

安徽合力 (600761.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.14 元
 目标价格 (人民币): 11.80-11.80 元

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股)	7.40
已上市流通 A 股 (亿股)	7.40
总市值 (亿元)	67.65
年内股价最高最低 (元)	10.07/9.14
沪深 300 指数	3895
上证指数	2887

Q4 净利大增 42%超预期, 高现金分红高股息率

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益 (元)	0.79	0.88	0.99	1.11	1.22
每股净资产 (元)	6.19	6.72	7.35	8.06	8.83
每股经营性现金流 (元)	0.86	1.15	0.78	1.33	1.53
市盈率 (倍)	11.12	11.06	9.27	8.27	7.50
净利润增长率 (%)	42.84%	11.79%	12.05%	12.03%	10.39%
净资产收益率 (%)	12.72%	13.10%	13.41%	13.71%	13.81%
总股本 (百万股)	740.18	740.18	740.18	740.18	740.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布年报, 2019 年公司实现营业收入 101.3 亿元, 同比增长 4.8%; 实现归母净利润 6.5 亿元, 同比增长 11.8%, 扣非净利润 5.1 亿元, 同比增长 14.3%。摊薄净资产收益率 13.1%, 同比增加 1.4pct。

经营分析

- 2019 年营业收入突破 100 亿元大关; 第四季度业绩表现亮眼; 毛利率提升, 经营情况好转, 现金分红比例 40%
 - 第四季度单季度业绩大增超预期: 公司第四季度单季实现营收 26.5 亿元, 同比增长 19.9%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 41.9%; 扣非净利润 1.1 亿元, 同比增长 76.6%。
 - 经营指标持续好转, 现金流靓丽: 2019 年毛利率 21.3%, 同比增加 1pct; 净利率 7.7%, 同比增加 0.3pct。公司 2019 年实现经营性现金流量净额 8.5 亿元, 同比增长 34.5%; 经营性现金流净额大幅高于净利润。
 - 公司多年保持较高的分红比例、高股息率: 2019 年每股派发现金红利 0.35 元, 共 2.6 亿元, 现金分红比例 40%, 股息率 3.8%, 高于基准存款利率。
- 2019 年叉车全行业销量 61 万台, 公司市占率 25%, 持续加大研发投入, 国际化加速布局
 - 公司龙头地位稳固: 2019 年受国际贸易保护主义、行业周期性调整等不利因素影响, 全年实现整车销售量 61 万台, 同比增长 2%; 其中国内实现销量 46 万台, 同比增长 6%; 出口实现销量 15 万台, 同比下降 8%。公司主导产品全年销量突破 15 万台, 同比增长 15%。公司稳占行业龙头地位, 不断优化市场供给结构, 加快推进中高端叉车研发, 持续拓展内燃、锂电、仓储及 AGV 等产品系列。
 - 公司持续加大研发投入: 2019 年研发费用率 4.9%, 同比增加 26%, 加快推进中高端叉车研发, 拓展锂电、仓储、AGV 产品品种; 结合集成技术开发体系运行, 加快新能源、智能安全等基础技术研究。预计 2020 年全年公司投资和项目建设资金需求约 3.8 亿元。
 - 国际化布局加速: 国内市场 2019 年全年实现营收 84 亿元, 同比增加 5%。海外市场方面, 公司持续落实国际化战略, 泰国“合力东南亚中心”正式投入运营, “合力北美 (美国) 中心”完成筹建工作, 公司还成功举办合力“首届全球代理商大会”, 国际化运营能力进一步提升。在贸易摩擦不断升级, 行业销量下滑的形势下, 国际市场全年营收 17 亿元, 同比增加 4%。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2020-2022 年归母净利润 7.3/8.2/9.0 亿元, 同比增长 12%/12%/10%, 对应 PE 为 9.3/8.3/7.5 倍。给予 2020 年 12 倍 PE 估值, 6-12 月目标价 11.8 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

- 新冠疫情带来需求下滑风险、成本上升风险、制造业投资大幅下降、中美贸易摩擦造成叉车出口下降风险等。

相关报告

- 1.《Q3 单季扣非净利润大增 47%: 现金流靓丽 - 安徽合力三季报点评》, 2019.10.28
- 2.《中报业绩符合预期, 公司销量领先行业 - 安徽合力中报点评》, 2019.8.26
- 3.《业绩超预期! 中游制造价值典范! - 《2019-03-24 公司点...》, 2019.3.24

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
 Zhaojin1@gjzq.com.cn

附录一：相关公司估值

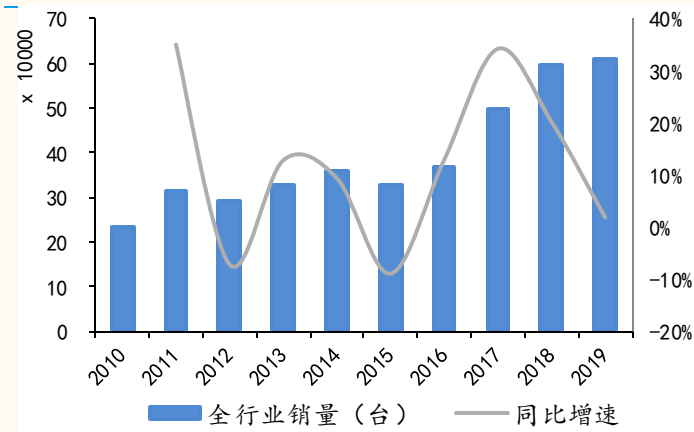
图表 1：国内叉车可比公司估值

上市公司	代码	股价(元)	市值(亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
安徽合力	600761.SH	9.14	68	0.79	0.88	0.99	1.11	12	10	9	8
杭叉集团	603298.SH	12.84	79	0.88	1.00	1.16	1.36	13	13	11	9
诺力股份	603611.SH	19.96	53	0.70	0.92	1.15	1.44	29	22	17	14

来源：wind，国金证券研究所（股价为 2020.3.13 收盘价，除安徽合力外采用 wind 一致预期）

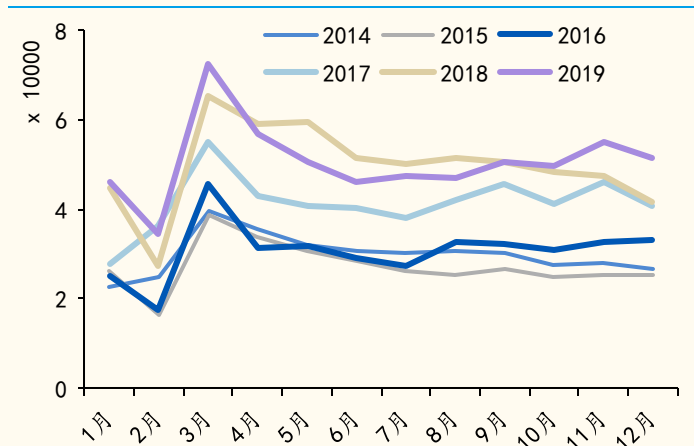
附录二：叉车行业数据

图表 2：叉车全行业月度销量及增速，2019 年增长 2%



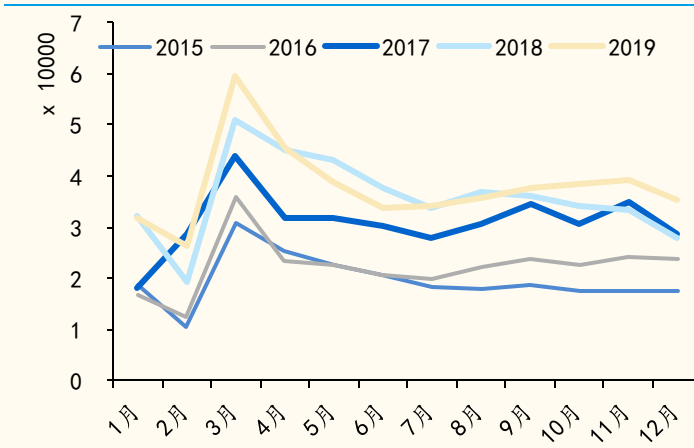
来源：中国工程机械协会工程车辆分会，国金证券研究所

图表 3：叉车全行业月度销量及增速，2019 年增长 2%



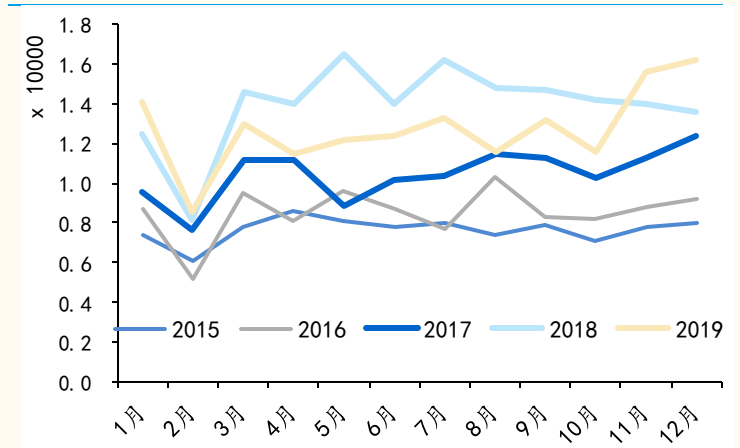
来源：中国工程机械协会工程车辆分会，国金证券研究所

图表 4：2019 年叉车内销销量同比增长 6%



来源：中国工程机械协会工程车辆分会，国金证券研究所

图表 5：2019 年叉车出口销量同比下降 8%



来源：中国工程机械协会工程车辆分会，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	8,391	9,667	10,130	10,958	11,517	12,098
增长率	15.2%	4.8%	8.2%	5.1%	5.0%	
主营业务成本	-6,722	-7,704	-7,973	-8,573	-8,972	-9,398
%销售收入	80.1%	79.7%	78.7%	78.2%	77.9%	77.7%
毛利	1,668	1,964	2,158	2,385	2,545	2,699
%销售收入	19.9%	20.3%	21.3%	21.8%	22.1%	22.3%
营业税金及附加	-73	-81	-81	-88	-92	-97
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-417	-462	-493	-526	-547	-569
%销售收入	5.0%	4.8%	4.9%	4.8%	4.8%	4.7%
管理费用	-582	-328	-344	-373	-380	-387
%销售收入	6.9%	3.4%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用	0	-394	-492	-548	-576	-605
%销售收入	0.0%	4.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	596	699	747	851	950	1,042
%销售收入	7.1%	7.2%	7.4%	7.8%	8.3%	8.6%
财务费用	3	20	-3	21	27	36
%销售收入	0.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-53	-19	-3	-21	-23	-24
公允价值变动收益	0	0	15	0	0	0
投资收益	57	89	96	100	100	100
%税前利润	9.0%	10.5%	10.6%	9.9%	9.0%	8.3%
营业利润	621	831	882	981	1,084	1,184
营业利润率	7.4%	8.6%	8.7%	8.9%	9.4%	9.8%
营业外收支	11	14	25	25	25	25
税前利润	632	845	907	1,006	1,109	1,209
利润率	7.5%	8.7%	9.0%	9.2%	9.6%	10.0%
所得税	-113	-133	-130	-151	-166	-181
所得税率	17.8%	15.7%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	519	712	777	855	943	1,028
少数股东损益	111	129	126	125	125	125
归属于母公司的净利润	408	583	651	730	818	903
净利率	4.9%	6.0%	6.4%	6.7%	7.1%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	519	712	777	855	943	1,028
少数股东损益	111	129	126	125	125	125
非现金支出	230	207	192	172	185	196
非经营收益	-73	-115	-107	-128	-125	-125
营运资金变动	193	-168	-9	-319	-17	34
经营活动现金净流	870	635	854	580	985	1,133
资本开支	-118	-174	-209	-230	-235	-235
投资	-501	-629	257	0	0	0
其他	77	114	107	100	100	100
投资活动现金净流	-541	-689	154	-130	-135	-135
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	-2	198	-2	0	-10	0
其他	-245	-520	-345	-259	-296	-333
筹资活动现金净流	-246	-320	-347	-259	-306	-333
现金净流量	82	-375	661	191	544	664

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,177	860	1,519	1,710	2,254	2,918
应收款项	1,103	1,052	1,144	1,443	1,492	1,543
存货	1,085	1,195	1,102	1,232	1,253	1,249
其他流动资产	1,608	1,947	1,664	1,677	1,682	1,688
流动资产	4,974	5,054	5,429	6,062	6,681	7,398
%总资产	70.1%	67.9%	68.4%	69.9%	71.1%	72.6%
长期投资	248	389	382	382	382	382
固定资产	1,566	1,665	1,799	1,859	1,911	1,954
%总资产	22.1%	22.4%	22.7%	21.4%	20.3%	19.2%
无形资产	215	219	223	272	319	364
非流动资产	2,117	2,384	2,507	2,612	2,710	2,798
%总资产	29.9%	32.1%	31.6%	30.1%	28.9%	27.4%
资产总计	7,091	7,438	7,936	8,674	9,391	10,196
短期借款	202	7	410	410	400	400
应付款项	1,899	1,889	1,900	2,062	2,134	2,236
其他流动负债	91	79	113	95	104	113
流动负债	2,192	1,975	2,423	2,568	2,638	2,749
长期贷款	4	403	1	1	1	1
其他长期负债	101	125	132	130	130	130
负债	2,298	2,502	2,556	2,699	2,769	2,880
普通股股东权益	4,533	4,581	4,971	5,442	5,964	6,533
其中：股本	740	740	740	740	740	740
未分配利润	2,668	2,903	3,235	3,706	4,227	4,797
少数股东权益	260	354	408	533	658	783
负债股东权益合计	7,091	7,438	7,936	8,674	9,391	10,196

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.551	0.787	0.880	0.986	1.105	1.219
每股净资产	6.124	6.190	6.717	7.353	8.057	8.826
每股经营现金净流	1.175	0.858	1.153	0.784	1.331	1.530
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	9.00%	12.72%	13.10%	13.41%	13.71%	13.81%
总资产收益率	5.75%	7.83%	8.21%	8.41%	8.71%	8.85%
投入资本收益率	9.79%	11.02%	11.06%	11.33%	11.50%	11.48%
增长率						
主营业务收入增长率	35.32%	15.22%	4.79%	8.17%	5.10%	5.04%
EBIT 增长率	20.02%	17.37%	6.93%	13.85%	11.67%	9.66%
净利润增长率	3.09%	42.84%	11.79%	12.05%	12.03%	10.39%
总资产增长率	11.13%	4.89%	6.69%	9.30%	8.27%	8.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.2	31.8	29.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	54.8	54.0	52.6	53.0	52.0	50.0
应付账款周转天数	59.9	58.0	56.3	56.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	66.1	59.2	57.6	51.9	47.8	43.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.26%	-9.12%	-48.96%	-47.27%	-51.02%	-55.26%
EBIT 利息保障倍数	-200.4	-35.2	286.1	-40.2	-35.6	-29.2
资产负债率	32.40%	33.64%	32.21%	31.11%	29.49%	28.24%

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	2
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.67

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH