

业绩稳健，研发投入加大

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2019年半年报，实现营收50.1亿元（-1.4%），归母净利润3.5亿元（-0.5%），扣非净利润3亿元（-5.5%）。其中Q2实现营收25.3亿元（-9.6%），归母净利润2.1亿元（-1.4%），扣非净利润1.9亿元（+0.1%）。
- **业绩稳健，研发费用较快增长。**公司2019H1总体营收略微下降，净利润略微下滑，稳健发展。公司2019H1毛利率为21.8%（+2.5pp），持续回升。期间费用率为12.7%（+2.7pp），其中，销售费用率为4.5%（+0.3pp），管理费用率为8.3%（+2.3pp）、财务费用率为-0.1%（-0.1p），管理费用率提升主要源于研发费用增长较快，2019H1研发费用为2.6亿元（+59.1%），绝对金额增长约0.95亿元，使得公司短期管理费用率提升，影响短期净利率水平，但有助于公司中长期竞争力提升。
- **行业需求下行，龙头市占率提升。**根据中国工程机械协会工业车辆分会统计数据，2019年上半年全行业实现总销量（含出口）约30.7万台（-0.3%），其中Q1销量15.3万台（+11.3%），Q2销量15.4万台（-9.7%），显示行业二季度需求较为低迷。2019年上半年国内市场总销量23.5万台，同比增长3.1%，受贸易摩擦影响，出口总销量7.2万台，同比下降10.1%。公司2019H1国内市场销量同比增长5.94%，出口量同比增长23.36%，实现“合力”品牌国内市场占有率27.2%，继续保持国内第一。
- **盈利预测与投资建议。**公司为国内叉车行业龙头企业，强者恒强。预计公司2019~2021年EPS分别为0.81/0.87/0.95元，对应PE分别为11/10/9倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；盈利能力不及预期风险；汇率波动风险。

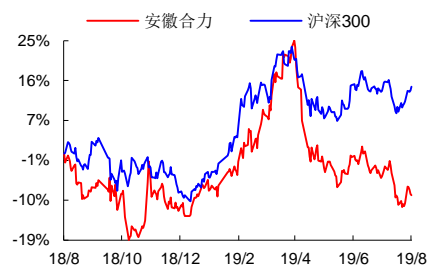
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9667.48	9953.81	10445.34	11167.88
增长率	15.22%	2.96%	4.94%	6.92%
归属母公司净利润（百万元）	582.64	596.43	640.52	701.52
增长率	42.84%	2.37%	7.39%	9.52%
每股收益EPS（元）	0.79	0.81	0.87	0.95
净资产收益率ROE	14.42%	13.71%	13.68%	13.93%
PE	11	11	10	9
PB	1.34	1.37	1.30	1.23

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：梁美美
 执业证号：S1250518100003
 电话：021-58351937
 邮箱：lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.40
流通A股(亿股)	7.40
52周内股价区间(元)	8.2-12.77
总市值(亿元)	65.95
总资产(亿元)	75.81
每股净资产(元)	6.31

相关研究

1 叉车龙头，强化研发投入

公司简介：公司是我国目前规模大、产业链条完整、综合实力和经济效益好的工业车辆研发、制造与出口基地，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。

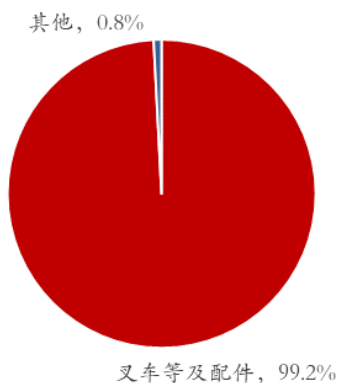
图 1：公司主营产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

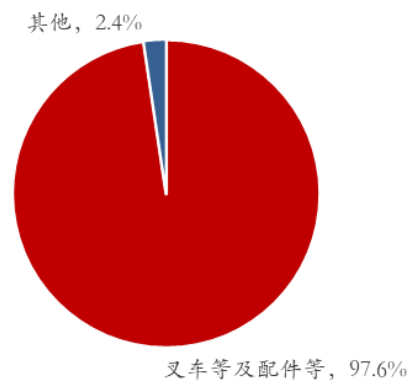
公司主营业务结构：2018 年公司总营收为 96.7 亿元，其中叉车及配件业务贡献 95.4 亿元，占比 98.7% 是公司核心业绩来源。叉车是工业搬运车辆，常用于仓储大型物件搬运。公司主营叉车包括内燃叉车、重式叉车、电动仓储车辆等系列产品。

图 2：公司 2018 年主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

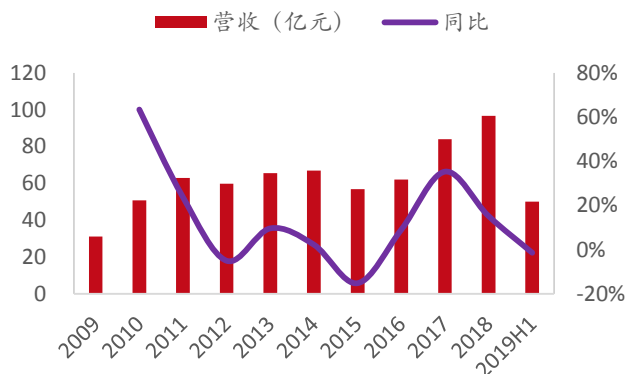
图 3：公司 2018 年主营业务毛利结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

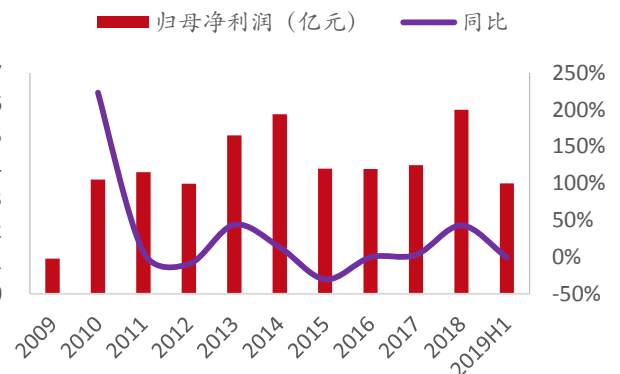
公司业绩状况：2008 年~2018 年，公司营收稳健增长，CAGR 为 10.3%，2018 年公司实现营收 96.7 亿元，同比增加 15.2%，实现归母净利润 5.8 亿元，同比增加 42.9%，毛利率为 20%，期间费用率为 12%。公司 2019 年上半年实现营收、归母净利润分别为 50.1 亿元、3.5 亿元，同比减少 1.4%、0.5%。

图 4：公司历年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

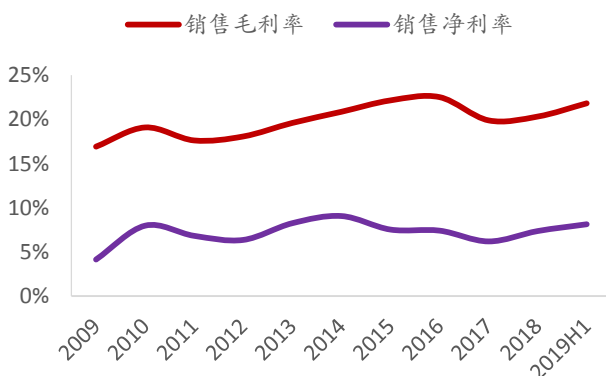
图 5：公司历年归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

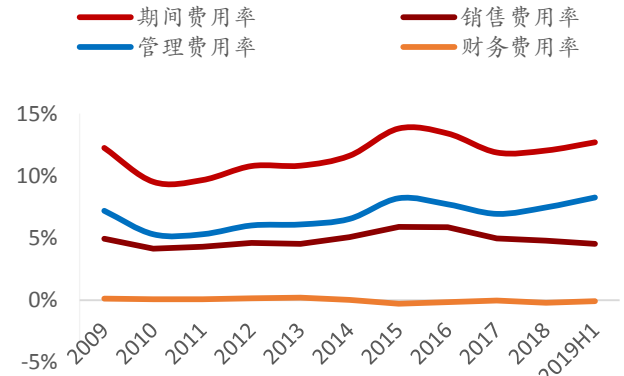
毛利率回升，研发费用快速增长。公司 2019H1 毛利率为 21.8% (+2.5pp)，持续回升。期间费用率为 12.7% (+2.7pp)，其中，销售费用率为 4.5% (+0.3pp)，管理费用率为 8.3% (+2.3pp)、财务费用率为 -0.1% (-0.1p)，管理费用率提升主要源于研发费用增长较快，2019H1 研发费用为 2.6 亿元 (+59.1%)，绝对金额增长约 0.95 亿元，使得公司短期管理费用率提升，影响短期净利率水平。

图 6：公司历年销售毛利率总体稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司历年期间费用率基本持稳



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 1：公司单季度营收情况

营收 (亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4
2014	17.0	18.8	16.5	14.6
2015	14.4	15.9	13.5	13.0
2016	14.7	15.0	15.6	16.7
2017	19.0	21.9	21.9	21.1
2018	22.7	27.7	23.4	22.9
2019	24.8	25.3	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

表 2：公司单季度净利润情况

利润（亿元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	1.1	1.4	1.4	1.1
2014	2.2	1.6	1.1	0.9
2015	0.9	1.3	0.7	1.1
2016	0.9	1.0	1.1	0.9
2017	1.0	1.2	1.2	0.6
2018	1.4	2.1	1.0	1.4
2019	1.4	2.1	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

表 3：公司单季度扣非净利润情况

扣非利润（亿元）	Q1	Q2	Q3	Q4
2013	1.0	1.4	0.9	0.9
2014	1.3	1.5	0.9	0.7
2015	0.8	1.2	0.6	0.5
2016	0.9	0.9	0.9	0.7
2017	1.0	1.1	1.1	0.3
2018	1.2	1.9	0.8	0.6
2019	1.1	1.9	—	—

数据来源：Choice，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

1) 公司叉车主要受宏观经济影响，2019H1 行业出现近三年来首次负增长，公司为行业龙头，销量逆势保持增长。假设公司 2019-2021 年公司叉车等及配件销量增速为 3%、5%、7%，价格不变，毛利率均为 21.5%。

2) 假设 2019-2021 年装载机销量增速均为 0%，价格不变，毛利率均为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
叉车等及配件	收入	8,251	9,544	9,831	10,322	11,045
	同比	36.76%	15.67%	3.00%	5.00%	7.00%
	成本	6,629	7,627	7,717	8,103	8,670
	毛利	1,623	1,917	2,114	2,219	2,375
	毛利率	19.66%	20.09%	21.50%	21.50%	21.50%
装载机	收入	82	88	88	88	88
	同比	-28.78%	7.44%	0.00%	0.00%	0.00%

单位：百万元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	69	88	80	80	80
	毛利	14	1	9	9	9
	毛利率	16.59%	0.64%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	56.83	34.76	34.76	34.76	34.76
	同比	10.67%	-38.83%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	24.65	-10.98	13.90	13.90	13.90
	毛利	32.18	45.74	20.86	20.86	20.86
	毛利率	56.63%	131.59%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	收入	8,391	9,667	9,954	10,445	11,168
	同比	35.32%	15.22%	2.96%	4.94%	6.92%
	成本	6,722	7,704	7,811	8,196	8,764
	毛利	1,668	1,964	2,143	2,249	2,404
	毛利率	19.88%	20.31%	21.53%	21.53%	21.53%

数据来源：Wind，西南证券

公司为国内叉车行业龙头企业，强者恒强。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.81/0.87/0.95 元，对应 PE 分别为 11/10/9 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值情况（2019 年 08 月 23 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS（元）			PE		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600835	上海机电	1.24	1.35	1.55	17	15	13
600894	广日股份	0.16	0.45	0.57	55	19	15
603298	杭叉集团	0.88	1.02	1.18	13	11	10
300349	金卡智能	1.16	1.29	1.55	13	12	10
平均值					24	14	12
600761	安徽合力	0.79	1.07	1.28	11	11	10

数据来源：Wind 一致预期，西南证券整理

3 风险提示

1) 下游需求不及预期风险。今年以来，国内经济保持稳定，国家出台了一系列经济稳增长、“逆周期”调节的政策措施，但工业车辆市场需求仍出现了调整，根据行业协会数据统计，上半年全行业总销量出现负增长，存在行业需求不及预期造成公司业绩不及预期风险。

2) 盈利能力不及预期风险。工业车辆行业属于完全市场竞争性领域，近年来随着行业的快速发展吸引众多企业纷纷涉足，市场竞争愈演愈烈，尤其在行业需求进入调整期后，产品的价格竞争将更加激烈，存在过度价格竞争致使公司盈利能力不及预期风险。

3) 汇率波动风险。公司海外中心以及产品国际市场销售多以当地货币或美元核算，随着公司国际化战略布局的深入，海外市场销售额逐年提高。由于地缘政治、经济、国际贸易保护等因素，海外主要市场货币及人民币汇率的变化不确定性增强，将增加公司外汇管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9667.48	9953.81	10445.34	11167.88	净利润	711.76	728.61	782.47	856.99
营业成本	7703.94	7810.53	8196.38	8763.58	折旧与摊销	188.43	351.23	363.59	376.89
营业税金及附加	80.75	84.45	88.16	94.42	财务费用	-19.83	-3.79	-5.86	-8.40
销售费用	462.12	487.74	511.82	547.23	资产减值损失	18.77	10.00	10.00	10.00
管理费用	327.76	846.07	866.96	904.60	经营营运资本变动	-419.01	-273.63	-87.15	-152.80
财务费用	-19.83	-3.79	-5.86	-8.40	其他	155.02	-97.79	-104.85	-114.14
资产减值损失	18.77	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	635.14	714.62	958.20	968.54
投资收益	88.95	90.00	94.50	103.95	资本支出	-104.86	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-584.48	162.54	94.50	103.95
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-689.34	12.54	-55.50	-46.05
营业利润	831.08	858.81	922.37	1010.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	13.60	15.00	15.00	15.00	长期借款	398.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	844.68	873.81	937.37	1025.40	股权融资	-238.05	0.00	0.00	0.00
所得税	132.92	145.20	154.90	168.41	支付股利	-370.09	-348.31	-379.25	-423.97
净利润	711.76	728.61	782.47	856.99	其他	-121.68	-3.63	5.86	8.40
少数股东损益	129.12	132.18	141.95	155.47	筹资活动现金流净额	-331.57	-351.94	-373.39	-415.57
归属母公司股东净利润	582.64	596.43	640.52	701.52	现金流量净额	-374.68	375.22	529.31	506.92
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	859.88	1235.10	1764.41	2271.33	成长能力				
应收和预付款项	1166.71	1459.90	1473.59	1552.42	销售收入增长率	15.22%	2.96%	4.94%	6.92%
存货	1195.27	1228.38	1283.46	1375.58	营业利润增长率	33.85%	3.34%	7.40%	9.54%
其他流动资产	1832.05	1863.14	1963.25	2096.17	净利润增长率	37.06%	2.37%	7.39%	9.52%
长期股权投资	206.07	206.07	206.07	206.07	EBITDA 增长率	25.74%	20.66%	6.12%	7.72%
投资性房地产	72.54	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1665.33	1498.87	1320.04	1127.92	毛利率	20.31%	21.53%	21.53%	21.53%
无形资产和开发支出	206.70	173.18	139.65	106.13	三费率	7.97%	13.36%	13.14%	12.92%
其他非流动资产	233.38	232.14	230.90	229.66	净利率	7.36%	7.32%	7.49%	7.67%
资产总计	7437.92	7896.77	8381.38	8965.28	ROE	14.42%	13.71%	13.68%	13.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.57%	9.23%	9.34%	9.56%
应付和预收款项	1919.27	2000.67	2081.50	2228.26	ROIC	14.73%	14.25%	15.26%	16.83%
长期借款	402.55	402.55	402.55	402.55	EBITDA/销售收入	10.34%	12.12%	12.26%	12.35%
其他负债	180.52	177.96	178.52	182.64	营运能力				
负债合计	2502.34	2581.18	2662.56	2813.45	总资产周转率	1.33	1.30	1.28	1.29
股本	740.18	740.18	740.18	740.18	固定资产周转率	6.26	6.76	8.16	10.30
资本公积	315.40	315.40	315.40	315.40	应收账款周转率	11.46	10.66	9.75	10.17
留存收益	3525.53	3773.65	4034.92	4312.47	存货周转率	6.69	6.39	6.47	6.54
归属母公司股东权益	4581.41	4829.23	5090.50	5368.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.58%	—	—	—
少数股东权益	354.18	486.36	628.31	783.78	资本结构				
股东权益合计	4935.59	5315.59	5718.81	6151.83	资产负债率	33.64%	32.69%	31.77%	31.38%
负债和股东权益合计	7437.92	7896.77	8381.38	8965.28	带息债务/总负债	16.09%	15.60%	15.12%	14.31%
					流动比率	2.56	2.82	3.04	3.19
					速动比率	1.95	2.22	2.44	2.59
					股利支付率	63.52%	58.40%	59.21%	60.44%
					每股指标				
					每股收益	0.79	0.81	0.87	0.95
					每股净资产	6.67	6.52	6.88	7.25
					每股经营现金	0.86	0.97	1.29	1.31
					每股股利	0.50	0.47	0.51	0.57
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	999.68	1206.25	1280.10	1378.90					
PE	11.32	11.06	10.30	9.40					
PB	1.34	1.37	1.30	1.23					
PS	0.68	0.66	0.63	0.59					
EV/EBITDA	5.71	4.59	3.92	3.27					
股息率	5.61%	5.28%	5.75%	6.43%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn