



产品丰富升级 未来三年业绩翻番

——三力士（002224）调研快报

2014年11月12日

推荐/首次

三力士

调研快报

关注 1: 传动带产品升级, 毛利率提升。

公司主营业务为橡胶传动带, 也称三角 V 带, 占营收的 95%以上。公司三季度销售毛利率为 36.99%, 同比增长了 6.47 个百分点。毛利率的大幅提高一方面是由于主要原材料天胶价格的大幅下跌, 另一方面则是公司提高产品档次、丰富产品种类的结果。公司传动带中的低档产品毛利率在 15%-25%左右, 高档产品毛利率在 30-40%, 公司低档产品所占比例已由原来的 50%以上, 降低至目前的 30%左右。公司计划逐步淘汰原有的 4 亿 Am 低端传动带产能, 募投的 3000 万 Am 高性能特种传动带和 13500 吨骨架材料预计今年年底建设完毕, 产能将逐步释放, 这将进一步优化产品结构。另外, 公司产品性价比很高, 例如某厂商农机带疲劳测试的结果为 120 小时, 公司同类产品的指标为 200 小时, 而价格仅高出 5%。公司产品的优异性能是公司的核心竞争力, 也确保了在原材料市场暴跌的行情下, 公司产品价格保持稳定, 业绩大幅增长。

关注 2: 未来进军空间较大的高端输送带市场, 将再造一个“三力士”。

今年 5 月, 公司通过增资控股环能科技, 获得相关制造设备、许可证等, 快速进军高端输送带业务。环能科技今年一季度销售额在 1392 万元, 预计在并入母公司旗下后, 实现资源、平台共享, 业绩仍有提升空间。输送带市场空间巨大, 与传送带 30-50 亿元的规模相比, 输送带市场估计高达 300-400 亿元。

关注 3: 舟山仓储物流搭配电商平台, 完美的组合。

公司控股子公司三力士商业管理获得舟山港综合保税区 3 万多平方米土地, 用于建设仓储物流基地。舟山港向外伸入环太平洋经济圈, 向内连接内陆江河, 是我国江海联运的重要枢纽, 而且税收优惠高于周边保税区。公司未来计划通过电商搭建千亿级橡胶平台, 实现公司非轮橡胶制品产业资源整合的战略化发展。橡胶制品产品众多, 但消费者单耗量少, 所以价格混乱且售价偏高, 公司将规范此市场并获得较为合理稳定的盈利空间。公司对电商平台关键人物已有一定配置, 电商平台未来两三年规划销售收入达到 30 个亿。

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070001

王逸萌

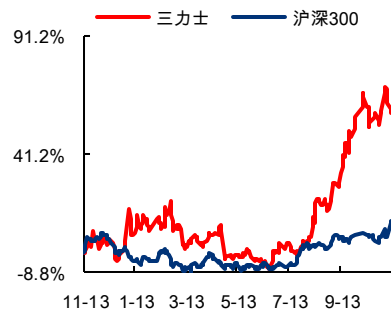
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.81-11.22
总市值 (亿元)	57.68
流通市值 (亿元)	38.87
总股本/流通 A 股 (万股)	65467/44120
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.38

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

关注 4：股权激励计划彰显公司未来业绩发展信心。

公司股权激励计划显示公司未来三年业绩翻番。具体方案为：公司计划授予股票期权总计 1026 万份，占总股本 1.57%，行权价格为 5.76 元/股；行权条件以 2013 年扣非净利润为基数，2014-2016 年相比 2013 年的增长分别不低于 25%、60%和 100%，折合年复合增速为 26%，三年业绩实现翻倍。激励对象包括了绝大多数公司核心管理人员，这将积极调动公司团队积极性，为公司业绩高速增长奠定基石。

结论:

公司是橡胶三角传动带的龙头企业, 凭借产品优异的性能和丰富的品种, 对下游拥有定价权, 因而在原材料天胶价格下跌趋势中获得盈利的大幅增长。公司向市场空间更大的高端输送带领域进军将再造一个三力士。公司战略布局仓储物流, 一方面减小原材料价格周期对公司业绩的冲击, 另一方面仓储将助力公司非轮橡胶制品的电商平台。我们预计公司 2014 年-2016 年每股收益分别为 0.34 元、0.42 元和 0.51 元, 对应 PE 分别为 26X、21X、17X。首次关注给予“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	484	837	1041	1104	1365	营业收入	885	945	1029	1304	1695
货币资金	248	475	589	482	509	营业成本	689	646	660	839	1111
应收账款	40	48	51	64	84	营业税金及附加	5	5	5	7	8
其他应收款	3	1	1	2	2	营业费用	43	43	40	52	68
预付款项	38	119	198	299	432	管理费用	70	78	75	95	124
存货	134	149	154	195	259	财务费用	6	2	-5	-5	-1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.51	0.87	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	327	340	482	625	761	公允价值变动收益	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	8	3	5	5	5	投资净收益	7.61	-0.38	0.50	0.50	0.50
固定资产	267	269	381	528	666	营业利润	80	170	255	317	385
无形资产	30	30	27	24	21	营业外收入	1.78	3.38	2.00	2.20	2.20
其他非流动资产	16	36	36	36	36	营业外支出	3.32	1.72	2.00	2.00	2.00
资产总计	811	1177	1523	1729	2126	利润总额	79	172	255	317	385
流动负债合计	196	102	109	125	290	所得税	11	25	36	44	54
短期借款	83	0	0	0	142	净利润	67	147	219	273	331
应付账款	59	46	47	60	79	少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
预收款项	7	8	9	10	12	归属母公司净利润	68	148	219	273	331
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	114	203	290	368	448
非流动负债合计	0	0	0	0	0	OBPS (元)	0.42	0.46	0.34	0.42	0.51
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	196	102	109	125	290	成长能力					
少数股东权益	34	20	19	19	18	营业收入增长	1.3%	6.7%	8.9%	26.8%	30.0%
实收资本(或股	160	327	655	655	655	营业利润增长	63.6%	112.6%	49.5%	24.6%	21.3%
资本公积	136	318	176	176	176	归属于母公司净利润	52.2%	118.0%	48.6%	24.7%	21.2%
未分配利润	252	363	450	560	692	获利能力					
归属母公司股东	580	1055	1394	1586	1818	毛利率(%)	22%	32%	36%	36%	34%
负债和所有者权	811	1177	1523	1729	2126	净利率(%)	8%	16%	21%	21%	20%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	8%	13%	14%	16%	16%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	12%	14%	16%	17%	18%
经营活动现金流	171	54	171	171	183	偿债能力					
净利润	67	147	219	273	331	资产负债率(%)	24%	9%	7%	7%	14%
折旧摊销	29	32	41	57	65	流动比率	2.47	8.18	9.53	8.85	4.71
财务费用	6	2	-5	-5	-1	速动比率	1.79	6.72	8.12	7.28	3.82
应付帐款的变化	0	0	1	13	19	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1	1	2	总资产周转率	1.18	0.95	0.76	0.80	0.88
投资活动现金流	-65	-62	-182	-200	-200	应收账款周转率	23	22	21	23	23
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	17.17	18.03	22.06	24.44	24.41
长期投资	8	3	5	5	5	5每股指标(元)					
投资收益	8	0	1	1	1	1每股收益(最新摊薄)	0.42	0.46	0.34	0.42	0.51
筹资活动现金流	-5	242	125	-77	43	每股净现金流(最新	0.64	0.71	0.17	-0.16	0.04
短期借款	83	0	0	0	142	每股净资产(最新摊	3.63	3.22	2.13	2.42	2.78
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	167	327	0	0	P/E	20.98	19.15	26.29	21.09	17.40
资本公积增加	0	182	-142	0	0	P/B	2.43	2.73	4.14	3.64	3.17
现金净增加额	102	233	113	-106	26	EV/EBITDA	10.87	11.84	17.88	14.35	12.04

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位, 2010 年在中邮证券从事化工行业研究, 2011 年加盟东兴证券研究所, 现从事化工行业 (精细化工/化肥/农药等) 研究。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士, 2014 年 6 月加入东兴证券, 从事基础化工方面研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。