安徽合力(600761)/专用设备　叉车龙头：下游需求增长超预期，未来受益国企改革

评级：买入(首次)

市场价格：13.18

目标价格：15—16

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email：wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email：zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

Email：fanwei@r.qlzq.com.cn

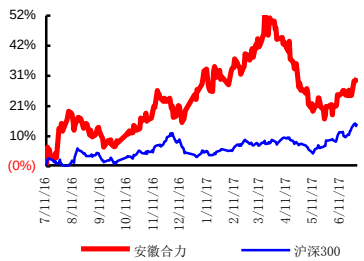
联系人：于文博

Email：yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	617
流通股本(百万股)	617
市价(元)	13.18
市值(百万元)	8,130
流通市值(百万元)	8,130

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》-2017.3.12

2 《工程机械：汽车起重机-继挖掘机之后，销量有望超预期》-2017.03.14

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5 685.68	6,200.62	7,550.14	9,294.93	11,109.18
增长率 yoy%	-15.15%	9.06%	21.76%	23.11%	19.52%
净利润	397.47	395.68	519.64	620.60	710.96
增长率 yoy%	-30.15%	-0.45%	31.33%	19.43%	14.56%
每股收益（元）	0.64	0.64	0.84	1.01	1.15
每股现金流量	0.89	1.27	0.64	0.98	1 28
净资产收益率	9.84%	9.18%	11.19%	11.79%	11.90%
P/E	20.72	19.83	15.53	13.00	11.35
PEG	—	—	0.50	0.67	0.78
P/B	2.04	1.82	1.74	1.53	1.35

备注：

投资要点

- **安徽合力：国内工业车辆行业龙头，充分受益于行业发展**

  公司为国内叉车行业龙头，其所处的工业车辆行业属于完全竞争性领域，行业集中度相对较高。根据行业协会预计，国内市场占有率前三名的企业合计占有62%的市场。公司下游行业包括制造业、交通运输业、仓储业等仍处于快速发展阶段，公司作为龙头将充分受益于下游行业的发展。

- **安徽合力：一季度公司业绩增长 29%，全年有望实现稳步增长**

  公司一季度收入 18.95 亿元，同比增长 29.09%；归母净利润达 1.04 亿元，同比增长 11.53%。公司销售毛利率稳步增长，2016 年达 22.51%。2017 年公司力争实现营业收入 68 亿元，期间费用控制在约 9.5 亿元。

- **工业车辆行业：受益宏观经济复苏，叉车销量增长稳定**

  1）国内市场：宏观经济复苏，基础设施建设拉动有效需求。国家实施的积极财政政策，基础设施建设保持较高增速、PPP 项目加速落地。国内工业车辆 2016 年实现销量 27 万台，同比增长约 14%。

  2）全球市场："一带一路"带动、美国加大基础设施建设。2016 年全球工业车辆市场规模突破至约 118 万台，同比增长约 8%。除中国市场外，西欧、美国等传统市场亦实现增长。从全球看，"一带一路"推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。

- **安徽合力：公司主营产品销售回暖，聚焦转型升级**

  1）国内龙头叉车企业，叉车业务占主营 97%。2016 年公司叉车产品毛利率达 22.57%，同比增加 0.52 个百分点。

  2）加快转型节奏，推进智能化建设。公司率先实现了符合国三排放标准产品的全面切换。并在产品智能化和工厂智能化方面取得突破。

  3）上下游客户较为分散，经营风险可控。上下游客户销售额占比较低。

  4）分红比例高，2016 年分红金额达 1.85 亿元。分工数额占上市公司普通股股东净利润比达 46.77%。

- **海外业务稳步推进，注重研发，完善产业链布局**

  1）公司 2016 年海外业务收入占比近 20%，海外产业布局集中于欧洲北美。
  2）公司加快向电动叉车转型。内电动叉车比例远低于国家水平，发展空间大。
  3）携手德国永力，转型车辆租赁。此业务国内处于起步阶段，发展空间广阔。

- 公司为工程车辆龙头，受益行业复苏。我们判断公司主营产品中内燃叉车销量保持稳定增长，电动叉车有望实现快速增长，公司全年业绩有望达 5.2 亿元。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84、1.01、1.15 元，对应 PE 为 16x、13x、11x。首次覆盖，给予"买入"评级。

- **风险提示：**宏观经济波动的风险；成本费用上升的风险；行业竞争的风险；产品结构调整风险。

内容目录

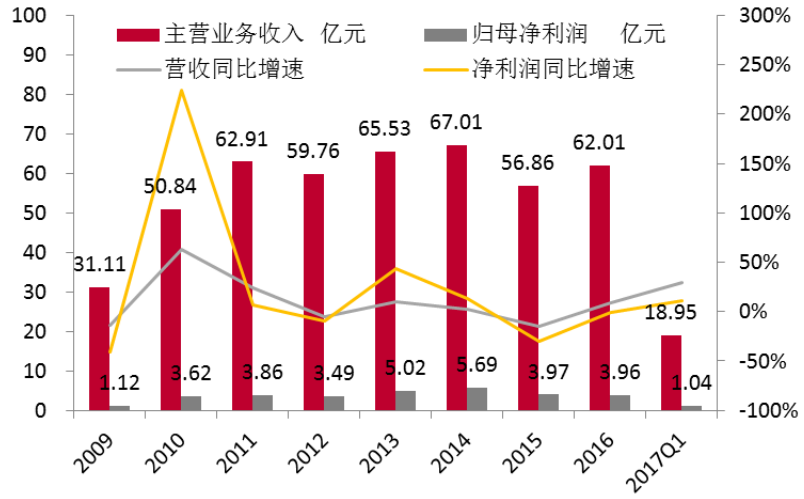
一、安徽合力：一季度业绩增长 29%，全年有望实现稳步增长 - 3 -
（1）一季度业绩同比增长 29%，业绩企稳迹象明显 - 3 -
（2）毛利稳步向上，公司经营性现金流充沛 - 3 -
（3）2017 年公司收入目标 68 亿元；公司战略瞄准国际化、智能化 - 4 -
二、工业车辆行业：受益宏观经济复苏，叉车销量增长稳定 - 4 -
（1）国内市场：宏观经济复苏，基础设施建设拉动有效需求 - 4 -
（2）全球市场："一带一路"带动、美国加大基础设施建设 - 5 -
（3）行业集中度高，龙头企业有望持续受益 - 6 -
三、安徽合力：公司主营产品销售回暖，聚焦转型升级 - 6 -
（1）国内龙头叉车企业，叉车占主营 97% - 6 -
（2）加快转型节奏，推进智能化建设 - 7 -
（3）上下游客户较为分散，经营风险可控 - 7 -
（4）分红比例高，2016 年分红金额达 1.85 亿元 - 7 -
四、海外业务稳步推进，注重研发，完善产业链布局 - 7 -
（1）公司 2016 年海外业务收入占比近 20% - 7 -
（2）公司海外产业布局集中于欧洲北美 - 8 -
（3）注重研发，加快向电动叉车的转型，关注环保叉车市场 - 8 -
（4）携手德国永力，迈入车辆租赁大门 - 8 -
五、安徽合力：背靠安徽国资委，受益国企改革 - 8 -
六、投资建议：目标价 15-15.5 元，首次覆盖，给予"买入"评级 - 9 -
七、风险提示 - 10 -

一、安徽合力：一季度业绩增长 29%，全年有望实现稳步增长

（1）一季度业绩同比增长 29%，业绩企稳迹象明显

- 公司发布 2017 年一季报。一季度收入 18.95 亿元，同比增长 29.09%；归母净利润达 1.04 亿元，同比增长 11.53%。
- 2016 年，公司实现收入 62.00 亿元，同比增长 9.06%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比降低-0.45%，基本持平。扣除非经常性损益的净利润 3.33 亿元，同比增长 7.84%。

图表 1：公司业绩企稳，2017 年有望实现稳步增长

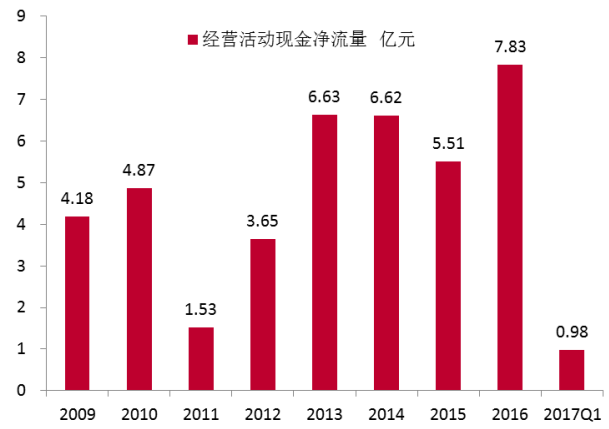


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

（2）毛利稳步向上，公司经营性现金流充沛

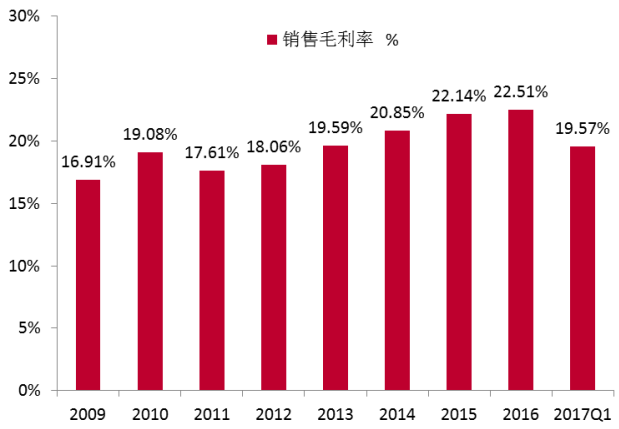
- 2016 年，公司销售毛利率为 22.51%。2017 年一季度公司毛利率达到 19.57%，同比下降 2.35 个百分点，环比下降 2.94 个百分点。
- 2016 年，公司经营现金流量为 7.83 亿元，同比增长 42.09%，达上市以来最高值。

图表 2：2016 年公司经营现金流最高达 7.8 亿元



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 3：公司近年来销售毛利率稳步提升



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

（3）2017 年公司收入目标 68 亿元；公司战略瞄准国际化、智能化

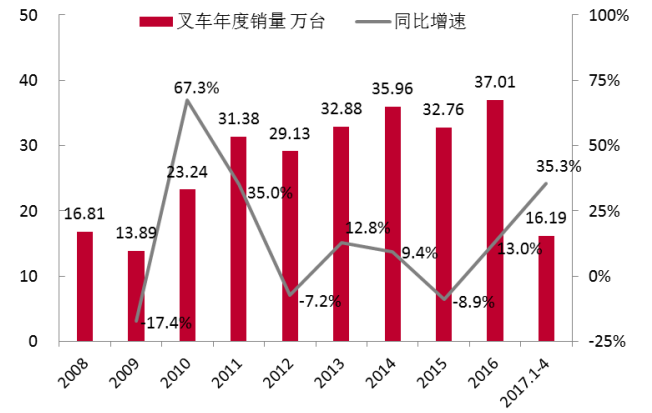
- 公司年报披露：2017 年公司力争实现营业收入 68 亿元，期间费用控制在约 9.5 亿元。
- 公司未来将根据市场需求变化，着力加快产品升级换代步伐，进一步推进国际化、智能化、后市场等战略举措。公司经营理念：一是继续发挥技术创新优势，针对区域市场特点，丰富整车系列；二是继续深化服务领先战略，提升市场综合服务能力，加快国际化步伐。

二、工业车辆行业：受益宏观经济复苏，叉车销量增长稳定

（1）国内市场：宏观经济复苏，基础设施建设拉动有效需求

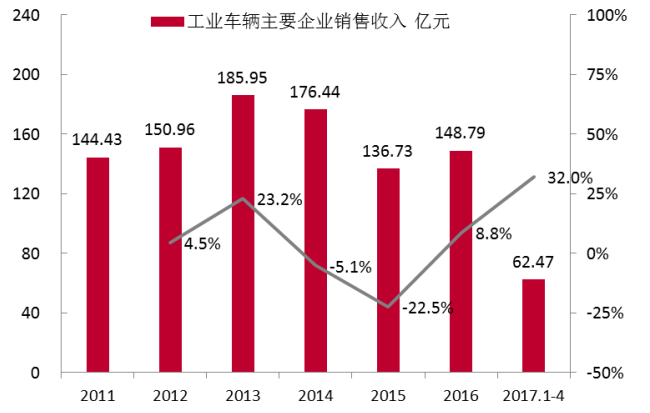
- 2016 年全球经济在深度调整后曲折复苏，国际贸易和投资活动开始恢复，大宗商品市场持续上涨，贸易保护主义抬头；同时，国内经济正处于新旧增长动能转换的关键时期，随着“供给侧”改革、“一带一路”建设、PPP 项目投资等国家战略、举措的深入推行，国内制造业开始温和复苏。
- 由于工业车辆产品适用领域较为广泛，因而其周期性与宏观经济的整体运行情况密切相关。根据公司年报披露，受益于需求端的改善，国内工业车辆市场实现全年总销量约 27 万台，同比增长约 14%。其中平衡重类产品增长约 13%， 电动仓储类产品增长约 18%。

图表 4：国内叉车销量中长期看稳步增长



来源：wind，中泰证券研究所

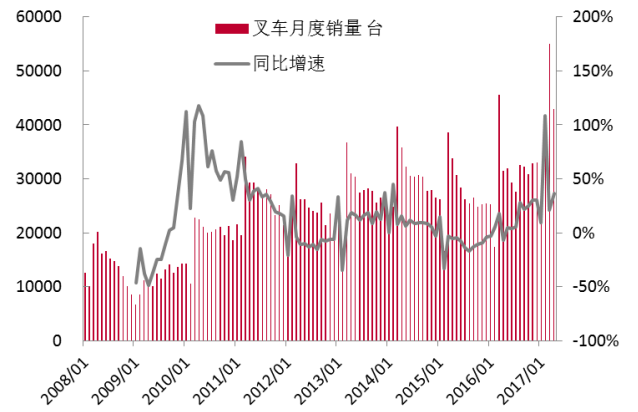
图表 5：2016 年起工业车辆企业销售收入触底反弹



来源：wind，中泰证券研究所

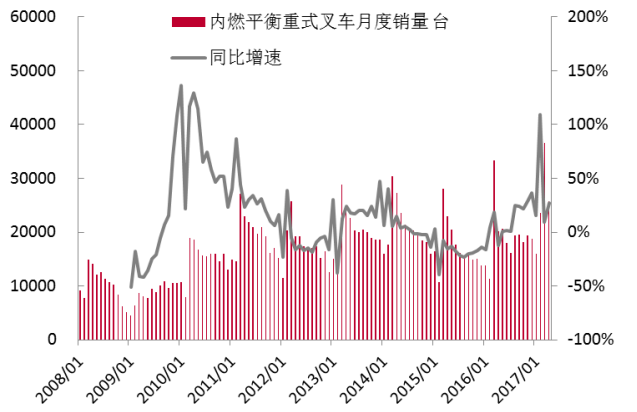
- 叉车作为工业搬运车辆，受益于整体宏观经济的复苏。与其他工程机械略有区别则是，**叉车的受影响程度小于其他工程机械。**
- **近 10 年来，国内叉车销量大趋势在增长，小趋势为局部波动。**根据行业协会数据，2011 年至今，历年的叉车年销量稳定在 30 万台左右。我国叉车月销量于 2017 年 3 月达到近 10 年最高值 55064 台。
- **国内市场空间很大：**国家实施的积极财政政策，基础设施建设保持较高增速、PPP 项目加速落地；我国基础设施和民生领域有许多短板，产业亟需改造升级，有效投资仍有很大空间。

图表 6：国内叉车 3 月销量创新高，达 5.5 万余台



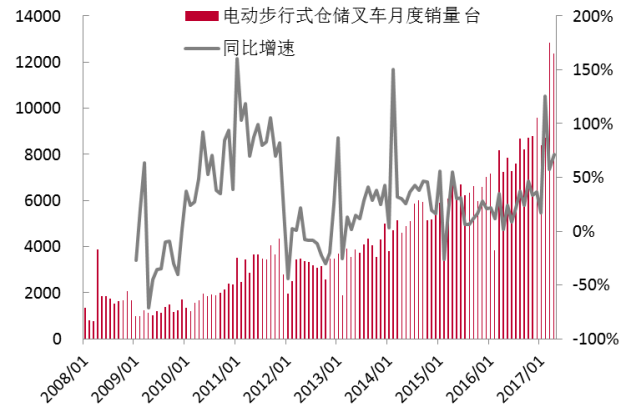
来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：内燃平衡重式叉车占比最大



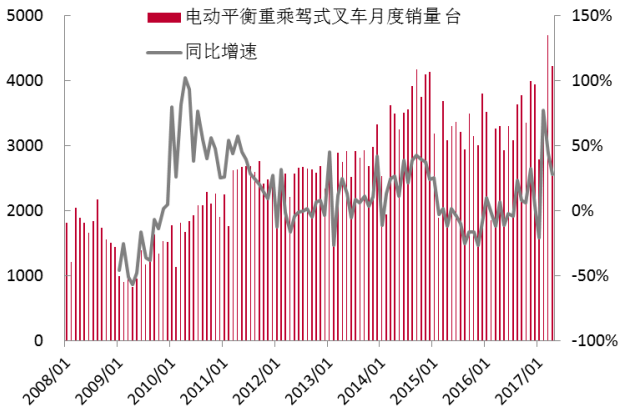
来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：电动步行式仓储叉车增长迅速



来源：wind，中泰证券研究所

图表 9：电动平衡重乘驾式叉车平稳增长

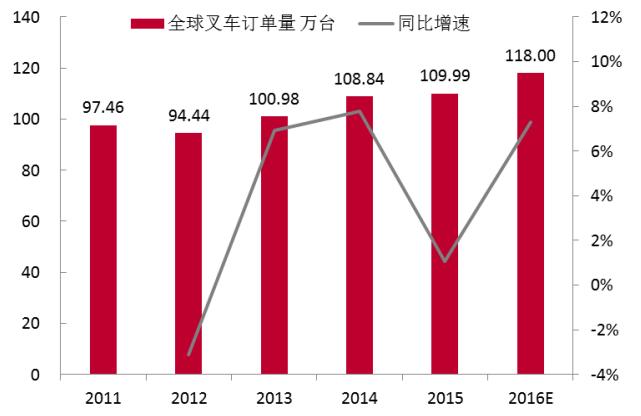


来源：wind，中泰证券研究所

（2）全球市场："一带一路"带动、美国加大基础设施建设

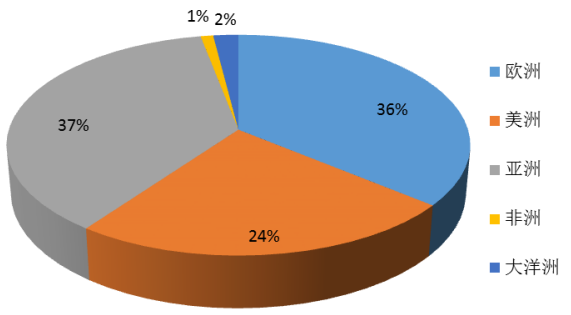
- 从全球看，"一带一路"推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。特朗普政府推行积极财政与加大基础设施建设的经济政策，并已于 2017 年 3 月向美国国会提交了超万亿美元的基础设施建设计划，超竞选承诺的 5500 亿美元，带来海外市场重大的战略发展机遇。
- 根据行业协会数据及公司年报数据，全球工业车辆市场规模 2016 年突破至约 118 万台，同比增长约 8%。除中国市场外，西欧、美国等传统市场亦实现增长。

图表 10：全球叉车规模稳步增长，16 年 118 万台



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：世界工业车辆总订单量，欧美亚占比最大



来源：公司公告，中泰证券研究所

（3）行业集中度高，龙头企业有望持续受益

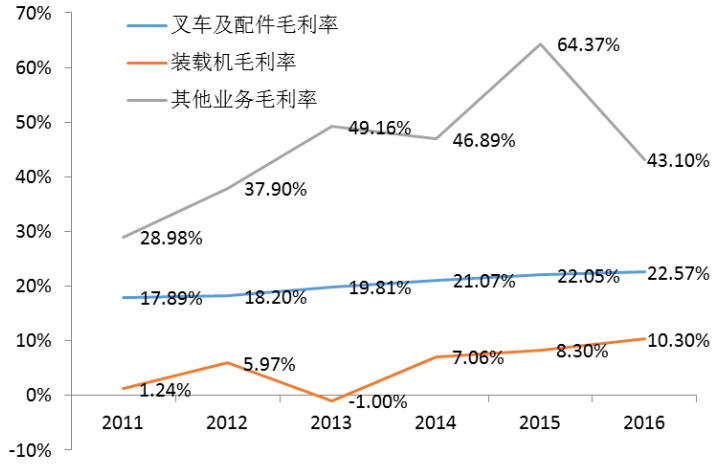
- **工业车辆行业属于完全竞争性领域，行业集中度相对较高。**根据行业协会预计，国内市场占有率前三名的企业合计占有 62%的市场，市场占有率前五名的企业合计占有 70%的市场，市场占有率前十名的企业合计占有 82%的市场。
- **从短期来看，**随着制造业的逐步复苏，国内工业车辆市场需求逐渐转暖，平衡重类车辆、仓储类车辆销量均呈现增长趋势。**从中长期来看，**由于国内物流成本仍相对较高，物流效率仍有较大改善空间，同时伴随新兴产业的壮大，工业车辆的应用领域和规模仍将扩大。
- **长期看好新能源车及后市场：**随着社会环保意识的增强和市场需求的不断丰富，新能源车辆、智能车辆和后市场业务将成为未来发展重点，市场将由单一价格竞争向为客户提供差异化产品和综合服务转型。

三、安徽合力：公司主营产品销售回暖，聚焦转型升级

（1）国内龙头叉车企业，叉车占主营 97%

- 公司市占率近 30%，连续 25 年排名业内第一。
- 公司叉车产品 2016 年总收入 60.33 亿元，占公司总收入的 97.31%。对比与叉车另一巨头杭叉集团，企业的营收能力优于杭叉集团。
- 2016 年，公司叉车产品毛利率达到 22.57%，同比增加 0.52 个百分点。装载机的毛利率为 10.30%，同比增长 2 个百分点。
- 公司现已形成以合肥本部为中心，以宝鸡合力、衡阳合力、盘锦合力为西部、南方、北方生产基地，以合肥铸锻厂、蚌埠液力公司、安庆车桥厂等核心零部件体系为支撑的产业布局。

图表 12：主营业务占比最大的叉车毛利率稳步提升



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

（2）加快转型节奏，推进智能化建设

- 公司率先实现了符合国三排放标准产品的全面切换，先后推出五大系列 294 个新型产品，包括完成 K 系列产品升级换代，推出 G2 系列、H3 系列内燃和电动产品。
- **在产品智能化方面，**公司与专业研究机构合作，建立完成了自动运搬设备车辆及控制系统、应用场景综合实验和车辆性能测试，并在上海宝马展上成功展示了合力智能物流管理系统。
- **在工厂智能化方面，**公司在焊接、打磨、涂装等制造环节应用智能化设备，进一步提高生产效率和产品品质，缩短交货期。

（3）上下游客户较为分散，经营风险可控

- 2016 年前五名客户销售额 6.61 亿元，占年度销售总额 10.65%；其中前五名客户销售额中关联方销售额 1.20 亿元，占年度销售总额 1.93%。前五名供应商采购额 5.74 亿元，占年度采购总额 16.78%；采购无关联交易。上下游客户较为分散，经营风险可控。

（4）分红比例高，2016 年分红金额达 1.85 亿元

- 2016 年公司每 10 股加送红股 2 股，每 10 股派息 3 元，为近 3 年最高值。
- 2016 年公司现金分红数额达 1.85 亿元，远超 2015 年的 1.23 亿元，同比增长率达 50.4%。分工数额占上市公司普通股股东净利润比也由 2015 年的 31.04%增加至 2016 年的 46.77%。

四、海外业务稳步推进，注重研发，完善产业链布局

（1）公司 2016 年海外业务收入占比近 20%

- 2016 年，公司国际业务稳步推进，实现国际销售收入 10.04 亿元。公司

海外收入占比达到 17.80%。公司近 5 年来国外收入稳定在 10 亿元左右，占总营收百分比稳定于 15%左右。

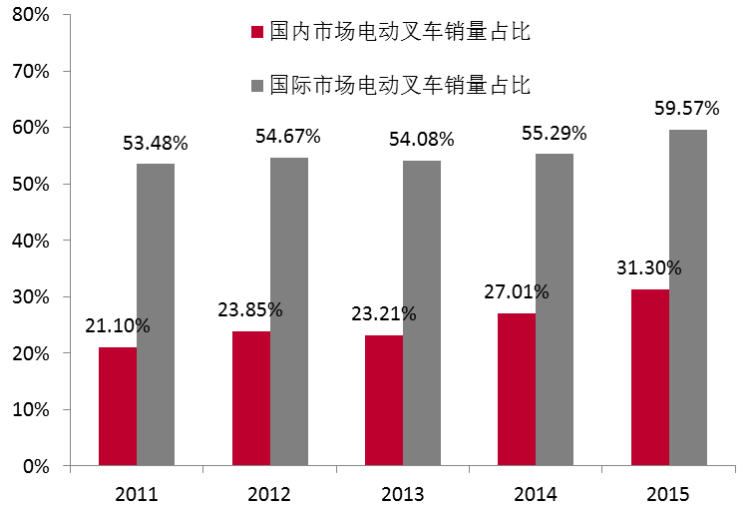
（2）公司海外产业布局集中于欧洲北美

- 公司根据不同地区市场需求，适时调整产品结构；增资合力欧洲中心，完善区域辐射功能。
- 目前在海外 80 个国家和地区建立了海外代理网络，产品销往世界 140 个国家和地区，口到欧美的产品量占公司总出口量的 60%。

（3）注重研发，加快向电动叉车的转型，关注环保叉车市场

- 2016 年全年研发投入 2.69 亿元，主要用于工业车辆产品升级换代、品类拓展以及基础技术研究等方面，以进一步巩固公司核心竞争优势。
- 我国目前电动叉车比例较低，2015 年我国电动叉车比例为 31.30%，远远低于全球平均值 59.57%的比例，国内内燃平衡重式叉车占据主要市场份额。公司新型小轴距叉车、电动仓储类产品满足了不同区域、行业的市场需求。同时公司锂电、混合动力等新能源叉车得到用户广泛认可。

图表 13：国内电动叉车比例远低于国家水平，发展空间大



来源：世界工业车辆统计协会，中泰证券研究所

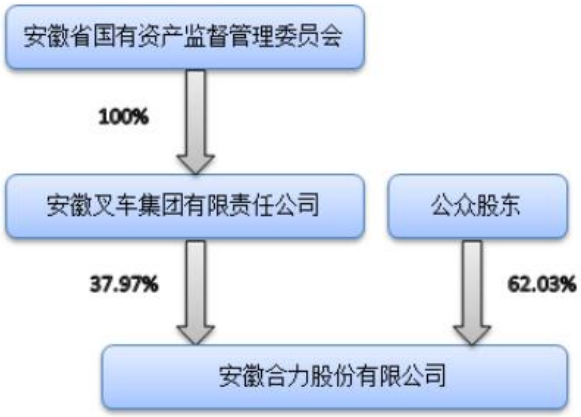
（4）携手德国永力，迈入车辆租赁大门

- 近年来，国外叉车租赁市场蓬勃发展，租赁收入逐渐成为成熟发达市场的主营收入之一。此项业务在国内处于起步阶段，发展空间广阔。
- 2015 年 12 月 18 日，公司决定与德国永恒力集团所属全资子公司在上海市联合发起设立中德合资“永恒力合力工业车辆租赁有限公司”。主要从事工业车辆及相关设备租赁等业务，此公司于 2016 年 3 月正式成立，标志着企业迈入车辆租赁大门，完善产业链布局。

五、安徽合力：背靠安徽国资委，受益国企改革

- 安徽叉车集团有限公司为公司的最大股东，持有公司股份的 37.97%。而安徽国资委持有安徽叉车集团有限公司 100%的股份，为公司实际控制人。
- 公司 2015 年 6 月公告：叉车集团拟在集团层面实施管理层和技术骨干持股，实现产权多元化，该事项实施后叉车集团将由国有独资公司变更为国有控股公司。预计公司国企改革后，企业活力将进一步迸发。

图表 14：安徽合力公司股权结构，安徽国资委为实际控制人



来源：公司公告，中泰证券研究所

六、投资建议：目标价 15-16 元，首次覆盖，给予“买入”评级

- **盈利预测依据：**1）公司叉车产品主要应用的下游行业：制造业、交通运输业、仓储业等的温和复苏将带动叉车销量需求稳定增长。2）公司为工程车辆龙头，将充分受益行业复苏。3）公司新式内燃叉车、电动叉车的创新研发进步保持领先。4）除叉车主营外，公司的智能化建设（工厂智能化与产品智能化）进度有望超预期。
- **盈利预测：**我们判断公司内燃叉车销量保持稳定增长，电动叉车有望实现快速增长，预计 2017-2019 年 75.5、92.9、111.1 亿元；实现净利润 5.2、6.2、7.1 亿元，同比增长 31.33%、19.43%、14.56%，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.84、1.01、1.15 元，PE 为 16x、13x、11x。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 15：相似产业链公司估值比较：安徽合力估值相对偏低

上市公司	代码	股价(元)	EPS（元）					PE（倍）				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
安徽合力	**600761.SH**	**13.10**	**0.64**	**0.64**	**0.84**	**1.01**	**1.15**	**22**	**19**	**16**	**13**	**11**
诺力股份	603611.SH	26.67	0.68	0.91	1.30	1.62	1.91	63	41	21	16	13
杭叉股份	603298.SH	20.41	0.67	0.76	0.81	0.96	1.25	-	42	25	21	16
三一重工	600031.SH	8.14	0.02	0.03	0.34	0.44	0.51	-	169	24	19	16
徐工机械	000425.SZ	3.67	0.01	0.03	0.10	0.14	0.19	-	116	38	26	20
平均									**77**	**25**	**19**	**15**

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.06.28，除安徽合力外估值均为 wind 一致性预期）

七、风险提示

- **宏观经济波动的风险：**公司产品的下游为物流业、仓储业等，其发展与宏观经济形势具有较强的相关性，公司的营业业绩有可能受到宏观经济周期性波动的影响。
- **成本费用上升风险：**公司主要产品生产所需要的原材料占成本比例达85%，其中钢材占比最高，其价格变化将会影响相关配套件、自制件价格和成本。去年以来大宗原材料价格大幅上涨，导致公司产品成本费用进一步上升。
- **行业竞争的风险：**近年国内工业车辆行业吸引众多企业纷纷涉足，部分国际行业品牌通过收购、兼并等方式进入国内中低端市场，部分工程机械企业、汽车企业也参与其中，行业竞争形势进一步加剧。
- **产品结构调整风险：**随着环保意识的增强及社会需求的多样化，未来新能源车辆、仓储车辆、智能车辆等产品将获得更多的发展机会。另外，随着国内市场的不断成熟和企业轻资产运营模式的兴起，车辆租赁、金融服务、再制造等后市场业务也存在较大的发展空间。如果公司产品和服务不能适应市场需求结构调整，将面临需求转型的风险。

图表 16：安徽合力三张表

损益表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**6,700,950**	**5,685,682**	**6,200,619**	**7,550,137**	**9,294,931**	**11,109,177**
增长率	*2.25%*	*-15.2%*	*9.1%*	*21.8%*	*23.1%*	*19.5%*
营业成本	-5,303,517	-4,426,780	-4,804,834	-5,834,282	-7,132,345	-8,549,351
% 销售收入	*79.1%*	*77.9%*	*77.5%*	*77.3%*	*76.7%*	*77.0%*
毛利	1,397,434	1,258,902	1,395,785	1,715,854	2,162,586	2,559,826
% 销售收入	*20.9%*	*22.1%*	*22.5%*	*22.7%*	*23.3%*	*23.0%*
营业税金及附加	-34,783	-42,123	-58,008	-65,686	-82,725	-101,094
% 销售收入	*0.5%*	*0.7%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-339,199	-335,595	-363,522	-437,908	-539,106	-644,332
% 销售收入	*5.1%*	*5.9%*	*5.9%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.8%*
管理费用	-438,526	-466,013	-477,983	-604,011	-743,595	-888,734
% 销售收入	*6.5%*	*8.2%*	*7.7%*	*8.0%*	*8.0%*	*8.0%*
息税前利润（EBIT）	584,925	415,171	496,272	608,249	797,161	925,666
% 销售收入	*8.7%*	*7.3%*	*8.0%*	*8.1%*	*8.6%*	*8.3%*
财务费用	-1,153	16,538	9,956	27,351	34,795	48,548
% 销售收入	*0.0%*	*-0.3%*	*-0.2%*	*-0.4%*	*-0.4%*	*-0.4%*
资产减值损失	-22,908	-31,623	-39,648	-45,726	-52,134	-55,229
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	28,883	35,386	43,287	35,852	38,175	39,105
% 税前利润	*4.0%*	*7.0%*	*7.8%*	*5.1%*	*4.3%*	*3.8%*
营业利润	589,746	435,473	509,867	625,726	817,997	958,089
营业利润率	*8.8%*	*7.7%*	*8.2%*	*8.3%*	*8.8%*	*8.6%*
营业外收支	131,973	70,517	42,630	81,707	64,951	63,096
税前利润	**721,719**	**505,990**	**552,497**	**707,433**	**882,948**	**1,021,185**
利润率	*10.8%*	*8.9%*	*8.9%*	*9.4%*	*9.5%*	*9.2%*
所得税	-114,843	-77,638	-93,044	-113,189	-154,516	-194,025
所得税率	*15.9%*	*15.3%*	*16.8%*	*16.0%*	*17.5%*	*19.0%*
净利润	606,876	428,352	459,454	594,244	728,432	827,160
少数股东损益	37,858	30,887	63,770	74,599	107,828	116,197
归属于母公司的净利润	**569,019**	**397,465**	**395,684**	**519,644**	**620,604**	**710,963**
净利率	*8.5%*	*7.0%*	*6.4%*	*6.9%*	*6.7%*	*6.4%*

现金流量表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	606,876	428,352	459,454	594,244	728,432	827,160
少数股东损益	0	0	0	74,599	107,828	116,197
非现金支出	212,663	220,095	223,755	217,414	221,516	222,829
非经营收益	-31,326	-59,924	-67,608	-117,559	-103,126	-102,201
营运资金变动	-126,634	-37,324	167,635	-297,551	-242,610	-156,181
经营活动现金净流	**661,579**	**551,199**	**783,236**	**471,147**	**712,041**	**907,804**
资本开支	200,330	124,622	17,175	-74,175	-58,482	-50,766
投资	-98,310	-50,450	-499,000	-250,000	-280,000	-295,000
其他	35,971	42,869	55,485	35,852	38,175	39,105
投资活动现金净流	**-262,668**	**-132,203**	**-460,689**	**-139,973**	**-183,343**	**-205,129**
股权募资	0	2,540	60	0	0	0
债权募资	-96,750	148,250	48,250	35,291	46,553	58,457
其他	-192,675	-209,584	-141,295	-169,549	-185,045	-198,352
筹资活动现金净流	**-289,425**	**-58,794**	**-92,985**	**-134,258**	**-138,492**	**-139,895**
现金净流量	**109,485**	**360,202**	**229,561**	**196,915**	**390,206**	**562,780**

资产负债表（人民币千元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	529,857	890,342	1,097,030	1,569,616	2,046,797	2,884,146
应收款项	1,157,017	1,091,155	1,113,721	1,319,315	1,674,177	1,972,316
存货	1,022,883	914,260	933,553	1,178,638	1,457,624	1,706,093
其他流动资产	648,815	679,532	1,093,629	1,097,554	1,117,602	1,141,031
流动资产	3,358,572	3,575,289	4,237,934	5,165,123	6,296,200	7,703,585
% 总资产	*61.1%*	*62.4%*	*66.4%*	*72.3%*	*77.6%*	*82.3%*
长期投资	98,310	98,760	247,726	247,726	247,726	247,726
固定资产	1,702,804	1,752,494	1,585,563	1,441,571	1,299,992	1,163,600
% 总资产	*31.0%*	*30.6%*	*24.8%*	*20.2%*	*16.0%*	*12.4%*
无形资产	225,037	237,604	225,671	205,506	184,172	165,294
非流动资产	2,137,707	2,156,751	2,142,726	1,978,570	1,815,657	1,660,387
% 总资产	*38.9%*	*37.6%*	*33.6%*	*27.7%*	*22.4%*	*17.7%*
资产总计	**5,496,279**	**5,732,041**	**6,380,660**	**7,143,693**	**8,111,857**	**9,363,973**
短期借款	1,750	151,750	1,750	1,750	1,750	1,750
应付款项	1,323,142	1,219,296	1,490,528	1,634,682	2,027,497	2,415,141
其他流动负债	89,013	61,494	80,060	278,003	111,429	137,640
流动负债	1,413,905	1,432,541	1,572,338	1,914,435	2,140,676	2,554,531
长期贷款	9,545	7,795	206,045	206,045	206,045	206,045
其他长期负债	82,619	91,162	98,786	110,524	124,014	135,115
负债	**1,506,070**	**1,531,498**	**1,877,169**	**2,231,004**	**2,470,735**	**2,895,692**
普通股股东权益	3,828,501	4,040,922	4,309,707	4,644,306	5,264,911	5,975,874
少数股东权益	161,708	159,621	193,783	268,382	376,210	492,408
负债股东权益合计	**5,496,279**	**5,732,041**	**6,380,660**	**7,143,693**	**8,111,857**	**9,363,973**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.923	0.644	0.641	0.842	1.006	1.153
每股净资产(元)	6.207	6.551	6.987	7.529	8.536	9.688
每股经营现金净流(元)	1.073	0.894	1.270	0.643	0.980	1.283
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.86%	9.84%	9.18%	11.19%	11.79%	11.90%
总资产收益率	10.45%	7.00%	6.25%	7.34%	7.72%	7.66%
投入资本收益率	14.58%	10.43%	12.26%	13.98%	16.04%	16.74%
增长率						
营业总收入增长率	2.25%	-15.15%	9.06%	21.76%	23.11%	19.52%
EBIT增长率	3.53%	-29.02%	19.53%	22.56%	31.06%	16.12%
净利润增长率	13.33%	-30.15%	-0.45%	31.33%	19.43%	14.56%
总资产增长率	8.60%	4.27%	11.56%	6.47%	11.38%	11.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	53.0	49.9	48.1	50.3	49.5
存货周转天数	71.2	79.9	70.2	73.7	74.6	72.8
应付账款周转天数	57.5	64.2	64.2	63.1	63.7	63.6
固定资产周转天数	89.9	106.7	94.5	68.7	49.7	36.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.00%	-17.40%	-19.75%	-20.59%	-22.94%	-26.91%
EBIT利息保障倍数	507.3	-25.1	-49.8	-22.2	-22.9	-19.1
资产负债率	26.70%	25.99%	28.88%	30.64%	29.82%	30.29%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。