

# 安徽合力 (600761.SH) 工程机械行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 17.03 元

目标价格 (人民币): 25.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	616.82
总市值(百万元)	10,504.40
年内股价最高最低(元)	18.31/9.53
沪深 300 指数	4787.74
上证指数	4480.46



## 国内叉车龙头，期待国企改革激活公司动力

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.941	0.876	0.931	1.006	1.098
每股净资产(元)	6.64	6.21	6.94	7.74	8.64
每股经营性现金流(元)	1.29	1.07	0.35	0.95	0.85
市盈率(倍)	12.84	17.87	19.23	17.80	16.31
行业优化市盈率(倍)	5.98	9.01	10.51	10.51	10.51
净利润增长率(%)	44.45%	11.64%	6.28%	8.08%	9.11%
净资产收益率(%)	14.18%	14.11%	13.42%	12.99%	12.70%
总股本(百万股)	514.01	616.82	616.82	616.82	616.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司积极探索工业 4.0 产业链实施路径。** 特别关注物流仓储和智能化工厂解决方案，积极推进与工厂的深度合作，未来有望实现流程信息化全覆盖。在智能叉车领域，合力研发投入较多，合作研发的 AGV 智能无人叉车产品符合行业未来的升级方向，目前设备正在部署量产和市场推广阶段。公司后续看好物流装备智能工厂的市场需求空间，有意开发成套产品，为客户提供完善的自动化系统解决方案。
- **“一带一路”推动出口，公司坚持国内外市场发展并行。** 随着“一带一路”工程的推动实施，各国的基础设施将逐步完善，各国间的商贸物流联系更加紧密，物流量的持续扩大将带动叉车的海外市场需求。公司叉车产品相比国际品牌同级别产品在性能上已基本相当，且还存在 15% 的价格优势，将保证公司海外的竞争优势。目前国内的叉车市场仍以低端产品需求为主，海外成熟市场以中高端为主，2014 年国际叉车市场增长达 7%。我国未来也将着力于提高效率 and 替代人工成本，逐步进入由超低端向中端拓展的结构调整期。安徽合力作为国内叉车产品线最丰富最全的叉车供应商，坚持国内外市场发展并行，也希望通过海外增长抵消国内经济下行压力。
- **国企改革将进一步激活公司动力，提升公司业绩。** 公司公告安徽合力控股股东安徽叉车集团拟在集团层面实施管理层和技术骨干控股。集团资产主要在上市公司内，因此改革将主要落实在上市公司管理层和技术骨干上，叉车集团则由原来的国有独资公司变更为国有控股公司，实现产权多元化。我们期待国企改革前奏吹响，实现管理层等与公司业绩的利益捆绑，安徽合力将充分受益改革，未来的经营发展将更加积极。目前此改革初步方案已报送安徽省国资委。

### 估值与投资建议

- 预计 2015-2017 年公司主营业务收入分别可达 70.10 亿元、76.05 亿元和 83.29 亿元，同比增长 4.6%、8.5%、9.5%；归属母公司净利润达 6.12 亿元、6.58 亿元和 7.15 亿元，同比增长 6.28%、8.08%和 9.11%；EPS 分别为 0.93 元、1.01 元和 1.10 元（考虑摊薄后），给予公司“增持”评级，年内目标价 25 元。

### 风险

- 宏观经济下行压力导致叉车行业增速放缓；市场竞争加剧；原材料成本大幅上升的风险等。

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
(8621)60230252  
panyili@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、公司简介 .....	4
1.1、公司发展历程 .....	4
1.2、主营业务概述 .....	4
1.3、公司近年财务分析 .....	5
2、叉车行业概述 .....	8
2.1、国内市场 .....	8
2.2、国际市场 .....	9
2.3、行业发展驱动因素 .....	10
3、公司看点 .....	12
3.1、探索探索工业 4.0 实施路径 .....	12
3.2、“一带一路”推动出口，公司坚持国内外市场发展并行 .....	12
3.3、强大的营销网络建设，积极布局后市场业务 .....	12
3.4、国企改革将进一步激活公司动力，提升公司业绩 .....	12
4、估值与投资建议 .....	14
4.1、盈利预测与估值 .....	14
4.2、风险 .....	14

## 图表目录

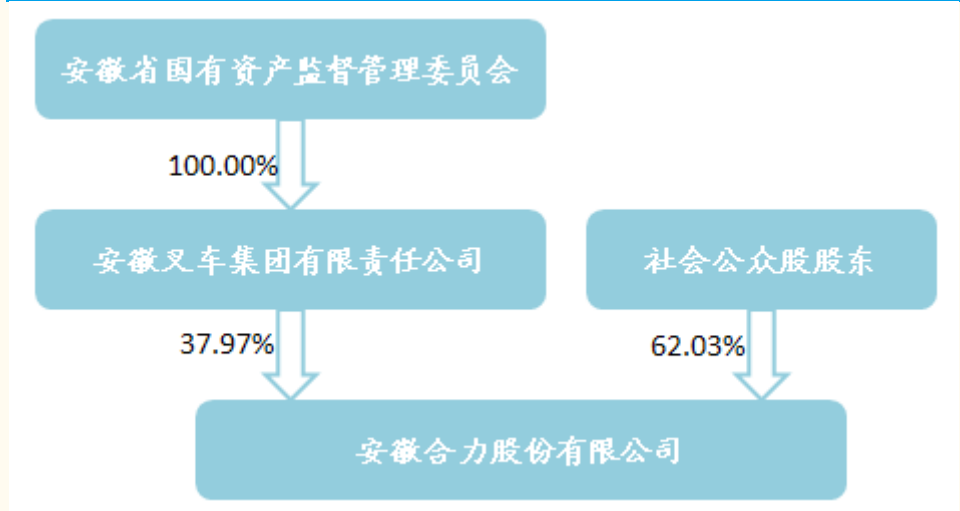
图表 1：安徽合力股权结构.....	4
图表 2：安徽合力产品图例.....	5
图表 3：公司营业收入小幅增加（亿元） .....	5
图表 4：公司净利润保持增长（百万元） .....	5
图表 5：毛利率水平对比 .....	6
图表 6：主要产品毛利率水平.....	6
图表 7：公司盈利能力比较稳定 .....	6
图表 8：行业内各公司存货周转率.....	7
图表 9：行业内各公司应收账款周转率 .....	7
图表 10：叉车销售规模（千台）及增速 .....	8
图表 11：电动平衡重式叉车和电动仓储叉车销售数量（千台） .....	9
图表 12：内外企销售占比 .....	9
图表 13：市场前两名占当年叉车市场份额及各自销量 .....	9
图表 14：工业车辆全球主要品牌 .....	10
图表 15：物流业固定资产投资与叉车销量.....	10
图表 16:物流总额增速与叉车销量增速.....	11
图表 17：二、三产业固定资产投资增速。 .....	11
图表 18：叉车出口数量（千台） .....	12
图表 19：产品销售收入拆分.....	15

## 1、公司简介

### 1.1、公司发展历程

- 安徽合力股份有限公司的前身为安徽叉车集团有限责任公司的核心企业——合肥叉车总厂，始建于 1958 年。1993 年 9 月，安叉集团将合肥叉车总厂的生产经营性资产通过定向募集方式，改制成为股份有限公司。公司发展至今已是我国目前规模最大、产业链条最完整、综合实力和经济效益最好的工业车辆研发、制造与出口基地。

图表 1：安徽合力股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、主营业务概述

- 公司主要经营叉车、装载机、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售。公司的主导产品“合力、HELI”牌系列叉车及各类仓储机械广泛的应用于工矿企业、交通运输、仓储物流等行业的装卸及短距离搬运作业。产品远销海外 150 多个国家和地区，综合性能处于国内领先、国际先进水平。通过数十年的精心培育与价值积累，“合力、HELI”品牌已是工业车辆行业国内第一品牌、国际知名品牌，多次荣获“中国叉车第一品牌”。
- 叉车市场需求与物流业发展息息相关，目前国内物流成本仍然较高，物流效率有很大进步空间，工业用车的需求有望大幅提升，刺激公司主业叉车业务的增长。市场需求将引领企业保持竞争力，并在探索工业 4.0 的道路上开疆拓土。
- 公司是国内叉车行业龙头，市场占有率稳定。2014 年公司叉车销售 7.7 万台，占全年叉车全国销量 36 万台的 21.4%，长期稳定保持叉车行业第一品牌地位。公司目前海外市场收入占比约 15%，海内外业务毛利率基本一致。

图表 2：安徽合力产品图例

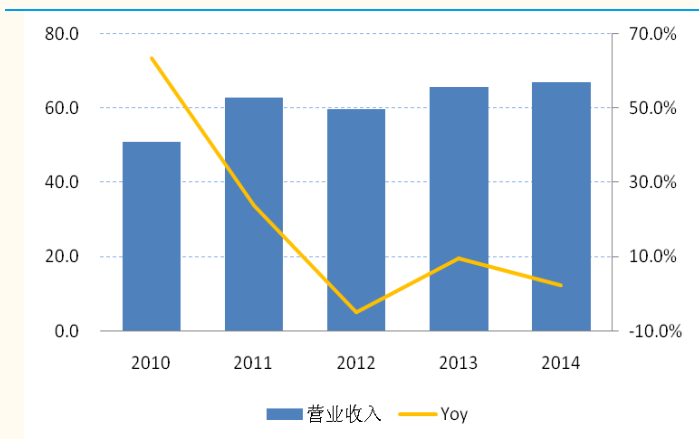


来源：公司网站，国金证券研究所

### 1.3、公司近年财务分析

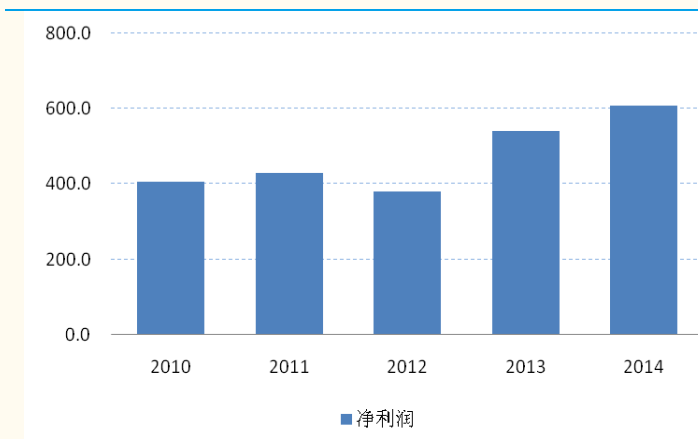
- **公司营业收入小幅增加。**2014 年公司实现营业收入 67.01 亿，同比增长 2.25%。经济发展放缓，发达地区需求不足，新兴市场贸易保护及货币贬值等不利因素减缓了公司营业收入的增长。
- 公司 2015 年一季度业绩增速预减，略输叉车行业增速，主要是产品结构调整因素导致，（国内市场需求逐渐从低端往中端拓展），公司全年收入目标为 77 亿元不变。
- **公司净利润保持增长。**2012-2014 年间，公司净利润水平不断提高，2014 年实现 6.07 亿元净利润，同比增长 12.27%。随着公司新叉车品种的市场投放和装载机销量的提升，净利润有望进一步增长。

图表 3：公司营业收入小幅增加（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

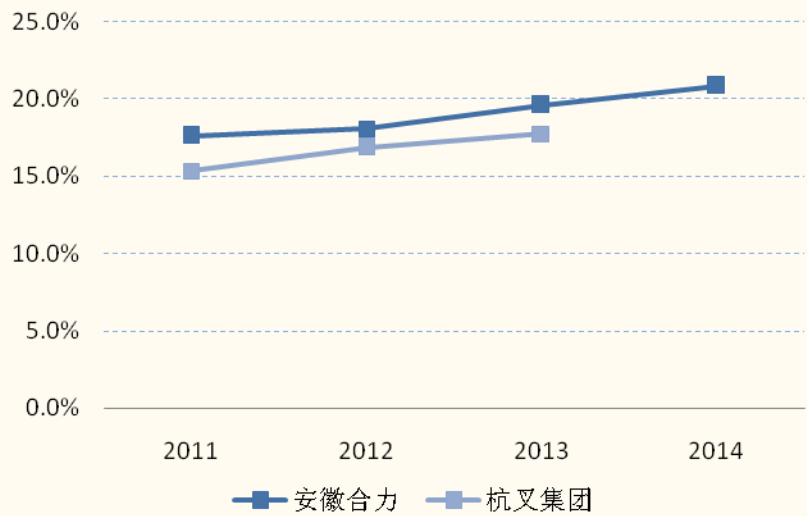
图表 4：公司净利润保持增长（百万元）



来源：wind，国金证券研究所

- **叉车等及配件毛利率提升，装载机毛利率由负转正。**2014 年叉车等及配件的毛利率为 21.04%，装载机的毛利率为 7.06%。公司报告期毛利率的提升主要得益于原材料价格下降及销售规模扩大所致。由于公司所需主要原材料钢材产能过剩，预计短期内较难回到上升通道，同时公司加强全面预算管理，严格控制成本，避免毛利率下滑。同时，公司产品结构优化、高毛利产品销售比重增加、亏损业务装载机逐渐实现扭亏等因素，也使得近年来整体上公司销售未来随着国企改革的深入，员工活力将被激发，有利于进一步助推公司业绩，盈利能力高于业内竞争对手和行业平均水平。2014 年公司综合毛利率为 20.85%，较上一年同期增加 1.26 个百分点。

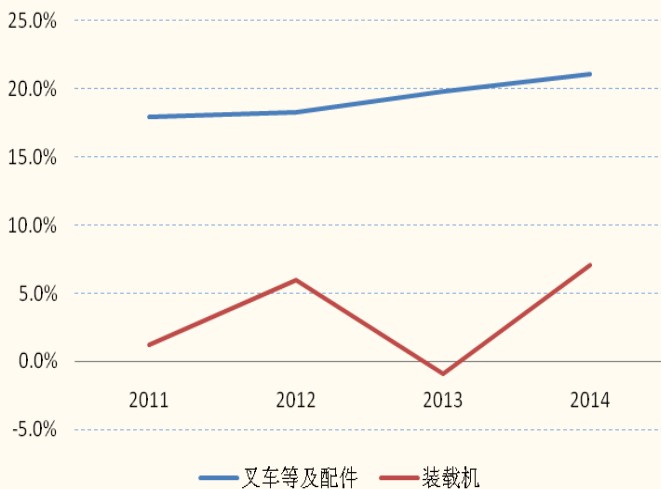
图表 5：毛利率水平对比



来源：wind, 国金证券研究所

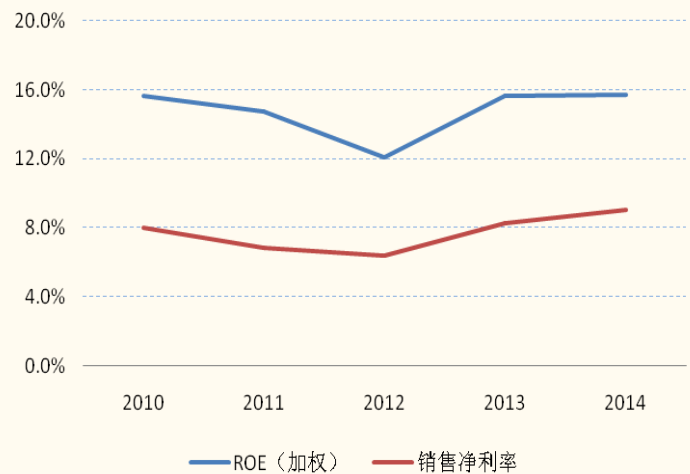
- 公司盈利能力比较稳定。公司最近五年的 ROE 除 2012 年为 12.10%，其余年份的净资产收益率都在 15% 左右，2014 年销售净利率继续改善，为 9.05%。得益于公司完整的产业链条、良好的品牌形象及扎实的技术实力，公司 ROE 水平将得到保障。

图表 6：主要产品毛利率水平



来源：wind，国金证券研究所

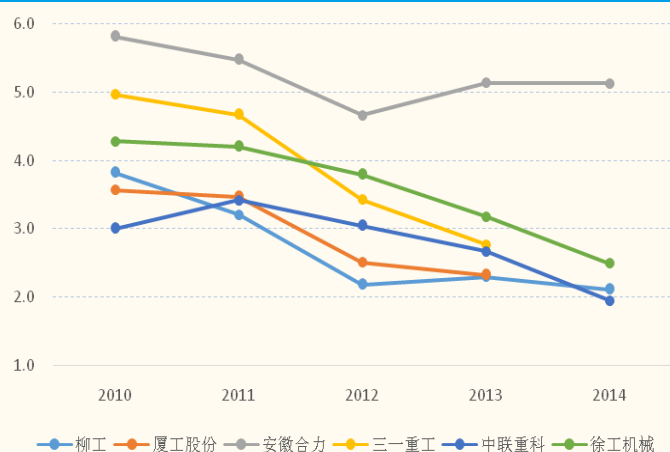
图表 7：公司盈利能力比较稳定



来源：wind，国金证券研究所

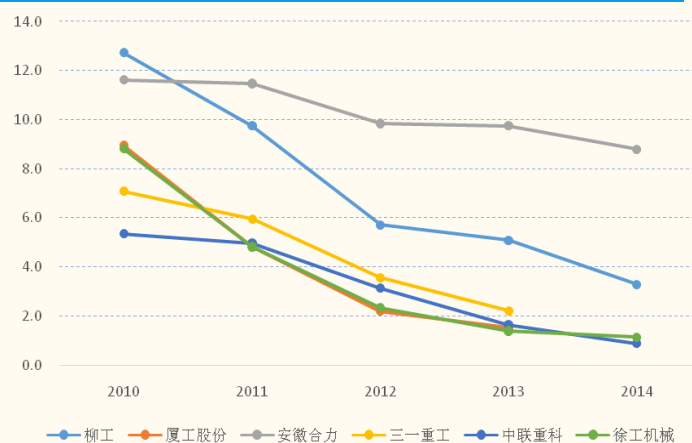
- 公司营运能力行业内突出。2010-2014 年公司营运能力一直高于行业平均，2014 年存货周转率为 5.13 次，应收账款周转率为 8.79 次。公司未来可适当放宽销售政策，抵消营业收入受经济减速的影响。

图表 8：行业内各公司存货周转率



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：行业内各公司应收账款周转率



来源：wind，国金证券研究所



## 2、叉车行业概述

### 2.1、国内市场

- **工业车辆的应用规模仍将扩大。**工业车辆在全社会物流体系中扮演着重要的角色，适用于国民经济的众多领域，如机械制造、仓储物流、汽车产业、交通运输、食品医药、零售业等。随着国内经济结构性改革的深入推进，市场和企业的活力进一步被激发，将为工业车辆市场的发展带来新机会，形成行业增长新动力。同时，国内的物流成本仍相对较高，物流效率还有进一步改善的空间，而随着人口红利的逐步消失和人力成本的不断上升，叉车的替代效应逐渐显现，工业车辆的应用规模仍将扩大。

图表 10：叉车销售规模（千台）及增速

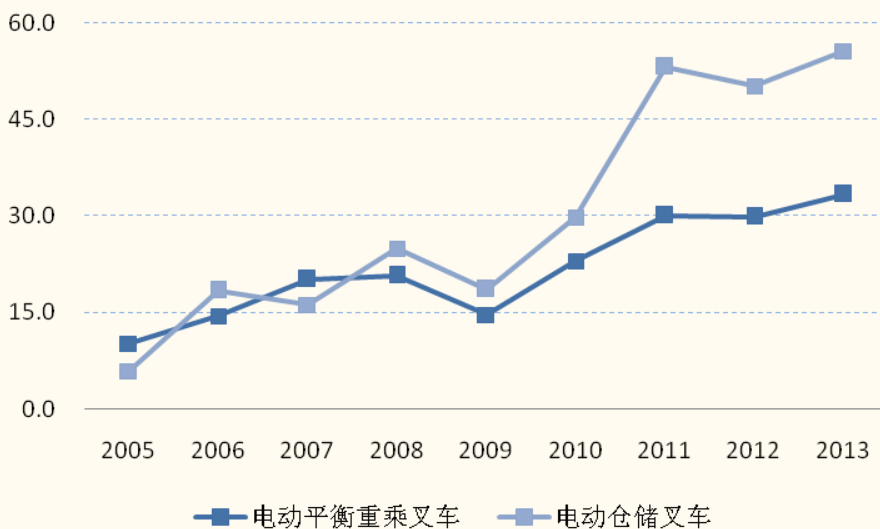


来源：wind, 国金证券研究所

- **新产品及后市场业务潜力巨大。**随着国家和社会对产品和企业环保要求的提高及经济发展模式的转变，电动平衡重式叉车、电动仓储叉车、新能源叉车、符合绿色排放标准的内燃叉车将是未来发展的重点。另外，随着国内工业车辆市场的不断成熟，售后服务、配件、属具产品、叉车租赁等后市场业务将孕育着巨大的潜力，市场将由同质化的单纯产品竞争向产品创新、服务创新、模式创新转型。
- 公司设立合力工业车辆设备租赁股份有限公司，注册资本 5000 万元，公司出资 500 万元，主要开展工业车辆设备租赁等方面业务。公司采取各项举措，有意利用市场份额和先入优势，长期布局后市场服务业务。



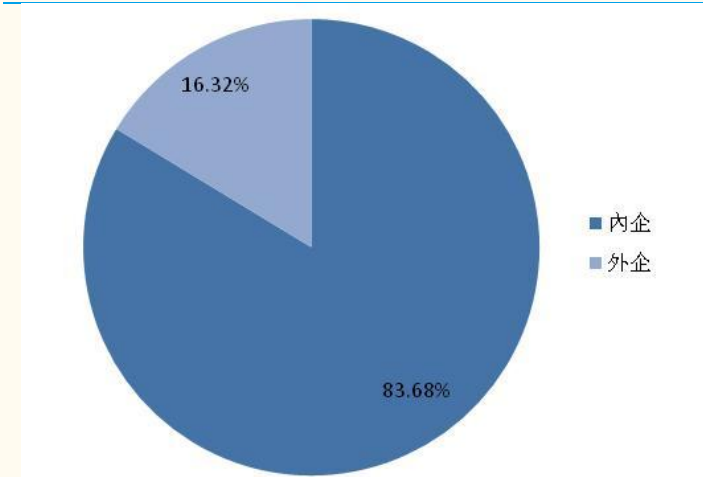
图表 11：电动平衡重式叉车和电动仓储叉车销售数量（千台）



来源：wind, 国金证券研究所

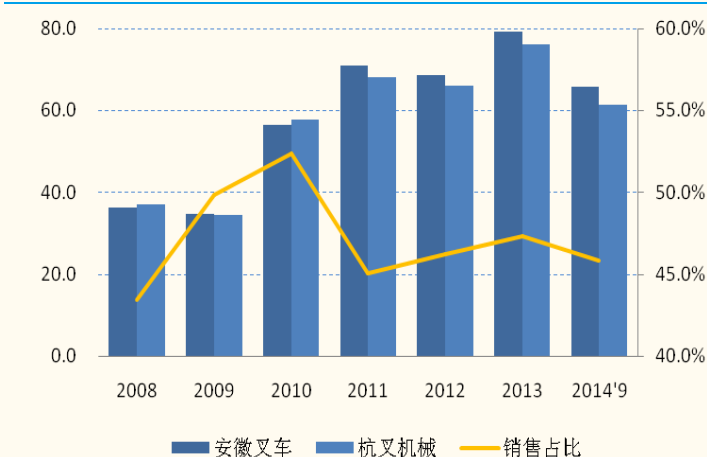
- **行业集中度较高，竞争格局稳定。**我国中东部沿海省份为工业车辆销售的主战场，市场竞争激烈，各类生产厂商多达 120 余家。据中国工程机械协会工业车辆分会统计，市场前两名企业占有接近五成的份额，前十名占据超过七成份额。国内市场继续位列全球工业车辆第一大市场，其中自主品牌占据着市场的主导地位，同时市场需求仍以内燃叉车为主，占比超过七成。从竞争形势上来看，国内工业车辆行业产能扩张迅速，行业的快速发展吸引着众多国际著名品牌及国内优秀的工程机械企业、汽车企业纷纷涉足国内市场，产品销量以中低端为主，低价同质化竞争现象严重。

图表 12：内外企销售占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 13：市场前两名占当年叉车市场份额及各自销量



来源：wind，国金证券研究所

## 2.2、国际市场

- **海外经济复苏影响产品需求。**海外经济形势仍然错综复杂，除美国外，其他区域的经济复苏依然乏善可陈。由于工业车辆市场分布较为广泛，与宏观经济的整体运行情况密切相关，因而海外市场需求会受到全球宏观经济减速的影响。
- **全球格局未变。**全球前十位制造商仍主要分为三个集团，第一集团为日本丰田和德国凯傲，第二集团为德国永恒力、美国海斯特耶鲁和美国科朗；第三集团为三菱力至优、优嘉力、安徽合力、杭州叉车、日本小松等，前三集团基本占据了全球工业车辆的中高端市场。

图表 14：工业车辆全球主要品牌

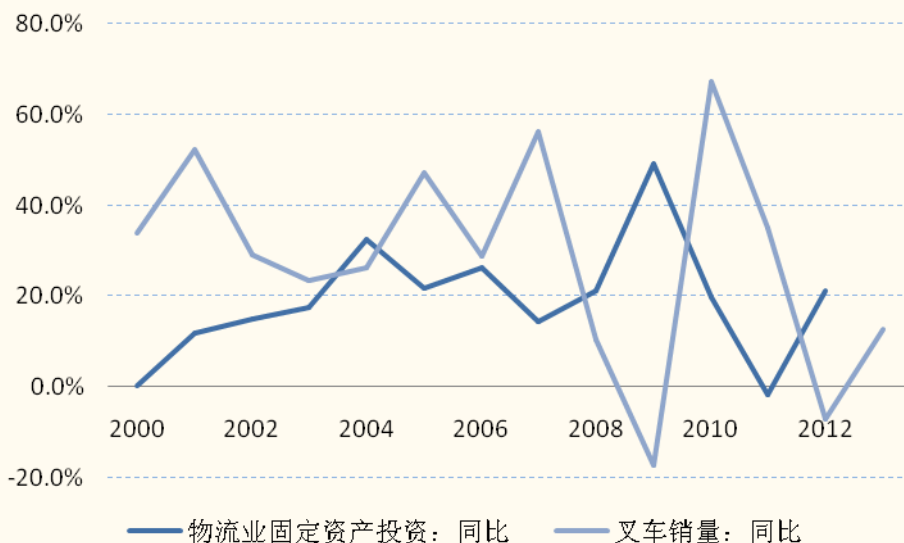


来源：国金证券研究所

### 2.3、行业发展驱动因素

- **人工成本上升。**过去由于国内人工成本较低，很多企业长期采用人工搬运肩挑手扛的方式，虽然目前人工搬运这种工作方式仍被普遍使用，但随着劳动力成本的快速上升，叉车替代的经济性日益凸显。
- **物流业快速发展。**物流设备包括运输设备、仓储设备、配送设备、包装设备、搬运装卸设备(如叉车、起重机等)、物流信息设备等。受益于电商的崛起，物流行业迅速发展，带动了叉车等物流装备的销售增长。
- **物流业固定资产投资：**以仓储、邮政业及交通运输业的固定资产投资增速与叉车销售数量增速作对比，亦可显示出物流业的投资增速对叉车销售有一定的预测作用，两者时滞约为一年。

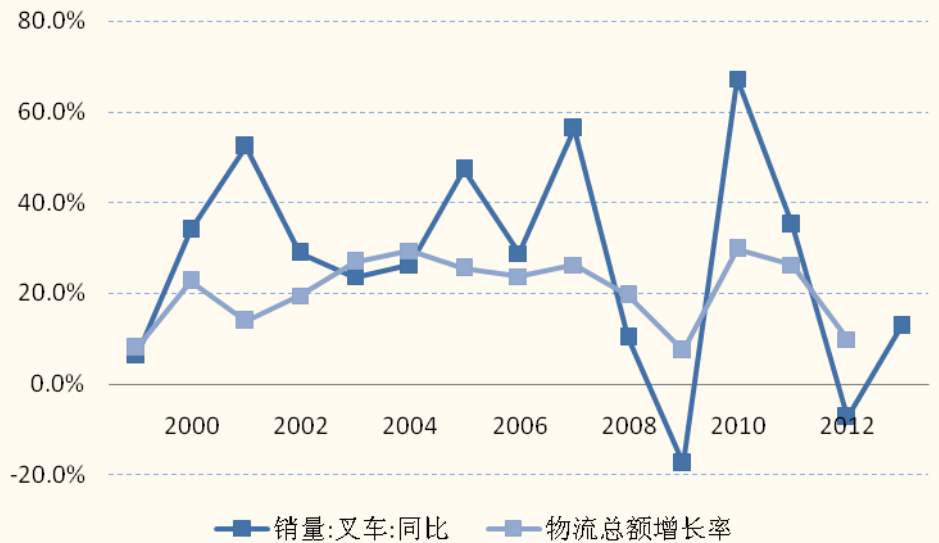
图表 15：物流业固定资产投资与叉车销量



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **物流总额增速与叉车增速相关。**叉车的增速与物流总额增速有一定的相关性，二者基本保持同步性，但叉车销量的同比增速波动幅度比物流总额大，可根据物流增速变动判断叉车增速的升降。

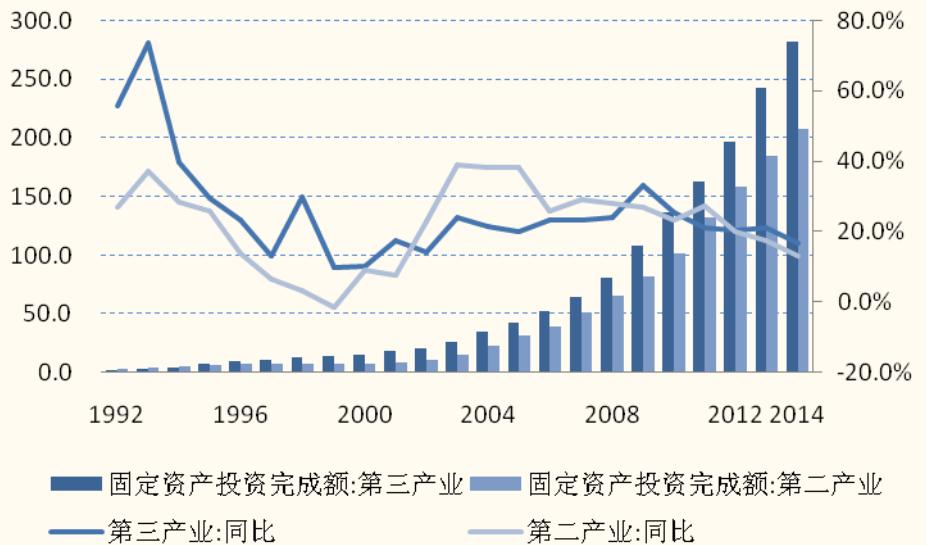
图表 16:物流总额增速与叉车销量增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **第二、三产业的工厂需求增加。**叉车行业的下游需求除物流外，主要是第二和第三产业的工厂，整体与二、三产业的投资增速相同，与房地产和基建投资关系较小。历史数据显示，第二、三产业的投资增速维持在 10%-20% 左右，叉车的需求增速稳定在 10% 左右。

图表 17: 二、三产业固定资产投资增速。



来源：国家统计局，国金证券研究所

### 3、公司看点

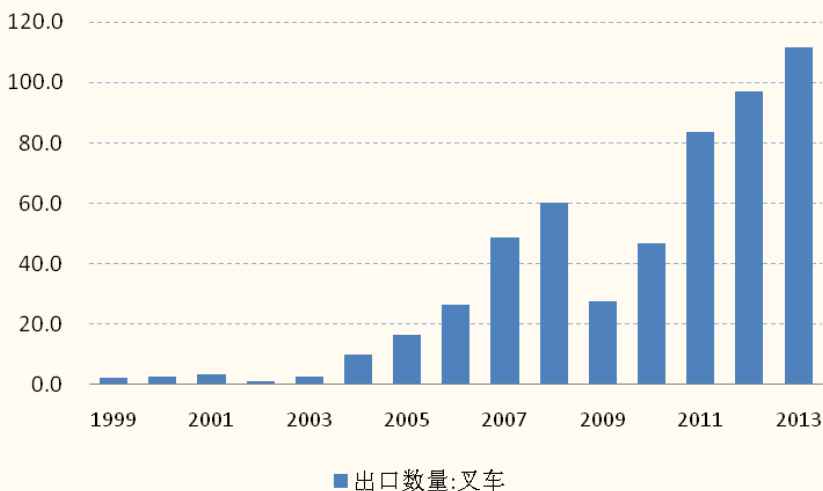
#### 3.1、探索探索工业 4.0 实施路径

- **公司积极探索工业 4.0 产业链实施路径。** 特别关注物流仓储和智能化工厂解决方案，积极推进与工厂的深度合作，未来有望实现流程信息化全覆盖。公司还设立了智能制造研发中心，积极合作引入海外先进技术理念，落实到目前国内能接受的产品和系统开发。
- 在智能叉车领域，合力研发投入较多，积累了雄厚的实力。公司合作研发的 AGV 智能无人叉车产品符合行业未来的升级方向，目前设备正在部署量产和市场推广阶段。公司后续看好物流装备智能工厂的市场需求空间，有意开发成套产品，为客户提供完善的自动化系统解决方案。

#### 3.2、“一带一路”推动出口，公司坚持国内外市场发展并行

- 随着亚投行推进“一带一路”战略加速，设备产能出口帮助消化国内过剩产能。同时，“一带一路”工程的推动实施，各国的基础设施将逐步完善，各国间的商贸物流联系更加紧密，物流量的持续扩大将带动叉车的海外市场需求。公司叉车产品相比国际品牌同级别产品在性能上已基本相当，且还存在 15% 的价格优势，将保证公司海外的竞争优势。
- 目前国内的叉车市场仍以低端产品需求为主，海外成熟市场以中高端为主，2014 年国际叉车市场增长达 7%。我国未来也将着力于提高效率和替代人工成本，逐步进入由超低端向中端拓展的结构调整期。安徽合力作为国内叉车产品线最丰富最全的叉车供应商，坚持国内外市场发展并行，也希望通过海外增长抵消国内经济下行压力。

图表 18：叉车出口数量（千台）



来源：wind, 国金证券研究所

#### 3.3、强大的营销网络建设，积极布局后市场业务

- 公司遍布全国的 23 个省级营销网络和近 400 家二、三级代理销售服务网点，可为用户提供全面、快捷、高效的售前、售中与售后服务，是国内叉车行业最完善、最健全的服务体系。叉车的销售对象与工程机械完全不一样，而在销售渠道上公司采用直销渠道，只有三四级是代理渠道。相比进入叉车行业的工程机械企业大多依靠代理渠道，公司拥有终端客户，能够及时得到市场反馈，使企业的市占率不受工程机械企业的侵蚀。

#### 3.4、国企改革将进一步激活公司动力，提升公司业绩

- 公司今年初公告安徽合力控股股东安徽叉车集团拟在集团层面实施**管理层和技术骨干控股**。集团资产主要在上市公司内，因此改革将主要落在上市公司管理层和技术骨干上，叉车集团则由原来的国有独资公司变更为国有控股公司，实现产权多元化。我们期待国企改革前奏吹响，实现管理层

等与公司业绩的利益捆绑，安徽合力将充分受益改革，未来的经营发展将更加积极。目前此改革初步方案已报送安徽省国资委。

- 公司有望借鉴安徽国企改革首个案例——江淮汽车方案。江淮汽车管理层通过外部投资公司持有江淮集团股份，上市公司吸收合并集团使上市公司管理层直接持有上市公司股份，目前安徽合力的初步方案与江淮汽车相似，值得借鉴。

## 4、估值与投资建议

### 4.1、盈利预测与估值

- 我们首次对公司进行盈利预测，预计 2015-2017 年的主营业务收入分别可达 70.10 亿元、76.05 亿元和 83.29 亿元，同比增长 4.6%、8.5%、9.5%；归属母公司净利润达 6.12 亿元、6.58 亿元和 7.15 亿元，同比增长 6.28%、8.08%和 9.11%；EPS 分别为 0.93 元、1.01 元和 1.10 元（考虑摊薄后），给予“增持”评级，年内目标价 25 元。

### 4.2、风险

- 宏观经济下行压力导致叉车行业增速放缓；市场竞争加剧；原材料成本大幅上升的风险等。

图表 19：产品销售收入拆分

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>叉车等及配件</b>						
销售收入（百万元）	5,760.92	6,326.62	6,447.35	6,769.00	7,307.00	7,962.00
增长率（YOY）	-5.30%	9.82%	1.91%	4.99%	7.95%	8.96%
毛利率	18.20%	19.81%	21.07%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本（百万元）	4,712.43	5,073.32	5,088.89	5,279.82	5,699.46	6,210.36
增长率（YOY）	-5.65%	7.66%	0.31%	3.75%	7.95%	8.96%
毛利（百万元）	1,048.49	1,253.30	1,358.46	1,489.18	1,607.54	1,751.64
增长率（YOY）	-3.66%	19.53%	8.39%	9.62%	7.95%	8.96%
占总销售额比重	96.41%	96.54%	96.22%	96.56%	96.08%	95.59%
占主营业务利润比重	98.79%	100.16%	98.70%	98.72%	98.54%	98.35%
<b>装载机及其他</b>						
销售收入（百万元）	214.80	226.73	253.60	241.04	298.00	367.00
增长率（YOY）	46.58%	5.55%	11.85%	-4.95%	23.63%	23.15%
毛利率	5.97%	-0.90%	7.06%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本（百万元）	201.98	228.77	235.70	221.76	274.16	337.64
增长率（YOY）	39.56%	13.27%	3.03%	-5.91%	23.63%	23.15%
毛利（百万元）	12.82	-2.04	17.90	19.28	23.84	29.36
增长率（YOY）	605.71%	-115.92%	-977.24%	7.70%	23.63%	23.15%
占总销售额比重	3.59%	3.46%	3.78%	3.44%	3.92%	4.41%
占主营业务利润比重	1.21%	-0.16%	1.30%	1.28%	1.46%	1.65%
销售总收入（百万元）	5975.72	6553.35	6700.95	7010.22	7605.18	8329.18
销售总成本（百万元）	4914.41	5302.09	5324.59	5501.70	5973.74	6548.12
毛利（百万元）	1061.31	1251.26	1376.36	1508.52	1631.44	1781.06
平均毛利率	17.76%	19.09%	20.54%	21.52%	21.45%	21.38%

来源：国金证券研究所



**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,976</b>	<b>6,553</b>	<b>6,701</b>	<b>7,010</b>	<b>7,605</b>	<b>8,329</b>
增长率		9.7%	2.3%	4.6%	8.5%	9.5%
主营业务成本	-4,897	-5,269	-5,304	-5,502	-5,974	-6,548
%销售收入	81.9%	80.4%	79.1%	78.5%	78.5%	78.6%
<b>毛利</b>	<b>1,079</b>	<b>1,284</b>	<b>1,397</b>	<b>1,509</b>	<b>1,631</b>	<b>1,781</b>
%销售收入	18.1%	19.6%	20.9%	21.5%	21.5%	21.4%
营业税金及附加	-23	-23	-35	-39	-42	-46
%销售收入	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-276	-297	-339	-351	-380	-416
%销售收入	4.6%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-359	-399	-439	-442	-479	-525
%销售收入	6.0%	6.1%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>421</b>	<b>565</b>	<b>585</b>	<b>678</b>	<b>730</b>	<b>794</b>
%销售收入	7.0%	8.6%	8.7%	9.7%	9.6%	9.5%
财务费用	-9	-13	-1	11	14	17
%销售收入	0.2%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-17	-19	-23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>395</b>	<b>534</b>	<b>561</b>	<b>689</b>	<b>744</b>	<b>811</b>
营业利润率	6.6%	8.1%	8.4%	9.8%	9.8%	9.7%
营业外收支	42	85	132	40	40	40
<b>税前利润</b>	<b>437</b>	<b>618</b>	<b>693</b>	<b>729</b>	<b>784</b>	<b>851</b>
利润率	7.3%	9.4%	10.3%	10.4%	10.3%	10.2%
所得税	-72	-96	-115	-117	-125	-136
所得税率	16.4%	15.5%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	366	522	578	612	658	715
少数股东损益	31	38	38	38	38	38
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>335</b>	<b>484</b>	<b>540</b>	<b>574</b>	<b>620</b>	<b>677</b>
净利率	5.6%	7.4%	8.1%	8.2%	8.2%	8.1%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>541</b>	<b>607</b>	<b>612</b>	<b>658</b>	<b>715</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	173	195	213	182	204	232
非经营收益	-15	34	-31	-38	-41	-42
营运资金变动	-173	-107	-127	-544	-233	-378
<b>经营活动现金净流</b>	<b>365</b>	<b>663</b>	<b>662</b>	<b>213</b>	<b>588</b>	<b>527</b>
资本开支	-284	-171	-200	-142	-240	-290
投资	0	0	0	0	0	0
其他	18	21	36	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-267</b>	<b>-150</b>	<b>-164</b>	<b>-142</b>	<b>-240</b>	<b>-290</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	98	-107	-97	-22	0	0
其他	-121	-120	-193	-1	-124	-124
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-22</b>	<b>-226</b>	<b>-289</b>	<b>-22</b>	<b>-124</b>	<b>-124</b>
<b>现金净流量</b>	<b>76</b>	<b>286</b>	<b>208</b>	<b>49</b>	<b>224</b>	<b>113</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	317	391	530	578	803	916
应收款项	859	966	1,157	1,384	1,644	1,956
存货	1,005	1,045	1,023	1,130	1,227	1,435
其他流动资产	510	685	649	765	799	836
<b>流动资产</b>	<b>2,691</b>	<b>3,087</b>	<b>3,359</b>	<b>3,858</b>	<b>4,473</b>	<b>5,144</b>
%总资产	57.7%	60.9%	61.1%	64.4%	66.9%	69.0%
长期投资	0	0	98	98	98	98
固定资产	1,751	1,746	1,703	1,747	1,820	1,914
%总资产	37.5%	34.4%	31.0%	29.1%	27.2%	25.7%
无形资产	197	209	225	220	224	227
非流动资产	1,973	1,985	2,138	2,136	2,214	2,314
%总资产	42.3%	39.1%	38.9%	35.6%	33.1%	31.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,664</b>	<b>5,073</b>	<b>5,496</b>	<b>5,994</b>	<b>6,687</b>	<b>7,458</b>
短期借款	0	97	2	0	0	0
应付款项	1,188	1,241	1,323	1,239	1,389	1,560
其他流动负债	50	63	89	204	211	220
流动负债	1,238	1,401	1,414	1,443	1,601	1,780
长期贷款	215	11	10	10	10	10
其他长期负债	46	90	30	10	10	10
<b>负债</b>	<b>1,499</b>	<b>1,503</b>	<b>1,506</b>	<b>1,515</b>	<b>1,673</b>	<b>1,852</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,019</b>	<b>3,413</b>	<b>3,828</b>	<b>4,279</b>	<b>4,776</b>	<b>5,330</b>
少数股东权益	147	157	162	200	238	276
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,664</b>	<b>5,073</b>	<b>5,496</b>	<b>5,994</b>	<b>6,687</b>	<b>7,458</b>

**比率分析**

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.652	0.941	0.876	0.931	1.006	1.098
每股净资产	5.873	6.640	6.207	6.937	7.743	8.641
每股经营现金净流	0.710	1.289	1.073	0.345	0.954	0.854
每股股利	0.100	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.10%	14.18%	14.11%	13.42%	12.99%	12.70%
总资产收益率	7.18%	9.54%	9.83%	9.58%	9.28%	9.08%
投入资本收益率	10.42%	12.98%	12.20%	12.69%	12.21%	11.88%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-5.02%	9.67%	2.25%	4.62%	8.49%	9.52%
EBIT 增长率	-13.23%	34.12%	3.53%	15.88%	7.73%	8.74%
净利润增长率	-9.96%	44.45%	11.64%	6.28%	8.08%	9.11%
总资产增长率	7.64%	8.75%	8.35%	9.06%	11.56%	11.53%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	37.1	37.4	41.5	50.0	55.0	60.0
存货周转天数	78.3	71.0	71.2	75.0	75.0	80.0
应付账款周转天数	52.7	53.3	57.5	55.0	57.0	60.0
固定资产周转天数	94.5	162.5	94.0	82.7	76.3	70.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-3.22%	-7.93%	-13.00%	-12.70%	-15.82%	-16.17%
EBIT 利息保障倍数	44.4	44.1	507.3	-62.7	-53.6	-46.4
资产负债率	32.14%	29.63%	27.40%	25.28%	25.02%	24.84%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.50

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD