

安徽合力 (600761.SH)

工程机械行业

评级：买入 维持评级

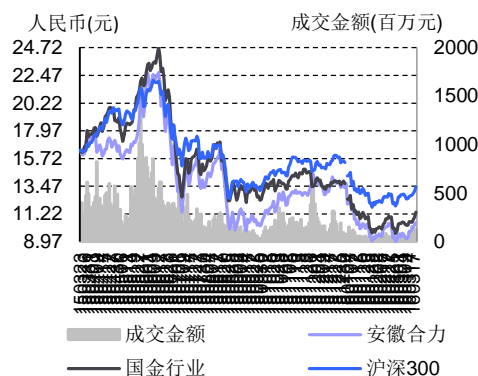
业绩点评

市场价格(人民币): 10.50 元  
 目标价格(人民币): 25.00-25.00 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) 6,476.58  
 年内股价最高最低(元) 22.71/8.97  
 沪深 300 指数 3249.44  
 上证指数 3018.80



## 相关报告

- 1.《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
- 2.《国内叉车龙头，期待国企改革激活公司动力-安徽合力公司研究》，2015.5.5

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  
 xucailhua@gjzq.com.cn

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

## 经营业绩下滑，加快产品换代、布局后市场

## 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	0.699	0.760	0.809
每股净资产(元)	6.21	6.55	7.05	7.61	8.22
每股经营性现金流(元)	1.07	0.89	0.85	0.87	0.93
市盈率(倍)	16.96	20.72	14.82	13.61	12.80
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%	8.40%	8.86%	6.36%
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

- 2015 年，公司实现营业收入 56.86 亿元，同比下降 15.15%；归属上市公司股东的净利润 3.97 亿元，同比下降 30.15%；公司拟向全体股东每 10 股派送现金股利 2 元。

## 经营分析

- 公司经营业绩受国内经济下行影响有较大下滑。2015 年国内经济仍在转型调整期，工业车辆的应用比较广泛和平均，受宏观经济下行影响行业销量有所下降。分产品来看，公司装载机销售降幅较大，营业收入同比下降 39%，叉车营收同比下降 14.5%；分地区来看，国内销售降幅大于国外，国内营收同比下降 17.2%，国外销售下降 5%；产品库存来看，装载机库存压力较大，叉车类产品库存量 3,932 台，占 2015 年销量的比例为 5.7%，装载机库存量 370 台，占销量比例为 67.5%。
- 未来竞争仍较为激烈，经济放缓可能减少行业总销量。工业车辆属于竞争较为完全的行业，中小企业是市场主体，在中低端内燃车辆市场低价同质化竞争非常激烈。由于国内宏观经济增速放缓，传统制造业市场需求下滑，使得国内工业车辆行业总销量减少，电动仓储车辆虽呈现出逐年增长趋势，但与欧美等成熟市场结构相比仍有较大差距。
- 加快产品升级换代，合资设立工业车辆租赁公司布局后市场业务。2015 年，国内工业车辆市场需求整体出现下滑，但其中电动仓储类产品仍保持着增长趋势，符合标准的内燃车辆、新能源车辆也有着较多的发展机会。公司已着手加快内燃、电动及仓储车辆升级换代步伐；同时，公司 15 年 12 月公告拟与欧洲先进仓储设备供应商永恒力技术合作，出资 1 亿元发起设立中德合资“永恒力合力工业车辆租赁有限公司”，从事工业车辆及相关设备租赁等业务，布局国内车辆租赁、再制造等后市场业务领域。

## 盈利预测

- 我们预测 2016/2017 公司营业收入 60.2 亿元/63.8 亿元，分别同比增长 5.9%/6.0%；归母净利润 431 百万元/469 百万元；EPS 分别为 0.70/0.76 元。

## 投资建议

- 公司当前股价(2016/03/18 收盘价: 10.35)对应 2016/2017 年 PE 分别为 14.8/13.6 倍。考虑到公司在工业车辆产品更新换代加速及后市场业务的布

局，我们维持对公司的“买入”评级。

#### 风险提示

- 宏观经济下行压力加大导致工业车辆销量进一步下滑；物流仓储市场、车辆租赁市场拓展不达预期。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,553</b>	<b>6,701</b>	<b>5,686</b>	<b>6,020</b>	<b>6,383</b>	<b>6,785</b>
增长率		2.3%	-15.2%	5.9%	6.0%	6.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-5,269</b>	<b>-5,304</b>	<b>-4,427</b>	<b>-4,699</b>	<b>-4,982</b>	<b>-5,296</b>
<b>%销售收入</b>	<b>80.4%</b>	<b>79.1%</b>	<b>77.9%</b>	<b>78.1%</b>	<b>78.1%</b>	<b>78.1%</b>
<b>毛利</b>	<b>1,284</b>	<b>1,397</b>	<b>1,259</b>	<b>1,321</b>	<b>1,401</b>	<b>1,489</b>
%销售收入	19.6%	20.9%	22.1%	21.9%	21.9%	21.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-23</b>	<b>-35</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>-45</b>	<b>-47</b>
%销售收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
<b>营业费用</b>	<b>-297</b>	<b>-339</b>	<b>-336</b>	<b>-355</b>	<b>-377</b>	<b>-400</b>
%销售收入	4.5%	5.1%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
<b>管理费用</b>	<b>-399</b>	<b>-439</b>	<b>-466</b>	<b>-500</b>	<b>-530</b>	<b>-563</b>
%销售收入	6.1%	6.5%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>565</b>	<b>585</b>	<b>415</b>	<b>424</b>	<b>450</b>	<b>478</b>
%销售收入	8.6%	8.7%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>财务费用</b>	<b>-13</b>	<b>-1</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>27</b>	<b>33</b>
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-19</b>	<b>-23</b>	<b>-32</b>	<b>-9</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>%税前利润</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.6%</b>
<b>营业利润</b>	<b>552</b>	<b>590</b>	<b>435</b>	<b>465</b>	<b>511</b>	<b>546</b>
%营业利润率	8.4%	8.8%	7.7%	7.7%	8.0%	8.0%
<b>营业外收支</b>	<b>85</b>	<b>132</b>	<b>71</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>80</b>
<b>税前利润</b>	<b>637</b>	<b>722</b>	<b>506</b>	<b>545</b>	<b>591</b>	<b>626</b>
利润率	9.7%	10.8%	8.9%	9.1%	9.3%	9.2%
<b>所得税</b>	<b>-96</b>	<b>-115</b>	<b>-78</b>	<b>-85</b>	<b>-92</b>	<b>-97</b>
所得税率	15.1%	15.9%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%
<b>净利润</b>	<b>541</b>	<b>607</b>	<b>428</b>	<b>461</b>	<b>499</b>	<b>529</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>31</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>502</b>	<b>569</b>	<b>397</b>	<b>431</b>	<b>469</b>	<b>499</b>
净利率	7.7%	8.5%	7.0%	7.2%	7.3%	7.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>541</b>	<b>607</b>	<b>428</b>	<b>461</b>	<b>499</b>	<b>529</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>195</b>	<b>213</b>	<b>220</b>	<b>196</b>	<b>201</b>	<b>213</b>
<b>非经营收益</b>	<b>34</b>	<b>-31</b>	<b>-60</b>	<b>-109</b>	<b>-114</b>	<b>-114</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-107</b>	<b>-127</b>	<b>-37</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-53</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>663</b>	<b>662</b>	<b>551</b>	<b>521</b>	<b>537</b>	<b>574</b>
<b>资本开支</b>	<b>-171</b>	<b>-200</b>	<b>-125</b>	<b>-105</b>	<b>-125</b>	<b>-140</b>
<b>投资</b>	<b>-212</b>	<b>-98</b>	<b>-50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>21</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-362</b>	<b>-263</b>	<b>-132</b>	<b>-70</b>	<b>-90</b>	<b>-105</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-107</b>	<b>-97</b>	<b>148</b>	<b>-187</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-120</b>	<b>-193</b>	<b>-210</b>	<b>-5</b>	<b>-124</b>	<b>-124</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-226</b>	<b>-289</b>	<b>-59</b>	<b>-192</b>	<b>-123</b>	<b>-123</b>
<b>现金净流量</b>	<b>74</b>	<b>109</b>	<b>360</b>	<b>259</b>	<b>323</b>	<b>346</b>

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
<b>货币资金</b>	<b>391</b>	<b>530</b>	<b>890</b>	<b>1,149</b>	<b>1,472</b>	<b>1,818</b>
<b>应收款项</b>	<b>966</b>	<b>1,157</b>	<b>1,091</b>	<b>1,180</b>	<b>1,251</b>	<b>1,330</b>
<b>存货</b>	<b>1,045</b>	<b>1,023</b>	<b>914</b>	<b>1,030</b>	<b>1,092</b>	<b>1,161</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>685</b>	<b>649</b>	<b>680</b>	<b>686</b>	<b>690</b>	<b>694</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,087</b>	<b>3,359</b>	<b>3,575</b>	<b>4,046</b>	<b>4,505</b>	<b>5,002</b>
%总资产	60.9%	61.1%	62.4%	65.2%	67.6%	69.8%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>98</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,746</b>	<b>1,703</b>	<b>1,752</b>	<b>1,754</b>	<b>1,758</b>	<b>1,764</b>
%总资产	34.4%	31.0%	30.6%	28.3%	26.4%	24.6%
<b>无形资产</b>	<b>209</b>	<b>225</b>	<b>238</b>	<b>232</b>	<b>233</b>	<b>235</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,985</b>	<b>2,138</b>	<b>2,157</b>	<b>2,155</b>	<b>2,160</b>	<b>2,168</b>
%总资产	39.1%	38.9%	37.6%	34.8%	32.4%	30.2%
<b>资产总计</b>	<b>5,073</b>	<b>5,496</b>	<b>5,732</b>	<b>6,201</b>	<b>6,665</b>	<b>7,170</b>
<b>短期借款</b>	<b>97</b>	<b>2</b>	<b>152</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,241</b>	<b>1,323</b>	<b>1,219</b>	<b>1,410</b>	<b>1,495</b>	<b>1,590</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>63</b>	<b>89</b>	<b>61</b>	<b>188</b>	<b>192</b>	<b>197</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,401</b>	<b>1,414</b>	<b>1,433</b>	<b>1,599</b>	<b>1,688</b>	<b>1,786</b>
长期贷款	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>9</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>90</b>	<b>83</b>	<b>91</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>
<b>负债</b>	<b>1,503</b>	<b>1,506</b>	<b>1,531</b>	<b>1,663</b>	<b>1,752</b>	<b>1,851</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,413</b>	<b>3,829</b>	<b>4,041</b>	<b>4,348</b>	<b>4,694</b>	<b>5,069</b>
少数股东权益	<b>157</b>	<b>162</b>	<b>160</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>250</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,073</b>	<b>5,496</b>	<b>5,732</b>	<b>6,201</b>	<b>6,665</b>	<b>7,170</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.977	0.923	0.644	0.699	0.760	0.809
每股净资产	6.640	6.207	6.551	7.050	7.610	8.219
每股经营现金净流	1.289	1.073	0.894	0.845	0.870	0.930
每股股利	0.100	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%	2.08%	6.07%	6.34%
净利润增长率	43.69%	13.33%	-30.15%	8.40%	8.86%	6.36%
总资产增长率	8.75%	8.35%	4.29%	8.18%	7.49%	7.58%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

[illegible]

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 20% 以上：

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

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% 以下。

**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