

产品结构升级助力业绩大增，关注“智慧三力士”

2015年04月29日

推荐/维持

三力士

财报点评

——三力士（002224）2014 年年报及一季报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
王逸萌	联系人		
		wangym@dxzq.net.cn	010-66554039

事件：

公司发布 2014 年年报及 2015 年一季报，2014 年实现营业收入 9.70 亿元，同比增长 2.66%，归属于上市公司股东的净利润 1.97 亿元，同比增长 33.71%，扣非后净利润 1.96 亿元，同比增长 34.47%，基本每股收益 0.30 元，加权平均净资产收益率为 17.39%。

2015 年一季度营业收入为 1.68 亿元，同比增长 6.29%，归属于上市公司股东的净利润 2260 万元，同比增长 31.88%，扣非后净利润 2316 万元，同比增长 36.36%。

公司分季度财务指标

指标	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1
营业收入（百万元）	218.90	277.78	158.22	284.95	243.55	282.93	168.17
增长率（%）	4.77%	15.93%	-1.29%	-0.91%	11.26%	1.85%	6.29%
毛利率（%）	34.59%	34.24%	31.12%	37.69%	40.00%	36.43%	34.06%
期间费用率（%）	9.17%	15.55%	17.89%	8.03%	8.72%	16.59%	16.73%
营业利润率（%）	25.65%	18.63%	12.72%	28.28%	30.89%	18.38%	16.04%
净利润（百万元）	49.81	44.51	17.17	58.34	59.11	63.63	22.53
增长率（%）	100.46%	241.80%	117.89%	29.68%	18.69%	42.93%	31.20%
每股盈利（季度，元）	0.152	0.136	0.052	0.089	0.090	0.096	0.035
资产负债率（%）	13.19%	8.69%	9.94%	12.36%	11.63%	8.31%	7.18%
净资产收益率（%）	4.85%	4.14%	1.57%	5.07%	4.88%	4.97%	1.72%
总资产收益率（%）	4.21%	3.78%	1.42%	4.44%	4.32%	4.56%	1.60%

观点：

- **产品转型升级、原材料处于历史低位带来公司业绩大涨。**2014 年公司实现营业收入 9.70 亿元，同比增长 2.66%，完成 V 带销售 3.72 亿 A 米，同比减少 5.21%；实现扣非后净利润 1.96 亿元，同比增长 34.47%，销售毛利率为 36.83%，同比提高 5.22 个百分点。公司业绩大幅提高主要是由于 1) 公司处于产品结构升级换代的进程中，通过提高高档产品销售比例来逐步淘汰毛利低的产品；2) 公司凭借产品优异性能，在原材料天然橡胶处于历史价格低位时保持产品价格稳定，毛利率有效提高。另外，公司在三项费用上

同比基本持平，销售净利率从而同比大涨 4.87 个百分点至 20.45%。公司 2015 年一季度业绩继续保持高速增长，实现净利润 2260 万元，同比增长 31.88%。

- **公司募投项目完工日期推迟，对公司影响不大。**公司募投项目3000万A米高性能特种传动V带建成日期推迟，但2014年已贡献效益约1600万元，我们预计该项目将于15年2季度完全达产，将进一步加快公司产品结构升级进程，为公司带来新的盈利增长点。而13500吨特种橡胶带骨架材料项目进展较慢，此项目产品原计划为公司自用为主，目的是降低生产成本，因此项目完工延迟对公司经营影响不大。
- **公司用心推进智能自动化生产，打造“智慧三力士”。**公司专门聘请德国专家对生产区域进行智能化改造指导，人工成本有效降低，生产效率大幅提高，未来将实现部分无人车间。另外，公司将逐步扩展和完善电商平台，为实现“制造智能化、管理信息化、渠道扁平化、营销互联化”的“智慧三力士”战略发展规划打下了坚实的基础。

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。3000万A米高性能特种传动V带项目的投产将进一步推进公司产品结构升级，为公司带来新的盈利增长点。公司着力打造“智慧三力士”，从智能制造和电商平台入手，未来空间充满想象。我们预计公司2015年-2016年每股收益分别为0.42元、0.51元，对应PE分别为42X、34X，维持“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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	837	961	1158	1523	1807	营业收入	945	970	1277	1590	1782
货币资金	475	629	638	795	891	营业成本	646	613	813	1015	1135
应收账款	48	63	84	105	117	营业税金及附加	5	7	6	8	9
其他应收款	1	2	2	3	3	营业费用	43	40	45	56	62
预付款项	119	71	169	290	427	管理费用	78	84	96	114	125
存货	149	165	223	278	311	财务费用	2	-4	-2	6	7
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.87	1.12	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	340	434	581	706	632	公允价值变动收益	0.00	0.95	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	0	5	5	5	投资净收益	-0.38	-2.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	269	332	458	591	524	营业利润	170	228	318	390	444
无形资产	30	78	70	62	55	营业外收入	3.38	4.74	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	36	14	15	15	15	营业外支出	1.72	2.43	0.00	0.00	0.00
资产总计	1177	1396	1739	2229	2439	利润总额	172	230	318	390	444
流动负债合计	102	116	233	445	337	所得税	25	32	45	55	62
短期借款	0	20	119	314	196	净利润	147	198	273	335	382
应付账款	46	46	60	75	84	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	8	7	8	9	11	归属母公司净利润	148	197	273	335	382
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	203	261	372	470	525
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.46	0.30	0.42	0.51	0.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	102	116	233	445	337	成长能力					
少数股东权益	20	54	54	54	54	营业收入增长	6.7%	2.7%	31.7%	24.5%	12.1%
实收资本(或股本)	327	655	655	655	655	营业利润增长	112.6%	33.9%	39.5%	22.6%	13.8%
资本公积	318	94	94	94	94	归属于母公司净利润	118.0%	33.7%	38.5%	22.6%	13.8%
未分配利润	363	410	547	715	905	获利能力					
归属母公司股东权	1055	1225	1452	1730	2047	毛利率(%)	32%	37%	36%	36%	36%
负债和所有者权	1177	1396	1739	2229	2439	净利率(%)	16%	20%	21%	21%	21%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		13%	14%	16%	15%	16%
经营活动现金流	0	308	158	225	287	偿债能力					
净利润	147	198	273	335	382	资产负债率(%)	9%	8%	13%	20%	14%
折旧摊销	32	37	56	75	75	流动比率	8.18	8.29	4.98	3.42	5.36
财务费用	2	-4	-2	6	7	速动比率	6.72	6.87	4.02	2.80	4.44
应付帐款的变化	0	0	14	15	9	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	1	2	2	总资产周转率	0.95	0.75	0.81	0.80	0.76
投资活动现金流	0	-98	-202	-201	-1	应收账款周转率	22	18	17	17	16
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应付账款周转率	18.03	20.91	23.95	23.51	22.41
长期投资	3	0	5	5	5	每股指标(元)					
投资收益	0	-3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.30	0.42	0.51	0.58
筹资活动现金流	0	-56	54	133	-190	每股净现金流(最新)	0.00	0.23	0.01	0.24	0.15
短期借款	0	20	119	314	196	每股净资产(最新摊)	3.22	1.87	2.22	2.64	3.13
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	167	327	0	0	0	P/E	38.37	58.83	42.26	34.47	30.28
资本公积增加	182	-224	0	0	0	P/B	5.47	9.43	7.96	6.68	5.64
现金净增加额	0	154	9	157	96	EV/EBITDA	26.07	42.01	29.69	23.54	20.67

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

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。