安徽合力 (600761.SH)　工程机械行业

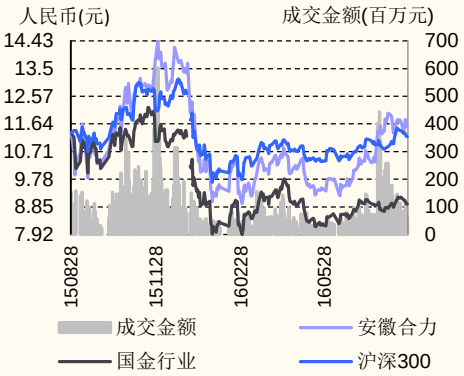
评级：买入　维持评级　　**公司点评**

市场价格（人民币）：11.54 元
目标价格（人民币）：20.00-25.00 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)	7,118.07
年内股价最高最低(元)	14.45/8.97
沪深 300 指数	3307.09
上证指数	3070.31



相关报告

1.《产品升级与国企改革助力叉车龙头实现新发展-安徽合力公司点评》，2016.7.20

2.《安徽合力（600761）2015 年报点评-安徽合力公司点评》，2016.3.22

3.《投资设立中德合资公司，引入先进物流仓储技术-安徽合力公司点评》，2015.12.22

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

徐才华　分析师 SAC 执业编号：S1130516010004
(8610)66216932
xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰　联系人
(8621)60870933
shenweijie@gjzq.com.cn

经营业绩小幅下降，期待国企改革落地

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.923	0.644	0.716	0.806	0.886
每股净资产(元)	6.21	6.55	7.07	7.67	8.36
每股经营性现金流(元)	1.07	0.89	0.87	0.92	1.01
市盈率(倍)	12.51	17.91	16.11	14.32	13.03
行业优化市盈率(倍)	9.01	8.39	6.85	6.85	6.85
净利润增长率(%)	13.33%	-30.15%	11.18%	12.51%	9.87%
净资产收益率(%)	14.86%	9.84%	9.91%	9.99%	9.84%
总股本(百万股)	616.82	616.82	616.82	616.82	616.82

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 上半年，公司实现营业收入 29.69 亿元，同比下降 2.26%；归属上市公司股东的净利润 1.94 亿元，同比下降 13.53%。

经营分析

- **国内经济下行、固定资产投资放缓，公司收入规模小幅下降。**今年以来，国内工业固定资产投资增速放缓，民间投资大幅减少。公司主要产品叉车应用范围较广，受宏观经济形势影响较大，2016 上半年公司实现营业收入 29.69 亿元，同比下降 2.26%；其中叉车及配件收入 28.79 亿元，同比下降 2.33%；受益于原材料成本下降，叉车毛利率为 22.20%，比上年增长了 0.18%。公司计划 2016 年全年实现销售收入约 60 亿元，中期实现 29.69 亿元的营收，已完成年度计划的 49.48%。
- **优化产品结构提升竞争力，积极培育工业车辆租赁业务。**报告期内，公司在业内率先完成符合“国三”排放标准的产品切换，新能源叉车占比提升，同时公司优化出口产品结构，巩固市场占有率。公司与德国永恒力合资成立的“永恒力合力工业车辆租赁公司”已于今年 3 月成立，其中安徽合力出资 0.95 亿元、占比 50%。公司同时公告了将其子公司合力工业车辆租赁（上海）公司的相关资产，以 8669.73 万元出售给合资公司，将作为合资双方拓展国内工业车辆租赁业务的平台。
- **国企改革持续催化，公司是集团旗下唯一上市平台。**公司第一大股东安徽叉车集团是安徽省国资委下属重点国资企业，由安徽国资委 100%控股。叉车集团目前旗下有 12 家公司，安徽合力是唯一上市公司平台。公司去年 1 月公告集团层面将实施管理层和技术骨干的持股以实现产权的多元化，随着全国国企改革的逐步推进，公司后续改革计划有望逐步落地。

盈利预测

- 我们预测 2016-2018 年公司营业收入 60.20/63.83/67.85 亿元，分别同比增长 5.9%/6.0%/6.3%；归母净利润 442/497/546 百万元，分别同比增长 11.2%/12.5%/9.9%；EPS 分别为 0.72/0.81/0.89 元，对应 PE 分别为 16/14/13 倍。

投资建议

- 我们认为公司在国内叉车行业龙头地位稳固，优化产品结构实现新发展；与德国永恒力集团合作开拓工业车辆租赁市场为公司培育新的利润来源；公司

敬请参阅最后一页特别声明　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

是安徽叉车集团旗下唯一的上市公司平台，下半年受益国企改革催化。我们维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 20-25 元。

风险提示

- 国企改革进度缓慢；叉车行业市场竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**6,553**	**6,701**	**5,686**	**6,020**	**6,383**	**6,785**
增长率		2.3%	-15.2%	5.9%	6.0%	6.3%
主营业务成本	-5,269	-5,304	-4,427	-4,699	-4,982	-5,296
%销售收入	80.4%	79.1%	77.9%	78.1%	78.1%	78.1%
毛利	1,284	1,397	1,259	1,321	1,401	1,489
%销售收入	19.6%	20.9%	22.1%	21.9%	21.9%	21.9%
营业税金及附加	-23	-35	-42	-42	-45	-47
%销售收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-297	-339	-336	-355	-370	-387
%销售收入	4.5%	5.1%	5.9%	5.9%	5.8%	5.7%
管理费用	-399	-439	-466	-482	-498	-516
%销售收入	6.1%	6.5%	8.2%	8.0%	7.8%	7.6%
息税前利润（EBIT）	565	585	415	442	488	539
%销售收入	8.6%	8.7%	7.3%	7.3%	7.6%	7.9%
财务费用	-13	-1	17	16	27	33
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-19	-23	-32	-9	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	29	35	30	30	30
%税前利润	2.9%	4.0%	7.0%	5.4%	4.8%	4.4%
营业利润	552	590	435	478	544	602
营业利润率	8.4%	8.8%	7.7%	7.9%	8.5%	8.9%
营业外收支	85	132	71	80	80	80
税前利润	637	722	506	558	624	682
利润率	9.7%	10.8%	8.9%	9.3%	9.8%	10.1%
所得税	-96	-115	-78	-87	-97	-106
所得税率	15.1%	15.9%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	541	607	428	472	527	576
少数股东损益	38	38	31	30	30	30
归属于母公司的净利润	**502**	**569**	**397**	**442**	**497**	**546**
净利率	7.7%	8.5%	7.0%	7.3%	7.8%	8.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017	2018E
净利润	541	607	428	472	527	576
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	195	213	220	196	201	213
非经营收益	34	-31	-60	-104	-109	-109
营运资金变动	-107	-127	-37	-26	-48	-54
经营活动现金净流	**663**	**662**	**551**	**537**	**570**	**626**
资本开支	-171	-200	-125	-105	-125	-140
投资	-212	-98	-50	0	0	0
其他	21	36	43	30	30	30
投资活动现金净流	**-362**	**-263**	**-132**	**-75**	**-95**	**-110**
股权募资	0	0	3	0	0	0
债权募资	-107	-97	148	-187	0	1
其他	-120	-193	-210	-5	-124	-124
筹资活动现金净流	**-226**	**-289**	**-59**	**-192**	**-124**	**-123**
现金净流量	**74**	**109**	**360**	**270**	**351**	**393**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	391	530	890	1,160	1,511	1,904
应收款项	966	1,157	1,091	1,180	1,251	1,330
存货	1,045	1,023	914	1,030	1,092	1,161
其他流动资产	685	649	680	686	690	694
流动资产	3,087	3,359	3,575	4,057	4,544	5,088
%总资产	60.9%	61.1%	62.4%	65.3%	67.8%	70.1%
长期投资	0	98	99	99	99	99
固定资产	1,746	1,703	1,752	1,754	1,758	1,764
%总资产	34.4%	31.0%	30.6%	28.2%	26.2%	24.3%
无形资产	209	225	238	232	233	235
非流动资产	1,985	2,138	2,157	2,155	2,160	2,168
%总资产	39.1%	38.9%	37.6%	34.7%	32.2%	29.9%
资产总计	**5,073**	**5,496**	**5,732**	**6,212**	**6,704**	**7,256**
短期借款	97	2	152	0	0	0
应付款项	1,241	1,323	1,219	1,410	1,495	1,589
其他流动负债	63	89	61	188	192	197
流动负债	1,401	1,414	1,433	1,599	1,687	1,785
长期贷款	11	10	8	8	8	9
其他长期负债	90	83	91	56	56	56
负债	**1,503**	**1,506**	**1,531**	**1,662**	**1,751**	**1,850**
普通股股东权益	3,413	3,829	4,041	4,359	4,733	5,156
少数股东权益	157	162	160	190	220	250
负债股东权益合计	**5,073**	**5,496**	**5,732**	**6,212**	**6,704**	**7,256**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.977	0.923	0.644	0.716	0.806	0.886
每股净资产	6.640	6.207	6.551	7.068	7.673	8.359
每股经营现金净流	1.289	1.073	0.894	0.871	0.924	1.015
每股股利	0.100	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	14.71%	14.86%	9.84%	9.91%	9.99%	9.84%
总资产收益率	9.90%	10.35%	6.93%	6.95%	7.04%	6.96%
投入资本收益率	13.05%	12.29%	8.06%	7.88%	7.72%	7.58%
增长率						
主营业务收入增长率	9.67%	2.25%	-15.15%	5.88%	6.03%	6.30%
EBIT 增长率	34.12%	3.53%	-29.02%	6.43%	10.40%	10.51%
净利润增长率	43.69%	13.33%	-30.15%	11.18%	12.51%	9.87%
总资产增长率	8.75%	8.35%	4.29%	8.18%	7.49%	7.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.4	41.5	53.0	55.0	55.0	55.0
存货周转天数	71.0	71.2	79.9	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	53.3	57.5	64.2	68.0	68.0	68.0
固定资产周转天数	94.0	87.9	109.9	101.5	91.9	82.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.93%	-13.00%	-17.40%	-25.15%	-29.80%	-34.01%
EBIT 利息保障倍数	44.1	507.3	-25.1	-27.1	-16.9	-14.3
资产负债率	29.63%	27.40%	26.72%	26.81%	26.28%	25.82%

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	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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。

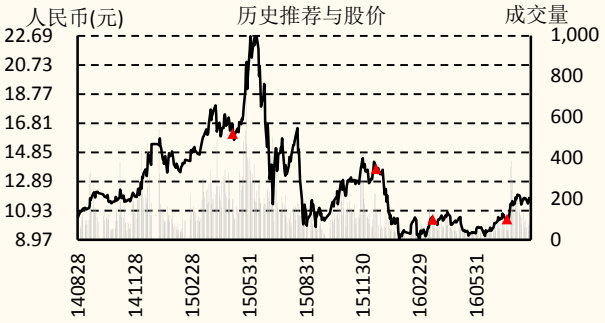
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-05-05	增持	17.03	25.00～25.00
2	2015-12-22	买入	14.22	25.00～25.00
3	2016-03-22	买入	10.34	25.00～25.00
4	2016-07-20	买入	10.33	25.00～25.00

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
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%以上。

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