

安徽合力 (600761.SH) 叉车行业

评级：买入 维持评级

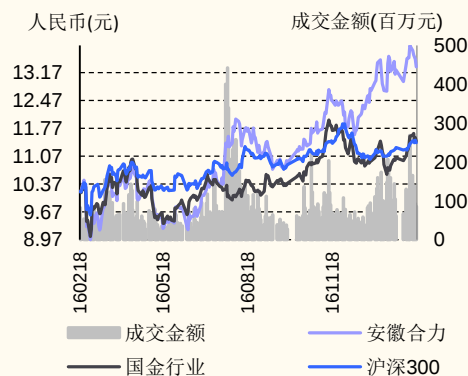
公司研究

市场价格 (人民币): 13.31 元
 目标价格 (人民币): 17.00-21.20 元

长期竞争力评级: 高于行业均值高于行业均值

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) 8,209.84
 年内股价最高最低 (元) 13.85/8.97
 沪深 300 指数 3421.44
 上证指数 3202.08



相关报告

1. 《经营业绩小幅下降，期待国企改革落地-安徽合力公司点评》，2016.8.29
2. 《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
3. 《安徽合力 (600761) 2015 年报点评-安徽合力公司点评》，2016.3.22

被低估了的公司业绩弹性与估值水平

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	0.849	0.948	1.016
每股净资产 (元)	6.21	6.55	7.20	7.95	8.76
每股经营性现金流 (元)	1.07	0.89	1.15	1.03	1.13
市盈率 (倍)	16.96	20.72	15.67	14.04	13.10
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%	31.78%	11.60%	7.23%
净资产收益率 (%)	14.86%	9.84%	11.79%	11.92%	11.60%
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

投资逻辑

- 与市场不同的观点：1、2016 年公司产品销量高增长，成本费用相对固定，净利率将突破临界，净利润有望超预期增长；2、市场可能未充分认识杭叉上市与国企改革对公司估值的提升作用。具体说明如下：
- 市场注意到了公司叉车销量的高增长，但可能忽视了成本费用相对固定之下，公司净利润增长的弹性。我们对比了公司近 5 年收入和净利率的关系，发现一个重要趋势：在达到一定收入规模之后，公司净利率伴随收入的增长将明显提高。在 2011~2015 的 5 年间，公司有两次收入规模超过 65 亿，同期净利率相比上年均有明显提升：2013 年收入 65.5 亿/净利率 7.66% (+1.81%)，2014 年收入 67 亿/净利率 8.49% (+0.83%)。公司 16 年的情况是：叉车销量超过 8 万台、创历史新高；在产品均价小幅下降 2%~4% 的假设下，我们测算公司收入规模将达到 65~67 亿元，接近甚至超过历史最高水平。根据公司收入与净利率的关系，预计 16 年净利率在 8% 左右，以此推算公司净利润范围在 5.2 亿~5.4 亿之间，大幅超出目前市场的一致预期（净利润均值 4.29 亿）。
- 市场可能未充分认识杭叉上市与国企改革对公司估值的提升作用。1) 怎样看待杭叉上市对合力的影响？合力与杭叉同是国内叉车行业的龙头，两家公司业务相近、规模相仿，总体来看合力业绩规模更大于杭叉，而目前杭叉总市值 154 亿、PE43 倍，接近合力两倍。杭叉享受溢价的原因，一是新股上市，二是民企属性，三是合力长期以来因没有对标而被置于低估值的工程机械板块。我们认为杭叉上市叉车形成板块效应，合力与杭叉将形成对标，公司估值有望逐步得到提高。2) 怎样看待国企改革对合力的影响？市场通常认为连年亏损的国企改革预期强，我们认为随着国改的深入，优质的国企同样有改革的必要：亏损企业的改革着重点在于存量置换或减量收缩，边际改善明显、但难以创造增量；优质企业的改革则不同，重点在于理顺员工与公司发展的受益关系，从而释放出更大的生产力、创造出新增量。因而，安徽合力作为优质国企也有机会享受改革的红利。

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

- **合力是制造业回暖的体现和核心受益标的。**叉车销量超预期增长，其实从侧面验证了中游制造业的复苏。以合力为例，其叉车产品应用领域非常分散，最大客户汽车制造业收入占比不过 7% 左右，然后如家电、食品、电子、物流等，占比在 5%-8% 之间，没有绝对的主导因素。叉车销量高增长的原因，不是单一行业的需求爆发，而是来源于中游制造业整体投资的增长，安徽合力可以说是制造业回暖的体现和受益标的。
- **未来业务的两个看点：叉车后市场与智能 AGV。**后市场业务是公司与德国永恒力合资成立的“永恒力合力工业车辆租赁有限公司”，双方各出资 50%，主要从事工业车辆租赁及设备维修等业务。智能 AGV，合力在自主研发的基础上，与 Kollmorgen（科尔摩根）进行合作，目标定位于向市场提供更加稳定灵活的 AGV 整体解决方案。目前这两项业务仍在培育发展中，未来有望成为公司新的增长点。

盈利预测

- 我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 66.8/71.55/75.25 亿元，分别同比增长 17.5%/7.1%/5.2%；归母净利润 524/585/627 百万元，分别同比增长 31.8%/11.6%/7.2%；EPS 分别为 0.85/0.95/1.02 元，对应 PE 分别为 15.7/14/13 倍。

投资建议

- 我们认为市场可能低估了收入增长与成本费用固定之下，公司净利润增长的弹性，以及杭叉上市及国企改革对公司估值的提升。我们维持公司“买入”评级，6-12 个月目标价 17.0~21.2 元。

风险提示

- 市场竞争及小型叉车销量占比提高，导致公司产品均价大幅下降；
- 原材料价格大幅上涨，导致毛利率及盈利能力大幅下滑。

内容目录

1、收入突破临界，净利率将明显提升	4
2、对标杭叉、国改红利，公司估值有望提升	6
3、中游复苏受益标的，未来业务仍有看点	7
4、盈利预测与投资建议	7
5、风险提示	8

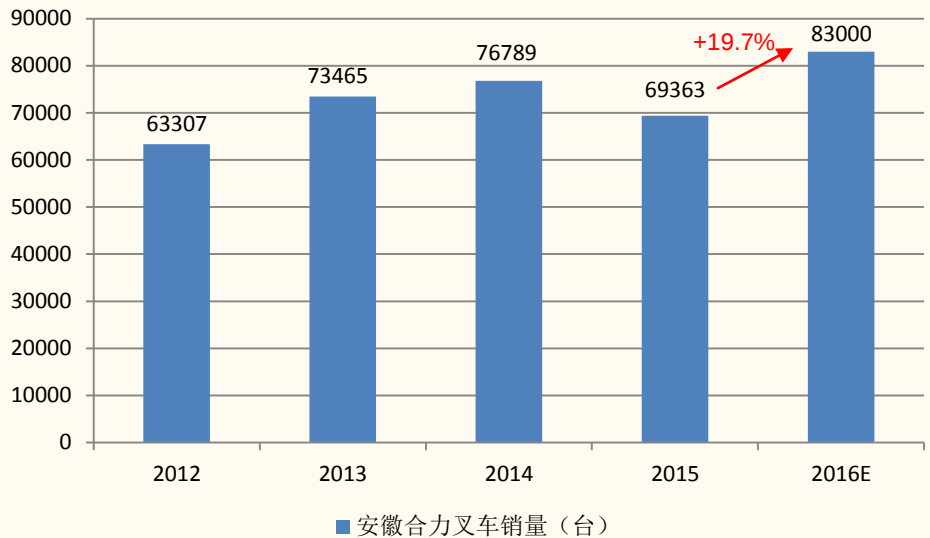
图表目录

图表 1：2016 年合力叉车销量将创新高	4
图表 2：产品均价呈小幅下降趋势	4
图表 3：公司收入规模与净利率的关系	5
图表 4：三项费用与员工人数小幅波动	5
图表 5：合力与杭叉营业收入对比（亿元）	6
图表 6：合力与杭叉净利润对比（亿元）	6
图表 7：合力与杭叉市值与估值对比	6
图表 8：安徽合力股权结构	7

1、收入突破临界，净利率将明显提升

- 我们的分析和测算将从 16 年叉车销量为起点，忽略装载机产品（收入占比仅约 2%）的影响。2016 年叉车全行业销量为 37 万台，同比增长 13%，是近年来的最高销量。安徽合力 16 年叉车销量预计约为 8.3 万台，有两个依据：一是根据调研信息，二是根据以往市占率 22%~23% 测算，公司叉车销量应在 8.14 万~8.51 万台之间，取平均约为 8.3 万台。合力往年叉车销量最高为 7.67 万台，16 年也将同步于行业录得历史最高销量。

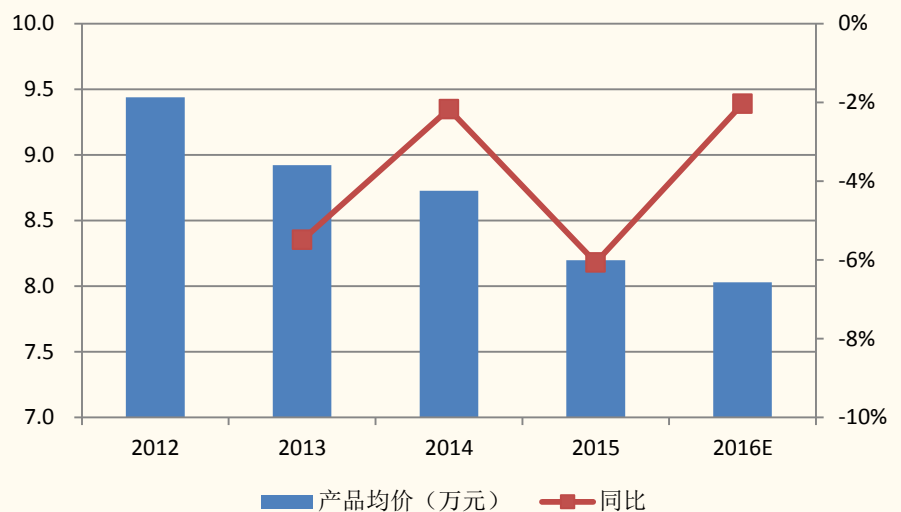
图表 1：2016 年合力叉车销量将创新高



来源：公司公告，国金证券研究所

- 价格方面，从行业整体来看，合力叉车在市场上的定价较为得到市场认可，价格没有剧烈波动，公司产品均价总体呈现小幅下降的趋势。假设 16 年产品均价降幅为 2%~4%，对应价格范围为 7.87~8.03 万/台；再结合上文的产品销量，16 年公司收入规模预计为 65.3~66.6 亿元。

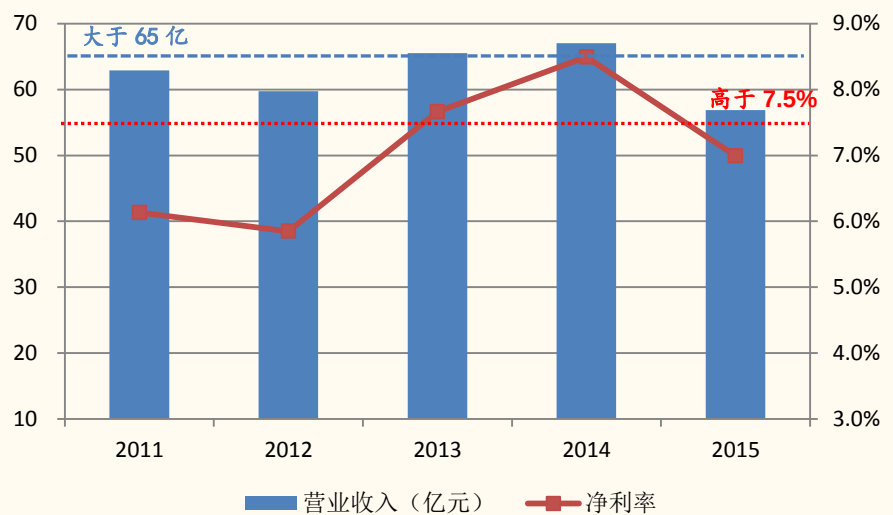
图表 2：产品均价呈小幅下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

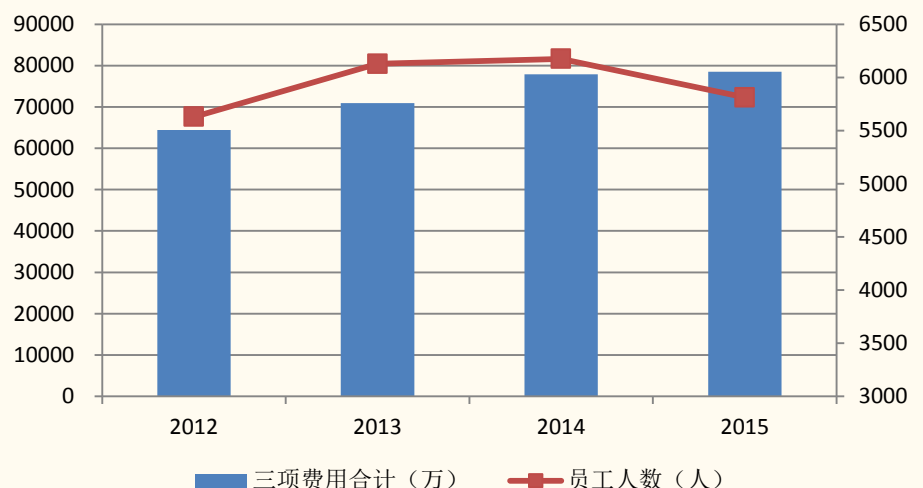
- 对比分析公司近 5 年收入与净利率之间的关系，可以发现公司产品的销售净利率随着收入规模的增长而提高。2011 至 2015 年公司有两次营业收入超过 65 亿元，均伴随着净利率的明显提升：2013 年营收 65.53 亿，同期净利率 7.66%，相比 2012 年提高 1.81 个百分点；2014 年营收突破 67 亿，同期净利率 8.49%，相比 2013 年提高 0.83 个百分点。因此，在近年成本费用相对固定的情况下，公司收入规模的扩大将会带来净利润的超预期增长。
- 当下市场关注到了公司产品销量的增长，但却可能忽视了公司收入突破临界、净利率提升，所带来的净利润增长弹性。我们测算公司 16 年净利率将升至 8% 左右，对应净利润为 5.2~5.4 亿元，大幅超过目前市场的一致预期（4.29 亿）。

图表 3：公司收入规模与净利率的关系



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：三项费用与员工人数小幅波动

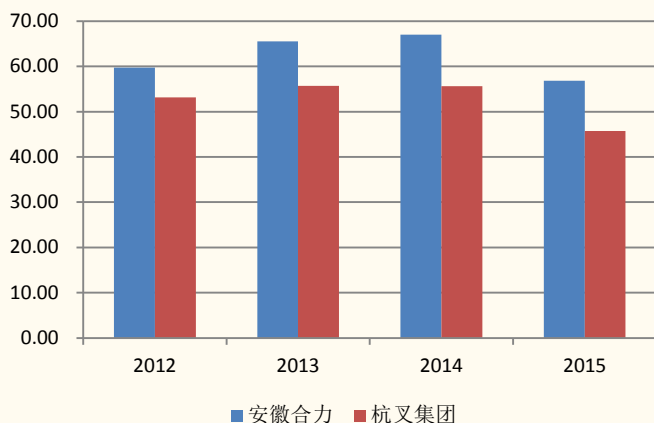


来源：公司公告，国金证券研究所

2、对标杭叉、国改红利，公司估值有望提升

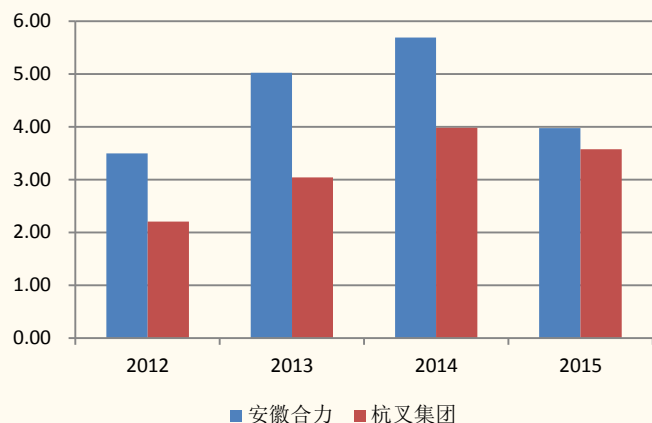
- 合力与杭叉是国内叉车行业两大龙头，合计市场份额超过 40%。两家公司均以叉车为主业、占比超过 90%，毛利率接近、在 22%~25%之间；从收入和利润来看，合力相比杭叉规模更大。

图表 5：合力与杭叉营业收入对比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

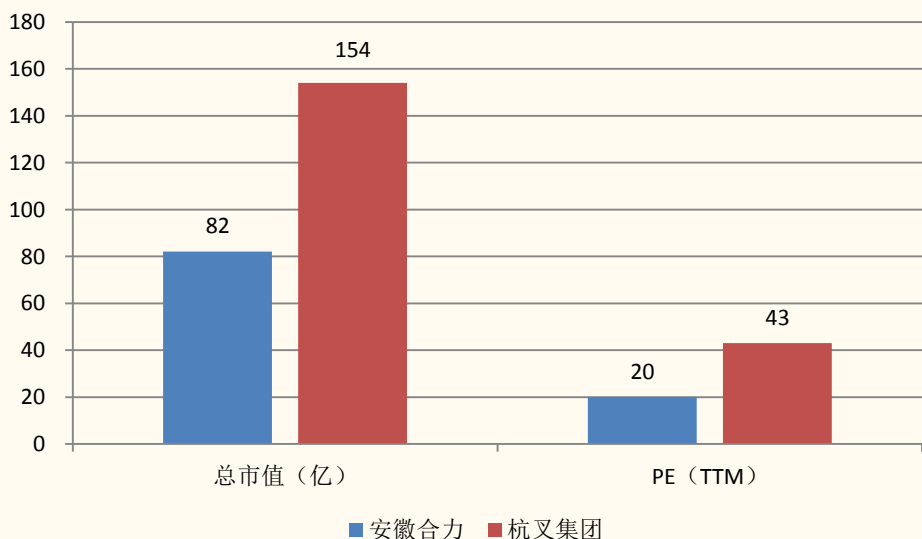
图表 6：合力与杭叉净利润对比（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

- 从市值看，杭叉集团当前总市值 154 亿、PE（TTM）43 倍，将近安徽合力两倍市值。相比之下，杭叉集团有明显溢价，主要原因：一是杭叉为新股（2016/12/27 上市），二是杭叉的民企属性，三是合力长期缺少对标而被置于估值相对较低的工程机械板块。以上三点原因中，第一、三条将逐渐消化，杭叉上市一面使得合力有了合适的对标公司，另一面增强了叉车板块效应成形，长期来看两者估值将趋于一致，合力估值水平有望得到提高。

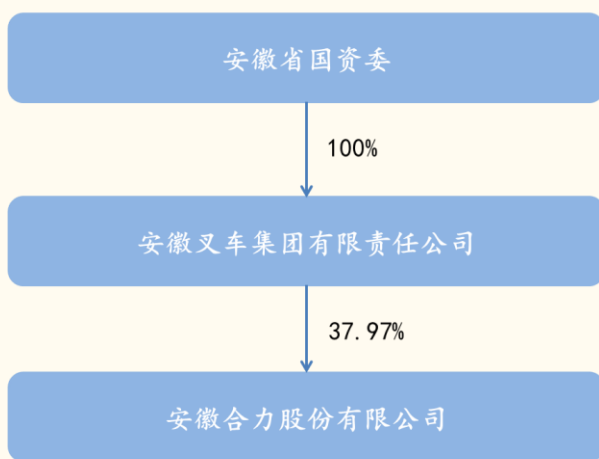
图表 7：合力与杭叉市值与估值对比



来源：wind，国金证券研究所

- 关于第二个因素，即合力为国企、杭叉为民企，机制上可能杭叉更优，且市场通常认为连年亏损的国企改革预期强，而合力经营业绩良好，因而改革预期较差。我们认为随着国改的深入，优质的国企同样有改革的必要：亏损企业的改革着重点在于存量置换或减量收缩，边际改善明显，但难以创造增量；优质国企的改革侧重不同，重点应在于理顺员工与公司发展的受益关系，从而释放出更强的生产力、创造出新的增量。因此，安徽合力作为优质国企也有机会享受改革的红利，从而获得另一部分的估值溢价。
- 总结来看，杭叉上市与国企改革都将有助于合力估值水平的提升。

图表 8：安徽合力股权结构



来源：wind，国金证券研究所

3、中游复苏受益标的，未来业务仍有看点

- 公司是制造业回暖的体现和核心受益标的。叉车销量超预期增长，侧面验证中游制造业的复苏。以合力为例，其叉车应用领域非常分散，最大下游汽车制造业份额不过 7% 左右，叉车销量高增长的原因，不是单一行业的需求爆发，而是来源于中游制造业整体投资的增长，安徽合力可以说是制造业回暖的体现和受益标的。
- 未来业务的两个看点：叉车后市场与智能 AGV。后市场业务是公司与德国永恒力合资成立的“永恒力合力工业车辆租赁有限公司”，双方各出资 50%，主要从事工业车辆租赁及设备维修等业务。智能 AGV，合力在自主研发的基础上，与 Kollmorgen（科尔摩根）进行合作，目标定位于向市场提供更加稳定灵活的 AGV 整体解决方案。目前这两项业务仍在培育发展中，未来有望成为公司新的增长点。

4、盈利预测与投资建议

- 盈利预测：我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 66.8/71.55/75.25 亿元，分别同比增长 17.5%/7.1%/5.2%；归母净利润 524/585/627 百万元，分别同比增长 31.8%/11.6%/7.2%；EPS 分别为 0.85/0.95/1.02 元，对应 PE 分别为 15.7/14/13 倍。

- **投资建议：**我们认为市场可能低估了收入增长与成本固定之下，公司净利润增长的弹性；以及杭叉上市及国企改革对公司估值的提升。我们维持公司“买入”评级，6-12个月目标价 17.0~21.2 元。

5、风险提示

- 市场竞争及小型叉车销量占比提高，导致公司产品均价大幅下降；
- 原材料价格大幅上涨，导致毛利率及盈利能力大幅下滑。

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	6,680	7,155	7,525
增长率		2.3%	-15.2%	17.5%	7.1%	5.2%
主营业务成本	-5,269	-5,304	-4,427	-5,210	-5,595	-5,884
%销售收入	80.4%	79.1%	77.9%	78.0%	78.2%	78.2%
毛利	1,284	1,397	1,259	1,470	1,560	1,641
%销售收入	19.6%	20.9%	22.1%	22.0%	21.8%	21.8%
营业税金及附加	-23	-35	-42	-50	-52	-53
%销售收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-297	-339	-336	-361	-376	-391
%销售收入	4.5%	5.1%	5.9%	5.4%	5.3%	5.2%
管理费用	-399	-439	-466	-501	-522	-542
%销售收入	6.1%	6.5%	8.2%	7.5%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	565	585	415	558	611	655
%销售收入	8.6%	8.7%	7.3%	8.4%	8.5%	8.7%
财务费用	-13	-1	17	17	31	40
%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	-10	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	29	35	36	36	36
%税前利润	2.9%	4.0%	7.0%	5.4%	4.9%	4.6%
营业利润	552	590	435	602	677	730
营业利润率	8.4%	8.8%	7.7%	9.0%	9.5%	9.7%
营业外收支	85	132	71	60	60	60
税前利润	637	722	506	662	737	790
利润率	9.7%	10.8%	8.9%	9.9%	10.3%	10.5%
所得税	-96	-115	-78	-103	-116	-126
所得税率	15.1%	15.9%	15.3%	15.6%	15.8%	16.0%
净利润	541	607	428	559	621	664
少数股东损益	38	38	31	35	36	37
归属于母公司的净利润	502	569	397	524	585	627
净利率	7.7%	8.5%	7.0%	7.8%	8.2%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	541	607	428	559	621	664
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	-90	-95	-95
营运资金变动	-107	-127	-37	45	-93	-87
经营活动现金净流	663	662	551	710	632	694
资本开支	-171	-200	-125	-125	-145	-160
投资	-212	-98	-50	0	0	0
其他	21	36	43	36	36	36
投资活动现金净流	-362	-263	-132	-89	-109	-124
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	428	399	448

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	391	530	890	1,319	1,718	2,165
应收款项	966	1,157	1,091	1,222	1,335	1,432
存货	1,045	1,023	914	1,071	1,165	1,241
其他流动资产	685	649	680	693	697	701
流动资产	3,087	3,359	3,575	4,303	4,915	5,539
%总资产	60.9%	61.1%	62.4%	66.6%	69.5%	71.9%
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%	27.2%	24.8%	22.9%
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%	33.4%	30.5%	28.1%
资产总计	5,073	5,496	5,732	6,458	7,075	7,707
短期借款	97	2	152	0	0	0
应付款项	1,241	1,323	1,219	1,563	1,678	1,764
其他流动负债	63	89	61	195	201	204
流动负债	1,401	1,414	1,433	1,758	1,878	1,969
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	1,822	1,942	2,034
普通股股东权益	3,413	3,829	4,041	4,441	4,902	5,406
少数股东权益	157	162	160	195	231	268
负债股东权益合计	5,073	5,496	5,732	6,458	7,075	7,707

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.977	0.923	0.644	0.849	0.948	1.016
每股净资产	6.640	6.207	6.551	7.200	7.948	8.764
每股经营现金净流	1.289	1.073	0.894	1.151	1.025	1.126
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%	11.79%	11.92%	11.60%
总资产收益率	9.90%	10.35%	6.93%	8.11%	8.26%	8.13%
投入资本收益率	13.05%	12.29%	8.06%	10.14%	10.01%	9.69%
增长率						
主营业务收入增长率	9.67%	2.25%	-15.15%	17.49%	7.11%	5.17%
EBIT 增长率	34.12%	3.53%	-29.02%	34.45%	9.46%	7.27%
净利润增长率	43.69%	13.33%	-30.15%	31.78%	11.60%	7.23%
总资产增长率	8.75%	8.35%	4.29%	12.67%	9.55%	8.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.4	41.5	53.0	52.0	53.0	54.0
存货周转天数	71.0	71.2	79.9	75.0	76.0	77.0
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	91.5	82.0	73.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.93%	-13.00%	-17.40%	-28.28%	-33.32%	-38.01%
EBIT 利息保障倍数	44.1	507.3	-25.1	-32.1	-19.8	-16.5
资产负债率	29.63%	27.40%	26.72%	28.22%	27.45%	26.39%

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

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
5	2016-08-29	买入	11.54	25.00~25.00

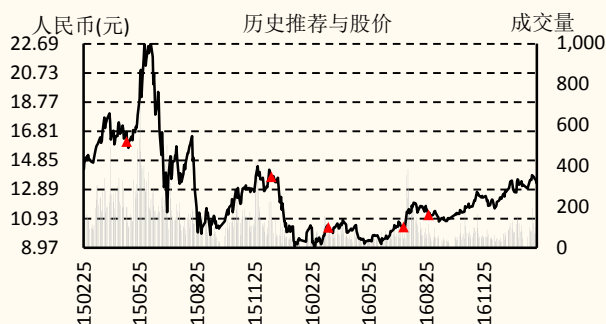
来源：国金证券研究所

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 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