

目 录

产品结构不断提升的国内三角带行业龙头	4
产品结构升级带来公司盈利能力稳定	5
产品升级带来新的市场空间	6
技术和市场的积累是产品结构不断升级的保证	8
国内三角带行业快速发展，产品面临结构升级	9
国内三角带市场快速增长	9
产品结构升级成为必然出路	9
市场空间打开	11
公司普通三角带在产品升级中稳步增长	11
农业机械用变速三角带产品国内领先	12
汽车用三角带产品迅速崛起	14
盈利预测与估值	16
风险提示	18

图表目录

图 1:	三力士所处产业链.....	4
图 2:	未来高档三角带销量快速增长.....	5
图 3:	近两年主要原材料天然橡胶价格大幅度上涨.....	5
图 4:	产品结构升级带来公司毛利率的提升.....	6
图 5:	2010 年公司产品收入结构.....	7
图 6:	2013 年公司产品收入结构预测.....	7
图 7:	2010 年公司产品利润结构.....	7
图 8:	2013 年公司产品利润结构预测.....	7
图 9:	新产品毛利率高于传统产品.....	7
图 10:	国内三角带产量快速增长.....	9
图 11:	主要原材料天然橡胶期货价格持续上涨.....	11
图 12:	未来公司普通三角带销量稳步增长.....	11
图 13:	未来普通三角带毛利率保持稳定.....	12
图 14:	农业机械用变速三角带需求量保持快速增长.....	12
图 15:	未来公司耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带销量将逐渐提高.....	13
图 16:	联合收割机销量近几年增长迅速.....	13
图 17:	联合收割机保有量快速增长.....	14
图 18:	汽车用传动带市场需求快速增长.....	14
图 19:	公司汽车用三角带销量快速增长.....	15
图 20:	国内汽车产量快速增长.....	16
图 21:	国内汽车保有量快速增长.....	16
表格 1:	三力士产品结构.....	6
表格 2:	三力士新产品开发情况.....	8
表格 3:	主要外资竞争对手情况.....	9
表格 4:	主要国内竞争对手情况.....	10
表格 5:	农业机械用变速三角带领域主要国内竞争对手情况.....	13
表格 6:	汽车用三角带主要国内竞争对手情况.....	15
表格 7:	可比公司估值对比.....	16
表格 8:	三力士盈利预测核心假设.....	17

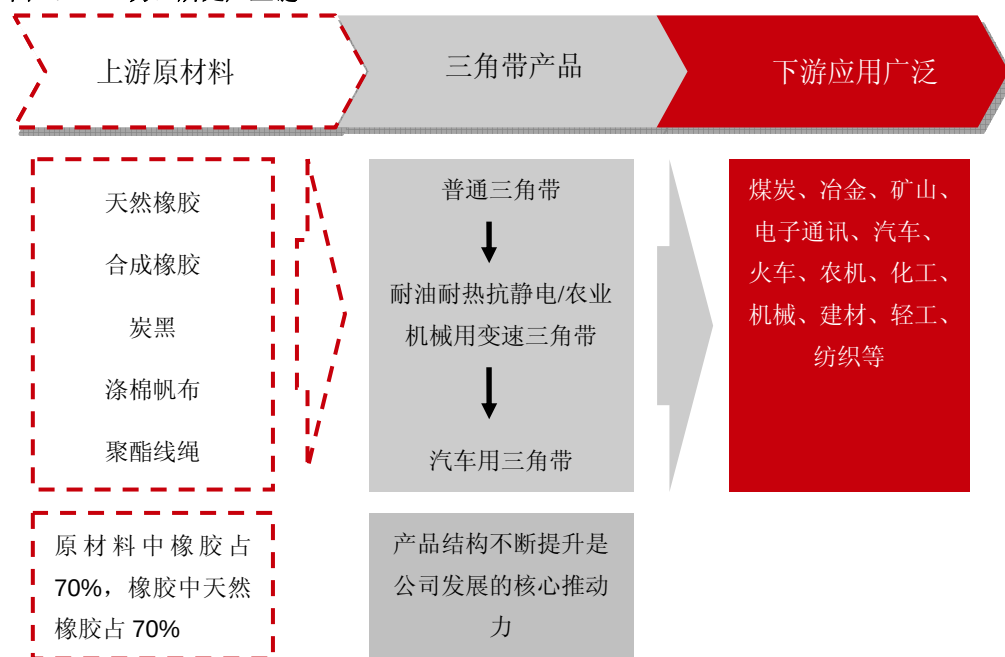
产品结构不断提升的国内三角带行业龙头

三力士是国内三角带（V带）生产和研发的龙头企业，其产品主要用于机械设备的动力传导，应用十分广泛，在煤炭、冶金、矿山、电子通讯、汽车、火车、农机、化工、机械、建材、轻工、纺织等行业中普遍使用。

未来随着产品结构的不断升级，我们预计，公司 2011-2013 年的每股收益将分别达到 0.52 元、0.60 元和 0.70 元。当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 20.6 倍、17.7 倍和 15.3 倍，2011 年 PS 只有 1.86，股价具有较高安全边际。作为三角带行业龙头，公司不断提升产品结构的发展模式，代表了中国传统制造业未来转型的方向，因此我们首次给予公司“买入”评级。

目前公司的主要产品普通三角带、耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带（两者共线生产）和汽车用三角带的生产能力分别达到 3 亿 A 米、1 亿 A 米和 1000 万条，行业国内市场占有率 20%以上，排名第一。

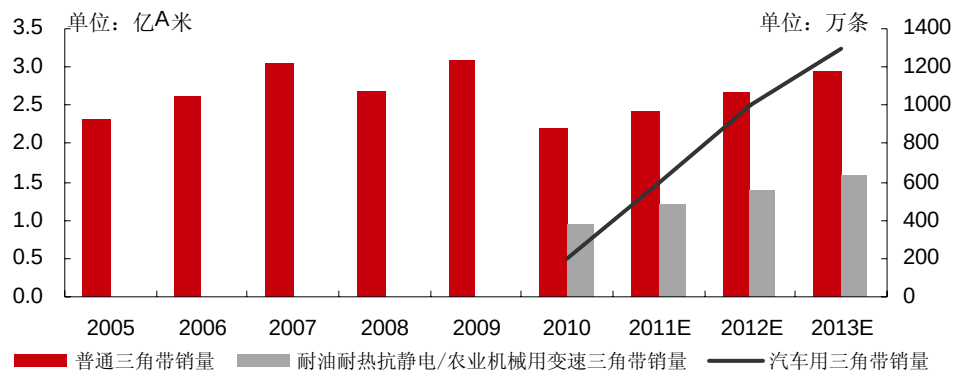
图 1： 三力士所处产业链



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

产品结构不断提升是公司发展的核心推动力，未来三年公司将继续调整产品结构，在保证普通三角带产品稳步增长的前提下，逐步提高耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车用三角带等高档三角带产品的规模和比重，并加快以欧瑞德高性能传动带为代表的储备产品的产业化进程。我们预计，2011-2013 年耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车用三角带的销量将分别达到 1.2 亿 A 米、1.38 亿 A 米、1.59 亿 A 米和 600 万条、1000 万条、1300 万条。

图 2： 未来高档三角带销量快速增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

*2008 年普通三角带产品销量的下降主要是受金融危机影响，*2010 年普通三角带产品销量的下降主要是公司淘汰部分低端产品所致

产品结构升级带来公司盈利能力稳定

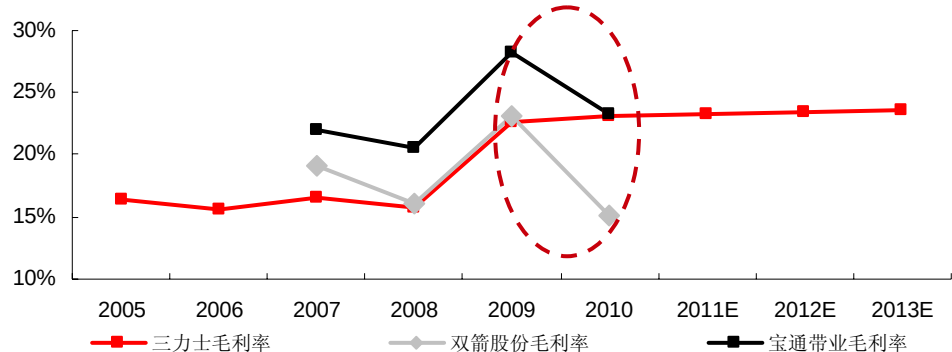
公司主要原材料价格近两年都出现了较大幅度的上涨，但与其他橡胶制品制造业企业相比，公司通过产品结构升级，不仅没有降低其盈利能力，反而实现毛利率的提升，盈利能力得到了增强。我们预计，未来随着公司产品结构的进一步升级，特别是一些储备产品陆续进入产业化阶段，毛利率还将稳步提升。

图 3： 近两年主要原材料天然橡胶价格大幅度上涨



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 4： 产品结构升级带来公司毛利率的提升



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所预测

产品升级带来新的市场空间

随着 2010 年，公司募集资金项目 1 亿 A 米耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和 1000 万条汽车用三角带的投产，公司新产品结构雏形已然形成。到 2013 年，新产品耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车用三角带在收入中的比重，将由 2010 年的 29.9%和 2.8%，分别提高到 31.8%和 11.9%；而在利润中的占比，更将由 2010 年的 33.6%和 3.0%，提高到 35.1%和 12.6%。新产品不仅毛利率高于传统产品，而且也为公司带来了新的市场空间。

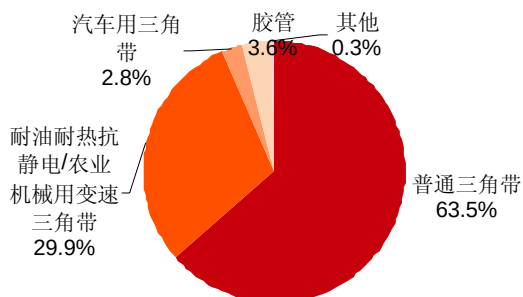
表格 1：三力士产品结构

产品周期	产品	产品结构/特性	目前状况
传统产品	普通三角带	包装 V 带、切割 V 带、多契带、同步带	通过对现有技术改造升级，逐步淘汰普通 V 带中的低端产品
新产品	耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带	耐油耐热抗静电 V 带、农业机械用变速 V 带	农用机械用变速 V 带增长迅速，行业垄断地位明显；耐油耐热抗静电 V 带主要以出口为主
	汽车用三角带	汽车 V 带、汽车多契带、汽车同步带	市场拓展已经初见成效，2011 年下半年开始向市场全面供货
储备产品	EPDM 汽车多契带	利用三元乙丙橡胶优越的耐氧化、抗臭氧和抗侵蚀的能力，使产品具有很好的耐热、耐油腐蚀、耐磨、低噪音和高寿命等性能	已通过省级新产品验收，可广泛应用于微型汽车、国内外各类汽油发动机、新型柴油发动机和要求较高的工业机械传动系统中
	纳米改性橡胶 V 带	利用纳米碳酸钙使橡胶的力学性能、耐磨性能、H 抽出力和撕裂性能均有显著提高，V 带成品物理力学性能和动态疲劳性能也得到了很好的改善	已经获得国家发明专利，成功入选“2010 年国家火炬计划”
	欧瑞德高性能传动带	使用寿命相比普通三角带有了较大提高	已经被列入省级新产品计划
	煤矿用阻燃抗	主要用在煤炭开采行业.具有,抗静	已经被列入省级新产品计划

	静电 V 带	电,阻燃功效	
--	--------	--------	--

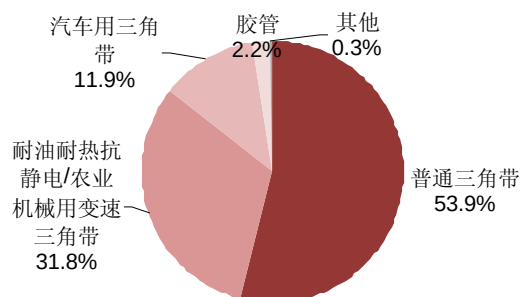
数据来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 5: 2010 年公司产品收入结构



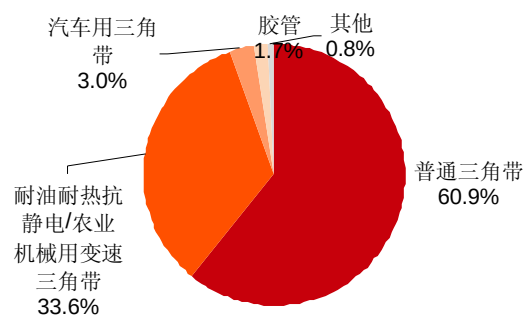
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 6: 2013 年公司产品收入结构预测



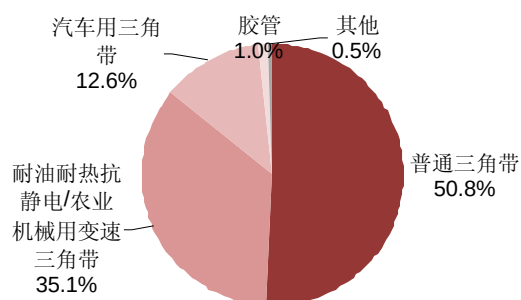
资料来源: 华泰联合证券研究所预测

图 7: 2010 年公司产品利润结构



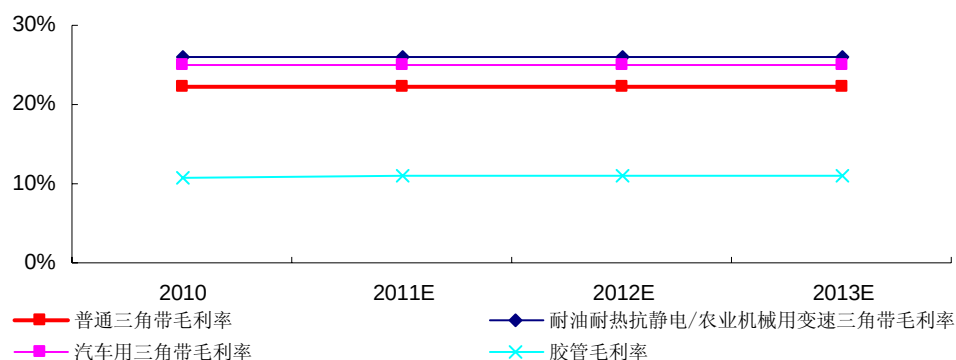
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 8: 2013 年公司产品利润结构预测



资料来源: 华泰联合证券研究所预测

图 9: 新产品毛利率高于传统产品



资料来源: 上市公司公告, 华泰联合证券研究所预测

技术和市场的积累是产品结构不断升级的保证

公司在三角带领域有着 20 多年的深耕细作，在产品技术和市场渠道方面有着长期的积累，这是公司能够不断进行产品结构升级的重要来源。

公司目前拥有遍布全国的营销网络，在 60 多个国家建立了销售渠道，这一方面使公司对市场信息非常敏感，可以将客户需求及时反馈到产品技术上，从需求角度不断刺激公司产品结构的升级；另一方面，经销商制的销售模式，使得公司具有较强的市场议价能力，2010 年以来的三次产品提价就有效地传导了上游原材料涨价带来的压力。

公司在产品技术上的积累主要体现在：

- 1、在新产品耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车用三角带等高档三角带产品产业化的基础上，加快已进入产业化准备阶段的 EPDM 汽车多楔带、纳米改性橡胶 V 带、欧瑞德高性能传动带和煤矿用阻燃抗静电 V 带等储备产品的产业化进程。
- 2、加快淘汰落后的工艺技术、设备，积极添置新设备、提高设备自动化程度，提高工作效率，降低人为因素对产品质量造成的影响，降低材料消耗；如公司 2010 年完成了溶剂汽油回收研发项目，并已被浙江省重大科技专项通过验收，申请了实用新型专利。硫化罐节能改造项目作为县级重大节能项目。
- 3、加快新技术、新材料和新工艺的研究和应用，例如各种先进的磨背、硫化、成型技术等等，公司在国内率先实现普通 V 带线绳化之后，又实现了切割 V 带、多楔带的聚酯线绳化、氯丁橡胶化，同时使用新材料特别是芳纶线绳、氢化丁腈橡胶、三元乙丙橡胶等在产品中应用。
- 4、目前公司研发中心，拥有各类技术研发人员，工业同步带、包边花园带（高强力低伸长节能传动带）、红龙 V 带、氯丁联组 V 带和切边花园带等一批新产品在不断研发过程中。

表格 2：三力士新产品开发情况

名称	应用领域	单独/合作情况	研发阶段
工业同步带	工业机械	独立	试样
包边花园带（高强力低伸长节能传动带）	花园机械	合作	试样
红龙 V 带	高强度工业	独立	立项研究
氯丁联组 V 带	农业机械	独立	试样
切边花园带	花园机械	独立	初样试生产

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

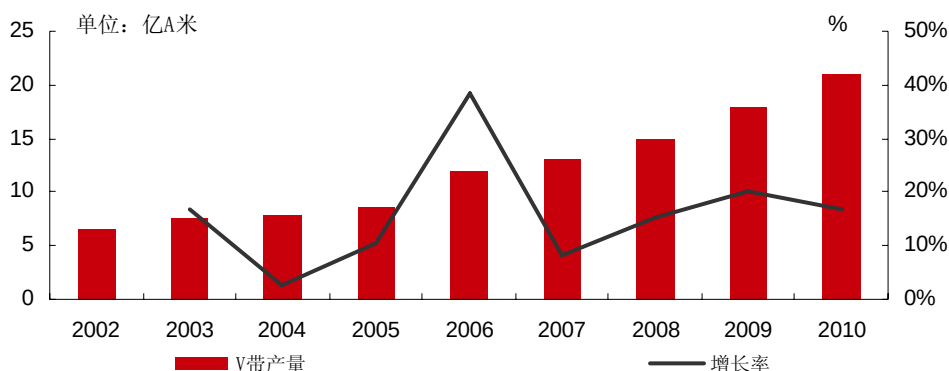
- 5、作为国内传动带行业的主要标准制定者，公司采用国际或国外先进标准修订了多个国家标准和行业标准。公司作为第一起草人负责重新修订新的《农业机械用变速传动带》国家标准。

国内三角带行业快速发展，产品面临结构升级

国内三角带市场快速增长

随着国内下游煤炭、冶金、矿山、电子通讯、汽车、火车、农机、化工、机械、建材、轻工、纺织等资源和制造行业的飞速发展，我国三角带市场在最近 10 年实现了快速增长，年均复合增长率在 15% 以上，产量从 2002 年的 6.54 亿 A 米增长至 2010 年的 21 亿 A 米，翻了三番。由于三角带的近出口规模基本相当，因此市场的供需基本处于平衡状态，我们预计未来增速将保持在 10% 左右。

图 10： 国内三角带产量快速增长



资料来源：中国橡胶工业协会胶管胶带分会，华泰联合证券研究所

产品结构升级成为必然出路

我们认为，在激烈的市场竞争和不断上涨的原材料价格面前，行业内的生产企业要想保持住，甚至提高自己的盈利能力，进行产品结构升级成为了必然的出路。

市场竞争激烈

目前，我国规模以上的生产胶带产品的橡胶企业超过 300 家，其中形成较大生产规模的 V 带企业数量较少。根据中国橡胶工业协会胶管胶带分会统计的资料，产量在 1000 万 A 米以上的企业不到 10 家，市场竞争激烈。另一方面，国外行业巨头纷纷在国内建厂，尽管整体规模不大，但其产品附加值高，占据了行业的高端市场。目前，全球非轮胎橡胶制品 50 强生产企业已经有 60% 以上都在国内设厂。

表格 3：主要外资竞争对手情况

公司名称	公司基本情况	国内情况
德国大陆	专业生产汽车和传动系统的传动带，占据欧洲中高端市场，在世界各地均有经销商，产品遍及全球	德国大陆（上海）有限公司（收购上海劳伦茨橡胶制品有限公司）
美国盖茨	创建于 1911 年，隶属于 Tomkins，拥有领先的汽车传动带生产开发水平，是全球最大的动力传动带	1995 年与日本霓塔合资成立盖茨优霓塔传动系统（苏州）有限公司，

	及汽车配件制造商。盖茨家族在 18 个国家拥有 70 家制造工厂和 20 个分销中心，为全世界汽车制造商提供数百种轿车和卡车的零部件	该公司是国内首家全外资专业生产传动带的制造厂。主要生产汽车和工业用带，多楔带、三角带。
德国欧皮特	始创于 1872 年，是著名的专业生产传动带的德国制造商。公司生产和销售各种传动、驱动系统。可生产的带种类达 9000 多种，其中工业 V 带占产量的大多数。但是 Optibelt 采取的销售方式是客户自定货，和为客户量身订做为导向，故虽然拥有一定的信誉，但是市场的占有量并不大。公司目前在欧洲有 6 家生产工厂，在全球各地有 23 个分公司	欧皮特传动系统(太仓)有限公司， 主要以工业带为主
日本霓塔	成立于 1885 年，尤其以优良的工业传动带生产载誉全球，专为世界各地的原装设备制造商提供各类产品及工程系统，包括工艺加工之平面皮带、路面衔接、桥乘、建筑用各类防震承托，并为许多制造项目设计生产自动化装置、高速传送系统以及半导体工业用的抛光垫和粘合液	1995 年与美国盖茨合资成立盖茨霓塔传动系统(苏州)有限公司，该公司是国内首家全外资专业生产传动带的制造厂。主要生产汽车和工业用带，多楔带、三角带。
日本板东	成立于 1906 年，是世界著名的胶带生产企业，同时生产建筑材料和化学合成成品等，从 1932 年就开始生产传动带产品，目前在世界非轮胎橡胶行业是前五十五强之一	1998 年在天津成立阪东机带(天津)有限公司，主要生产用于轿车发动机、汽车空调、二轮踏板车发动机、农业机械及大型客车所用的各种规格胶带。

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表格 4：主要国内竞争对手情况

公司名称	公司基本情况	国内情况
浙江三维橡胶制品公司	创建于 1990 年，主要生产普通 V 带和汽车 V 带、输送带和轮胎三大系列产品，是国家重点橡胶制品企业，近年还涉及房地产领域	三角带年生产规模在 1.5 亿-2 亿 A 米
河南尉氏县中原橡胶公司	创建于 1968 年，主要以三角胶带为主，集平型传动带、输送带、各种胶管、农用轮胎、汽车 V 带、橡胶杂件以及工业用布、帘子布、化工橡胶辅料、机械制造为一体的工业集团	三角带的年生产规模在 1 亿 A 米左右
浙江奋飞橡塑制品公司	创建于 1988 年，拥有普通 V 带生产流水线及运输带生产流水线，生产各种高性能输送带、传动带(含普通 V 带、窄 V 带、汽车 V 带、多楔带、同步带、齿形带、切边带)	三角带的年生产规模在 1 亿-1.5 亿 A 米

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

主要原材料价格持续上涨

近年来，随着原材料价格的不断上涨，特别是占比最大的天然橡胶价格在 2011 年上半年更是一度突破 40000 元/吨，而产品价格上涨的幅度和速度均落后于原材料，加之中低端市场的激烈竞争，三角带生产企业的利润空间被不断压缩。

图 11： 主要原材料天然橡胶期货价格持续上涨



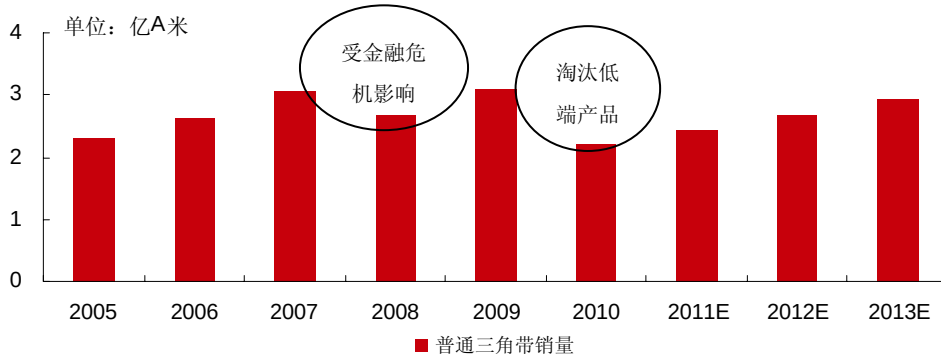
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

市场空间打开

公司普通三角带在产品升级中稳步增长

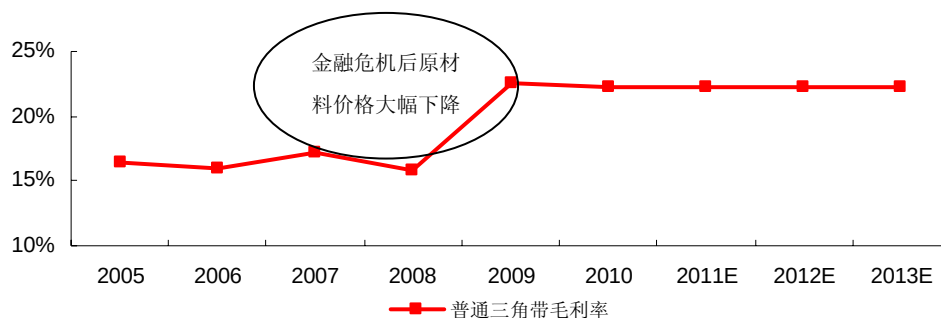
2010 年随着新产品耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车用三角带的投产，公司对普通三角带中的低端产品进行了较大幅度的调整，一些技术工艺落后、市场竞争激烈、附加值低的产品相继被淘汰。同时，由于公司长期在行业内处于领导地位，对下游渠道经销商的影响力很大，具有较强的议价能力，2010 年以来已经进行了 3 次产品提价。因此，2010 年公司普通三角带的毛利率，在原材料价格相比 2009 年大幅上涨的情况下，仍维持稳定。未来对于普通三角带产品，公司不在简单地追求产品规模的扩张，而是在保证盈利水平的前提下，随市场需求稳步增长。

图 12： 未来公司普通三角带销量稳步增长



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

图 13： 未来普通三角带毛利率保持稳定



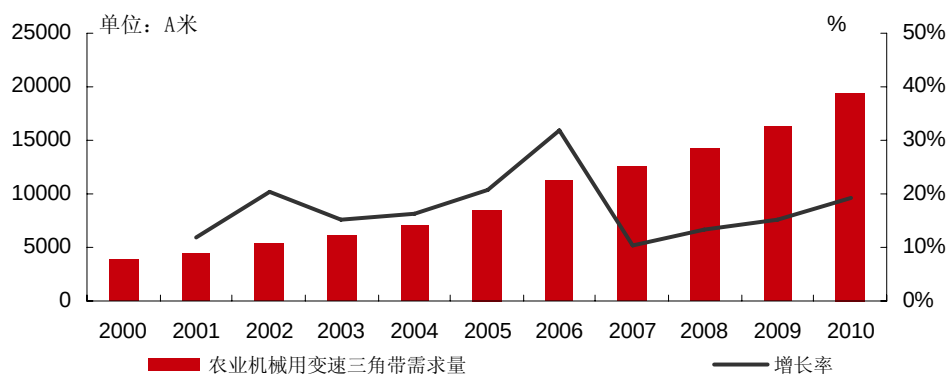
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

农业机械用变速三角带产品国内领先

目前，公司拥有年产 1 亿 A 米耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带的生产能力，由于两者是共线生产，同时公司在农业机械用变速三角带产品领域优势更为明显，需求量也更大，因此公司现在主要以生产农业机械用变速三角带为主。

国内农业机械用变速三角带市场，国外产品或外资产品占据了高端市场，国内企业主要生产中高端产品，但由于其耐磨性、耐冲击强度较差，一般使用寿命很短。农业机械用变速传动带主要用于联合收割机（占 50%左右），市场需求大约在 2 亿 A 米左右，市场规模在 5 亿-6 亿元，未来市场的增速将在 10%-15%。

图 14： 农业机械用变速三角带需求量保持快速增长



资料来源：华泰联合证券研究所

在农业机械用变速三角带领域，与国内企业相比，公司产品在规模、性能、使用寿命和市场网络等方面都具有领先优势；而与国外产品相比，公司产品价格优势明显。目前公司产品的性能和使用寿命可以达到国外产品的 70%，但价格只有国外产品 50%。因此，公司产品一经投产就占据 40%左右市场份额，目前市场供不应求。未来随着我国现代农业的发展，联合收割机等农用机械将得到更大范围的推广应用，同时公司产品品种的丰富和使用寿命的进一步延长，产品销量将逐步提高。

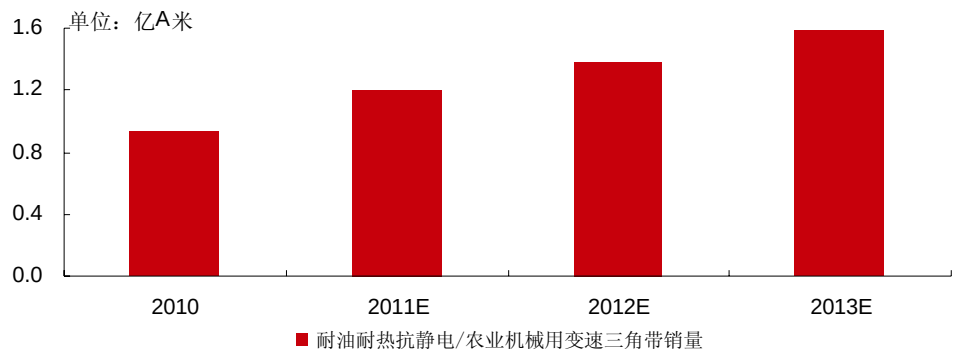
表格 5：农业机械用变速三角带领域主要国内竞争对手情况

公司名称	公司基本情况
马鞍山锐生工贸公司	原为马鞍山联农胶带厂，是专业的橡胶制品生产企业，产品涉及农机带、工业传送带、输送带，研制的收割机胶带直接为国内各家联合收割机厂配套
无锡市中良橡胶公司	生产的主要产品有 HC、HK、HM、3HB 等系列农机带、橡胶履带、普通 V 带以及各种切割式 V 带，系列农机带为福田重工、中收、沃得、约翰.迪尔等收割机厂定点配套
佳木斯环星机带公司	原为佳木斯胶带总厂，主要生产农机 V 带、普通 V 带、运输带及各种橡胶制品，已成为我国农机生产行业的主要配套厂家之一

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

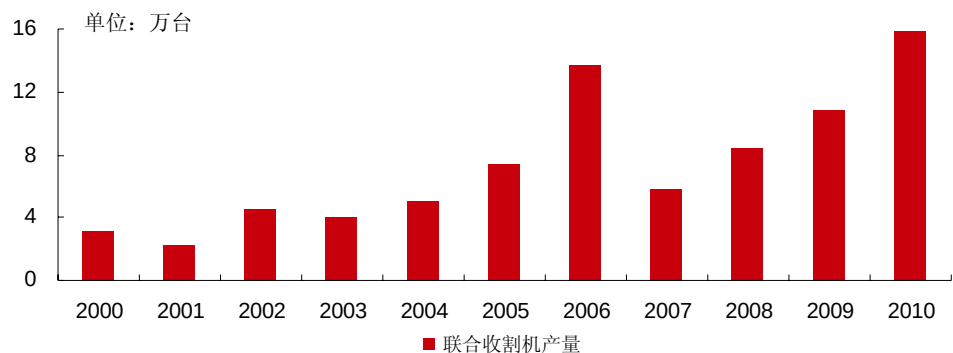
而目前公司少量生产的耐油耐热抗静电三角带产品主要用于出口，全球的市场规模在 12-15 亿 A 米，每年的需求量都比较稳定，未来随着公司产品在耐油、耐热和抗静电方面的性能提高，达到或接近国外产品水平，该产品的销量和所占比重都将显著提升。

图 15： 未来公司耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带销量将逐渐提高



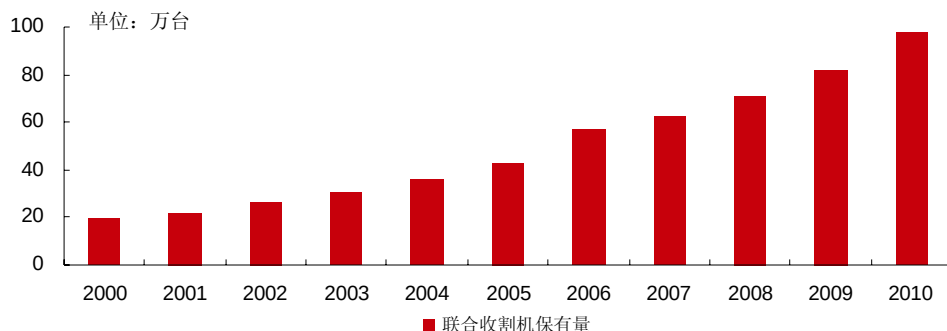
资料来源：中国橡胶工业协会胶管胶带分会，华泰联合证券研究所

图 16： 联合收割机销量近几年增长迅速



资料来源：CEIC，中国机电数据网，华泰联合证券研究所

图 17： 联合收割机保有量快速增长

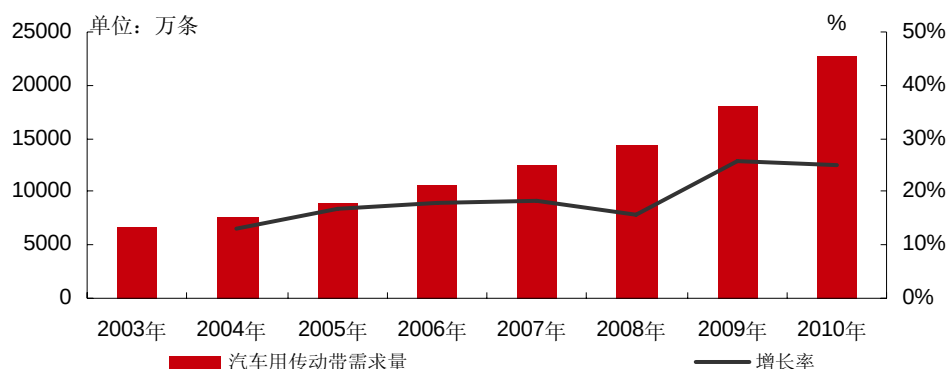


资料来源：CEIC，中国机电数据网，华泰联合证券研究所

汽车用三角带产品迅速崛起

汽车用传动带主要包括汽车 V 带、汽车多楔带和汽车同步带。目前，国内的市场需求超过 2.2 亿条，市场规模超过 25 亿元，未来市场的增速将在 20% 左右，目前公司汽车用三角带产品 2010 年刚刚投产，市场占有率还不足 1%。

图 18： 汽车用传动带市场需求快速增长



资料来源：华泰联合证券研究所

在汽车用三角带领域，公司的竞争对手主要有三类：第一类是国外汽车带生产厂家及其在中国的独资、合资企业，占据了中高端市场；第二类是国内汽车传动带专业企业，产品档次和价格均处中等水平，其产品可以直接配套部分汽车厂家和柴油机生产企业；第三类是国内众多的中小型企业，规模和技术能力都比较弱小，非常分散，没有形成品牌效应，也没有较强的研发能力。

注 1：汽车带产品用于汽车中的客车、货车和轿车，各种车辆使用传动带数量各有不同，一般为 3-4 条，客车最多为 8 条，其中汽车 V 带使用量较大，按平均 3 条/辆计算；而按 60% 的汽车平均使用 1 条汽车同步带计算，50% 的汽车平均使用 1 条汽车多楔带计算，因此使用量系数为 3/0.6/0.5 条/辆；

注 2：国内各种汽车 V 带按平均 1.5 年更换一次。汽车多楔带、汽车同步带按平均 2 年更换一次。

表格 6：汽车用三角带主要国内竞争对手情况

类别	主要竞争对手	特点
国外汽车带生产厂家及其在中国的独资、合资企业	美国盖茨、德国大陆、日本三星、日本阪东等	有较高的知名度和技术水准，得到了各大汽车生产厂家的较高认同，在汽配市场占据了中高档需求的大部分市场份额
国内汽车传动带专业企业	宁波裕江、无锡贝尔特、贵州大众和开封铁塔等	具有中等规模和实力，前期引进了国外生产设备，有一定的研发能力，产品档次和价格均处中等水平，其产品可以直接配套部分汽车厂家和柴油机生产企业
国内众多的中小型企业		规模和技术能力都比较弱小，非常分散，没有形成品牌效应，也没有较强的研发能力

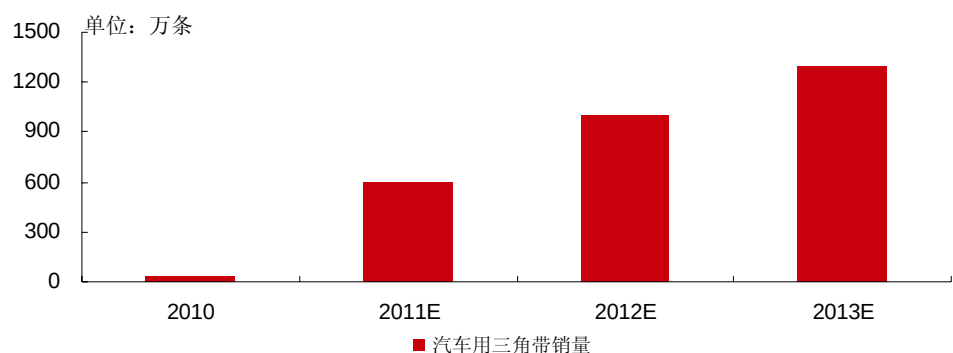
数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

与国内竞争对手相比，公司在综合实力、规模、品牌知名度、营销网络和资金技术实力等方面，都具有优势；而与国外竞争对手相比，公司虽然在技术水平和产品质量上存在一定差距。但公司产品在性价比、市场网络等方面具备竞争优势。

2010 年公司募投项目 1000 万条汽车用三角带产品顺利投产后，经过近一年的市场拓展，公司在汽车市场领域已经取得了初步成效，先后与广西玉柴、山东潍柴、吉利汽车、比亚迪汽车、上海通用五菱、江苏常柴、浙江新柴等汽车和发动机生产商签订了协议，我们预计公司将从 2011 年下半年开始大范围供货。

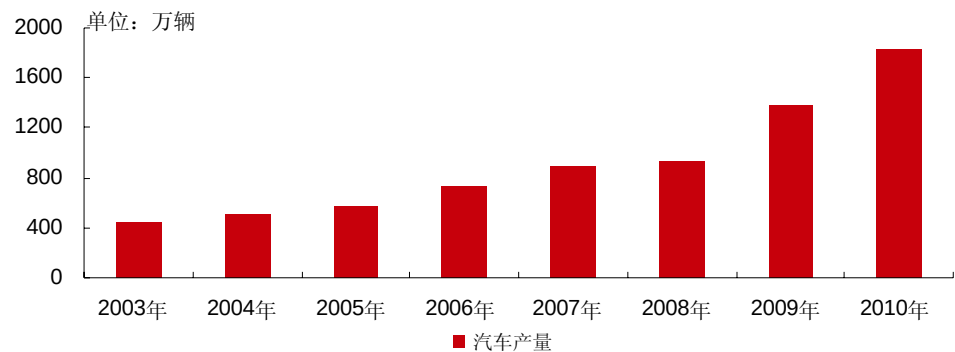
未来随着我国汽车保有量和销量的进一步增长，以及公司产品性能、使用寿命的提升和市场的进一步拓展，产品销量将快速增长。

图 19： 公司汽车用三角带销量快速增长



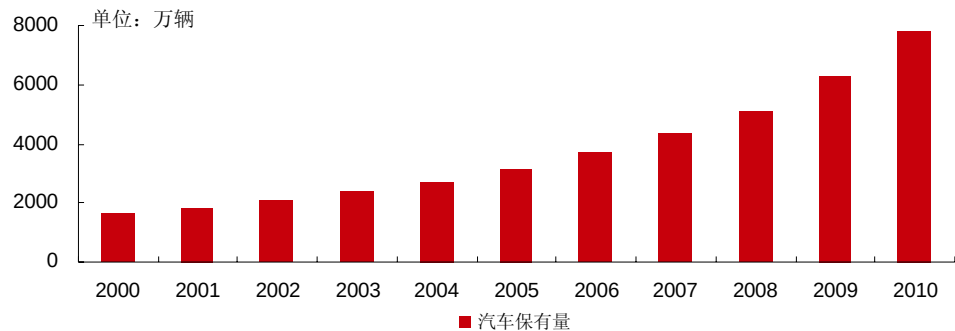
资料来源：华泰联合证券研究所预测

图 20： 国内汽车产量快速增长



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 21： 国内汽车保有量快速增长



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

未来随着产品结构的不断升级,我们预计,公司 2011-2013 年的每股收益将分别达到 0.52 元、0.60 元和 0.70 元。当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 20.6 倍、17.7 倍和 15.3 倍,2011 年 PS 只有 1.86,股价具有较高安全边际。作为三角带行业龙头,公司不断提升产品结构的发展模式,代表了中国传统制造业未来转型的方向,因此我们首次给予公司“买入”评级。

表格 7：可比公司估值对比

代码	公司名称	股价 (元/股)	PE (倍)			PS
			2010	2011	2012	
002381	双箭股份	17.58	55.83	28.46	19.34	1.82
300031	宝通带业	16.20	36.66	24.55	17.33	3.08
002391	永利带业	15.70	38.80	26.17	17.87	4.47
	平均		43.76	26.39	18.18	3.12
002224	三力士	10.66	27.32	20.63	17.70	1.86

数据来源：WIND、华泰联合证券研究所

表格 8：三力士盈利预测核心假设

名称	2010	2011E	2012E	2013E
普通三角带				
收入（百万元）	457.83	531.20	588.30	647.13
成本（百万元）	356.19	413.27	457.70	503.47
销量（亿 A 米）	2.20	2.43	2.67	2.94
价格（元/A 米）	2.08	2.19	2.20	2.20
单位成本（元/A 米）	1.62	1.70	1.71	1.71
毛利率	22.20%	22.20%	22.20%	22.20%
耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带				
收入（百万元）	215.18	288.43	331.70	381.45
成本（百万元）	159.09	213.44	245.46	282.27
销量（亿 A 米）	0.94	1.20	1.38	1.59
价格（元/A 米）	2.29	2.40	2.40	2.40
单位成本（元/A 米）	1.69	1.78	1.78	1.78
毛利率	26.07%	26.00%	26.00%	26.00%
汽车用三角带				
收入（百万元）	20.00	66.00	110.00	143.00
成本（百万元）	15.00	49.50	82.50	107.25
销量（万条）	200.00	600.00	1000.00	1300.00
价格（元/条）	10.00	11.00	11.00	11.00
单位成本（元/条）	7.50	8.25	8.25	8.25
毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
胶管				
收入（百万元）	26.00	26.00	26.00	26.00
成本（百万元）	23.20	23.14	23.14	23.14
销量（百万标米）	3.50	3.50	3.50	3.50
价格（元/标米）	7.43	7.43	7.43	7.43
单位成本（元/标米）	6.63	6.61	6.61	6.61
毛利率	10.76%	11.00%	11.00%	11.00%
其他业务				
收入（百万元）	1.80	2.29	2.65	3.01
成本（百万元）	0.52	1.14	1.32	1.50
毛利率	71.15%	50.00%	50.08%	50.14%
主营收入（百万元）	720.81	913.91	1058.65	1200.59
主营成本（百万元）	554.00	700.49	810.12	917.63
综合毛利率	23.14%	23.35%	23.48%	23.57%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

风险提示

- 1、原材料价格大幅度波动
- 2、汽车用三角带市场拓展不顺利

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	349	414	485	574	营业收入	721	914	1059	1201
现金	185	211	251	308	营业成本	554	700	810	918
应收账款	35	46	53	60	营业税金及附加	3	4	4	5
其他应收款	3	2	3	3	营业费用	40	50	58	66
预付账款	10	17	20	22	管理费用	51	66	78	87
存货	103	128	146	167	财务费用	4	-3	-4	-5
其他流动资产	0	9	12	15	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	250	303	343	379	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	208	265	307	345	营业利润	69	96	112	130
无形资产	17	15	13	12	营业外收入	0	4	4	4
其他非流动资产	0	20	19	19	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	599	717	828	952	利润总额	71	97	113	132
流动负债	149	191	205	218	所得税	9	15	17	20
短期借款	59	59	59	59	净利润	62	83	96	112
应付账款	54	61	73	83	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	71	73	76	归属母公司净利	62	83	96	112
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	72	117	139	162
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.39	0.52	0.60	0.70
其他非流动负	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	149	191	205	218	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	10	10	10	10	成长能力				
股本	133	160	160	160	营业收入	24.3%	26.8%	15.8%	13.4%
资本公积	112	85	85	85	营业利润	27.4%	39.0%	16.9%	16.2%
留存收益	195	271	367	479	归属母公司净利	31.0%	33.8%	16.5%	16.1%
归属母公司股	440	516	612	724	获利能力				
负债和股东权	599	717	828	952	毛利率(%)	0.0%	23.4%	23.5%	23.6%
现金流量表					净利率(%)	8.6%	9.0%	9.1%	9.3%
单位:百万元					ROE(%)	14.0%	16.0%	15.7%	15.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.6%	21.5%	21.7%	22.2%
经营活动现金	60	108	109	126	偿债能力				
净利润	62	83	96	112	资产负债率(%)	24.9%	26.7%	24.8%	22.9%
折旧摊销	0	24	31	38	净负债比率(%)	139.56	30.86	28.71	27.02
财务费用	3	-3	-4	-5	流动比率	2.34	2.17	2.36	2.63
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.64	1.50	1.65	1.86
营运资金变动	0	4	-15	-19	营运能力				
其他经营现金	58	1	1	0	总资产周转率	1.24	1.39	1.37	1.35
投资活动现金	-41	-78	-73	-75	应收账款周转率	22	21	20	20
资本支出	57	78	75	75	应付账款周转率	11.96	12.17	12.06	11.74
长期投资	0	0	-2	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新	0.39	0.52	0.60	0.70
筹资活动现金	-12	-4	4	5	每股经营现金流	0.38	0.68	0.68	0.79
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	2.81	3.23	3.83	4.53
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	44	27	0	0	P/E	27.32	20.63	17.70	15.25
资本公积增加	-43	-27	0	0	P/B	3.75	3.30	2.78	2.35
其他筹资现金	-13	-4	4	5	EV/EBITDA	24	14	11	10
现金净增加额	0	26	40	56					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在±10% 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合证券”) 客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息, 我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究, 但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易, 包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华泰联合证券研究所客户服务部, 并需注明出处为华泰联合证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn