

2011-11-18

原材料/化工

证券研究报告

公司研究 / 更新报告

三力士 (002224)

买入/维持评级

股价: RMB9.25

分析师

邵沙鏊

SAC 执业证书编号:S1000511090002

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

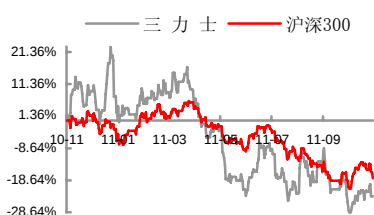
公司研究-三力士 (002224) 110916: 产业链延伸, 产品结构再升级 (买入)

公司研究-三力士 (002224) 110630: 产品结构不断提升的国内三角带行业龙头 (买入)

基础数据

总股本 (百万股)	160
流通 A 股 (百万股)	160
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,536

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

成本降低毛利率恢复, 拟定增募 投资项目助推未来成长

- 2011 年 Q4, 随着公司原材料价格的回落, 尤其是天然橡胶和合成橡胶的价格目前已经分别下降至 27000 元/吨左右和 21000 元/吨左右, 我们预计公司 2011 年 Q4 的业绩环比快速回升, 毛利率也将恢复到 2010 年的水平。而假设其他条件不变, 橡胶价格下跌 1000 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.05 元左右。
- 公司 2011 年营业收入的增长主要来自: 1、三角带产品规模的增加。我们预计公司普通三角带销量增长 5% 左右, 达到 2.36 亿 A 米。高端产品: 耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带的销量由 2010 年的 9400 万 A 米, 增加至 2011 年的 1.2 亿 A 米左右; 汽车用三角带由 2010 年的 200 万条, 增加至 2011 年的 300 万条。
- 特种橡胶带骨架材料项目是公司进行产业链延伸战略的重要体现, 同时也有效降低了公司原材料成本。公司目前采购骨架材料为性能优异的国外公司产品, 价格在 28000 元/吨, 而国内产品价格仅为 22000 元/吨。待募投资项目投产后, 公司可仅以国内产品的成本提供具有和国外公司产品相同性能和品质的产品, 因此, 即使不考虑利润, 采购成本的降低就可达到 6000 元/吨, 目前公司每年的消耗量在 3500-4000 吨, 降低成本 2100-2400 万元/年。我们假设公司增发 4000 万股, 该项目摊薄后增厚 EPS0.20 元。
- 目前公司高性能特种传动 V 带产品性能已达到国外同类产品的 80%, 待公司聘请的技术团队进入后, 该产品性能和品质有望完全达到国外同类产品水平。我们预计, 未来公司高性能特种传动 V 带产品的价格将达到 4.9 元/A 米 (不含税), 是目前公司产品价格的 2 倍。该项目是公司继推出耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车传动带后, 产品升级战略的又一重要表现。我们公司假设增发 4000 万股, 该项目摊薄后增厚 EPS0.10 元。
- 未来随着公司产品结构的不断升级和增发募投资项目投产, 以及原材料价格的下跌, 我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.34 元、0.51 元和 0.76 元, 继续给予公司“买入”评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅波动, 募集资金项目未能按时投产。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	720.8	891.0	962.0	1303.0
(+/-%)	24.3	23.6	8.0	35.4
归属母公司净利润(百万元)	61.7	55.0	81.0	121.0
(+/-%)	31.0	-10.9	47.3	49.4
EPS(元)	0.39	0.34	0.51	0.76
P/E(倍)	24.9	27.0	18.3	12.2

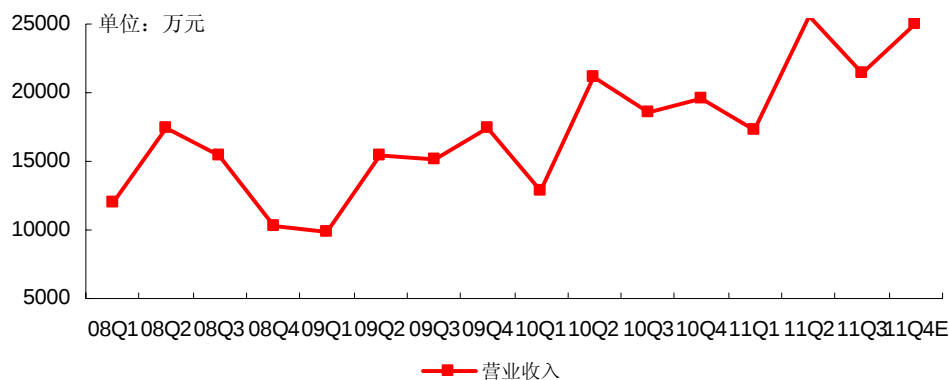
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2011 年 Q4 业绩和毛利率环比快速回升

2011 年 1-9 月公司的营业收入 6.42 亿元,净利润 3394.12 万元,综合毛利率 17.22%, EPS0.21 元。2011 年 Q4, 随着公司原材料价格的回落, 尤其是天然橡胶和合成橡胶的价格目前已经分别下降至 27000 元/吨左右和 21000 元/吨左右, 我们预计公司 2011 年 Q4 的业绩环比快速回升, 毛利率也将恢复到 2010 年的水平。而假设其他条件不变, 橡胶价格下跌 1000 元/吨, 公司 EPS 增厚 0.05 元左右。

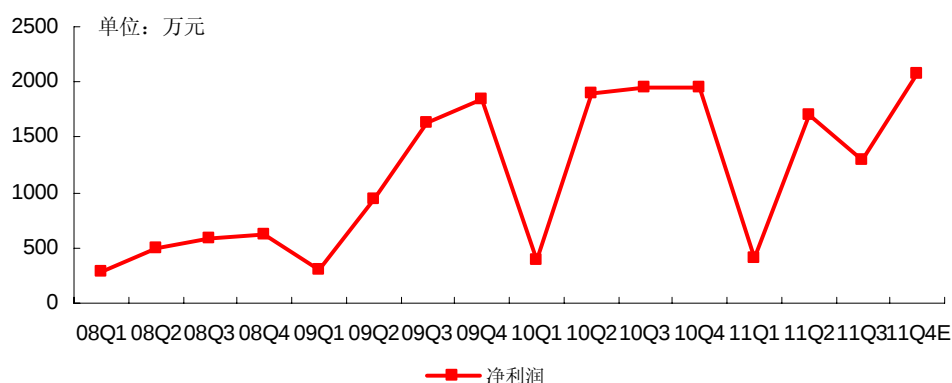
我们预计, 公司 2011 年全年的销售收入将达到 8.91 亿元左右, 同比增长 24%左右, 净利润将达到 5474 万左右, 同比下降 11%左右, 综合毛利率 20%, 同比下降 3.14 个百分点, EPS0.34 元。

图 1: 2011 年 Q4, 公司营业收入将环比回升



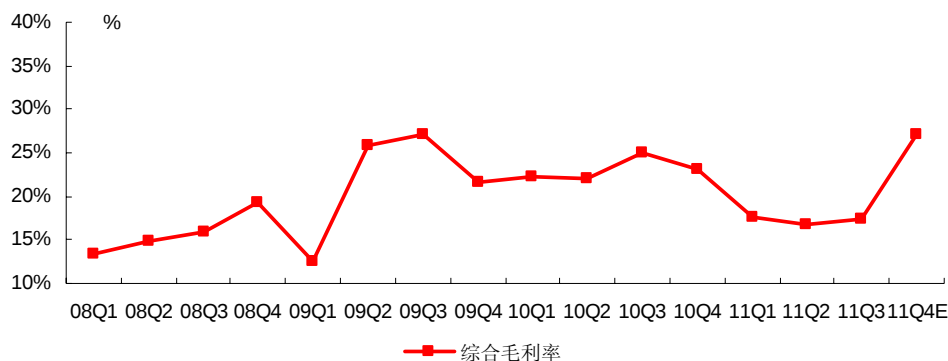
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 2: 2011 年 Q4, 公司净利润将环比快速回升



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

图 3: 2011 年 Q4, 公司综合毛利率将快速提升



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所预测

公司 2011 年营业收入的增长主要来自:

- 1、三角带产品规模的增加。我们预计公司普通三角带销量增长 5% 左右, 达到 2.36 亿 A 米。其中“惠尔”三角带 (低端产品) 的销量由 2010 年的 4000 万 A 米左右, 下降至 2011 年的 3000 万 A 米左右; 三力士”三角带 (中端产品) 的销量由 2010 年的 1.85 亿 A 米左右, 增加至 2011 年的 2.06 亿 A 米左右。我们预计公司高端产品: 耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带的销量由 2010 年的 9400 万 A 米, 增加至 2011 年的 1.2 亿 A 米左右; 汽车用三角带由 2010 年的 200 万条, 增加至 2011 年的 300 万条。
- 2、三角带价格的上涨。我们预计公司三角带价格整体上涨 10% 左右, 其中普通三角带价格由 2010 年的 2.25 元/A 米 (不含税), 上涨至 2.36 元/A 米 (不含税); 耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带价格由 2.25 元/A 米 (不含税), 上涨至 2.48 元/A 米 (不含税); 汽车用三角带价格由 10 元/条 (不含税), 上涨至 11 元/条 (不含税)。

公司 2011 年净利润下滑的原因主要是由于: 主要原材料价格的大幅度上涨, 尤其是天然橡胶和合成橡胶, 从而导致整个毛利率的下降, 我们预计 2011 年公司综合毛利率下降 3.14 个百分点, 由 2010 年的 23.14%, 下降至 2011 年的 20%。

拟增发募投项目助推公司未来成长

特种橡胶带骨架材料项目

特种橡胶带骨架材料产品具有阻燃、耐热耐油、耐高温、高伸长性等特种性能。主要包括: 阻燃输送带骨架材料、耐油耐高温胶带特种基布和高弹性橡胶带骨架材料, 三种产品各 3000 吨, 共 9000 吨, 三者可共线生产。产品定位于中高端市场, 具有高技术含量、高附加值、长寿命和性能优越等特点。

我们认为, 特种橡胶带骨架材料项目是公司进行产业链延伸战略的重要体现, 同时也有效降低了公司原材料成本。公司目前采购骨架材料基本为性能优异的国外公司产品, 其市场价格在 28000 元/吨左右, 而同类的国内产品的价格仅为 22000 元/吨。待募投项目投产后, 公司可仅以国内产品的成本提供具有和国外公司产品相同性能和品

质的骨架材料，因此，即使不考虑利润，骨架材料的采购成本的降低就可达到 6000 元/吨，而目前公司每年的骨架材料消耗量在 3500-4000 吨，降低成本 2100 万元-2400 万元/年。

我们预计，未来的骨架材料公司将有 50%自用，30%出口，20%在国内市场销售。公司骨架材料生产采用的是全套的德国技术和设备，并且出口的市场有一定保障。

此项目投资额 3.01 亿元，其中拟用募集资金 2.51 亿元。根据项目可研，预计项目建设周期为 20 个月，待项目完全达产后，可实现销售收入 3.5 亿元，净利润 4,078 万元，净利率 11.65%，增厚 EPS0.20 元（假设增发 4000 万股摊薄后）。

高性能特种传动 V 带项目

高性能特种传动 V 带通过采用高性能碳纳米管对氯丁橡胶进行改性实现橡胶配方的优化设计，使复合硫化的橡胶具有内在的“骨架”结构，因而具有强度高、耐 150~180℃ 的高温、并发挥阻燃及抗静电性等特点，可满足不同行业特殊环境下的机械传动系统，尤其是高温、高危场所。

以公司目前的技术实力，公司高性能特种传动 V 带的产品性能已经达到国外同类产品的 80%左右，待公司聘请的日本技术团队进入后，该产品性能和品质有望完全达到国外同类产品水平。我们预计，未来公司高性能特种传动 V 带产品的价格将达到 4.9 元 /A 米（不含税），是目前公司产品价格的 2 倍。

我们认为，拟用募集资金 1.12 亿元投资的 3000 万平方米高性能特种传动 V 带项目是公司继推出耐油耐热抗静电/农业机械用变速三角带和汽车传动带后，产品升级战略的又一重要表现。根据项目可研，预计项目建设周期 18 个月，待项目完全达产后，可实现销售收入 1.49 亿元，净利润 2,090 万元，净利率 14.03%，增厚 EPS0.10 元（假设增发 4000 万股摊薄后）。

内部技术改造继续降低成本

目前公司继续进行硫化工艺的技术改造，这将使公司的能源成本继续降低，2010 年公司的能源成本在 3000 万元左右，2011 年降至 2000 万元左右，2012 年有望继续将至 1000 万元左右。

储备新产品项目未来有望继续优化公司产品结构

公司 EPDM 汽车多楔带产品，目前已经完成中试，并在多家汽车发动机及整车企业进行试用，我们预计未来随着认证和试用的逐步推进，公司有望在 2013 年以后实现该产品的产业化。EPDM 汽车多楔带是汽车用传动带中的最高端产品，目前基本被国外企业所垄断，未来一旦该产品实现产业化，将有效提升公司的业绩和估值。

盈利预测与投资建议

未来随着公司产品结构的不断升级和增发募投项目投产，以及原材料价格的下跌，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.34 元、0.51 元和 0.76 元，继续给予公司“买入”评级。

表 1：公司盈利核心假设条件

年份	2011E	2012E	2013E
¹ 销量（亿 A 米）	3.56	3.74	4.17
² 橡胶消耗量（吨）	8000	8500	9500
³ 橡胶平均价格（万元/吨）	2.8	2.4	2.4
三角带平均售价（元/A 米）	2.33	2.33	2.48
综合毛利率（%）	14.29	18.90	18.94

资料来源：华泰联合证券研究所预测

1 销量仅指除汽车用三角带外的三角带产品

2 橡胶消耗量为天然橡胶和合成橡胶总消耗量

3 橡胶价格为合成橡胶和天然橡胶含税加权平均价格。

风险提示

- 1、原材料价格大幅波动
- 2、募集资金项目未能按时投产

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	404	431	552	营业收入	721	891	962	1303
现金	185	200	217	263	营业成本	554	713	743	994
应收账款	35	45	48	65	营业税金及附加	3	4	4	5
其他应收款	3	2	2	3	营业费用	40	49	53	72
预付账款	10	18	18	23	管理费用	51	64	71	94
存货	103	131	134	181	财务费用	4	-2	-3	-4
其他流动资产	13	9	11	16	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	63	94	141
无形资产	17	15	13	12	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	23	20	19	19	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	599	707	774	930	利润总额	71	64	95	143
流动负债	149	209	195	230	所得税	9	10	14	21
短期借款	59	75	59	59	净利润	62	55	81	122
应付账款	54	62	67	90	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	36	72	69	81	归属母公司净利	62	55	81	121
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	96	85	122	175
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.34	0.51	0.76
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	149	209	195	230	主要财务比率				
少数股东权益	10	10	10	10	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	133	160	160	160	成长能力				
资本公积	112	85	85	85	营业收入	24.3%	23.7%	7.9%	35.4%
留存收益	195	243	323	445	营业利润	27.4%	-8.8%	49.0%	51.1%
归属母公司股	440	488	569	690	归属母公司净利	31.0%	-11.4%	47.8%	50.3%
负债和股东权	599	707	774	930	获利能力				
					毛利率(%)	23.1%	20.0%	22.7%	23.7%
					净利率(%)	8.6%	6.1%	8.4%	9.3%
					ROE(%)	14.0%	11.2%	14.2%	17.6%
					ROIC(%)	20.4%	14.1%	18.7%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	24.9%	29.6%	25.2%	24.7%
					净负债比率(%)	39.56	35.96	30.23	25.67
					流动比率	2.34	1.93	2.21	2.40
					速动比率	1.64	1.31	1.52	1.61
					营运能力				
					总资产周转率	1.24	1.37	1.30	1.53
					应收账款周转率	21	21	20	22
					应付账款周转率	11.96	12.27	11.49	12.65
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新)	0.46	0.34	0.51	0.76
					每股经营现金流	0.38	0.51	0.65	0.73
					每股净资产(最)	2.75	3.05	3.56	4.32
					估值比率				
					P/E	23.95	27.04	18.30	12.17
					P/B	3.36	3.03	2.60	2.14
					EV/EBITDA	14	16	11	8

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 $\pm 10\%$ 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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。