

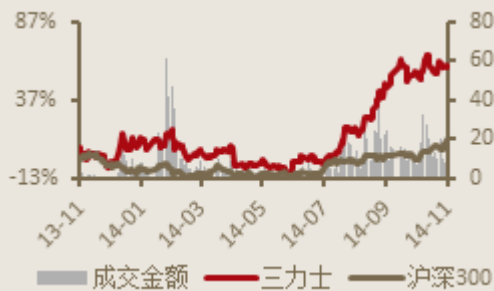
方正证券研究所证券研究报告

化工行业首席分析师:程磊
 执业证书编号:S1220514060007
 TEL: 021-68386266
 E-mail: chenglei@foundersc.com

化工行业高级分析师:周铮
 执业证书编号:S1220514070003
 TEL: 010-68585975
 E-mail: zhouzheng0@foundersc.com

联系人:吴钊华
 TEL: 021-68386236
 Email: wuzhaohua@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	944.54	973.82	1181.73	1441.48
(+/-)	6.73%	3.10%	21.35%	21.98%
净利润	147.67	210.25	281.72	368.84
(+/-)	118.04%	42.38%	33.99%	30.93%
EPS(元)	0.23	0.32	0.43	0.56
P/E	55.78	27.90	20.82	15.90

相关研究

数据来源:港澳资讯,方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

三力士(002224)

公司调研简报
 2014.11.25 推荐

橡胶行业

事件

近日我们调研了三力士,与高管交流了公司经营现状和未来发展方向。

主要观点:

1、定增项目大幅提升高端传动带的占比

公司是国内传动带领域的龙头企业,2013年传动带收入约为9.4亿,低档和高档传动带各占50%左右(定增项目达产后,预计高档带占比提升至70%),毛利率分别为20%-25%和35%-45%。目前公司两个定增项目逐步投产,其中3000万Am的高性能特种传动带已小批量投放,考虑到下游农机带市场空间将达到70亿,公司产品凭借良好的性能有望快速开拓市场。而骨架材料项目已实现自给自足,我们预计骨架材料生产成本约为1.8万/吨,外购成本约为2.5万/吨,产业链一体化后盈利能力有望得到较大提升。

2、进军高端输送带已初有成效,未来几年有望高速增长

2014年5月公司通过收购浙江环能进军拥有300亿市场规模的输送带,依托优秀的人才和雄厚的技术储备,公司输送带业务定位高端。公司输送带业务增长很快,我们预计今年前10月输送带的销售收入超过6000万,全年预计7000-8000万,未来几年有望达到4亿左右。

3、原料天胶低位运行,产品毛利率有望保持在较好水平

天然橡胶是公司产品的主要原料,成本占比约为70%。我们预计未来几年天胶产量将保持5-8%的增速,需求增速为3-5%,供应充足下天胶价格将保持低位震荡。定增项目将推动公司传动带产品升级,高端输送带也有望保持高速增长,而原料天胶低位运行,公司毛利率有望保持在较好水平上。

4、仓储物流和电商平台极具想象空间

子公司三力士贸易拟在舟山港综合保税区本岛分区内投建仓储物流基地项目,主要经营高档橡胶带、五金机电配件、农机配件等产品的进出口,目前已完成土地购置,物流基地在建设中。与此同时,我们预计公司未来还将搭建电商平台从而打造非轮胎橡胶市场整合平台,市场空间广阔。

5、给予“推荐”评级

我们预计公司2014-2016年业绩为0.32、0.43、0.56元/股,考虑到定增

项目推动传动带产品升级盈利能力提升，而新增的输送带业务快速增长，另外公司在 O2O 的大浪潮背景下存在转型的预期，我们给予公司“推荐”的评级。

风险提示：定增项目产能释放低预期，产品价格下滑

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	837.00	1098.89	1294.85	1562.68	经营活动现金流	53.84	231.91	291.36	337.23
现金	475.33	710.75	872.47	1069.48	净利润	147.19	209.72	281.28	368.36
应收账款	47.50	73.82	74.50	100.07	折旧摊销	32.53	54.92	46.43	49.00
其它应收款	1.30	3.31	2.04	4.31	财务费用	1.61	-6.46	-7.35	-8.09
预付账款	119.25	115.41	133.38	128.71	投资损失	0.38	0.00	0.00	0.00
存货	149.22	152.77	158.69	195.60	营运资金变动	-136.54	-26.31	-28.98	-72.03
其他	44.41	42.85	53.78	64.51	其它	8.66	0.04	-0.02	0.00
非流动资产	340.40	275.66	300.77	334.63	投资活动现金流	-62.33	9.78	-71.53	-82.85
长期投资	2.60	2.60	0.94	-1.29	资本支出	-0.89	-45.92	21.01	33.65
固定资产	268.75	223.98	240.00	266.84	长期投资	-5.83	0.00	-1.67	-2.22
无形资产	29.76	29.73	35.17	41.75	其他	-69.04	-36.14	-52.18	-51.42
其他	39.29	19.30	24.24	26.68	筹资活动现金流	241.88	-6.28	-58.12	-57.37
资产总计	1177.40	1374.55	1595.62	1897.31	短期借款	-83.00	20.00	0.00	0.00
流动负债	102.36	122.52	127.78	126.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	其他	324.88	-26.28	-58.12	-57.37
应付账款	46.26	50.00	51.60	49.29	现金净增加额	233.40	235.41	161.72	197.01
其他	56.09	52.52	56.18	57.29					
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	6.73%	3.10%	21.35%	21.98%
负债合计	102.36	122.52	127.78	126.57	营业利润	112.63%	43.03%	34.54%	30.83%
少数股东权益	19.55	19.02	18.58	18.10	归属母公司净利润	118.04%	42.38%	33.99%	30.93%
归属母公司股东权益	1055.50	1233.01	1449.27	1752.64	获利能力				
负债和股东权益	1177.40	1374.55	1595.62	1897.31	毛利率	31.61%	37.25%	40.32%	42.34%
					净利率	15.58%	21.54%	23.80%	25.55%
					ROE	17.48%	18.07%	20.72%	22.78%
					ROIC	12.88%	15.66%	17.94%	19.55%
					偿债能力				
					资产负债率	8.69%	8.91%	8.01%	6.67%
					净负债比率	0.00%	1.60%	1.36%	1.13%
					流动比率	8.18	8.97	10.13	12.35
					速动比率	6.72	7.72	8.89	10.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.95	0.76	0.80	0.83
					应收账款周转率	0.05	0.08	0.06	0.07
					应付账款周转率	46.26	50.00	51.60	49.29
					每股指标(元)				
					每股收益	0.23	0.32	0.43	0.56
					每股经营现金	0.08	0.35	0.45	0.52
					每股净资产	1.64	1.91	2.24	2.70
					估值比率				
					P/E	55.78	27.90	20.82	15.90
					P/B	7.80	4.76	4.05	3.35
					EV/EBITDA	40.67	18.34	14.23	10.68
利润表	2013	2014E	2015E	2016E					
营业收入	944.54	973.82	1181.73	1441.48					
营业成本	645.92	611.07	705.26	831.16					
营业税金及附加	4.72	4.44	5.95	7.01					
营业费用	43.01	43.34	54.73	65.51					
管理费用	77.82	77.52	94.83	116.39					
财务费用	1.61	-6.46	-7.35	-8.09					
资产减值损失	0.87	0.46	0.78	0.98					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00					
投资净收益	-0.38	0.00	0.00	0.00					
营业利润	170.21	243.45	327.54	428.51					
营业外收入	3.38	2.89	2.68	2.99					
营业外支出	1.72	2.28	2.44	2.15					
利润总额	171.86	244.06	327.79	429.35					
所得税	24.68	34.34	46.51	60.99					
净利润	147.19	209.72	281.28	368.36					
少数股东损益	-0.48	-0.53	-0.44	-0.48					
归属母公司净利润	147.67	210.25	281.72	368.84					
EBITDA	191.33	283.27	353.65	452.84					
EPS (元)	0.23	0.32	0.43	0.56					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com