期，税后）为7.51年，内部收益率（税后）为16.99%。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

行业及区域经济环境

输送带行业集中度低，单个企业规模小，供给侧改革淘汰低端产能，目前国内输送带企业已经形成稳定的梯队

输送带按使用的材质主要分为橡胶输送带、塑料输送带和金属输送带三种，其中橡胶输送带（指含橡胶的输送带，包括PVG整芯输送带）和PVC整芯输送带（塑料输送带的一种）产销量之和占全部输送

带产销量的95%以上。

我国橡胶输送带行业在世界橡胶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。近年来橡胶输送带业一直保持着稳定的增长态势，根据中国橡胶工业年鉴统计，2019年橡胶输送带会员企业产量达到5.0亿平方米。

我国输送带生产企业众多，除了行业中的优势企业，其他企业规模较小，但经过近年的供给侧结构性改革，加速了行业内部洗牌，淘汰了很大一部分低端、非正规输送带厂家，使得输送带行业集中度进一步提高，行业开始进入转型升级的时期。随着行业的发展，行业内不同产品的细分市场出现一定分化，中、低端产品因差别化程度不高，竞争非常激烈；高性能、高规格产品的竞争激烈程度稍低；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。经过多年的积累，国内输送带企业已经形成稳定的梯队，公司已在国内确立行业龙头地位。

表2 国内输送带头部企业对比（单位：亿元、万平方米）

企业名称	股票代码	2019年输送带 业务收入	2019年末 产能	备注
浙江双箭橡胶股份有限公司	002381.SZ	13.23	5,000	高端产品约占70%
山东康迪泰克工程橡胶有限公司	-	12.08	4,000	德国马牌合资公司
浙江三维股份有限公司	603033.SH	9.15	3,160	约50%为轻型输送带
无锡宝通科技股份有限公司	300031.SZ	7.25	1,800	已转型手游

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近年下游行业产量总体持续增长，输送带需求情况良好

下游应用领域方面，输送带主要用于煤炭、钢铁、港口、水泥、电力等行业，上述5个行业输送带的消费量占全部消费量的90%左右，这些行业与宏观经济周期高度关联，因此输送带行业与宏观经济周期有一定的同步性。近几年上述五大行业产量增长情况为：水泥产量持续波动；煤炭产量2016年有较大下降，之后恢复增长；电力、港口、钢铁行业的产量（吞吐量）均为持续增长。总体来看，输送带下游行业产量总体呈现增长趋势，输送带需求较有保障。

表3 下游行业产量情况

指标名称	单位	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年
水泥产量	亿吨	24.00	23.30	21.77	23.16	24.03	23.48
发电量	千亿 Kwh	7.78	7.50	7.17	6.60	6.13	5.81
原煤产量	亿吨	39.0	38.5	37.0	35.2	34.1	37.5
沿海主要港口货物吞吐量	亿吨	94.80	91.88	92.13	86.25	80.81	78.35
粗钢产量	亿吨	10.53	9.96	9.28	8.32	8.08	8.04

资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭是输送带最大的下游应用领域。2016年起推进供给侧改革，我国煤炭产量一度下降。随着煤炭价格上涨以及先进产能投产，煤炭产量持续增长。近三年全国原煤产量分别为9.28亿吨、9.96亿吨和

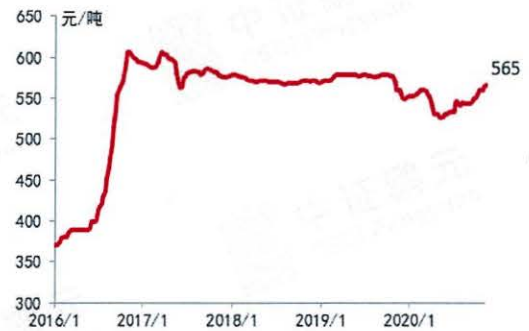
39.0亿吨，持续增长。目前我国煤炭行业供给侧改革已取得显著成效，“十三五”煤炭去产能目标已基本完成，行业集中度显著提升，政策目标转向系统性去产能、结构性有产能。随着2020年对供给端扰动较大的事件影响趋弱以及先进产能的不断释放，中证鹏元预计2021年原煤产量有望保持小幅增长。

图1 原煤产量有望维持正增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 供给侧改革以来煤炭价格整体高位运行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

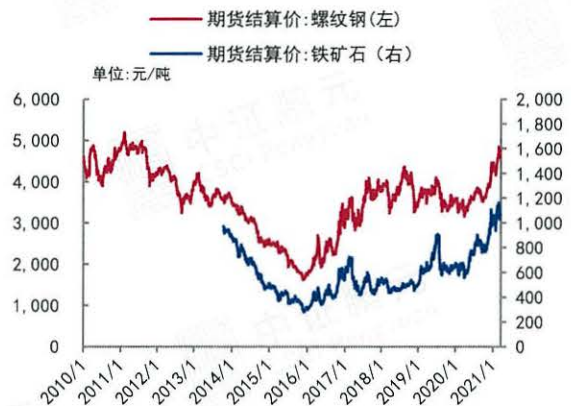
钢铁是输送带重要的下游应用领域。2018-2020年全国粗钢产量分别为9.28亿吨、9.96亿吨和10.53亿吨，连续创历史新高；增速分别为6.60%、8.30%和5.20%，2020年增速有所下降。钢铁价格方面，近三年钢铁价格总体高位震荡，2020年4月以后出现大幅上涨，主要系国内疫情趋稳和稳增长政策逐渐发力所致。

图3 2016年以来粗钢产量保持较快增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 2020年下半年螺纹钢、铁矿石价格涨幅较大



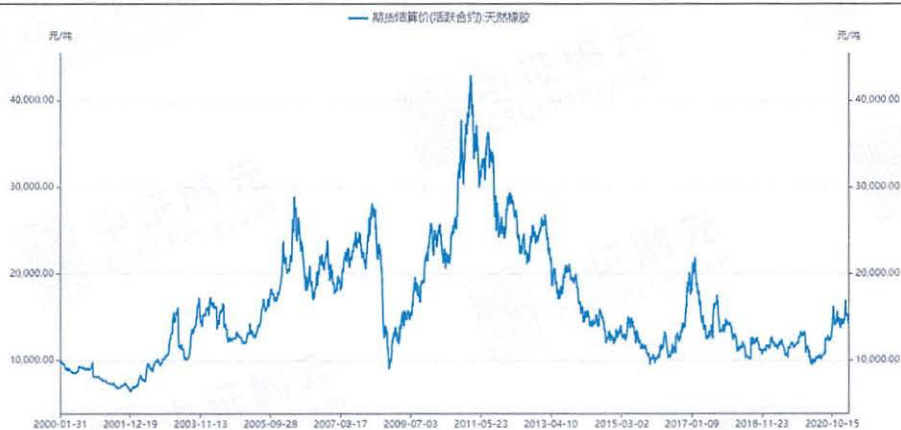
资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年橡胶价格处于低位，2020年下半年有所上涨，输送带原料采购成本压力加大

胶带产品中最主要的原材料是橡胶，包括天然橡胶和合成橡胶，天然橡胶强力高、粘接性好、加工方便，对环境污染少，但是产量有限，而且对使用温度要求比较高。合成橡胶是以石油、天然气为原料，

以二烯烃和烯烃为单体聚合而成的高分子材料，在部分工艺流程中可以替代天然橡胶使用。由于橡胶价格受石油价格、汇率变动、天气变化等诸多因素影响，波动的幅度较大，频率较高。橡胶价格自2011年以来总体持续下行。一是因为下游需求疲软。橡胶最大的下游需求来自汽车轮胎。近年汽车销售量下滑，轮胎的整车配套需求量下降。二是因为成本支撑减弱。近年石油价格下降，石油生产的合成橡胶价格随之下降。橡胶价格2016年出现一波脉冲式的反弹与回落，主要系天然橡胶主产国泰国受雨水影响，天然橡胶供应有所减少，同时马来西亚天然橡胶产品下滑，使得进口货源减少所致。但是由于需求不旺，东南亚自然灾害过去后，供应量恢复，橡胶价格迅速回落。2020年下半年开始橡胶价格再次呈现明显上升趋势，主要系受“拉尼娜”天气扰动，天然橡胶减产预期强烈，加之下游需求回暖，共同助推橡胶价格大涨。对输送带行业而言，采购成本压力加大。

图 5 2020 年下半年开始橡胶价格有所上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

输送带市场前景广阔，未来行业集中度将持续提高

输送带市场发展前景广阔。输送带市场可分为存量市场及增量市场。存量市场方面，由于输送带属于工业消耗品，产品使用报废后需要更换，因此煤炭、水泥、电力、钢铁和港口等下游行业大规模的存量需求保证了输送带市场稳定需求。增量市场方面，近年来由于国家对环保要求更加严格，以及企业自身节能增效的需求，输送带在替代卡车运输的功能上优势明显，相对于卡车运输，输送带具有更环保、节能以及高效的优势。近年来下游电力、水泥、钢铁、港口等行业逐步建设长距离输送带项目，用于替代传统公路运输。随着近年长距离输送带项目的增加，新增市场增长空间广阔。

预计未来行业集中度将持续提高。在行业快速变化的同时，一方面由于行业集中度低，存在一大批技术装备水平低、生产工艺落后、节能环保不达标的企业，真正行业高技术含量和高附加值产品短缺，产品同质化现象严重。同时，大量质次价低产品严重冲击、扰乱市场秩序，阻碍行业健康发展。另一方面，国家和地方环保、淘汰政策的不断严格，小企业发展空间和利润受到极大挤压。落后产能逐步淘汰，头部企业市场占有率不断提高。

五、公司治理与管理

公司作为深圳证券交易所上市公司，近年按照《公司法》、《证券法》、《深圳证券交易所股票上市规则》、《深圳证券交易所上市公司规范运作指引(2020年修订)》及中国证券监督管理委员会发布的有关公司治理规范性文件的要求，不断完善公司的治理结构以及内部管理和控制制度。

公司董事会由九名董事组成，其中独立董事三名。董事（含独立董事）的聘任程序符合法律法规和《公司章程》的要求。公司全体董事能够依据《董事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《深圳证券交易所上市公司规范运作指引(2020年修订)》等规定和《公司章程》及相关工作规程开展工作和履行职责。为了完善公司治理结构，公司董事会根据《上市公司治理准则》设立了战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会，为董事会的决策提供了科学和专业的意见和参考。

公司监事会由三名监事组成，其中职工代表监事一名，占全体监事的三分之一。公司严格按照《公司法》、《公司章程》等有关规定产生监事。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。根据经营管理需要，公司设审计部、人资企管部、环境安保部、财务部、质量保证部、生产管理部、制造部、营销部、采购部、项目设备部、技术部、炼胶中心、证券与投资部、研发中心。

公司控股股东、实际控制人及董事长沈耿亮先生，出生于1965年2月，大专学历，高级经济师。2001年11月13日至2011年12月20日任本公司董事长、总经理，2011年12月21日起至今任本公司董事长，2006年7月3日至2013年1月9日任全资子公司桐乡上升胶带有限公司副董事长，2007年9月至2009年9月担任中国橡胶工业协会胶管胶带分会理事长，2008年9月起至今担任中国橡胶工业协会副会长，2009年3月起至今担任参股子公司青岛中橡联胶管胶管研究中心监事会主席，2012年6月4日至2013年2月22日任全资子公司云南红河双箭橡胶有限公司董事长、总经理，2013年2月23日起至今任全资子公司云南红河双箭橡胶有限公司董事长，2012年11月至2014年8月任桐乡和济颐养院有限公司董事长、总经理，2014年9月至2016年1月26日任桐乡和济颐养院有限公司董事长，2013年1月9日起至今任桐乡上升胶带有限公司董事长、总经理，2013年3月14日起至今任全资孙公司金平双箭橡胶有限公司执行董事，2013年11月21日起至今任浙江双井投资有限公司监事，2016年3月起至今任浙江桐乡农村商业银行股份有限公司董事，2017年8月16日起至今任桐乡春阳股权投资基金管理有限公司监事，2018年12月至今任Double Arrow Australia Pty Ltd董事。现任中国橡胶工业协会副会长、中国橡胶工业协会胶管胶带分会副理事长、桐乡市人大代表，桐乡市人大常委会常委，桐乡市工商联会副会长。

表4 公司员工情况（单位：人）

母公司与子公司员工分布	
母公司在职员工的数量	553
主要子公司在职员工的数量	1,095

	合计	1,648
	教育程度	
本科及以上		130
大专		275
大专以下		1,243
	合计	1,648

资料来源：公司 2020 年报

人员构成方面，截至2020年末，公司有在职员工1,648人，其中子公司员工1,095人。按教育程度分，本科及以上学历130人。

公司近年来资产规模和业务规模迅速扩大，目前已形成了包括多家控股子公司的经营架构。随着公司资产规模、生产规模不断扩大，对公司在资源整合、科技开发、资本运作、生产经营管理、市场开拓等方面提出了更高的要求。公司旗下全资、控股子公司分布在浙江、上海、云南、江苏，公司管理层需要根据公司内外部环境变化，及时调整、完善组织模式和管理制度，提高管理水平，以此来适应公司规模迅速扩张以及业务发展的需要，公司面临一定的管理风险。

公司坚持做强输送带主营业务，并逐步从输送带制造商向物料输送系统整体解决方案领域拓展，同时做大养老健康产业。公司未来几年将加大输送带主业的投资，在目前年产能基础上发展到“十四五”末突破1.5亿平方米，进一步提高双箭输送带市场占有率。在技术创新方面，加大研发投入，进一步开发适合市场需求的新产品，并大力推广特种用途的产品。中证鹏元关注到，公司所在输送带行业未来市场环境具有较大的不确定性，同时随着战略实施，公司规模扩大，对公司管理能力提出了更高的要求。

六、经营与竞争

公司主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，主要产品为输送带、胶片、胶浆、胶管等。公司的收入主要来源于输送带业务，近三年分别实现营业收入13.58亿元、15.25亿元和18.11亿元，持续增长，其中输送带收入占比均在95%以上。近三年公司输送带业务毛利率分别为25.43%、32.18%和30.73%，2019年毛利率有较大幅度提升，主要系原材料价格有所下降所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

行业名称	产品名称	2020年		2019年		2018年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
橡胶输送带行业	输送带	175,984.52	30.73%	147,689.75	32.18%	129,931.13	25.43%
	其他	1,537.24	46.73%	2,198.22	37.51%	1,884.98	24.46%
养老行业	养老服务	2,244.94	-6.14%	1,783.74	-9.84%	1,416.55	-27.95%
	主营业务收入	179,766.70	30.41%	151,671.71	31.76%	133,232.65	24.84%
	其他业务收入	1,348.24	7.38%	855.99	10.59%	2,581.51	64.14%
	合计	181,114.94	30.24%	152,527.71	31.64%	135,814.16	25.59%

资料来源：公司提供

公司为输送带行业龙头企业之一，具有品牌优势和技术创新优势

公司从事橡胶输送带行业三十余年，在业内有着较好的口碑与品牌优势，是行业中的领军企业。2007年公司产品被国家质检总局认定为“中国名牌产品”；2012年双箭商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”；2015年公司被国家工信部列为“全国工业品牌示范企业”。公司在同行中享有较高声誉，被浙江省科技厅等部门认定为“高新技术企业”。公司为中国橡胶工业协会副会长单位，输送带产品国家标准、行业标准的主要起草单位之一，连续十年列入中国输送带行业十强榜首。

公司具有较好的技术创新优势。公司早在2001年就组建了技术中心，2005年由浙江省认定为省级企业技术中心，2015年认定为省级高新技术企业研究院，2016年认证为双箭绿色输送带与输送技术国际科技合作基地。2017年公司技术研发中心被评选为中国橡胶行业节能环保输送带技术中心，这也是输送带领域首批被认定的技术中心之一。近年公司的研发投入持续增加，2020年研发投入金额为5,397.37万元，较2018年增长33.35%，占当年营业收入的2.98%。截至2020年末，公司已获得国家重点科研项目1项，省级重点科技项目2项，省级新产品21项，共有授权发明及实用新型专利74项，主责起草国际、国家标准和行业标准32项（其中国际标准2项），标准涵盖：产品标准、标识标志标准、检验检测方法标准等。

表6 公司研发投入情况

项目	2020年	2019年	2018年
研发人员数量（人）	68	62	68
研发人员数量占比	4.13%	4.64%	5.90%
研发投入金额（万元）	5,397.37	4,702.97	4,047.43
研发投入占营业收入比例	2.98%	3.08%	2.98%

资料来源：公司提供

近年公司输送带产能持续扩张，产量持续增长，销售价格较为平稳，销售情况良好

公司的经营模式是以销定产，经营活动围绕订单展开，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。

近年公司输送带产能持续增长。截至2020年末，公司输送带产能为6,500.00万平方米/年。目前公司主要产能位于浙江省桐乡市洲泉镇本部，占地面积25.95万平方米，年产能约6,000万平方米，本期债券募投项目“年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目”正在建设中。除本部外，子公司浙江环能传动科技有限公司位于浙江省台州市天台县，现有产能500万平方米，占地面积3.48万平方米，目前“年产1,000万平方米节能型输送带项目”正在建设中。截至2020年末，公司在建输送带产能共计2,500.00万平方米。根据公司的战略规划，公司产能“十四五”末突破1.5亿平方米。产能利用率方面，近年均在93%以上，维持高位。

产销率方面，受益于“以销定产”的生产模式，公司产销率情况较好。销售价格方面，近年公司销售价格总体保持平稳，2020年公司输送带销售均价为30.29元/平方米。

表7 公司主要产品产能利用以及销售情况

项目	2020年	2019年	2018年
----	-------	-------	-------

输送带	产能（万平方米）	6,000.00	4,750.00	4,500.00
	产量（万平方米）	5,723.53	4,443.20	4,226.65
	销量（万平方米）	5,810.93	4,611.76	4,165.38
	产销率	101.53%	103.79%	98.55%
	产能利用率	95.39%	93.54%	93.93%
	销售均价（元/平方米）	30.29	32.02	31.19

注：公司年产 1,000 万平方米钢丝绳芯输送带项目的生产线于 2020 年 5 月投产。截至 2020 年末，公司实际在产产能为 6,500 万平方米/年。此处产能 6,000 万平方米/年指的是新增产能按投产时间加权平均计算计入而得的全年产能。

资料来源：公司提供

公司销售模式产生了较大规模的应收款项，面临一定的坏账风险；公司产品下游应用领域分散，客户集中度较低；海外收入占比约20%，面临汇率波动、国际贸易摩擦及疫情等风险

销售方面，公司国内业务主要直接面向最终客户销售，其余的通过经销商销售。

国内销售方面，根据销售量和信誉级别，公司对国内销售客户进行分类，分别执行不同的付款政策：对采购量大、信誉度高的客户给予一定的信用期；采购量小、信誉度一般的客户，一般要求货款付清再交货。国内销售可以分为工程类销售与备品类销售，工程类销售是指为新建及改扩建输送工程配套的输送带销售，备品类销售是指为使用中的输送带维修更新的输送带销售。工程类销售的交货时间需要根据客户工程进度不断调整，交货期一般较长。对一般的工程类客户，公司一般在签订合同后收取10-20%的预付款，交货安装调试后收取70-80%货款，剩余约10%的质保金在质保期满后行收取，因此收款期较长；对规模小、资金实力弱的工程类客户，公司要求收取20-30%的预付款，并且在货款付清后再交货，收款期较短。备品类销售一般根据准确预测的输送带更换时间交货，交货期确定，一般较短。对销售量且信誉度好的备品类客户，公司一般不收取预付款，在交货后2-3个月收取全部货款；对于采购量小、信誉一般的备品类客户，公司要求收取20-30%的预付款，货款付清后再交货。基于公司的销售模式，公司产生了较大规模的应收款项，2020年末公司应收款项（含应收账款、应收票据和应收款项融资）为71,616.84万元，占总资产的27.01%，占2020年营业收入的39.54%。公司下游客户较为分散，单个客户占比小，国内、国外、国企、民企均有。总体来看，公司应收款项占用资金较多，且面临一定的坏账风险。

海外销售方面，公司一般在国外的销售市场选择经销商，将产品出口销售给经销商，再由经销商销售给国外的最终客户。目前，公司正逐步与国外矿业企业等直接使用客户建立合作关系，直接面向使用客户销售。公司出口业务主要采用信用证或电汇付款方式，货款回收较有保证。近年公司海外销售收入占比约20%，占比相对稳定，绝对规模随着总体收入的增长而增长。公司的出口主要以美元结算，汇率的波动将影响公司的汇兑损益，也将直接影响公司出口产品的销售定价。近年美元对人民币波动幅度明显加大，公司面临的汇率波动风险加大；近年来国际贸易摩擦不断升级，国际市场不稳定因素有所增加，导致出口难度加大，加之国外部分地区COVID-19疫情仍较为严峻，公司面临外贸订单减少或流失的风险。

表8 公司国内不同销售模式的销售情况（单位：万元）

销售模式	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	122,655.51	84.13%	104,879.50	86.92%	95,198.81	89.73%
经销商销售	23,130.12	15.87%	15,782.88	13.08%	10,901.52	10.27%
合计	145,785.63	100.00%	120,662.38	100.00%	106,100.33	100.00%

资料来源：公司提供

表9 公司产品分地区销售情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内销售	145,785.63	80.49%	120,662.38	79.11%	106,100.33	78.12%
海外销售	35,329.31	19.51%	31,865.32	20.89%	29,713.83	21.88%
合计	181,114.94	100.00%	152,527.70	100.00%	135,814.16	100.00%

资料来源：公司提供

下游应用领域方面，2020年公司在机械制造、煤炭、钢铁、电力等下游领域销售占比相对较高。公司下游行业总体较为分散，有助于分散公司经营风险。

表10 公司国内下游行业销售占比情况（单位：万元）

行业	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机械制造	25,274.55	17.34%	24,774.57	20.53%	14,819.06	13.97%
煤炭	18,435.03	12.65%	17,253.56	14.30%	14,232.44	13.41%
钢铁	17,726.10	12.16%	12,243.72	10.15%	14,110.34	13.30%
电力	13,244.38	9.08%	9,092.08	7.54%	13,362.56	12.59%
经销商	23,130.12	15.87%	15,782.88	13.08%	10,901.52	10.27%
其他	47,975.45	32.90%	41,515.57	34.40%	38,674.41	36.46%
合计	145,785.63	100.00%	120,662.38	100.00%	106,100.33	100.00%

资料来源：公司提供

从公司前五大销售客户来看，公司下游客户非常分散，单个客户占比通常在2%上下。2018-2020年，前五大客户销售额占比仅分别为16.02%、14.13%、11.05%，占比较低且存在集中度下降的趋势。

表11 公司前五大客户销售收入及占比情况（单位：万元）

项目	客户名称	销售额	销售额占比
2020年	西日本贸易株式会社	6,107.86	3.37%
	华电重工股份有限公司	4,087.04	2.26%
	METSO MINERALS (DEUTSCHLAND) GMBH (德国)	3,668.03	2.03%
	Vale S.A. (淡水河谷)	3,330.53	1.84%
	BEDESCHI S.P.A.(意大利)	2,824.07	1.56%
	合计	20,017.53	11.05%
2019年	西日本贸易株式会社	9,614.40	6.31%
	上海兹元工贸有限公司	3,478.49	2.28%
	福建龙净环保股份有限公司	2,973.77	1.95%

2018年	广州双箭橡胶有限公司	2,800.20	1.84%
	力博重工科技股份有限公司	2,638.80	1.73%
	合计	21,505.67	14.13%
	西日本贸易株式会社	6,353.93	4.68%
	上海兹元工贸有限公司（智利）	5,200.44	3.83%
	宝山钢铁股份有限公司	4,142.31	3.05%
	华电重工股份有限公司	3,143.46	2.31%
	湖州南方物流有限公司	2,923.30	2.15%
	合计	21,763.44	16.02%

资料来源：公司提供

原材料价格低位运行，若未来原材料价格大幅上涨，对公司盈利能力将产生一定影响

原料采购方面，公司原材料采购采取“以产定购”的模式，根据生产计划、库存情况及原材料市场情况进行采购。公司上游主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、聚酯帆布、钢丝绳、尼龙帆布、PVC树脂、全棉帆布、炭黑、各种化工细料等。其中，最主要是天然橡胶和合成橡胶，成本合计占输送带生产总成本的30%左右，且价格波动大。

从采购价格来看，近年橡胶价格保持低位运行，其他原料采购价格多有下降。近三年公司合成橡胶采购价格持续下降，天然橡胶采购价格相对平稳，2020年天然橡胶和合成橡胶采购均价分别为10,150.82元/吨和8,928.74元/吨，较2018年分别下降4.30%和21.02%；其他原料采购价格近年有所下降或相对平稳。天然橡胶和合成橡胶价格波动较大，近年橡胶价格低位运行，2020年以来有所上涨。公司可根据天然橡胶和合成橡胶价格调节两种橡胶的采购量，实现一定程度的成本控制。但若未来原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力产生一定影响。

从采购量来看，由于公司持续增加生产需要，公司原料采购量总体大幅增长。其中，2020年天然橡胶和合成橡胶合计采购量为3.90万吨，较2018年增幅达61.16%。其他原料采购量亦有大幅增长。

表12 公司主要原材料采购情况

年份	原料品种	采购额（万元）	采购量	单价（元/单位）	占当期采购总额的比例（%）
2020年	天然橡胶（万吨）	17,351.77	1.71	10,150.82	16.47
	合成橡胶（万吨）	19,529.30	2.19	8,928.74	18.53
	聚酯帆布（万平方米）	11,045.40	1,071.86	10.30	10.48
	钢丝绳（万米）	12,896.48	12,916.63	1.00	12.24
	尼龙帆布（万平方米）	6,190.78	553.30	11.19	5.88
	炭黑（万吨）	9,700.33	2.10	4,608.81	9.21
	合计	76,714.06	-	-	72.81
2019年	天然橡胶（万吨）	12,775.25	1.29	9,898.00	13.83
	合成橡胶（万吨）	15,764.25	1.49	10,609.12	17.07
	聚酯帆布（万平方米）	10,980.66	831.98	13.20	11.89
	钢丝绳（万米）	9,668.52	10,208.37	0.95	10.47
	尼龙帆布（万平方米）	5,994.69	460.60	13.02	6.49
	炭黑（万吨）	8,839.70	1.61	5,499.32	9.57

	合计	64,023.07	-	-	69.32
	天然橡胶（万吨）	11,453.38	1.08	10,606.41	13.11
	合成橡胶（万吨）	15,155.53	1.34	11,304.53	17.35
	聚酯帆布（万平方米）	10,947.91	782.98	13.98	12.53
2018年	钢丝绳（万米）	8,846.86	9,226.62	0.96	10.13
	尼龙帆布（万平方米）	5,683.69	395.22	14.38	6.51
	炭黑（万吨）	9,573.62	1.48	6,479.99	10.96
	合计	61,660.99	-	-	70.59

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，近年公司前五大供应商采购金额占比28%左右，单个供应商占比约5%，原料供应商集中度一般，近年公司供应商每年均变化1-2个，稳定性一般。

表13 公司前五大供应商采购额及占比情况（单位：万元）

项目	供应商名称	采购金额	采购金额占比
2020年	杭州铭源橡胶科技有限公司	6,516.43	6.18%
	中国石化化工销售有限公司华东分公司	6,439.50	6.11%
	海城正昌工业有限公司	6,386.26	6.06%
	厦门国贸集团股份有限公司	6,140.71	5.83%
	青岛佳诺商务有限公司	4,378.06	4.15%
	合计	29,860.95	28.34%
2019年	青岛佳诺商务有限公司	6,088.78	6.59%
	杭州铭源橡胶科技有限公司	5,732.23	6.21%
	山西永东化工股份有限公司	5,236.34	5.67%
	海城正昌工业有限公司	4,601.67	4.98%
	中国石化化工销售有限公司华东分公司	4,547.52	4.92%
	合计	26,206.53	28.37%
2018年	杭州铭源橡胶科技有限公司	4,954.85	5.67%
	浙江尤夫科技工业有限公司	4,813.18	5.51%
	江苏太极实业新材料有限公司	4,721.45	5.40%
	中国石化化工销售有限公司华东分公司	4,636.87	5.31%
	青岛佳诺商务有限公司	4,372.99	5.01%
合计	23,499.34	26.90%	

资料来源：公司提供

公司在建项目产能规模较大，未来营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大，但产能能否消化存在不确定性

在建项目方面，公司重要输送带在建项目两个，分别为年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目和环能公司年产1,000万平方米节能型输送带项目，合计产能2,500万平方米。公司目前产能为6,500万平方米，加上目前在建项目，全部投产后产能达9,000万平方米，和公司战略规划的“十四五”末突破1.5亿平方米相比仍有距离。随着项目投产，未来公司营业收入和经营现金流规模有望进一步扩大，但公司产能能否消化存在不确定性。

截至2020年末，公司重要在建项目预计总投资11.03亿元，已投资1.64亿元，尚需投资9.39亿元，截

至2020年末，公司货币资金7.08亿元，银行授信可使用额度6.86亿元。此外，公司拟通过发行本期债券融资5.50亿元，全部投资于年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目。银行授信要用于满足公司营运资金需求，本期债券能否顺利发行以及资金到账时间具有较大不确定性，但公司账面资金较多，短期资金压力不大。

表14 截至2020年末公司重要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
年产1,000万平方米钢丝绳芯输送带项目	25,000.00	12,921.30
年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目	40,000.00	2,313.65
环能公司年产1,000万平方米节能型输送带项目	53,00.00	856.13
年产一万吨颗粒胶加工项目	40,000.00	272.94
合计	110,300.00	16,364.02

注：公司年产1,000万平方米钢丝绳芯输送带项目的生产线已于2020年5月投产，但目前仍有配套设施正在建设中，故仍列示在在建工程中。

资料来源：公司提供

除输送带外，公司橡胶输送带行业中其他收入为胶片、胶浆、胶管等，收入占比较低。公司于2012年开始布局养老行业，目前养老业务收入占比低，并持续亏损。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2018年无变化；2019年设立桐乡和济洲泉护理院有限公司、桐乡和济护理院有限公司、苏州韶华护理院管理有限公司，注销北京双箭橡胶销售有限公司；2020年并购浙江环能传动科技有限公司，设立桐乡德升胶带有限公司。截至2020年末，公司纳入合并范围子公司共15家。

资产结构与质量

公司资产以货币资金、应收款项和固定资产为主，应收款项规模较大，面临一定坏账风险

近年公司资产规模持续增长，2020年末为26.51亿元，较2018年末增长24.53%。以流动资产为主，2020年末占比为69.78%。

2020年末公司货币资金7.08亿元，其中其他货币资金0.11亿元作为保函保证金使用受限。近年公司货币资金持续增长，主要系公司近年盈利情况较好所致。由于公司的销售模式导致公司应收款项较多。2020年末公司包括应收账款、应收票据和应收款项融资在内的应收款项共7.16亿元，占总资产的27.01%，占2020年营业收入的39.54%。公司客户较为分散，单个客户销售额较低，国内外、国企民企均有。总体来看，应收款项占用公司资金较多，且面临一定的坏账风险。2020年末公司存货账面余额为3.09亿元，

主要为库存商品1.64亿元和原材料0.84亿元，其他为自制半成品、在产品和发出商品等，存货合计计提跌价准备184.85万元。

2020年末公司其他非流动金融资产为1.22亿元，为对上海金浦医疗健康股权投资合伙企业（有限合伙）和桐乡春阳壹号股权投资基金合伙企业（有限合伙）的投资，分别为0.79亿元和0.43亿元。公司固定资产主要为厂房设备等，近年随着公司产能扩张持续增长。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	70,793.25	26.70%	42,670.87	18.33%	31,132.13	14.62%
应收账款	44,139.31	16.65%	36,881.66	15.84%	41,873.26	19.67%
应收票据	2,208.16	0.83%	2,990.43	1.28%	1,860.98	0.87%
应收款项融资	25,269.37	9.53%	34,104.34	14.65%	24,178.18	11.36%
存货	30,667.30	11.57%	27,544.62	11.83%	25,878.65	12.16%
流动资产合计	185,001.77	69.78%	169,384.36	72.76%	158,099.59	74.26%
其他非流动金融资产	12,203.43	4.60%	15,520.00	6.67%	0.00	0.00%
固定资产	43,274.92	16.32%	34,481.80	14.81%	32,230.62	15.14%
非流动资产合计	80,122.17	30.22%	63,420.13	27.24%	54,802.78	25.74%
资产总计	265,123.94	100.00%	232,804.49	100.00%	212,902.38	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

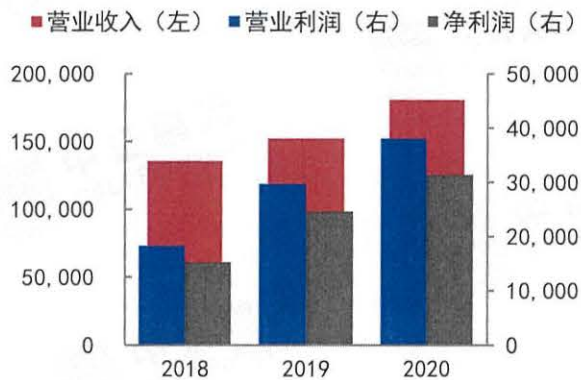
盈利能力

近年公司收入及利润稳定增长，未来在建产能若顺利投产，收入规模将进一步扩大，但面临一定的不确定性；近年原材料价格低位运行，若原材料价格上涨，公司盈利能力将受影响

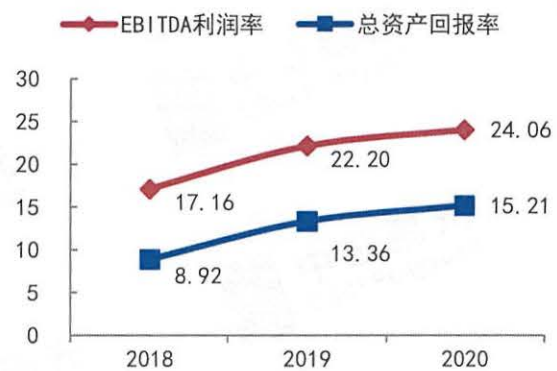
近年公司收入和盈利稳定增长。2020年公司实现营业收入18.11亿元，较2018年增长33.36%；实现营业利润3.81亿元，较2018年增长108.09%；实现净利润3.14亿元，较2018年增长105.30%。公司盈利能力持续增强，EBITDA利润率和总资产回报率等指标持续提高。

公司销售毛利率有所提升，且持续获得政府补助。2020年公司销售毛利率为30.24%，较2018年提升4.65个百分点。公司销售价格相对稳定，毛利率提升主要系橡胶等原材料价格下跌所致。公司期间费用率较低。2020年为10.54%。公司其他收益和投资收益近年较稳定，2020年分别为1,794.75万元和757.69万元。其他收益主要为政府补助，包括税收返还、科技补助、财政专项基金、政府奖励等。

公司在建输送带产能规模较大，若能顺利建成投产，公司收入规模将进一步提升，但项目投产时间及未来市场环境不确定性较大。此外，橡胶在输送带的生产成本中占比约30%，近年橡胶价格总体处于历史低位，但2020年下半年已有所上涨。若原材料价格持续上涨，公司盈利能力将受影响。

图6 公司收入及利润情况（单位：万元）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告

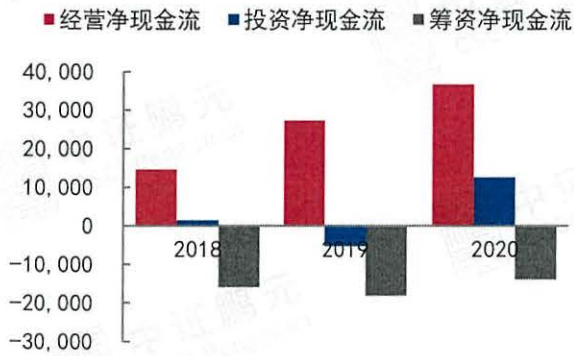
现金流

近年公司经营活动现金流净额表现较好

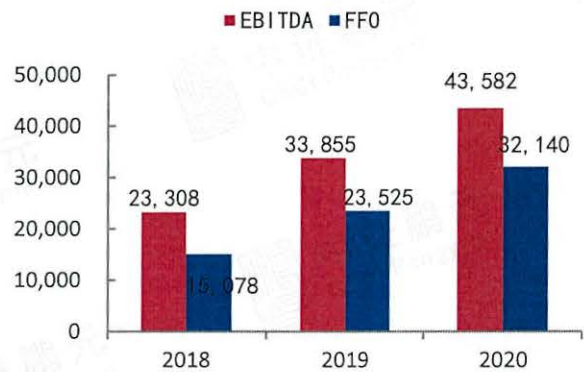
近年公司业绩由产销量提升驱动，经营性现金流净额持续增长。2020年公司经营活动现金净额为3.67亿元，较2018年增长149.16%。但公司销售商品时根据客户采购量和信用状况指定不同的回款策略，部分货款账期较长，形成了较大规模的应收款项。2020年末公司应收款项（含应收账款、应收票据和应收款项融资）为7.16亿元，占总资产的27.01%，占2020年营业收入的39.54%，需持续关注公司应收款项现金回收情况。

公司投资活动现金流主要为收到其他与投资活动有关的现金、支付其他与投资活动有关的现金，系公司购买理财产品、结构性存款的本金及收益现金流动。该项现金流总体规模较大，近年流入和流出规模均在5-7亿元，2020年公司该项现金流出有所减少，为3.87亿元，使得投资活动现金流净额大幅增加。此外，公司亦持续投资在建项目，近三年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为0.26亿元、0.73亿元和1.33亿元。

公司筹资活动现金持续净流出，系公司持续分配股利所致。近三年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为0.44亿元、1.65亿元和1.24亿元。2020年公司归母净利润为3.15亿元，根据公司2021年2月27日《关于2020年度利润分配预案的公告》，拟派发现金股利2.06亿元。

图8 公司现金流结构（单位：万元）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况（单位：万元）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司重要在建项目预计总投资 11.03 亿元，已投资 1.64 亿元，尚需投资 9.39 亿元，截至 2020 年末公司货币资金 7.08 亿元，尚有一定规模银行授信，短期资金压力不大。

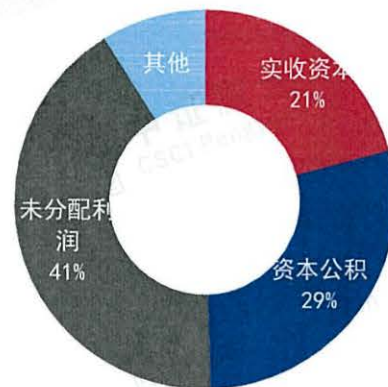
资本结构与偿债能力

公司负债水平较低，且负债主要为经营活动形成的应付款项和预收款项，财务安全性较好

公司负债规模较小，但增长较快。2020 年末公司负债总额 6.73 亿元，较 2018 年末增长 59.71%，主要系应付款项增长所致。2020 年末公司所有者权益 19.78 亿元，较 2018 年末增加 2.70 亿元，增幅 15.84%，主要系未分配利润增加 2.21 亿元。截至 2020 年末，公司未分配利润占所有者权益的比重达 41%。由于负债基数低，增长较快，公司产权比率有所上升，2020 年末为 34%，仍处于较低水平。

图10 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图11 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

目前公司负债规模较小，且主要为经营上的应付款项和预收款项等流动负债，近年随着公司生产经营规模扩张而持续增长。2020 年末公司流动负债占比 98.81%，其中应付款项共计 4.73 亿元，占总负债的 70.18%，较 2018 年末增加 1.70 亿元。2020 年末公司 9,012.53 万元合同负债均为预收货款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	19,060.00	28.30%	14,934.00	26.78%	13,264.00	31.46%
应付账款	28,208.04	41.88%	24,539.89	44.01%	17,031.71	40.39%
合同负债	9,012.53	13.38%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
预收账款	0.00	0.00%	9,685.47	17.37%	5,884.20	13.95%
流动负债合计	66,544.48	98.81%	55,699.11	99.88%	42,100.20	99.84%
负债合计	67,346.87	100.00%	55,765.87	100.00%	42,167.13	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司债务均为短期债务，总负债和总债务均有所增长，2020年末分别为6.73亿元和1.91亿元，整体规模较小。近年公司总债务/总负债在30%上下小幅波动。

图 12 公司债务占负债比重（单位：万元）

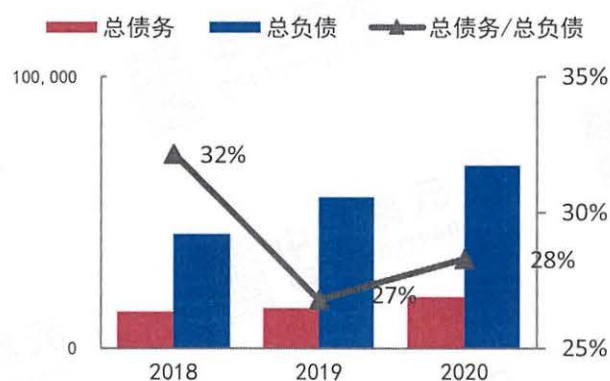


图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司资产负债率有所上升，2020年末为25.40%，仍处于较低水平。由于公司债务规模小，货币资金、应收票据等现金类资产较多，净债务指标为负值，EBITDA利息保障倍数很高，总债务/总资本较低。总体来看，公司杠杆水平较低。

表17 公司杠杆状况指标

项目	2020年	2019年	2018年
资产负债率	25.40%	23.95%	19.81%
净债务/EBITDA	-1.78	-2.43	-1.72
EBITDA 利息保障倍数	986.04	58,011.45	698.63
总债务/总资本	8.79%	7.78%	7.36%
FFO/净债务	-41.43%	-28.63%	-37.55%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于公司负债水平不高，速动比率、现金短期债务比等指标表现较好。2020年末速动比率为2.32，较前两年有所下降，主要系负债基数低、增长快所致。2020年末公司现金短期债务比为5.29，公司债务均为短期债务，现金类资产对债务的覆盖充分。

截至2020年末，公司货币资金7.08亿元，银行授信额度8.27亿元，剩余额度6.86亿元，此外，公司

拟通过发行本期债券融资5.50亿元。作为上市公司，公司还可进行增发等权益融资。整体来看，公司融资渠道多样，融资弹性较好。此外，公司持续获得政府支持。2018-2020年，公司其他收益（主要为政府补助）分别为1,644.23万元、1,598.39万元和1,794.75万元。

图 14 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目产生的收益是公司偿债资金的主要来源。根据《浙江双箭橡胶股份有限公司公开发行A股可转换公司债券募集资金运用可行性分析报告》，募投项目回收期（含建设期，税后）为7.51年，内部收益率（税后）为16.99%。中证鹏元关注到，募投项目建设进度及能否实现预期盈利存在较大不确定性。

其次，公司日常经营所得是公司偿债资金的另一重要来源。近三年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计38.99亿元，经营活动产生的现金流量净额合计7.87亿元。从历史业绩情况来看，公司经营活动获取的现金流对本期债券偿付的保障较好，且随着本期债券募投项目及其他在建项目建设投产，公司经营活动获取的现金有望进一步增长，但未来市场环境仍具有较大不确定性。

此外，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需付息，将在一定程度上减轻公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

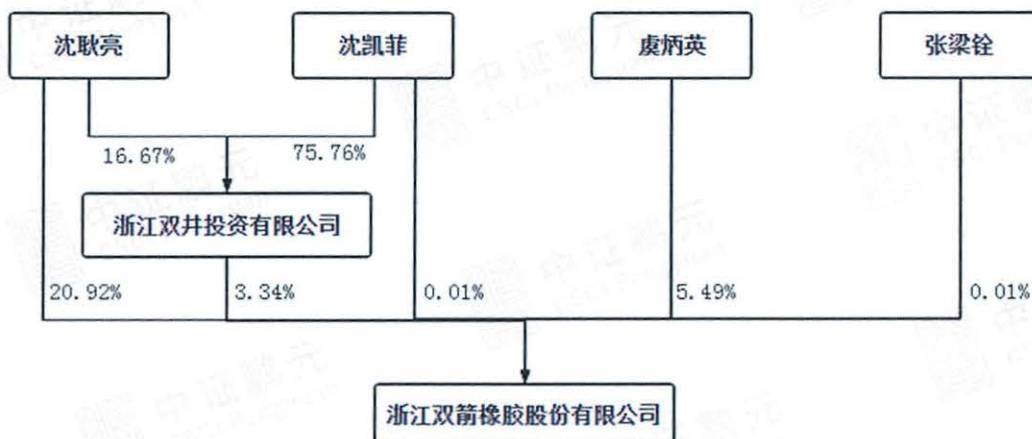
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	70,793.25	42,670.87	31,132.13
应收账款	44,139.31	36,881.66	41,873.26
存货	30,667.30	27,544.62	25,878.65
流动资产合计	185,001.77	169,384.36	158,099.59
固定资产	43,274.92	34,481.80	32,230.62
非流动资产合计	80,122.17	63,420.13	54,802.78
资产总计	265,123.94	232,804.49	212,902.38
应付票据	19,060.00	14,934.00	13,264.00
应付账款	28,208.04	24,539.89	17,031.71
合同负债	9,012.53	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	9.01	0.00
流动负债合计	66,544.48	55,699.11	42,100.20
长期借款	0.00	0.00	15.64
长期借款	0.00	0.00	15.64
非流动负债合计	802.40	66.76	66.93
负债合计	67,346.87	55,765.87	42,167.13
总债务	19,060.00	14,943.01	13,561.14
归属于母公司的所有者权益	196,748.91	177,643.59	171,090.37
营业收入	181,114.94	152,527.71	135,814.16
净利润	31,410.87	24,613.16	15,300.02
经营活动产生的现金流量净额	36,657.78	27,325.81	14,712.69
投资活动产生的现金流量净额	12,589.18	-5,231.78	1,492.84
筹资活动产生的现金流量净额	-13,964.72	-18,107.89	-15,933.14
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	30.24%	31.64%	25.59%
EBITDA 利润率	24.06%	22.20%	17.16%
总资产回报率	15.21%	13.36%	8.92%
产权比率	34.05%	31.50%	24.70%
资产负债率	25.40%	23.95%	19.81%
净债务/EBITDA	-1.78	-2.43	-1.72
EBITDA 利息保障倍数	986.04	58,011.45	698.63
总债务/总资本	8.79%	7.78%	7.36%
FFO/净债务	-41.43%	-28.63%	-37.55%
速动比率	2.32	2.55	3.14
现金短期债务比	5.29	6.74	4.22

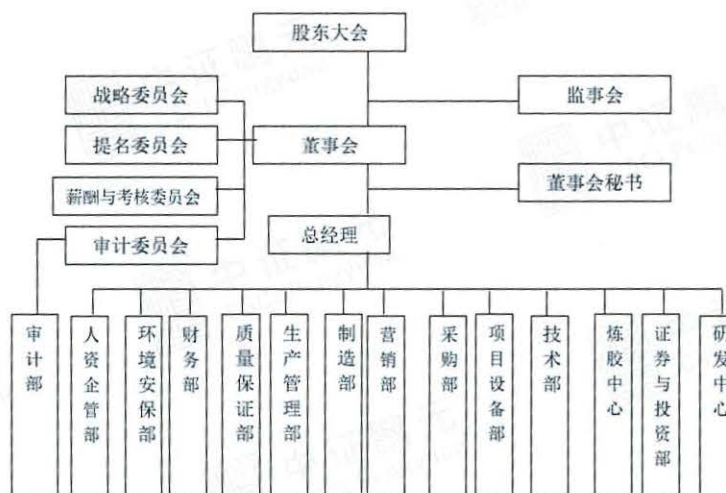
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司实际控制人及其一致行动人持股情况（截至 2020 年末）



注：沈耿亮先生与虞炳英女士为夫妻关系，沈耿亮先生与沈凯菲女士为父女关系。
资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	取得方式
桐乡上升胶带有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	制造业	100.00%	设立
浙江双箭橡胶销售有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	贸易	100.00%	设立
云南红河双箭橡胶有限公司	云南红河	云南红河	贸易	100.00%	设立
金平双箭橡胶有限公司	云南金平	云南金平	制造业	100.00%	设立
桐乡和济颐养院有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	养老服务	100.00%	设立
桐乡和济源盛中西医结合门诊有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	医疗服务	70.00%	设立
桐乡和济护理院有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	养老服务	100.00%	设立
桐乡和济洲泉护理院有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	养老服务	100.00%	设立
Double Arrow Australia Pty Ltd	澳洲	澳洲	贸易	100.00%	非同一控制下企业合并
上海双箭红日家园投资管理有限公司	上海	上海	投资管理	60.00%	设立
苏州红日养老院有限公司	苏州	苏州	养老服务	60.00%	设立
苏州韶华护理院管理有限公司	苏州	苏州	养老服务	100.00%	设立
上海双箭健康科技有限公司	上海	上海	咨询服务	100.00%	设立
浙江环能传动科技有限公司	浙江台州	浙江台州	制造业	80.00%	非同一控制下企业合并
桐乡德升胶带有限公司	浙江桐乡	浙江桐乡	制造业	100.00%	设立

资料来源：公司 2020 年报

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
双箭股份 使用
再复印无效**



登记机关



2018 年 11 月 03 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

**此复印件仅供
双箭股份
再复印无效**

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：胡长森

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030214030004

证书取得日期 2014-03-23



2019年01月16日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC

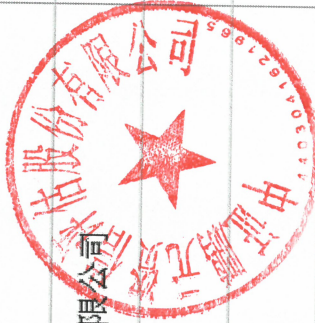
中国证券业协会 Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	宋晨阳	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220050002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-05-06			



登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S1070116090082	2016-09-17	长城证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2019-04-30
R0030220050002	2020-05-06	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	