

安徽合力 (600761) 年报点评

2017年3月19日

叉车销量增长，受益于工业企业景气度向好 买入（维持）

事件：2016年度实现营收62亿元，同比增长9%；实现扣非归母净利润3.33亿元，同比增加7.8%。

投资要点

■ 2016年营收同比增加9%，扣非归母净利润同比上升7.8%

公司是叉车行业绝对龙头，叉车是工业机械的代表，与工业景气度密切相关。2016年收入增长9%但归母净利润略下滑0.45%的主要原因是由于政府补助降低导致非经常性收入减少29%所致。分业务看，叉车及配件营收60亿元，同比+9%，占营收的比重为97%；装载机营收1亿元，同比-6%，占营收的比重为2%。值得注意的是，Q4收入增速明显好于前三季度，为同比增长29%，环比Q3增长8%。Q4净利润同比增长7.7%，环比略有下滑。Q4收入的加快增长也验证了我们之前对叉车行业正加快复苏的判断。

我们认为，目前以挖掘机为代表的工程机械前瞻销售指标数据持续超预期，真实的需求回暖正在从挖掘机向装载机、叉车、起重机、泵车等领域持续扩散。2016年国内叉车行业销量同比增13%，突破37万台，创历史新高。2017年2月合力销量过万台，1-2月合计销量超1.5万台，同比增长60%。表明叉车行业已走出低谷进入拐点向上期。公司叉车主业作为叉车行业龙头受益明显，预计2017年业绩有望逐步反弹回到2013、2014年水准。

■ 综合毛利率22.51%，叉车产品毛利小幅提高

2016年毛利率22.51%，同比+0.37pct。分业务看，叉车产品毛利率、装载机的毛利率分别是22.57%，10.30%，同比分别为+0.52pct、+2.00pct。三项费用合计13.41%（其中销售费用5.86%，管理费用7.71%，财务费用-0.16%；分别同比-0.04pct，-0.49pct，+0.13pct），合计同比-0.4pct。

■ 2017国企改革方案落地预期强烈

公司第一大股东安徽叉车集团（持股37.97%）是由安徽国资委100%控股的省属重点国资企业。公司是叉车集团旗下唯一的上市公司平台。2015年公告将实施管理层和技术骨干持股计划，考虑到合力的混改方案酝酿已近一年和2017年国家层面国企改革加速的趋势较确定。我们认为，公司国企改革方案有望在2017年落地。

■ 合力对标杭叉，当前价值明显被低估

合力与杭叉的叉车业务均占营收的90%以上，业务类似可比。从市占率分析，合力市占率30%，杭叉为20%，合力是行业龙头。从盈利能力分析，合力净利率为7.4%与杭叉接近（杭叉8.7%）；合力ROE为10%，杭叉20%。从经营能力分析，合力的营业收入62亿元，高于杭叉24%（杭叉50亿元）。从偿债能力分析，合力资产负债率为29%，杭叉为30%。从估值水平看，合力2017年PE约16X，相比杭叉，折价50%，具有较大的估值修复空间。我们认为，合力各项财务指标均和杭叉类似，但市占率和收入规模都远优于杭叉，未来若国企改革落地，盈利能力和经营效率均有很大改善空间。

■ 盈利预测与投资建议：

公司是叉车行业龙头，考虑到工业企业的景气度持续复苏和国企改革预期。我们预计2017-2019 EPS为0.78、0.95、1.15元，对应PE分别为20、16、13倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示：国企改革进度低于预期；叉车复苏低于预期。

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号码：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

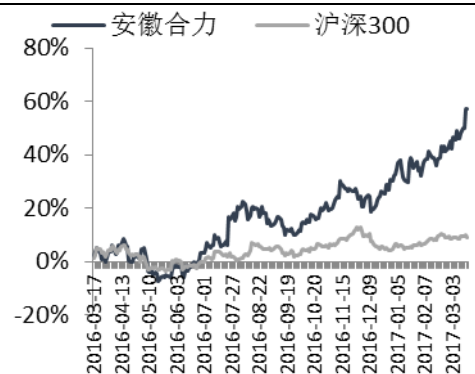
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

13915521100

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 15.38 |
| 一年最高价/最低价 | 15.65/9.16 |
| 市净率 | 2.25 |
| 流通A股市值(百万元) | 9487 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 6.99 |
| 资产负债率 | 29.42 |
| 总股本(百万股) | 616.82 |
| 流通A股(百万股) | 616.82 |

相关研究

公司报告：叉车行业领导者，看好车辆租赁市场的开拓和国企改革落地
2016.9.7

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

