



工业车辆龙头，未来大有可为

——安徽合力（600761）深度报告

2016 年 09 月 26 日

强烈推荐/维持

安徽合力

深度报告

报告摘要：

公司是国内工业车辆龙头，在产品、技术、品牌、渠道方面都具有明显竞争优势。公司 2015 年在国内叉车市场占有率超过 21%，主要经济技术指标连续 25 年保持国内同行业第一。

- ◆ **电动仓储叉车市场是增长亮点。** 电动仓储市场持续快速增长。从 2005 年到 2015 年，电动仓储叉车销量年均复合增长率为 30%。2016 年以来同比增长 17.1%。公司电动仓储叉车收入持续快于电动仓储叉车行业增长，我们随着公司不断加大这方面投入，我们预计公司将仍然是电动仓储叉车的领导厂商。
- ◆ **平衡重式叉车业务预计将低速增长。** 传统平衡重式叉车需求与整体工业增长密切相关，2016 年以来已经止跌回升，同比增长 0.3%。公司平衡重式叉车业务表现要好于整体市场，我们预计公司收入将保持低速增长。
- ◆ **公司与德国永恒力合资成立叉车租赁市场公司。** 叉车租赁市场空间巨大，德国永恒力租赁收入占公司收入近 40%，而国内叉车公司的租赁收入占比仅为个位数。公司资金设备充足，技术力量雄厚，网络渠道广泛，预计租赁业务成为公司长期增长点。
- ◆ **公司是安徽省属龙头国企。** 倘若安徽省推出国企改革试点，公司有望率先受益。

公司盈利预测及投资评级。 公司是工业车辆龙头，我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 57.77 亿元、60.97 亿元和 66.12 亿元。

按照 2016 年 10 倍 EBITDA 测算，得出公司企业价值为 65.2 亿元，再加上现金 15.8 亿元，减去债务价值 2.1 亿元、少数股权价值 3 亿元，则公司股权价值为 75.9 亿元，对应每股股权价值为 12.31 元。截止 2016 年 9 月 26 日，公司股价为 10.75 元。股价存在 15% 的上升空间，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6,700.95	5,685.68	5,776.66	6,097.47	6,611.86
增长率（%）	2.25%	-15.15%	1.60%	5.55%	8.44%
净利润（百万元）	606.88	428.35	447.25	473.21	492.69
增长率（%）	12.27%	-29.42%	4.41%	5.80%	4.12%
净资产收益率（%）	14.86%	9.84%	9.77%	9.83%	9.73%
每股收益（元）	0.92	0.64	0.67	0.71	0.74
PE	12.50	17.97	17.09	16.15	15.52
PB	1.85	1.76	1.67	1.59	1.51

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

叶盛

010-66554022

yesheng@dxzq.net.cn

任天辉

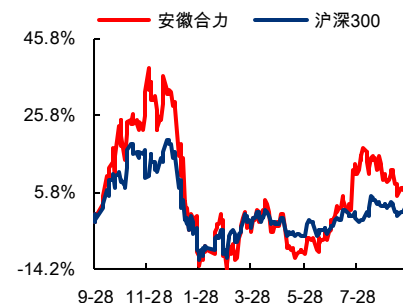
010-66554037

rentianhui1989@hotmail.com

交易数据

52 周股价区间（元）	10.83-10.75
总市值（亿元）	66.8
流通市值（亿元）	66.8
总股本/流通 A 股（万股）	61682/61682
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.38

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《安徽合力（600761）2012 年年报点评：业绩逐季改善 13 年有望大幅回暖》2013-03-19

目 录

1. 公司是工业车辆行业绝对龙头	4
1.1 公司在叉车行业连续 25 年保持国内第一	4
1.2 公司是安徽省属国企	4
1.3 公司收入实现稳步增长	4
2. 传统叉车低速增长	5
2.1 我国是世界第一大叉车生产消费国	5
2.2 未来几年平衡重式叉车低速增长	7
2.3 叉车行业发展空间依然很大	8
2.4 公司继续深耕叉车行业，推动产品升级	9
3. 仓储叉车业务是增长点	10
3.1 仓储叉车市场保持了快速增长	10
3.2 公司电动仓储叉车业务将继续快速增长	11
4. 积极探索工业车辆租赁，发力后市场	12
5. 盈利预测及投资评级	13
5.1 盈利预测	13
5.2 投资评级	13

表格目录

表 1:国际工业车辆领先厂商情况	8
表 2:公司股权价值（亿元）	14
表 3: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1:安徽合力股权结构图	4
图 2:公司营业收入增速图（百万元）	5
图 3:公司营业收入构成图（百万元）	5
图 4:叉车产品类型	6
图 5:近 10 年全球叉车销量图	6
图 6:我国叉车销售量（万台）	7

图 7:平衡重式叉车历年销量（万台）	7
图 8:平衡重式叉车销量各月累计值（万台）	7
图 9:平衡重式叉车国内销量（台）	8
图 10:平衡重式叉车出口量（台）	8
图 11: 工业车辆进出口单位价格情况	9
图 12: 国内叉车市场占有率情况	9
图 13: 电动仓储叉车历年销量（台）	10
图 14: 电动仓储叉车销量各月累计值（台）	10
图 15: 电动仓储叉车国内销量（台）	11
图 16: 电动仓储叉车出口量（台）	11
图 17:公司采购宁波力达的金额（亿元）	11
图 18:合力与永恒力成立合资租赁公司	12

1. 公司是工业车辆行业绝对龙头

1.1 公司在叉车行业连续 25 年保持国内第一

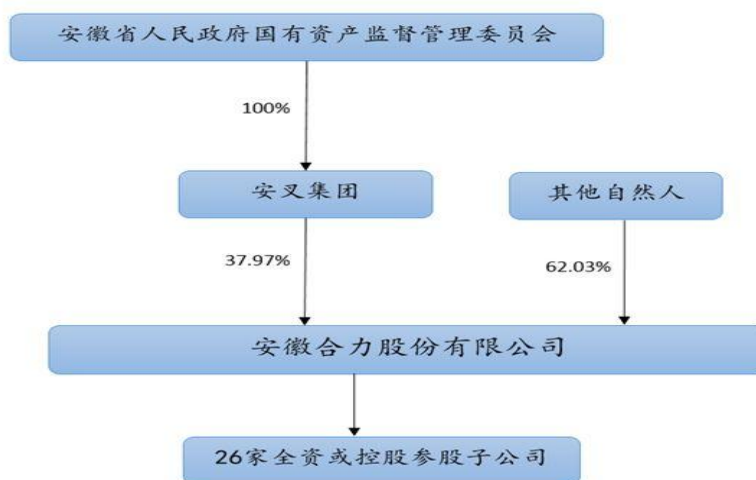
安徽合力股份有限公司系安徽叉车集团有限责任公司核心控股子公司, 1996 年在上海证券交易所上市, 是我国目前规模最大、产业链条最完整、综合实力和经济效益最好的工业车辆研发、制造与出口基地。

合力叉车主导产品是“合力、HELI”牌系列叉车, 在线生产的 1700 多种型号、512 类产品全部具有自主知识产权, 产品的综合性能处于国内领先、国际先进水平。自 1991 年到 2015 年, 企业主要经济技术指标连续 25 年保持国内同行业第一。公司在国内拥有自主营销网络, 建立了 24 个省级营销网络和 400 多家二级代理销售服务网点, 服务体系是国内叉车行业最完善、最健全的。在海外 80 个国家和地区建立了海外代理网络。

1.2 公司是安徽省属国企

安徽合力的控股股东是安徽叉车集团有限责任公司 (安叉集团), 其持有公司 37.97% 的股份。安叉集团是由安徽省国资委 100% 控股。除了安叉集团之外, 其他公众股东持股分散。因此, 安叉集团对上市公司具有绝对的控制力。

图 1: 安徽合力股权结构图

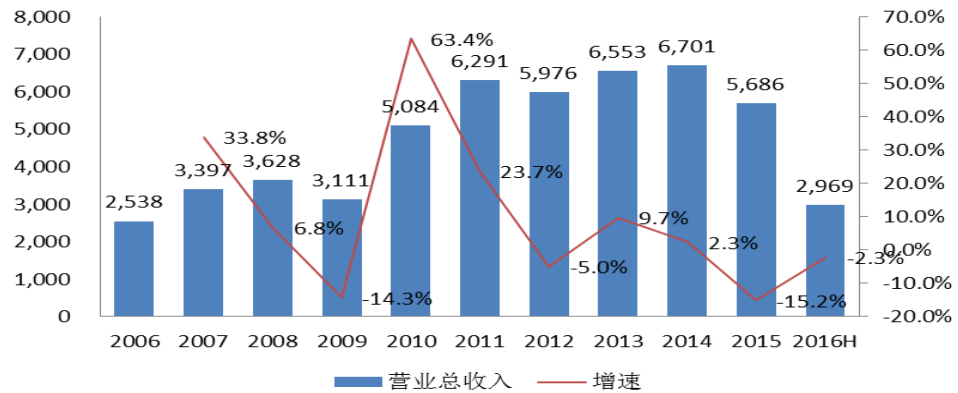


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

1.3 公司收入实现稳步增长

在过去 10 年, 公司收入实现了稳步增长。营业收入从 2006 年的 25.38 亿元增长到 2015 年的 56.86 亿元, 年均复合增长率为 9.4%。近年来, 受宏观经济不景气的影响, 公司收入呈现下滑状态, 2015 年收入同比下降了 15.2%。目前已初步企稳, 2016H1 收入同比下降了 2.3%。

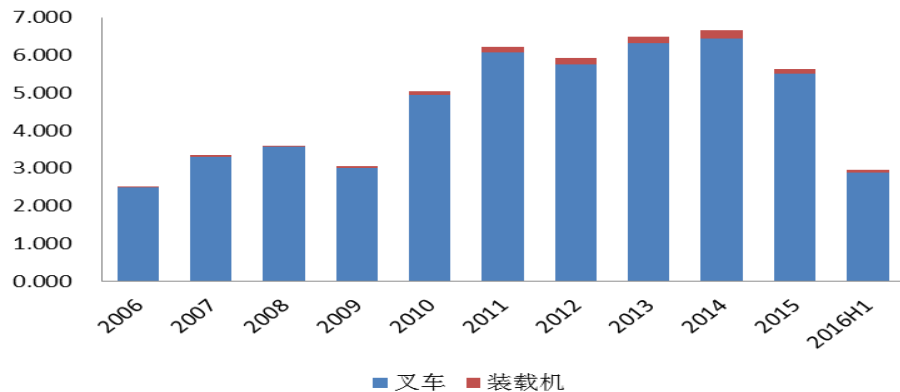
图 2:公司营业收入增速图（百万元）



资料来源：wind、东兴证券研究所

公司产品主要是叉车和装载机，2015年公司主营业务收入为56.3亿元，其中叉车收入55.1亿元，占比为97.9%，装载机收入为1.2亿元，占比仅为2.1%。由此可见，公司产品聚焦于叉车。下面我们将对叉车行业进行分析。

图 3:公司营业收入构成图（百万元）



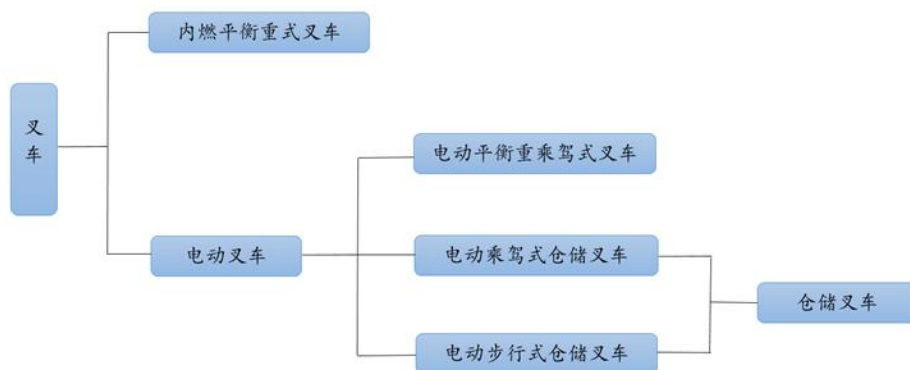
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 传统叉车低速增长

2.1 我国是世界第一大叉车生产消费国

叉车是一种机动工业车辆，主要分为电动平衡重乘驾式叉车、电动乘驾式仓储叉车、电动步行式仓储叉车和内燃平衡重式叉车，其中前三种都是电动叉车，电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车都是仓储叉车。

图 4:叉车产品类型



资料来源：叉车资料，东兴证券研究所

国际叉车行业经过多年发展，已经处于成熟期。根据世界工业车辆统计协会的数据，近十年世界叉车的销量从2006年的82.41万台增长到2015年的106.42万台，年均复合增长率为2.9%。受金融危机影响，2009年全球叉车销量出现一定程度的下滑，直到2011年全球叉车销量才复苏到金融危机前的水平，2014年全球叉车销量首次突破百万台达到106.85万台，达到历史最好水平。受发达经济体复苏缓慢，新兴经济体增长乏力影响，2015年全球叉车销量略有下降。

图 5:近 10 年全球叉车销量图



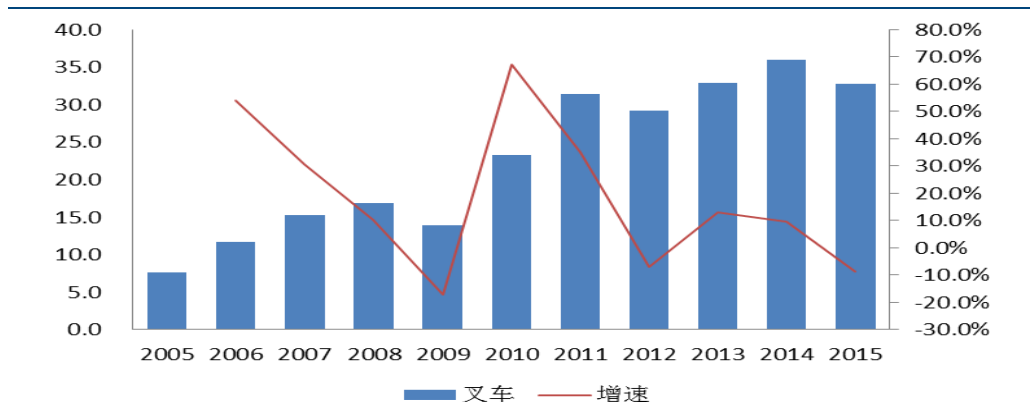
资料来源：世界工业车辆统计协会，《国内外工业车辆市场概况》，东兴证券研究所

从全球叉车的销售结构来看，国际市场以电动叉车为主，而我国叉车销售以内燃叉车为主。全球电动叉车的销售占比约为55%左右，欧洲市场电动叉车销售占比在70%以上。而亚洲地区（不包括日本）、非洲地区仍然以内燃叉车销售为主。

过去10年，我国叉车行业实现了快速增长。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的统计，近十年间我国企业叉车总销量由2005年的7.57万台增至2015年的32.76万台，年均复合增长率为15.8%。自从2009年开始，我国成为世界第一大叉车生产和消费国。

2014 年, 我国企业叉车总销量达到 35.96 万台, 创历史记录。2015 年, 受国内经济转型, 经济增速放缓等影响, 导致我国企业叉车总销量较 2014 年下滑 8.9%。

图 6: 我国叉车销售量 (万台)



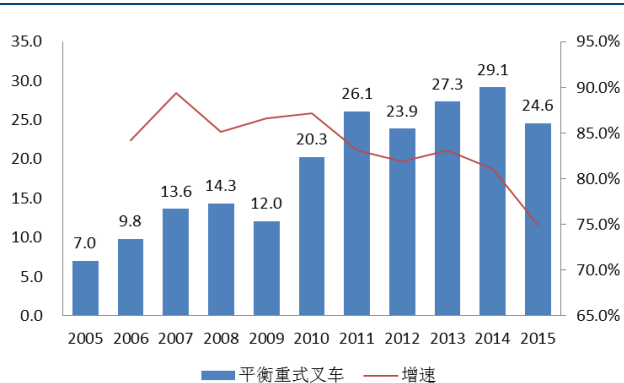
资料来源: wind、东兴证券研究所

2.2 未来几年平衡重式叉车低速增长

电动平衡重式叉车和内燃平衡重式叉车之间具有极强的替代关系。随着技术的发展, 产品价格的降低, 电动平衡重式叉车正在逐步取代内燃重式叉车的原有市场。因此, 电动平衡重式叉车可以看作内燃平衡重式叉车的“升级版”。

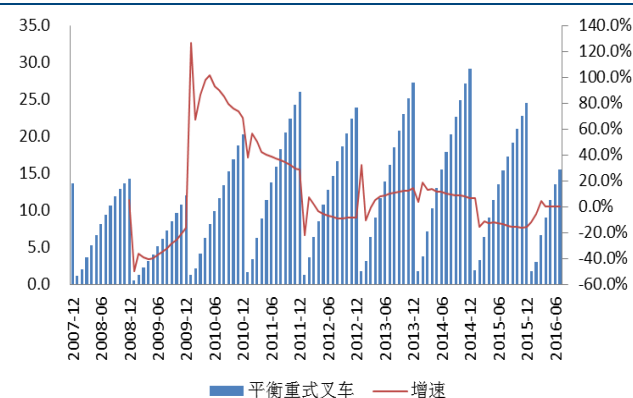
目前, 平衡重式叉车市场已经初步企稳, 预计未来几年将低速增长。如果我们把两种平衡重式叉车合并统计, 则从 2005 年到 2015 年, 平衡重式叉车销量从 7 万台增至 24.6 万台, 年均复合增长率为 13.4%。而受整个实体经济不景气影响, 2015 年平衡重式叉车销量 24.6 万台, 下降了 15.7%。而按月数据来看, 截止 2016 年 7 月, 平衡重式叉车 2016 年累计销售 15.5 万台, 同比增长 0.3%。

图 7: 平衡重式叉车历年销量 (万台)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 8: 平衡重式叉车销量各月累计值 (万台)

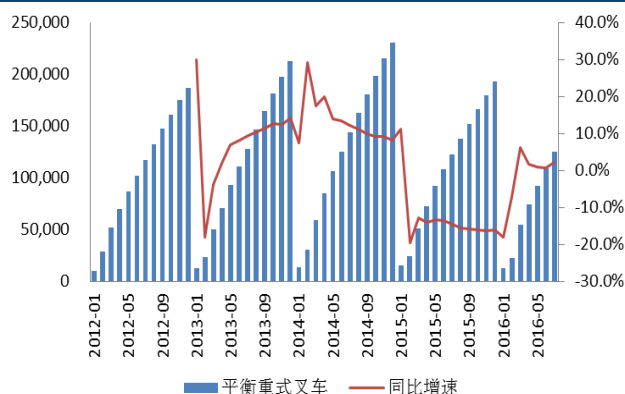


资料来源: wind、东兴证券研究所

如果我们平衡重式叉车分成国内和出口两个市场, 那么截止 2016 年 7 月, 平衡重式叉车国内市场 2016 年累计销售 12.6 万台, 同比增长 2.1%。与 2015 年大幅下降相比, 国内平衡重式叉车市场已经呈现出初步企稳的状态。

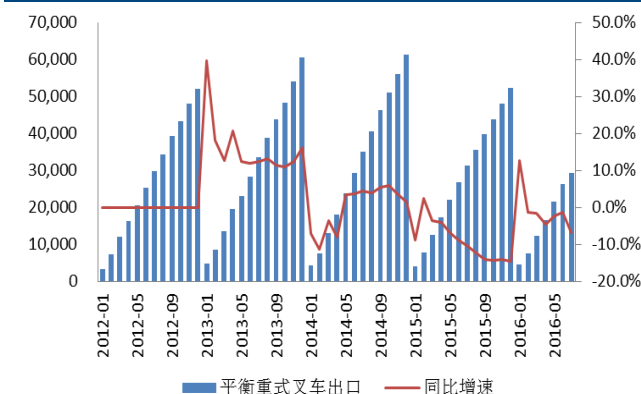
而截止 2016 年 7 月, 平衡重式叉车 2016 年累计出口 2.9 万台, 同比下降了 6.8%。与 2015 整年平衡重式叉车出口同比下降 14.7%相比, 情况已经有所改善, 但是仍然处于负增长中。

图 9:平衡重式叉车国内销量 (台)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 10:平衡重式叉车出口量 (台)



资料来源: wind、东兴证券研究所

2.3 叉车行业发展空间依然很大

与国际工业车辆巨头相比, 国内叉车龙头仍有相当差距。以世界排名第一的叉车制造商丰田为例, 其 2014 财年工业车辆产业实现销售收入 8092 亿日元, 折合人民币约 530 亿元。而安徽合力 2015 年营业收入为 57 亿元, 约为丰田叉车收入规模的 1/9。由此可见, 收入规模仍有很大增长空间。

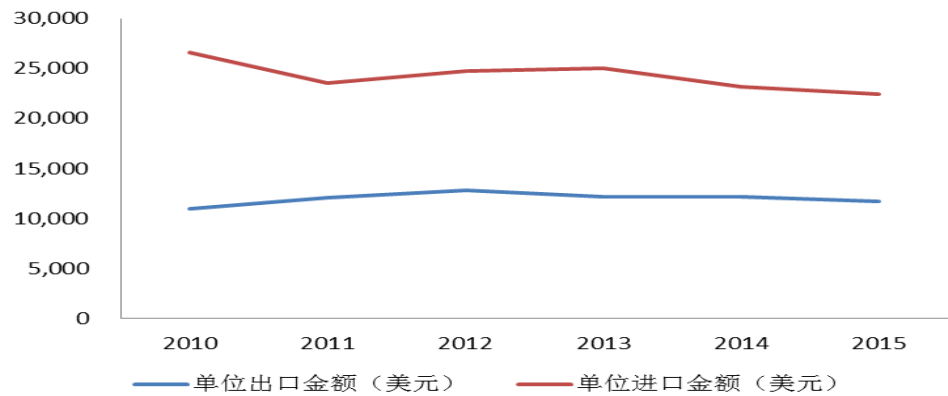
表 1:国际工业车辆领先厂商情况

厂商	丰田	永恒力	美国海斯特	美国科朗	三菱力至优	日本优嘉力	安徽合力	杭叉
财年	2014 财年	2014 财年	2014 财年	2014 财年	2014 财年	2014 财年	2015 财年	2015 财年
单位	亿日元	亿欧元	亿美元	亿美元	亿日元	亿美元	亿人民币	亿人民币
总资产		30.4	11.21		1628.78		57.32	31.43
营业收入	8092	24.98	27.67	25	2602.37	15.33	56.86	45.74
净利润		1.26	1.1		44.8		4.28	3.97

资料来源: 杭叉招股书、东兴证券研究所

从产品来看, 国际工业车辆巨头产品技术含量高, 品牌优势明显, 产品销售价格要明显高于国内产品。据统计, 2015 年我国出口机动工业车辆单价为 11713 美元, 而当年的进口工业车辆单价为 22477 美元, 几乎是出口机动工业车辆单价的 2 倍。由此可见, 尽管我国叉车产品凭借较高的性价比畅销世界, 但是产品品质提升的空间仍然很大。

图 11: 工业车辆进出口单位价格情况



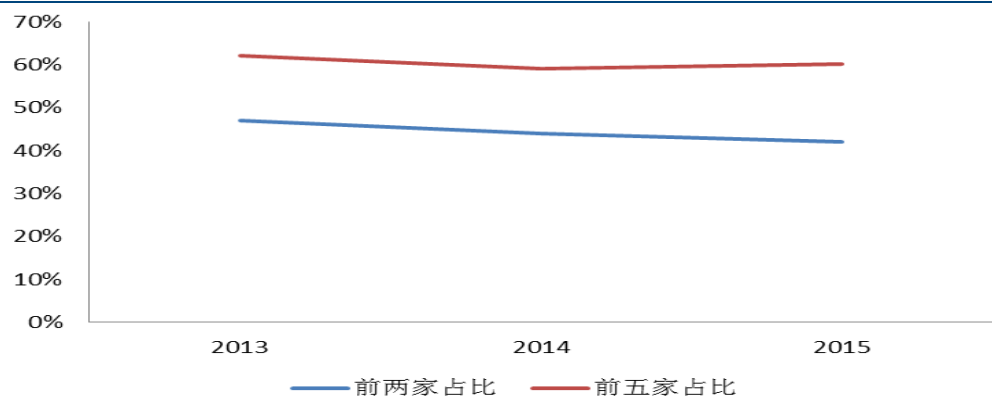
资料来源:《国内外工业车辆市场概况》, 东兴证券研究所

2.4 公司继续深耕叉车行业, 推动产品升级

国内叉车行业市场基本以国内厂家为主, 市场集中度很高。2015 年, 国内厂家销量占国内市场的 81%。叉车市场销量最大的两家公司是安徽合力和杭叉集团。据统计, 2015 年, 两家市场占有率合计约为 42%, 市场前五家市场占有率合计约为 60%。

安徽合力的叉车连续 25 年在国产叉车中市场占有率排名第一。根据公司 2015 年年报数据, 公司 15 年销售叉车 69363 台, 占 15 年国产叉车总销量 32.76 万台的 21.2%。由此可见, 传统叉车行业市场格局稳定, 公司竞争优势稳固。

图 12: 国内叉车市场占有率情况



资料来源:《国内外工业车辆市场概况》, 东兴证券研究所

尽管安徽合力在国内厂商中排名第一, 但是与国际巨头相比仍然有相当差距, 未来叉车行业仍然有很大发展空间。安徽合力将继续深耕叉车行业, 不断强化自身竞争力, 希望能够早日把工业车辆厂商的世界排名由第八位攀升到第五位。

从具体举措来看，安徽合力在不断地巩固市场占有率，强化产品质量，提升经营效率，优化产品结构：

- ◆ 公司通过优化出口产品结构，完善海外营销网络，积极拓展海外市场。
- ◆ 注重产品技术研发，积极推出面向中高端需求、北美市场的新产品。
- ◆ 持续推进信息化建设，营销类公司 VMS、ERP 项目陆续上线。
- ◆ 深入运行精益生产模式和积极推广制造环节机器人应用等新工艺，着力提升生产组织效率。

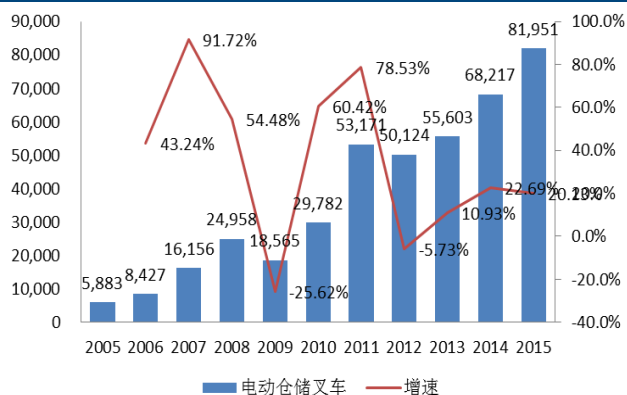
3. 仓储叉车业务是增长点

3.1 仓储叉车市场保持了快速增长

电动仓储车辆，以电动机为动力，蓄电池为能源，承载能力一般在 1.0~8.0 吨，作业通道宽度一般为 1.5~5.0 米。由于没有污染、噪音小，广泛应用于室内操作和其他对环境要求较高的行业。

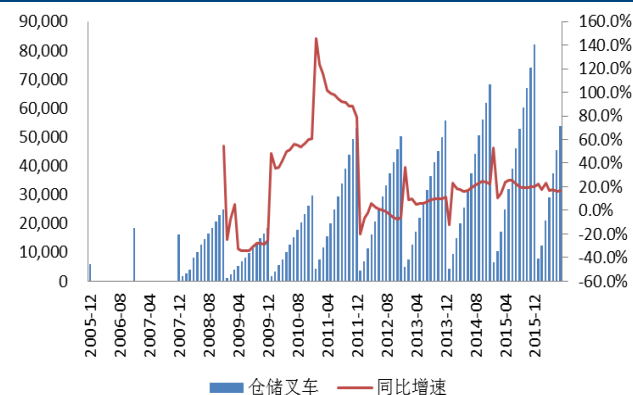
相比传统的内燃平衡重叉车，电动仓储叉车开辟了一个新的市场，其主要面向承载能力较小，对污染，噪音敏感的市场。而随着电动仓储车辆性价比的提升，它也在部分领域逐步取代内燃叉车。

图 13：电动仓储叉车历年销量（台）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：电动仓储叉车销量各月累计值（台）

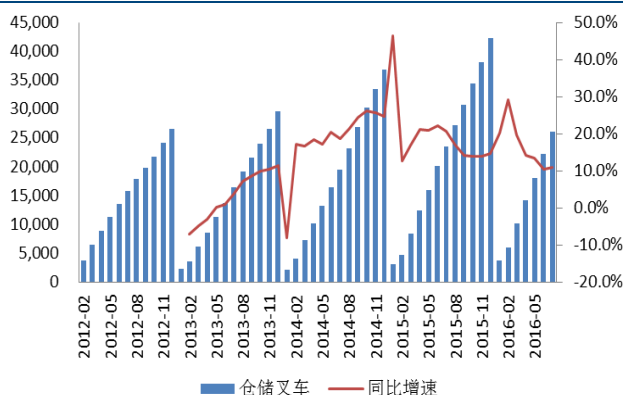


资料来源：wind、东兴证券研究所

目前，电动仓储叉车市场快速增长，预计未来几年增速将达到 20% 以上。从 2005 年到 2015 年，电动仓储叉车销量从 5883 台增至 8.2 万台，年均复合增长率为 30%。在整个实体经济不景气的背景下，2015 年电动仓储叉车销量 8.2 万台，同比增长 20%。而按月度数据来看，截止 2016 年 7 月，电动仓储叉车 2016 年累计销售 53789 台，同比增长 17.1%，继续保持了快速增长。

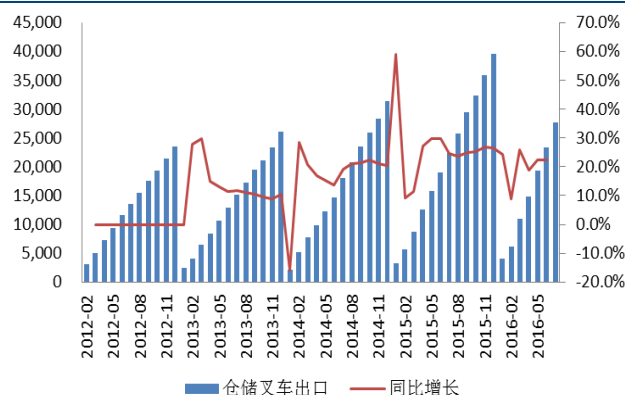
而且电动仓储叉车出口增速要高于国内市场。截止 2016 年 7 月，电动仓储叉车国内市场销量 2.6 万台，同比增长 11%。同期电动仓储叉车出口量 2.8 万台，同比增长 22.4%。

图 15：电动仓储叉车国内销量（台）



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：电动仓储叉车出口量（台）



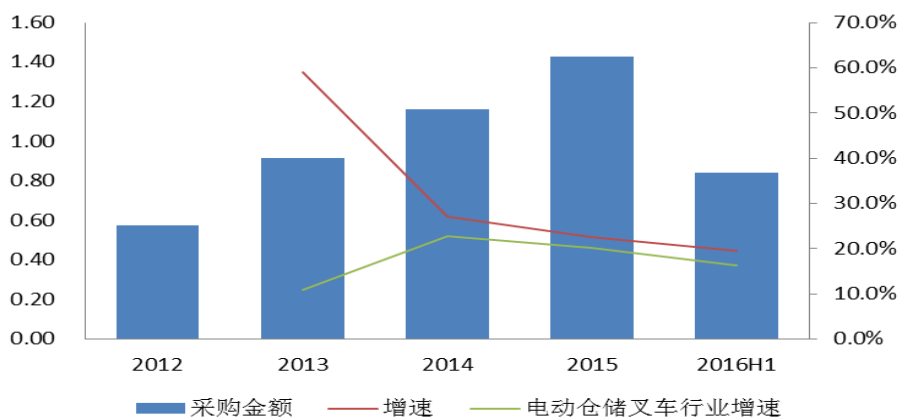
资料来源：wind、东兴证券研究所

3.2 公司电动仓储叉车业务将继续快速增长

尽管电动仓储叉车是一个新的产品，但是与传统叉车相比，在客户，渠道等方面基本相同，技术也相对简单。因此，安徽合力在技术研发、产品、品牌和渠道等方面形成的竞争优势将能够继续发挥。

目前，安徽合力的电动仓储叉车主要采购于安叉集团旗下的宁波力达。根据公司公告，我们整理出从 2012 年到 2016H1 的采购情况，具体如下：

图 17：公司采购宁波力达的金额（亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

从数据可以看出，公司电动仓储叉车收入保持了高速增长。从2012年到2015年，公司从宁波力达处采购金额从0.58亿元增长到1.43亿元，年均复合增长率为35.4%。2016年上半年，公司采购金额为0.84亿元，同比增长了20%。

从数据可以看出，公司电动仓储叉车收入持续快于电动仓储叉车行业增长。这充分说明了在电动仓储叉车产品方面，公司多年积累的优势仍然明显。因此，随着公司不断加大这方面投入，我们预计公司仍将是电动仓储叉车的领导厂商。

4. 积极探索工业车辆租赁，发力后市场

2016年1月25日，安徽合力股份有限公司与全球领先的物流系统解决方案供应商——德国永恒力集团，正式签订成立中德合资“永恒力合力工业车辆租赁（中国）有限公司（筹）”的合资合同，这家新成立的中德合资企业将致力于在中国开展全系列电动及内燃工业车辆租赁业务，充分发挥双方的品牌、产品和网络、服务优势，实现优势互补与资源共享，为中国市场和客户提供全系列、一揽子运搬设备和物流解决方案租赁服务。

图 18:合力与永恒力成立合资租赁公司



资料来源：网络图片、东兴证券研究所

我国叉车租赁市场空间巨大，目前尚处于成长期。德国永恒力集团具有丰富的租赁业务经验，目前在全球拥有4万辆的租赁车队，能够提供更合理的租赁方案。德国永恒力公司的租赁收入占公司收入近40%，而国内叉车公司的租赁收入占比仅为个位数。与国外巨头相比，可以看出叉车租赁业务未来有很大的拓展空间。

中国叉车租赁的提供商，大致有三种类型的公司：叉车厂商的租赁公司、独立的叉车租赁公司和维修商代理商的租赁业务。在这三种类型的公司中，叉车厂商的租赁公司主要优势在于资金设备充足，技术力量雄厚，网络渠道广泛，可以开展规模性的租赁业务，可以凭借低成本的设备、技术、服务、配件、二手车回收等优势顺理成章地开展叉车租赁业务。凭借着以上优势，叉车厂商的租赁公司将能够占有重要地位。

本次合力与永恒力合资成立的工业车辆租赁公司，将充分发挥双方股东强大的品牌影响力、可靠的产品性能、健全的服务网络、雄厚的厂商支撑等，为客户提供高品质的不同动力形式（内燃、电动）、不同吨位级别（从 0.2 吨手动托盘到 46 吨重型叉车）、不同租赁期限（从 1 天到 60 个月）、不同租赁规模（从 1 台到车队），以至不同租赁模式的个性化定制运搬解决方案，将进一步引领中国工业车辆行业调整、转型、升级，差异定位、理性发展。

5. 盈利预测及投资评级

5.1 盈利预测

我们对公司未来业务预测假设如下：

- ◆ 传统平衡重式叉车将保持低速增长。传统平衡重式叉车需求与整体工业增长密切相关，我们预计未来几年整体工业保持低速增长。而受益于电动平衡重式叉车正在逐步取代内燃平衡重式叉车，且电动平衡重式叉车单价要高于内燃平衡重式叉车。因此，我们预计公司平衡重式叉车业务表现要好于整体工业增长，预计公司 16-18 年该业务收入增速分别为 1%、5%和 8%。
- ◆ 电动仓储叉车保持快速增长。受益于物流仓储行业的快速发展，电动仓储叉车保持了快速增长。公司是行业龙头，收入增速持续高于市场整体增速。我们预计公司电动仓储叉车业务仍将保持快速增长，预计公司 16-18 年该业务收入增速分别为 20%、20%和 20%。
- ◆ 基于谨慎性原则，我们并未在预测中纳入公司租赁业务收入。

我们预计公司 16-18 年收入分别为 57.77 亿元、60.97 亿元和 66.12 亿元，收入增速分别为 1.6%、5.6%和 8.4%。

5.2 投资评级

公司是国内工业车辆龙头，在产品、技术、品牌、渠道方面都具有明显竞争优势。公司 2015 年在国内叉车市场占有率超过 21%，主要经济技术指标连续 25 年保持国内同行业第一。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 57.77 亿元、60.97 亿元和 66.12 亿元，收入增速分别为 1.6%、5.6%和 8.4%，EBITDA 分别为 6.52 亿元、6.85 亿元和 7.09 亿元；归属于母公司的净利润分别为 4.15 亿元、4.39 亿元和 4.57 亿元，每股收益分别为 0.67 元、0.71 元和 0.74 元。

公司是工业车辆龙头，我们按照 2016 年 10 倍 EBITDA 测算，得出公司企业价值为 65.2 亿元，再加上现金 15.8 亿元，减去债务价值 2.1 亿元、少数股权价值 3 亿元，则公司股权价值为 75.9 亿元，对应每股股权价值为 12.31 元。截止 2016 年 9 月 26 日，公司股价为 10.75 元。股价存在 15%的上升空间，维持公司“强烈推荐”评级。

表 2: 公司股权价值 (亿元)

企业价值	65.2
现金	15.8
债务价值	-2.1
少数股权价值	-3.0
股权价值	75.9

资料来源: wind、东兴证券研究所

表 3: 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		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	3359	3575	3863	4273	4734	营业收入	6701	5686	5777	6097	6612	
货币资金	530	890	1069	1265	1432	营业成本	5304	4427	4502	4752	5152	
应收账款	821	829	870	969	1105	营业税金及附加	35	42	43	45	49	
其他应收款	31	37	37	40	43	营业费用	339	336	341	360	410	
预付款项	66	55	100	148	199	管理费用	439	466	439	463	503	
存货	1023	914	925	976	1059	财务费用	1	-17	-21	-27	-28	
其他流动资产	583	624	624	624	624	资产减值损失	22.91	31.62	35.00	35.00	35.00	
非流动资产合计	2138	2157	1971	1904	1834	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	28.88	35.39	50.00	50.00	50.00	
固定资产	1614	1712	1638	1568	1501	营业利润	590	435	488	519	542	
无形资产	217	230	212	196	181	营业外收入	135.01	72.66	40.00	40.00	40.00	
其他非流动资产	80	27	0	0	0	营业外支出	3.04	2.14	2.00	2.00	2.00	
资产总计	5496	5732	5835	6177	6568	利润总额	722	506	526	557	580	
流动负债合计	1414	1433	1330	1419	1546	所得税	115	78	79	84	87	
短期借款	0	150	0	0	0	净利润	607	428	447	473	493	
应付账款	832	724	740	781	847	少数股东损益	38	31	32	34	36	
预收款项	119	145	174	204	237	归属母公司净利润	569	397	415	439	457	
一年内到期的非	2	2	2	2	2	EBITDA	984	822	652	685	709	
非流动负债合计	92	99	64	64	64	BPS (元)	0.92	0.64	0.67	0.71	0.74	
长期借款	10	8	8	8	8	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
应付债券	0	0	0	0	0							
负债合计	1506	1532	1395	1483	1610	成长能力						
少数股东权益	162	160	192	226	262	营业收入增长	2.25%	-15.15%	1.60%	5.55%	8.44%	
实收资本 (或股	617	617	617	617	617	营业利润增长	6.86%	-26.16%	12.10%	6.26%	4.42%	
资本公积	557	557	557	557	557	归属于母公司净利	4.41%	5.80%	4.41%	5.80%	4.12%	
未分配利润	2204	2375	2479	2588	2703	获利能力						
归属母公司股东	3828	4041	4248	4468	4697	毛利率 (%)	20.85%	22.14%	22.07%	22.07%	22.08%	
负债和所有者权	5496	5732	5835	6177	6568	净利率 (%)	9.06%	7.53%	7.74%	7.76%	7.45%	
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	10.35%	6.93%	7.11%	7.11%	6.96%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	14.86%	9.84%	9.77%	9.83%	9.73%	
经营活动现金流	662	551	535	501	478	偿债能力						
净利润	607	428	447	473	493	资产负债率 (%)	27%	27%	24%	24%	`	
折旧摊销	392.64	402.97	0.00	171.10	175.98	流动比率	2.38	2.50	2.90	3.01	3.06	
财务费用	1	-17	-21	-27	-28	速动比率	1.65	1.86	2.21	2.32	2.38	
应收账款减少	0	0	-41	-98	-136	营运能力						
预收帐款增加	0	0	29	30	33	总资产周转率	1.27	1.01	1.00	1.02	1.04	
投资活动现金流	-263	-132	15	-111	-111	应收账款周转率	9	7	7	7	6	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.02	7.31	7.89	8.02	8.12	
长期股权投资减	0	0	98	0	0	每股指标 (元)						
投资收益	29	35	50	50	50	每股收益 (最新摊	0.92	0.64	0.67	0.71	0.74	
筹资活动现金流	-290	-67	-372	-193	-200	每股净现金流 (最新	0.18	0.57	0.29	0.32	0.27	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.21	6.55	6.89	7.24	7.61	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	103	0	0	0	0	P/E	12.50	17.97	17.09	16.15	15.52	
资本公积增加	1	0	0	0	0	P/B	1.85	1.76	1.67	1.59	1.51	
现金净增加额	109	352	178	197	166	EV/EBITDA	6.68	7.74	9.25	8.53	8.00	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今, 之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

叶盛

机械行业研究员, 西安交通大学工业工程专业学士, 中央财经大学金融专业硕士, 2 年证券研究经验, 2015 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员, 新加坡管理大学应用金融学硕士, 厦门大学控制工程硕士, 厦门大学自动化学士, 2015 年加入东兴证券, 从事机械行业研究。

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。