



2022年浙江双箭橡胶股份有限公司公开发 行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年浙江双箭橡胶股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
双箭转债	AA	AA

评级观点

- 该评级结果是考虑到：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）是橡胶输送带行业中的领军企业，具有较好的规模及品牌优势，2023年随着本期债券募投项目投产，公司输送带产品的产能增加至9,000万平方米/年、当期产销量均增长10%以上，带动营业收入、净利润保持增势，同时下游行业及客户总体分散，目前公司财务安全性仍较好，未来业务规模有望进一步扩大。同时中证鹏元也关注到，基于现有销售模式，公司资金回收周期较长，应收账款规模居高不下，同时付款周期缩短，资金平衡能力有所削弱，并面临一定的坏账风险，主要原材料价格波动较大，海外业务面临汇率波动、国际贸易摩擦等风险，以及在建产能规模大，在输送带行业充分竞争的背景下，未来项目效益存在不确定性等风险因素。

评级日期

2024年06月17日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	38.28	37.45	35.13	28.03
归母所有者权益	21.73	21.24	19.64	19.09
总债务	--	8.66	9.38	3.74
营业收入	5.44	25.93	23.35	19.16
净利润	0.50	2.44	1.13	1.49
经营活动现金流净额	-0.03	1.20	1.66	1.49
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.21	-1.19
EBITDA利息保障倍数	--	17.05	12.56	84.59
总债务/总资本	--	28.85%	32.21%	16.30%
FFO/净债务	--	260.94%	-274.46%	-57.57%
EBITDA利润率	--	14.95%	11.30%	14.43%
总资产回报率	--	8.57%	5.31%	6.79%
速动比率	1.86	1.82	1.82	1.56
现金短期债务比	--	2.87	2.66	2.23
销售毛利率	20.35%	20.75%	16.97%	18.86%
资产负债率	42.94%	42.98%	43.81%	31.52%

注：表中 FFO/净债务、净债务/EBITDA 指标为负数，系净债务为负数。
 资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：郑丽芬
 zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
 mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司为行业龙头企业之一，产销量及营业收入进一步增长。**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。2023年本期债券募投项目投产后，公司输送带产能增加至9,000万平方米/年，同时当期产量增长11.02%，销量增长14.11%，营业收入仍保持增长态势，下游行业及客户总体分散，依赖单一行业客户的风险仍较低。未来随着子公司在建的年产6,000万平方米智能型输送带项目的陆续投产，公司业务规模有望进一步扩大。
- **公司财务安全性仍较好。**截至2023年末，公司总债务为8.66亿元，其中长期债务占比超过60%，债务期限较合理，产能扩张所需资金来源于长期债务，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，现金类资产对短期债务保障程度较好；2023年由于盈利水平提升，EBITDA利息保障倍数明显回升。

关注

- **公司资金回收周期较长，应收账款规模居高不下，同时付款周期缩短，资金平衡能力有所削弱，且面临一定坏账风险。**基于公司的销售模式而积累了较大规模的应收款项，2023年末公司应收账款为7.55亿元，占总资产的20.17%，占营业收入的29.12%，其中对部分偿债能力较差的客户，已单项全额计提坏账准备794.46万元，公司应收账款规模继续上升，在应收款项管理方面总体改善有限，且下游客户较为分散，仍面临一定的坏账风险；付款方面，2023年由于承兑汇票最长付款期限的调整，当年到期兑付的应付票据较上年增加1.31亿元，致使当期购买商品、接受劳务支付的现金显著增加，2023年公司经营现金流仍保持净流入，但流入规模有所下降，资金平衡能力有所削弱。
- **海外业务面临汇率波动、国际贸易摩擦等风险。**2023年公司海外收入略微下降至4.50亿元，占收入比重仍有17.36%，公司出口主要采用美元、欧元、澳元等外币进行结算。受国际政治、经济形势及各国经济发展和其他不确定性事件因素影响，当贸易结算货币汇率出现大幅波动时，汇兑损益会对公司经营业绩产生一定影响，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；同时国际贸易摩擦不断升级，国际市场不稳定因素有所增加，公司面临一定的外贸订单减少或流失的风险。
- **原材料价格波动风险。**橡胶、炭黑、帆布、钢丝绳等是输送带的主要原材料，尽管2023年主要原材料价格有不同程度下降暂未对公司成本构成不利影响，但2023年以来天然橡胶价格波动仍较大，从2023年9月开始上涨，至2024年3月已触及近年高位，虽然公司在云南红河设立了全资孙公司作为天然橡胶加工基地，为公司提供原材料的保障，能在一定程度上缓解天然橡胶价格波动的风险，但该孙公司的橡胶产能较小，对公司原材料的供应能力有限，需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响。
- **产能扩张较快及效益不达预期的风险。**截至2023年末，公司产能已增加至9,000万平方米/年，加上在建项目，全部投产后产能将达到公司战略规划“十四五”末突破1.5亿平方米/年的目标，且叠加输送带行业竞争充分，若公司不能持续通过研发等提升产品竞争力，将面临现有市场份额下降的风险，未来新增产能消化存在不确定性。此外，因材料市场价格较募投项目立项时有所上升，导致毛利率未达预期，使得本期债券募投项目2023年未完成效益预测。

未来展望

- 公司为输送带行业龙头企业之一，预计公司业务持续性较好，未来随着在建产能的陆续投产，营业收入规模有望进一步扩大，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。

同业比较（单位：亿元）

指标	双箭股份 (002381.SZ)	三维股份 (603033.SH)	宝通科技 (300031.SZ)
总资产	37.45	105.44	58.03
营业收入	25.93	38.95	36.55

其中：输送带/橡胶类制品收入	25.37	13.60	20.30
净利润	2.44	1.59	1.11
销售毛利率	20.75%	13.47%	39.33%
资产负债率	42.98%	65.90%	34.84%
输送带/橡胶类制品产量（万平方米）	8,031.66	3,578.28	-

注：以上各指标均为 2023 年数据；宝通科技未对外披露其输送带/橡胶类制品产量数据。

资料来源：ifind，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
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
双箭转债	5.1364	5.1361	2023-05-26	2028-2-11

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年2月11日发行6年期5.1364亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目。截至2023年12月31日，剩余募集资金为1.70亿元。根据公司于2024年3月28日发布的《浙江双箭橡胶股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，鉴于募投项目“年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目”已建设完成并投入使用，为提高资金使用效率，结合公司实际经营情况，拟将上述募投项目结项并将节余募集资金8,764.50万元永久补充流动资金，待后续尾款支付完毕，公司将不再使用募集资金专户，并办理销户手续。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人未变化，因本期债券转股，公司股本发生小幅变动，截至2024年3月末，公司股本为4.12亿元；沈耿亮先生直接持有公司20.92%股份，虞炳英女士持有5.49%股份，浙江双井投资有限公司持有3.34%股份，虞炳仁先生持有1.38%股份，沈凯菲女士持有0.01%股份，张梁栓先生持有0.01%股份，上述股东存在关联关系或一致行动关系；沈耿亮先生为公司的实际控制人。截至2024年3月末，沈耿亮先生已质押1,100万股，占其持有公司股份的12.77%。根据公司于2024年4月7日发布的《浙江双箭橡胶股份有限公司关于控股股东、实际控制人部分股份解除质押的公告》，至4月7日，上述质押均已解除。

表1 公司前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
沈耿亮	86,110,293	20.92
虞炳英	22,611,200	5.49
桐乡市国有资本投资运营有限公司	21,000,000	5.10
沈会民	16,605,000	4.03
浙江双井投资有限公司	13,750,000	3.34
沈洪发	8,590,000	2.09
虞炳仁	5,683,100	1.38
俞明松	4,281,500	1.04
沈林泉	3,915,322	0.95
广发百发大数据策略成长灵活配置混合型证券投资基金	2,816,000	0.68

合 计	185,362,415	45.02
-----	-------------	-------

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

2023年公司新设1家子公司，截至2023年末，公司合并范围内子公司共21家。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式
桐乡和济乌镇护理院有限公司	100%	500.00	新设

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降

息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

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。

1、行业需求状况

2023年原煤产量有所增长，沿海主要港口货物吞吐量有所增加，输送带需求仍较有保障，但需关注钢铁产量波动、水泥产量呈下行趋势，或对行业需求形成一定的冲击

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：水泥产量近三年呈下行趋势；煤炭产量2021年以来均保持增长；电力、港口吞吐量均持续增长；钢铁近三年呈波动下降趋势。总体来看，输送带下游行业产量总体较为稳定，输送带需求较有保障，但需关注钢铁产量波动、水泥产量呈下行趋势，或对行业需求形成一定的冲击。

表3 下游行业产量情况

指标名称	单位	2023年	2022年	2021年
水泥产量	亿吨	20.23	21.18	23.63
发电量	千亿 Kwh	8.91	8.39	8.11
原煤产量	亿吨	46.58	44.96	40.71
沿海主要港口货物吞吐量	亿吨	108.35	101.31	99.73
粗钢产量	亿吨	10.19	10.13	10.33

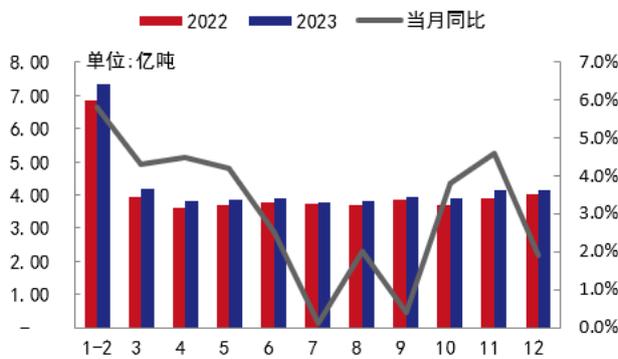
资料来源：ifind，中证鹏元整理

（1）煤炭需求

煤炭是输送带最大的下游应用领域。受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。根据国家统计局数据，2023年全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%；进口方面，进入2023年后，受益于在零关税政策续期、通关便利及外部环境改善，煤炭进口量大幅增长，进口增长叠加2022年低基数因素影响，2023年煤炭进口同比增长61.8%；耗煤需求方面，2023年火电产量保持增长，钢铁等非电耗煤需求有所企稳。2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小；预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持高位运

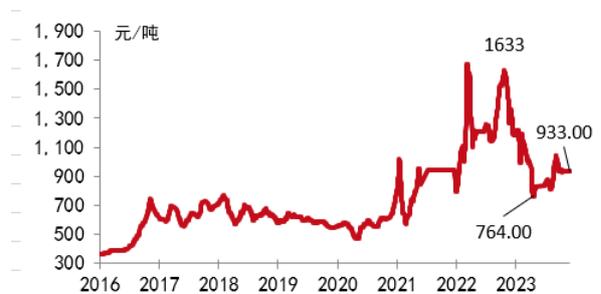
行。

图1 2022年以来原煤产量增速有所放缓



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

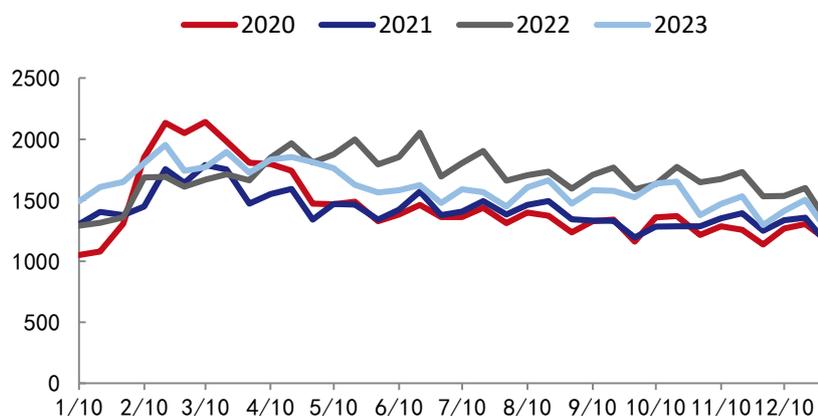
（2） 钢铁需求

钢铁是输送带重要的下游应用领域。2023年中国粗钢表观消费量约9.4亿吨。供需错配下，2023年钢铁行业继续大面积亏损，据中国钢铁工业协会统计，2023年前11个月，重点统计会员钢铁企业亏损面达四成。

2024年3月以来，山东、江苏、山西、广东、云南等多地钢协呼吁控产，最终仅云南落地具体举措，钢铁行业供给整体强韧性，2024年一季度，钢材产量在节后复产及基建钢需释放预期下继续保持增长，钢材库存量达历史同期较高水平。伴随预期落空，1-2月黑色金属冶炼和压延加工业亏损146.1亿元，在所有工业领域中垫底。

2024年4月3日，政策端出手干预，国家发改委、工信部等部门就2024年粗钢产量调控工作进行研究部署，目前虽尚未公布具体的粗钢产量调控方案，短期内有望缓和钢铁行业供需失衡情况，钢价整体趋弱的行情未出现实质性反转。

图3 2024年一季度重点企业钢材库存量处于历史较高水平（单位：万吨）



资料来源：钢之家、Wind，中证鹏元整理

政策端虽计划出手调控产量，但中短期内钢材供需矛盾难见实质性改善，预计钢价将偏弱运行，结构方面，随着我国经济发展动能转换，钢材市场消费格局重构，地产用钢大减，制造业则成为钢需增长新引擎，板材表现强于长材。

图4 2023年二季度以来，钢价不断下探

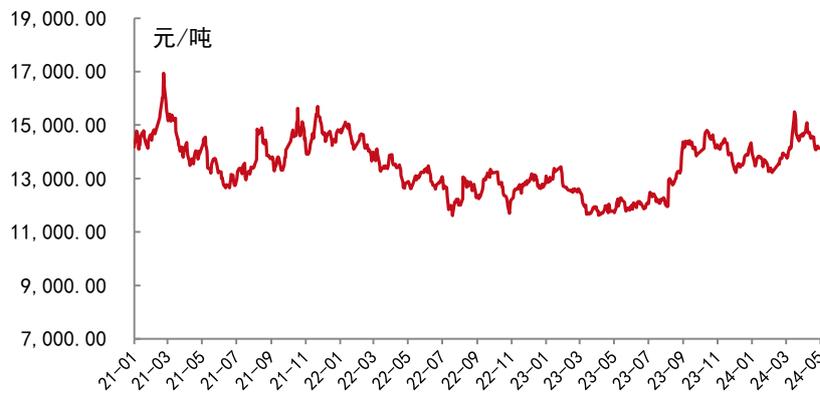


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、上游原材料成本压力

2023年下半年以来橡胶价格波动上行，预计未来输送带企业原材料成本仍面临波动

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，以二烯烃和烯炔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。2021年起受国内“双碳”政策影响，以及安全、环保管控带来的节能减排、压缩产能，及出现全球性通胀等经济因素，全年橡胶价格总体在上涨后的高位运行，2022年橡胶价格高位回落；从上海期货交易所天然橡胶期货结算价（活跃合约）来看，2023年上半年橡胶价格整体维持在相对较低水平，从9月开始上涨，至2024年3月触及近年来的高位。

图5 2023年下半年以来橡胶价格波动上行


资料来源：ifind，中证鹏元整理

3、行业竞争格局

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，但行业面临高技术含量和高附加值产品短缺、产品同质化现象严重的问题，也面临着国际大型轮胎企业如康迪泰克、芬纳邓禄普、普利斯通等的竞争

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。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。

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。从输送带/橡胶类制品收入来看，公司规模大于其他两家，但从营业收入、总资产规模来看，公司仍较小，毛利率方面，处于中等水平。

表4 国内输送带头部企业对比（单位：亿元）

指标	双箭股份 (002381.SZ)	三维股份 (603033.SH)	宝通科技 (300031.SZ)
总资产	37.45	105.44	58.03
营业收入	25.93	38.95	36.55
其中：输送带/橡胶类制品收入	25.37	13.60	20.30
净利润	2.44	1.59	1.11
销售毛利率	20.75%	13.47%	39.33%
资产负债率	42.98%	65.90%	34.84%
输送带/橡胶类制品产量（万平方米）	8,031.66	3,578.28	-

注：表中数据为2023年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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。

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。未来落后产能将逐步淘汰，头部企业市场占有率不断提高。

总体来看，虽然公司已在国内确立行业龙头地位，但也面临着国际大型轮胎企业如康迪泰克、芬纳邓禄普、普利司通等的竞争，上述企业在轮胎生产外附带生产输送带，在国内输送带市场也占据了一定市场份额，对公司形成了一定的竞争。

五、经营与竞争

公司是橡胶输送带行业中的领军企业，2023年产销量进一步增长，下游行业及客户仍较为分散，但输送带行业属于充分竞争的行业，公司在建产能规模较大，面临一定的新增产能消化及收益不达预期的风险，同时需关注海外业务面临汇率波动、国际贸易摩擦等风险

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。2023年公司实现营业收入25.93亿元，小幅增长，仍主要来自输送带业务；输送带产品的销售毛利率为20.54%，较上年有所提升，主要受益于主要原材料价格有所下降。公司于2012年开始布局养老行业，目前养老业务收入占比仍较低。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
输送带	25.08	96.74%	20.54%	22.44	95.82%	16.87%
天然橡胶	0.10	0.40%	4.00%	0.24	1.15%	1.05%
养老服务	0.47	1.83%	21.39%	0.39	1.72%	23.40%
其他	0.28	1.03%	46.07%	0.28	1.36%	30.13%
合计	25.93	100.00%	20.75%	23.35	100.00%	16.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。品牌优势方面，公司从事橡胶输送带行业三十多年，在业内有着良好

的口碑与品牌优势，是行业中的领军企业，与下游客户保持着长期良好的合作关系，双箭商标被认定为“中国驰名商标”。

国内销售方面，公司主要直接面向最终客户销售，其余的通过经销商销售。公司仍对采购量大、信誉度高的客户给予一定的信用期；对一般的工程类客户，公司仍采取在签订合同后收取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先行收取的结算方式，因此收款期较长。公司资金回收周期较长，近年应收账款规模继续上升，在应收款项管理方面总体改善有限，且下游客户较为分散，仍面临一定的坏账风险；付款方面，2023年由于承兑汇票最长付款期限的调整，当年到期兑付的应付票据较上年增加1.31亿元，致使当期购买商品、接受劳务支付的现金显著增加，2023年公司经营现金流仍保持净流入，但流入规模有所下降，资金平衡能力有所削弱。

表6 公司不同销售模式的销售情况（单位：亿元）

销售模式	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
直销	24.28	93.64%	21.47	91.94%
经销商销售	1.65	6.36%	1.88	8.06%
合计	25.93	100%	23.35	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外销售方面，公司一般通过境外经销商，将产品销售给国外的最终客户，同时公司也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，且2023年公司经销模式的销售收入进一步下降。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。2023年公司海外收入略微下降至4.50亿元，占收入比重下降至17.36%。

表7 公司产品分地区销售情况（单位：亿元）

属于	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
国内销售	21.43	82.64%	18.71	80.13%
海外销售	4.50	17.36%	4.64	19.87%
合计	25.93	100%	23.35	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品线齐全，能生产各种主要输送带，目前已形成从普通输送带到高端输送带的完整产品链。下游应用领域方面，2023年公司在机械制造领域的销售占比较上年显著提升，煤炭、钢铁领域相应地略有下降。公司下游行业总体较为分散，依赖单一行业客户的风险较低。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2-3%左右。2023年前五大客户销售额占比为12.64%，占比仍较低。

表8 公司国内下游行业销售占比情况（单位：亿元）

行业	2023年	2022年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
机械制造	5.54	21.38%	3.81	16.33%
煤炭	3.36	12.96%	3.63	15.53%
钢铁	1.94	7.49%	2.54	10.87%
电力	1.35	5.19%	1.13	4.84%
经销商	1.65	6.35%	1.88	8.06%
其他	12.09	46.63%	10.36	44.36%
合计	25.93	100.00%	23.35	100.00%

资料来源：公司提供

产能方面，2023年因年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目投产，公司产能小幅增加，截至2023年末，公司输送带产能达到9,000.00万平方米/年。产能利用率方面，2023年公司输送带产能利用率达94.49%，仍维持在较高水平。

公司输送带产品产量增长而销售价格较稳定。产量方面，2023年公司输送带产量8,031.66万平方米，同比增长11.02%，同时加大新行业、新客户开拓力度，延伸产品应用领域，强化增量市场布局，销售情况良好，2023年销量8,392.13万平方米，同比增长14.11%。销售价格方面，2023年公司输送带销售均价为29.89元/平方米，较上年微幅下降，总体平稳。

表9 公司主要产品产能利用以及销售情况

	项目	2023年	2022年
输送带	年末产能（万平方米）	9,000	7,500
	产量（万平方米）	8,031.66	7,234.28
	销量（万平方米）	8,392.13	7,354.12
	产销率	104.49%	101.66%
	产能利用率	94.49%	96.46%
	销售均价（元/平方米）	29.89	30.51

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2023年末，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”已基本建设完成，公司在建且尚未投产项目主要为子公司浙江台升智能输送科技有限公司（以下简称“台升智能”）建设的年产6,000万平方米智能型输送带项目，预计建设周期约为36个月，主要产品为织物芯输送带，该项目所建设的生产线为智能型输送带生产线，较公司现有输送带生产线有一定技术升级，具有一定智能化方面的技术优势，截至2023年末已投资3.82亿元。

表10 截至2023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6,000万平方米智能型输送带	54,875.00	38,152.58
总部大楼及研发中心	35,500.00	7,319.72
合计	90,375.00	45,472.30

资料来源：公司提供

原料采购方面，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。

由于公司产能扩张，公司原材料采购量总体仍保持增长。2023年各项原材料的采购单价均有不同程度下降，对公司采购成本控制及输送带产品毛利率均有一定的正向影响，但仍需关注的是，公司主要原材料的市场价格与大宗商品价格相关联，存在一定波动，后续如原材料价格持续上涨，仍可能对公司的成本控制形成一定的挑战。供应商集中度方面，2023年公司前五大供应商采购金额占比25.47%，集中度不高。

表11 公司主要原材料采购情况

年份	原料品种	采购额（万元）	占比	采购量	单价（元/单位）
2023年	天然橡胶（万吨）	23,954.44	13.96%	2.37	10,120.49
	合成橡胶（万吨）	30,039.46	17.51%	2.71	11,096.27
	聚酯帆布（万平方米）	16,655.70	9.71%	1,673.70	9.95
	钢丝绳（万米）	19,989.77	11.65%	18,920.13	1.06
	尼龙帆布（万平方米）	3,367.76	1.96%	296.00	11.38
	炭黑（万吨）	22,003.63	12.83%	2.70	8,138.17
	合计		116,010.76	67.63%	-
2022年	天然橡胶（万吨）	27,393.19	16.17%	2.43	11,272.92
	合成橡胶（万吨）	26,290.93	15.52%	2.27	11,581.91
	聚酯帆布（万平方米）	16,775.91	9.90%	1,516.98	11.06
	钢丝绳（万米）	18,741.90	11.06%	17,414.40	1.08
	尼龙帆布（万平方米）	3,835.85	2.26%	308.89	12.42
	炭黑（万吨）	20,626.15	12.18%	2.36	8,739.89
	合计		113,663.93	67.09%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综合来看，公司进入行业较早，现有输送带/橡胶制品产能规模较大，具有规模效应、品牌等方面的优势，在中国橡胶工业协会胶管胶带分会的评选中，公司连续14年位居中国输送带行业综合排名第一。同时，公司被国家工信部认定为2023全国制造业单打冠军示范企业。此外，公司在建智能型输送带生产线较现有生产线有一定技术升级，具有一定智能化方面的技术优势，但需关注的是输送带行业是一个充分竞争的行业，近年虽因行业深度调整有部分产能退出，但行业较分散，竞争激烈。公司在输送带领域具有一定的技术创新优势，2023年公司研发人员数量、研发投入规模同比均有上升，但若公司不能利用自身的优势保持并提高现有的市场地位，仍可能面临现有市场份额下降的风险。

➤ **经营风险关注**

(1) 新增产能规模较大及项目效益不达预期：截至2023年末，公司产能为9,000万平方米/年，加上在建项目，全部投产后产能将达到公司战略规划“十四五”末突破1.5亿平方米/年的目标，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，但新增产能规模较大，且叠加输送带行业是一个充分竞争的行业，近年虽因行业深度调整有部分产能退出，但行业较分散，竞争激烈，未来公司新增输送带产能能否消化以及达到预期收益存在不确定性。根据公司公告，因材料市场价格较募投项目立项时有所上升，导致毛利率未达预期，使得本期债券募投项目2023年未完成效益预测。

(2) 海外贸易相关风险：公司出口主要采用美元、欧元、澳元等外币进行结算。受国际政治、经济形势及各国经济发展和其他不确定性事件因素影响，当贸易结算货币汇率出现大幅波动时，汇兑损益会对公司经营业绩产生一定影响，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；公司采取了远期结售汇等措施控制汇兑风险，2024年3月公司发布公告，拟开展金额不超过8,000万美元（欧元、澳元折算为美元）的远期结售汇业务，但在汇率波动较大的情况下，开展远期结售汇业务可能会带来较大公允价值波动，且远期结售汇交易专业性较强，复杂程度较高，如操作人员在开展交易时未按规定程序操作等，将带来一定操作风险。此外，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，公司面临外贸订单减少或流失的风险。

(3) 原材料价格的变动传导具有一定滞后性：橡胶、炭黑、帆布、钢丝绳等是输送带的主要原材料，虽然2023年主要原材料价格有不同程度下降，未对公司成本构成不利影响，但2023年以来天然橡胶价格波动仍较大，从2023年9月开始上涨，至2024年3月已触及近年高位，虽然公司在云南红河设立了全资孙公司作为天然橡胶加工基地，为公司提供原材料的保障，能在一定程度上缓解天然橡胶价格波动的风险，但该孙公司的橡胶产能较小，对公司原材料的供应能力有限，需持续关注原材料价格对公司经营的影响。

六、财务分析

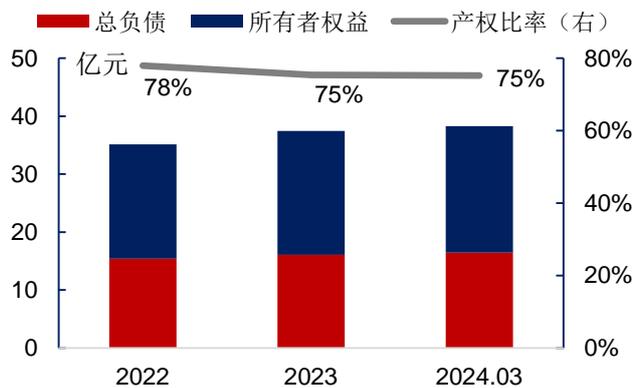
财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设1家子公司，截至2023年末，公司合并范围内子公司共21家。

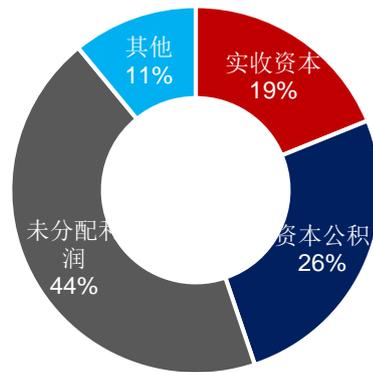
资本实力与资产质量

随着利润累积增厚权益同时负债规模保持稳定，公司产权比率仍处于较低水平，且受限资产规模较小，整体来看公司资产质量尚可，但需关注应收账款继续增加及面临一定坏账风险

随着利润的累积，公司所有者权益规模持续增长，2024年3月末为21.85亿元，主要由资本公积和未分配利润构成。公司负债规模较为稳定。整体来看，公司产权比率仍处于较低水平，权益对负债的保障程度较好。

图6 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图7 2024年3月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末，公司货币资金6.77亿元，其中0.36亿元因作为保函保证金和票据保证金而受限；基于公司的销售模式，公司产生了较大规模的应收款项，2023年末公司应收账款为7.55亿元，占总资产的20.17%，占当年营业收入的29.12%，其中对部分偿债能力较差客户，已单项全额计提坏账准备794.46万元，公司应收账款规模继续上升，在应收款项管理方面总体改善有限，且下游客户较为分散，仍面临一定的坏账风险。2023年末公司存货账面余额为4.84亿元，主要是库存商品和原材料，同比来看账面价值小幅下降，但累计的存货跌价准备小幅上升至1,054.25万元。

非流动资产方面，固定资产主要为厂房、设备。在建工程方面，因本期债券募投项目已全部转入固定资产，2023年末主要在建的为年产6,000万平方米智能型输送带项目，当年因该项目的投资显著增加，在建工程账面价值大幅增加。无形资产主要为土地资产。

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计0.76亿元，规模不大，主要为受限的货币资金、固定资产和无形资产。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.69	17.46%	6.77	18.07%	8.87	25.26%
应收账款	6.94	18.12%	7.55	20.17%	6.18	17.58%
存货	5.54	14.47%	4.73	12.63%	4.92	14.00%
流动资产合计	22.75	59.41%	21.90	58.47%	22.85	65.05%
固定资产	7.65	19.99%	7.81	20.86%	7.57	21.54%

在建工程	4.02	10.50%	3.71	9.90%	0.61	1.73%
无形资产	2.02	5.28%	2.04	5.44%	2.12	6.02%
非流动资产合计	15.54	40.59%	15.55	41.53%	12.28	34.95%
资产总计	38.28	100.00%	37.45	100.00%	35.13	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

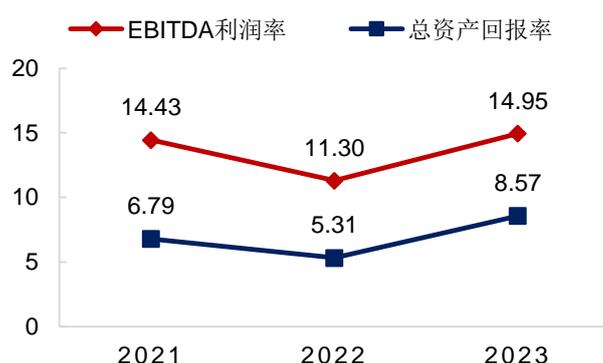
公司营业收入保持增长，产品平均单价与上年持平，但主要原材料价格有不同程度下降，综合影响下，公司盈利水平有所回升，净利润大幅增长，但仍需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响

2023年公司实现营业收入25.93亿元，同比增长11.03%，增速仍维持在10%以上。营业收入增长主要来自产品销量增长，2023年销量8,392.13万平方米，同比增长14.11%。

毛利率方面，2023年主要原材料价格有不同程度下降，公司产品平均单价基本与上年持平，公司盈利水平有所回升，销售毛利率从上年的16.97%回升至20.75%，同时各项费用基本保持稳定，综合影响下，2023年公司实现净利润2.44亿元，同比大幅增长115.14%，公司EBITDA利润率和总资产回报率等指标亦止跌回升。

2024年一季度，公司延续营业收入增长的趋势，实现营业收入5.44亿元，同比增长4.93%；实现净利润0.50亿元，同比小幅下降。从盈利趋势和波动性看，2023年下半年以来，橡胶价格有所攀升，炭黑等化工细料的市场价格也与大宗商品价格相关联，存在一定波动，仍需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司杠杆水平仍较低，净债务规模不大，财务安全性仍较好

因生产规模扩大及进一步产能扩张需要，近年公司债务规模略有下降，截至2023年末，公司总债务

规模为8.66亿元，由长期借款、本期债券、经营性债务（应付票据、租赁负债）构成。公司长短期债务结构较为合理，产能扩张所需资金来源于长期债务。

其他经营性负债方面，应付账款基本为应付设备款，2023年有小幅增长；合同负债均为预收货款。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.01%	0.42	2.73%
应付票据	2.82	17.12%	2.76	17.16%	3.47	22.57%
应付账款	3.93	23.93%	4.34	26.95%	3.93	25.53%
合同负债	1.29	7.84%	0.96	5.95%	0.92	5.96%
一年内到期的非流动负债	0.20	1.20%	0.10	0.64%	0.04	0.24%
流动负债合计	9.26	56.34%	9.45	58.72%	9.88	64.19%
长期借款	0.74	4.50%	0.23	1.45%	0.00	0.00%
应付债券	5.22	31.75%	5.19	32.26%	5.00	32.52%
非流动负债合计	7.18	43.66%	6.65	41.28%	5.51	35.81%
负债合计	16.44	100.00%	16.10	100.00%	15.39	100.00%
总债务合计	--	--	8.66	53.79%	9.38	60.93%
其中：短期债务	--	--	2.87	17.81%	3.97	25.81%
长期债务	--	--	5.79	35.98%	5.41	35.12%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年3月末公司资产负债率为42.94%，较2022年末持平。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，净债务规模不大。2023年由于盈利水平的提升，EBITDA利息保障倍数明显回升，处于较好水平。总体来看，公司杠杆水平仍较低，净债务规模不大，财务安全性较好。但需关注的是，由于承兑汇票最长付款期限的调整，2023年到期兑付的应付票据较上年增加1.31亿元，致使当期购买商品、接受劳务支付的现金显著增加，2023年公司经营现金流仍保持净流入，但流入规模有所下降；2024年一季度，因发放的工资及年终奖较上年同期增加及上交的企业所得税、增值税税金较上年增加，公司经营活动现金流转为净流出。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流（亿元）	-0.03	1.20	1.66
FFO（亿元）	--	2.87	1.54
资产负债率	42.94%	42.98%	43.81%
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.21
EBITDA 利息保障倍数	--	17.05	12.56
总债务/总资本	--	28.85%	32.21%
FFO/净债务	--	260.94%	-274.46%

经营活动现金流/净债务	--	109.29%	-294.97%
自由活动现金流/净债务	--	-140.16%	-2.22%

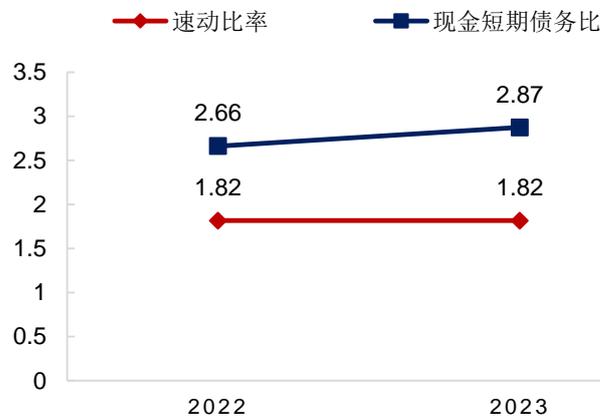
注：表中 2022 年 FFO/净债务、经营活动现金流/净债务指标为负数，系净债务为负数。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年末公司速动比率为1.82，现金短期债务比为2.87，整体来看，公司负债水平不高，速动比率、现金短期债务比等指标表现仍较好。

截至2024年3月末，公司货币资金等现金类资产仍较为充足，且作为上市公司，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，具有一定融资弹性。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形。

公司治理

2023年03月03日，公司财务总监吴建琴因任期届满离任，高级管理人员有一定变化，但核心团队仍较为稳定。近年公司未开展股权激励、员工持股计划等员工激励计划。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月9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。

八、结论

公司作为输送带行业龙头企业，拥有技术和品牌等竞争优势。2023年本期债券募投项目投产后，公司输送带产能增加至9,000万平方米/年，同时产量增长11.02%，销量增长14.11%，营业收入保持增长态势，下游行业及客户总体分散，依赖单一行业客户的风险仍较低，具有一定抵御下游行业周期性波动的能力；同时公司债务规模较小，各项偿债指标显示其财务安全性较好。但是公司基于现有销售模式所形成的应收款项规模继续上升，仍面临一定坏账风险；目前天然橡胶价格波动仍较大，后续原材料价格走势不定，需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响；公司在建产能规模大，在输送带行业充分竞争的背景下，未来产能消化及项目收益存在不确定性；此外，汇率波动、海外贸易摩擦也带来一些不利因素。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“双箭转债”的信用等级为AA。

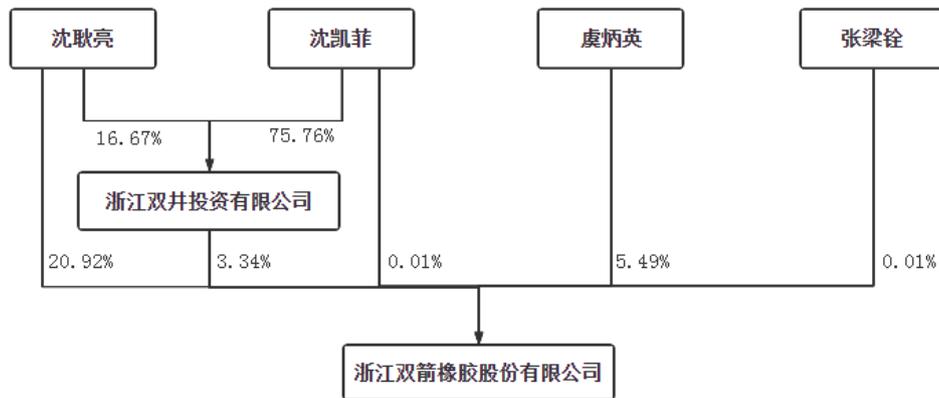
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.69	6.77	8.87	4.95
应收账款	6.94	7.55	6.18	4.76
应收款项融资	1.60	1.40	1.46	2.33
存货	5.54	4.73	4.92	4.22
流动资产合计	22.75	21.90	22.85	17.28
固定资产	7.65	7.81	7.57	5.26
在建工程	4.02	3.71	0.61	1.91
无形资产	2.02	2.04	2.12	1.61
非流动资产合计	15.54	15.55	12.28	10.74
资产总计	38.28	37.45	35.13	28.03
短期借款	0.00	0.00	0.42	0.56
应付票据	2.82	2.76	3.47	2.79
应付账款	3.93	4.34	3.93	3.10
合同负债	1.29	0.96	0.92	0.93
一年内到期的非流动负债	0.20	0.10	0.04	0.03
流动负债合计	9.26	9.45	9.88	8.39
长期借款	0.74	0.23	0.00	0.00
应付债券	5.22	5.19	5.00	0.00
递延收益-非流动负债	0.86	0.85	0.10	0.07
非流动负债合计	7.18	6.65	5.51	0.44
负债合计	16.44	16.10	15.39	8.83
总债务	--	8.66	9.38	3.74
所有者权益	21.85	21.36	19.74	19.19
营业收入	5.44	25.93	23.35	19.16
营业利润	0.61	2.90	1.47	1.83
净利润	0.50	2.44	1.13	1.49
经营活动产生的现金流量净额	-0.03	1.20	1.66	1.49
投资活动产生的现金流量净额	-0.67	-2.55	-1.96	-1.95
筹资活动产生的现金流量净额	0.56	-1.02	4.04	-1.56
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	3.88	2.64	2.77
FFO（亿元）	--	2.87	1.54	1.90
净债务（亿元）	--	1.10	-0.56	-3.30
销售毛利率	20.35%	20.75%	16.97%	18.86%
EBITDA 利润率	--	14.95%	11.30%	14.43%
总资产回报率	--	8.57%	5.31%	6.79%

资产负债率	42.94%	42.98%	43.81%	31.52%
净债务/EBITDA	--	0.28	-0.21	-1.19
EBITDA 利息保障倍数	--	17.05	12.56	84.59
总债务/总资本	--	28.85%	32.21%	16.30%
FFO/净债务	--	260.94%	-274.46%	-57.57%
经营活动现金流/净债务	--	109.29%	-294.97%	-45.11%
自由活动现金流/净债务	--	-140.16%	-2.22%	45.50%
速动比率	1.86	1.82	1.82	1.56
现金短期债务比	--	2.87	2.66	2.23

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

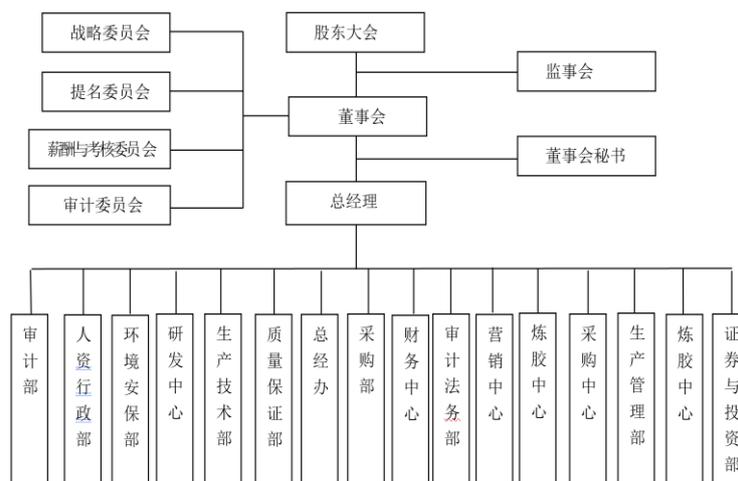
附录二 公司实际控制人及其一致行动人持股情况（截至 2024 年 3 月末）



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，沈凯菲女士与张梁铨先生为夫妻关系。

资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
桐乡上升胶带有限公司	制造业	100.00%	设立
浙江双箭橡胶销售有限公司	贸易	100.00%	设立
云南红河双箭橡胶有限公司	贸易	100.00%	设立
金平双箭橡胶有限公司	制造业	100.00%	设立
桐乡和济颐养院有限公司	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	医疗服务	70.00%	设立
桐乡和济护理院有限公司	养老服务	100.00%	设立
桐乡和济洲泉护理院有限公司	养老服务	100.00%	设立
DoubleArrowAustraliaPtyLtd	贸易	100.00%	非同一控制下企业合并
苏州红日养老院有限公司	养老服务	60.00%	设立
苏州韶华护理院管理有限公司	养老服务	100.00%	设立
上海双箭健康科技有限公司	咨询服务	100.00%	设立
浙江环能传动科技有限公司	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	制造业	100.00%	设立
浙江双箭国际贸易有限公司	贸易	100.00%	设立
浙江台升智能输送科技有限公司	制造业	100.00%	设立
安徽安东双箭智能胶带有限公司	制造业	60.00%	设立
桐乡和济梧桐护理院有限公司	养老服务	100.00%	设立
浙江双箭智能输送材料研究院有限公司	制造业	100.00%	设立
浙江双箭智能科技有限公司	制造业	100.00%	设立
桐乡和济乌镇护理院有限公司	养老服务	100.00%	设立

资料来源：公司 2023 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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	未受限货币资金+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。