

强烈推荐-A (维持)

安徽合力 600761.SH

目标估值: 20 元
当前股价: 15.38 元

2017 年 03 月 19 日

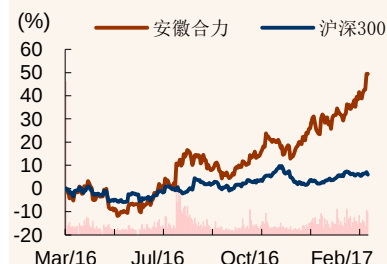
进可攻退可守，国企改革倒计时

基础数据

上证综指	3237
总股本 (万股)	61682
已上市流通股 (万股)	61682
总市值 (亿元)	95
流通市值 (亿元)	95
每股净资产 (MRQ)	7.0
ROE (TTM)	9.2
资产负债率	29.4%
主要股东	安徽叉车集团有限责
主要股东持股比例	37.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	39	57
相对表现	13	33	47



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

事件:

安徽合力公布 2016 年财报, 2016 年公司实现营业收入 62 亿, 同比增长 9.06%; 实现归母净利润 3.96 亿, 同比下降 0.45%, 扣非归母净利润 3.33 亿, 同比增长 7.84%; 经营活动产生的现金流 7.83 亿, 同比增长 42%; 同时公司预告了分配预案, 计划每 10 派送现 3 元, 送 2 股。基本符合预期, 业绩表现和经营现金流远好于机械行业平均水平。

核心观点:

1、中游制造盈利改善, 叉车行业进可攻退可守

受益于物流和劳动力替代, 叉车行业过去二十年平稳增长, 周期性明显弱于其它机械产品。2016 年下半年始, 上中游制造业开始回暖, 尤其是中游制造业盈利将在 2017 年大幅改善, 企业资本开支回升, 预计叉车行业销量增速继续回升。

2、2016 年下半年销量和毛利率明显回升

2016 年安徽合力集团销量 8.66 万台, 同比增长 16.4%, 市占率 27%, 位居行业第一位。从三季度开始销量逐季回升, 随着规模效应的体现, 毛利率也逐季提升。我们预计一季度合力叉车销量创历史新高, 达到 2.9 万台, 同比增长 40%!

3、加大销售激励, 净利润增速低于收入增速

2016 年归母净利润增速-0.5%, 低于营业利润增速 17%。销售净利率 7.29%, 同比下降 1.42 个百分点, 略低于预期, 主要系营业外收入下降及少数股东损益 (主要是销售公司) 增长。合力去年加大了对销售公司的激励, 目前拥有遍布全国的 24 个省级营销网络及 400 余家二、三级代理销售服务网点。

4、完善产业链, 调整产品结构, 提升竞争力

2016 年安徽合力 (上市公司) 叉车销量 84420 台, 对应均价 7.15 万元/台, 较 2015 年下降 7900 元, 主要系价格较低的小电动增速较快。目前合力现已形成以合肥本部为中心, 多个生产基地、核心零部件基地为支撑的产业布局。

5、业绩预测及投资建议

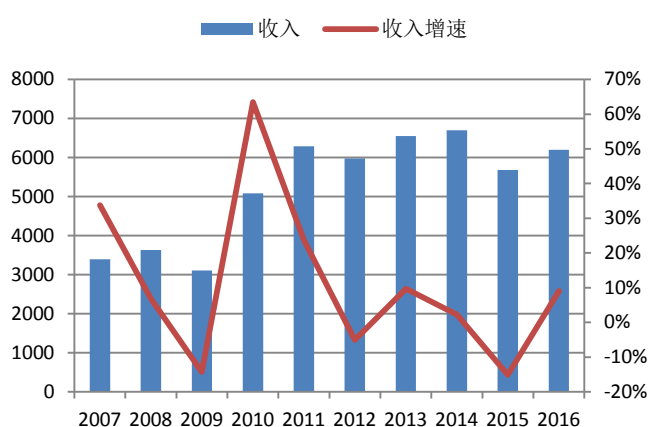
我们预测合力 2017、2018 年 EPS0.81、0.88 元, 动态 PE18 倍, 远低于机械行业平均水平。虽然目前国企改革进展较慢, 但未来有望在决策机制和效率上有所改进! 我们认为叉车行业周期性较弱, 行业集中度较高, 现金流较好, 同时合力在营销网络 and 产品质量上具有竞争优势, 虽然管理层没有激励, 但公司业绩稳健、财务健康, 是一个进可攻退可守的投资品种。在今年制造业复苏的大背景下, 叉车行业明显受益, 维持“强烈推荐-A”评级, 按 25 倍 PE 给予 20 元目标价!

风险因素: 原材料价格上涨。

2016 年公司实现营业收入 62 亿，同比增长 9.06%；实现归母净利润 3.96 亿，同比下降 0.45%，扣非归母净利润是 3.33 亿，同比增长 7.84%；经营活动产生的现金流 7.83 亿，同比增长 42%；同时公司预告了分配预案，计划每 10 派送现 3 元，送 2 股。基本符合预期，业绩表现和经营现金流远好于机械行业平均水平。

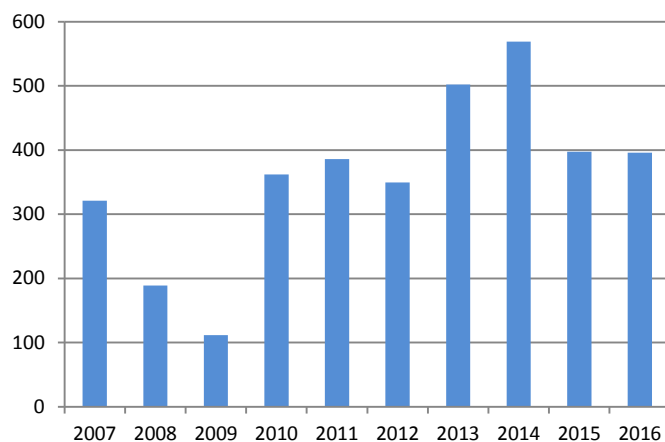
叉车行业进可攻退可守。虽然工业车辆行业处于较为成熟的发展阶段，主要用于物资的装卸、堆垛以及短距离搬运和牵引等作业，但它主要应于制造业、交通运输、仓储物流等领域，因此受益于物流和劳动力替代，过去二十年保持平稳增长，周期性明显弱于其它机械产品。2016 年下半年开始，上中游制造业开始回暖，尤其是中游制造业盈利将在 2017 年大幅改善，企业资本开支回升，预计叉车行业销量增速继续回升。

图 1：安徽合力近年收入（百万）及增速



资料来源：Wind、招商证券

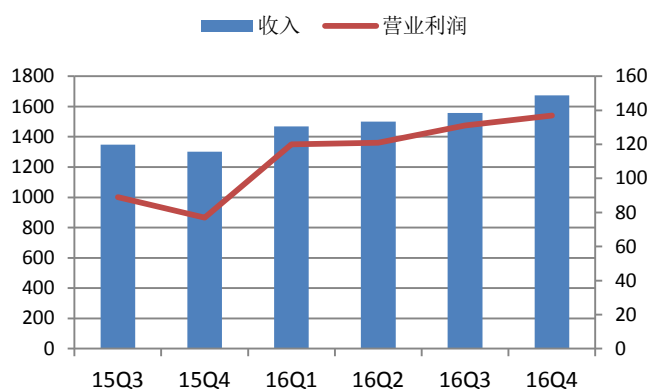
图 2：安徽合力近年净利润（百万）



资料来源：Wind、招商证券

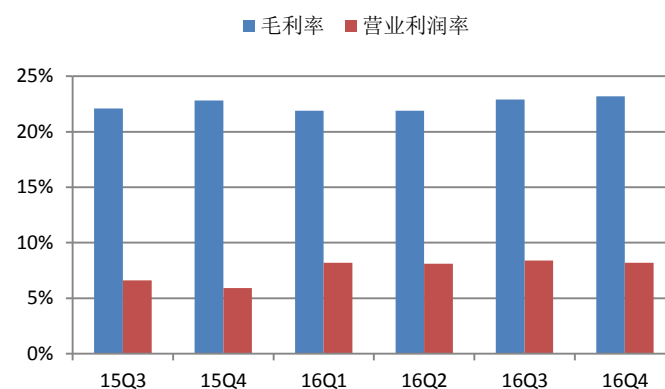
2016 年下半年销量和毛利率明显回升。根据工程机械协会的数据，2016 年安徽合力集团销量 8.66 万台，同比增长 16.4%，增速快于过去三年，也快于行业 14% 左右的增速，市占率 27%，位居行业第一位。从三季度开始销量逐季回升，3Q 收入 15.58 亿，同比增长 15.63%，4Q 收入 16.74 亿，同比增长 1.68%、-5.83%、15.63%、28.67%。随着规模效应的体现，毛利率逐季提升，1-4 季度毛利率分别为 21.92%、21.89%、22.91%、23.21%。我们预计一季度合力叉车销量创历史新高，达到 2.9 万台，同比增长 40%！

图 3：安徽合力各季度收入利润（百万）



资料来源：Wind、招商证券

图 4：安徽合力各季度毛利率、净利率



资料来源：Wind、招商证券

净利润增长低于收入增长，主要系加大销售激励。2016 年归母净利润增速 -0.5%，低于营业利润增速 17%，销售净利率 7.29%，同比下降 1.42 个百分点，略低于预期。主要

是因为营业外收入下降，所得税增长，和少数股东损益（主要是销售公司）增长。我们认为合力虽然一直没有做股权激励，但是销售公司早就完成了管理层持股，具有一定的激励作用，同时去年加大了对销售公司的激励，2016 年安徽合力少数股东损益 6400 万，同比将近翻倍。合力拥有遍布全国的 24 个省级营销网络及 400 余家二、三级代理销售服务网点，健全的营销体系是公司的竞争力之一。

产品均价有所下降，主要是产品结构的变化。2016 年安徽合力（上市公司）叉车销量 84420 台，同比增长 21.7%，对应的均价 7.15 万元/台，较 2015 年下降了 7900 元。去年公司内燃车增长了 3% 左右，内燃车销量占到公司销量 80%，小电动增速较快（行业增速 40%，深圳出台了电动叉车的补贴计划），通常电动叉车均价超 1 万 5 美元，内燃 1 万美元，但是小电动价格较低 3.5-4 万元人民币，低于内燃叉车价格。

完善的产业链，保证产品质量，提升竞争力。通过持续多年的产业投资，合力现已形成以合肥本部为中心，以宝鸡合力、衡阳合力、盘锦合力为西部、南方、北方生产基地，以合肥铸锻厂、蚌埠液力公司、安庆车桥厂等核心零部件体系为支撑的产业布局。产业链较长是优势，可以保证产品质量，但是也难于将钢材价格上涨转移给供应商。

2017 年公司制定的经营计划为：力争全年实现销售收入约 68 亿元，期间费用控制在约 9.5 亿元。目标相对保守，低于我们的预测，公司主要考虑原材料价格和人工成本上涨的影响。

国企改革倒计时。安徽省国企改革进展较慢，同时高管被排除在股权激励之外，因此国改力度预期不高。但是今年安徽省国改加快，集团也成立了国企改革小组，希望未来在国企决策机制和效率上有所改进。

看好制造业复苏的投资逻辑，维持“强烈推荐-A”评级。我们认为叉车行业周期性较弱，行业集中度较高，现金流较好，同时合力在营销网络和产品质量上具有竞争优势，虽然管理层没有激励，业绩弹性不够大，但是公司业绩稳健、财务健康，是一个进可攻退可守的投资品种。在今年制造业复苏的大背景下，叉车行业明显受益，我们预测合力 2017、2018 年 EPS0.81、0.88 元，动态 PE18 倍，远低于机械行业平均水平，按 25 倍 PE 给予 20 元目标价！

风险因素：原材料价格上涨。

表 1：安徽合力收入构成表

收入分布（百万元）	2015	2016	同比增长
叉车产品	5511	6034	9.5%
装载机	123	116	-6.0%
其他	52	51	-1.5%
毛利率			
叉车产品	22.1%	22.6%	2.3%
装载机	8.3%	10.3%	24.1%
其他	64.4%	43.1%	-33.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：安徽合力半年中期业绩回顾

（百万元）	15H2	16H1	16H2	同比	环比
营业收入	2648	2969	3232	22%	9%

营业毛利	595	650	745	25%	15%
营业费用	167	173	191	14%	10%
管理费用	250	228	250	0%	10%
财务费用	-9	-3	-7	-16%	166%
投资收益	17	21	22	31%	5%
营业利润	166	241	268	62%	11%
所得税	40	33	60	50%	82%
归属母公司净利润	173	194	201	17%	4%
EPS (元)	0.28	0.31	0.33	16.5%	3.7%

资料来源：公司数据、招商证券

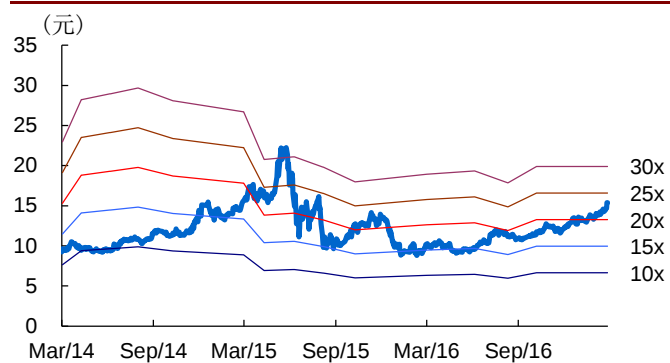
表 3：安徽合力各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	1347	1301	1468	1501	1558	1674
营业毛利	298	297	322	329	357	388
营业费用	81	86	88	85	87	103
管理费用	130	120	111	117	139	111
财务费用	-6	-3	0	-3	-1	-7
投资收益	6	11	7	14	9	14
营业利润	89	77	120	121	131	137
归属母公司净利润	67	106	93	101	109	92
EPS (元)	0.11	0.17	0.15	0.16	0.18	0.15
主要比率						
毛利率	22.1%	22.8%	21.9%	21.9%	22.9%	23.2%
营业费用率	6.0%	6.6%	6.0%	5.7%	5.6%	6.2%
管理费用率	9.7%	9.2%	7.5%	7.8%	8.9%	6.6%
营业利润率	6.6%	5.9%	8.2%	8.1%	8.4%	8.2%
有效税率	18.4%	16.9%	16.0%	10.7%	16.4%	22.8%
净利率	5.0%	8.1%	6.3%	6.7%	7.0%	5.5%
YoY						
收入	-18.5%	-11.2%	1.7%	-5.8%	15.6%	28.7%
归属母公司净利润	-36.6%	24.0%	-0.5%	-22.8%	62.1%	-12.5%

资料来源：公司数据、招商证券

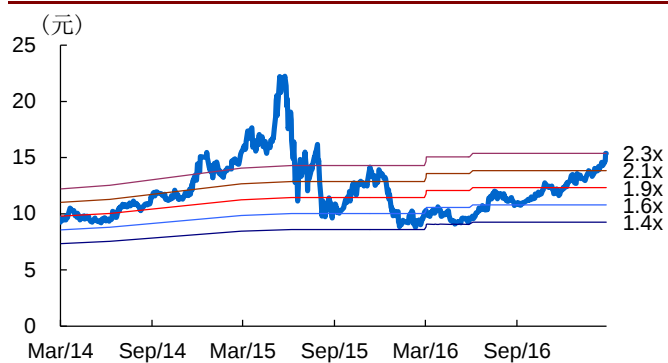
PE-PB Band

图 5: 安徽合力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6: 安徽合力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3575	4238	5184	5888	6731
现金	890	1097	1586	2119	2595
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	225	204	245	256	281
应收款项	829	867	886	929	1020
其它应收款	37	43	51	54	59
存货	914	934	1106	1156	1269
其他	680	1094	1310	1373	1507
非流动资产	2157	2143	1966	1817	1683
长期股权投资	0	89	89	89	89
固定资产	1712	1498	1345	1217	1102
无形资产	230	217	195	176	158
其他	214	338	337	335	334
资产总计	5732	6381	7149	7705	8415
流动负债	1433	1572	1863	1941	2119
短期借款	150	0	0	0	0
应付账款	724	967	1163	1215	1333
预收账款	145	182	218	228	250
其他	413	424	482	498	535
长期负债	99	305	199	199	199
长期借款	8	206	100	100	100
其他	91	99	99	99	99
负债合计	1532	1877	2062	2140	2318
股本	617	617	617	617	617
资本公积金	557	553	553	553	553
留存收益	2867	3139	3641	4031	4466
少数股东权益	160	194	275	363	461
归属于母公司所有者权益	4041	4309	4811	5201	5636
负债及权益合计	5732	6381	7149	7705	8415

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	551	783	555	645	595
净利润	397	396	502	540	597
折旧摊销	188	184	177	159	143
财务费用	(13)	(12)	(1)	(9)	(13)
投资收益	(35)	(43)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	(34)	161	(170)	(101)	(208)
其它	48	98	88	96	114
投资活动现金流	(132)	(461)	40	30	30
资本支出	(128)	(113)	0	(10)	(10)
其他投资	(4)	(347)	40	40	40
筹资活动现金流	(67)	(101)	(106)	(142)	(149)
借款变动	93	9	(108)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	(4)	0	0	0
股利分配	(185)	(123)	0	(151)	(162)
其他	25	18	1	9	13
现金净增加额	352	222	489	534	475

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5686	6201	7423	7785	8546
营业成本	4427	4805	5778	6037	6626
营业税金及附加	42	58	69	73	80
营业费用	336	364	401	405	444
管理费用	466	478	534	584	632
财务费用	(17)	(10)	(1)	(9)	(13)
资产减值损失	32	40	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	35	43	40	40	40
营业利润	435	510	652	706	786
营业外收入	73	46	46	46	46
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	506	552	695	749	829
所得税	78	93	111	120	134
净利润	428	459	584	628	695
少数股东损益	31	64	82	88	97
归属于母公司净利润	397	396	502	540	597
EPS（元）	0.64	0.64	0.81	0.88	0.97

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-15%	9%	20%	5%	10%
营业利润	-26%	17%	28%	8%	11%
净利润	-30%	-0%	27%	8%	11%
获利能力					
毛利率	22.1%	22.5%	22.2%	22.5%	22.5%
净利率	7.0%	6.4%	6.8%	6.9%	7.0%
ROE	9.8%	9.2%	10.4%	10.4%	10.6%
ROIC	8.0%	8.7%	10.4%	10.2%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	29.4%	28.8%	27.8%	27.5%
净负债比率	2.8%	3.3%	1.4%	1.3%	1.2%
流动比率	2.5	2.7	2.8	3.0	3.2
速动比率	1.9	2.1	2.2	2.4	2.6
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转率	4.6	5.2	5.7	5.3	5.5
应收帐款周转率	6.9	7.3	8.5	8.6	8.8
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.4	5.1	5.2
每股资料（元）					
每股收益	0.64	0.64	0.81	0.88	0.97
每股经营现金	0.89	1.27	0.90	1.05	0.96
每股净资产	6.55	6.99	7.80	8.43	9.14
每股股利	0.20	0.00	0.24	0.26	0.29
估值比率					
PE	23.9	24.0	18.9	17.6	15.9
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	16.5	14.7	11.8	11.4	10.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，深圳市地方级领军人才，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012 年福布斯中国最佳分析师 50 强。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。