

安徽合力 (600761)

—受益“一带一路”战略推进，期待国企改革落地

投资评级	买入	评级调整	上调评级	收盘价	11.61	元
------	----	------	------	-----	-------	---

投资要点：

1、稳健发展的工业车辆龙头

公司是我国规模最大、产业链最完整、综合实力和经济效益最好的工业车辆龙头企业。过去十年，公司营收和净利润稳步增长，连续 25 年在国产叉车市场占有率排名第一。2015 年受到国内经济增速下滑影响，业绩有所下滑，截止 2016 年三季度，公司营收和净利润同比上升 3.24% 和 3.90%，呈企稳趋势。

2、合资成立工业车辆租赁公司，开拓租赁后市场

公司联合德国永恒力设立工业车辆租赁公司，将发挥双方品牌、产品和网络、服务优势，共同开拓国内工业车辆租赁市场。我们认为，这一方面能够促进公司产品销售，另一方面将促进形成租赁、配件、维修等后市场业绩增长点。

3、国际市场竞争格局稳定，公司受益“一带一路”战略推进

2011-2015 年，公司产品出口基本稳定在 10 亿元水平，全球叉车市场规模和竞争格局总体稳定。相较于国外产品，以公司为代表的国内企业的产品以中端产品为主，主打性价比优势。我们认为，“一带一路”战略推进将加速国际产能和装备制造合作，促进“一带一路”沿线国家的经济发展，促进公司产品在国际市场上的销售。

4、国内市场叉车电动化率持续提升，电动仓储叉车是亮点

2015 年国内叉车市场电动叉车销量占比为 31.30%，较 2014 年的 27.01% 有较大幅度提升，但远低于全球电动叉车 59% 的平均水平，未来叉车电动化率将持续提升。产品结构上，2015 年国内叉车企业内燃叉车和电动平衡重式叉车同比分别下滑 16.80% 和 9.13%，而电动仓储叉车仍保持 20.13% 的增速。国内叉车电动化率提升和产品结构调整将为公司带来持续的发展空间。

5、期待国企改革落地，释放改革红利

2015 年 1 月 6 日，公司发布公告叉车集团拟在集团层面实施管理层和技术骨干持股，实现产权多元化，实施后叉车集团将由国有独资公司变更为国有控股公司。目前，公司高管团队持有少量股份均是个人从二级市场增持，未曾实施股权激励和员工持股计划。此外，安徽叉车集团下除了上市公司外，还拥有与公司产品互补性较强的电动仓储叉车（宁波力达）和工程机械属具（安庆联动）等资产。

发布时间：2016 年 12 月 13 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.22/8.97
上证指数/深圳成指	3199.65/10779.77
50 日均成交额(百万元)	73.62
市净率(倍)	1.83
股息率	1.66%

基础数据

流通股(百万股)	616.82
总股本(百万股)	616.82
流通市值(百万元)	7414.14
总市值(百万元)	7414.14
每股净资产(元)	6.55
净资产负债率	37.91%

股东信息

大股东名称	安徽叉车集团有限责任公司
持股比例	37.97%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-安徽合力 (600761)：叉车行业龙头，国企改革+工业 4.0》，2015-6-8
- 《国元证券公司研究-安徽合力 (600761) 调研报告：业绩优良的叉车行业龙头》，2010-10-19
- 《国元证券公司研究-安徽合力 600761 中报点评：国内外需求复苏共推公司业绩增长》，2010-8-26

联系方式

研究员：	李茂娟
执业证书编号:	S0020512080004
电 话：	021-51097188-1852
电 邮：	limaojuan@gyzq.com.cn
研究助理：	钱建江
执业证书编号:	S0020115080060
电 话：	021-51097188-1952
电 邮：	qianjianjiang@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

我们预计公司将借鉴江淮汽车重组案例，吸收合并集团实现集团资产证券化和高管、技术骨干持股，目前方案仍等待安徽国资委批复。

6、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 59.70 亿、62.68 亿元和 65.82 亿元，净利润为 4.30 亿元、4.67 亿元和 5.04 亿元，对应 PE 为 18 倍、16 倍和 15 倍，上调至“买入”评级。

7、风险提示

国企改革推进不及预期，“一带一路”战略推进不及预期、宏观经济持续下行

目 录

1 稳健发展的工业车辆龙头	4
1.1 公司简介	4
1.2 经营稳健，长期占据国内叉车市场龙头地位	4
1.3 与永恒力共同开拓租赁后市场	6
2 国际市场受益“一带一路”，国内电动化是趋势	6
2.1 国际市场竞争格局稳定，公司受益“一带一路”战略推进	6
2.2 国内市场叉车电动化率持续提升，电动仓储叉车是亮点	8
3 期待国企改革落地，释放改革红利	9
4 盈利预测与投资建议	10

图表目录

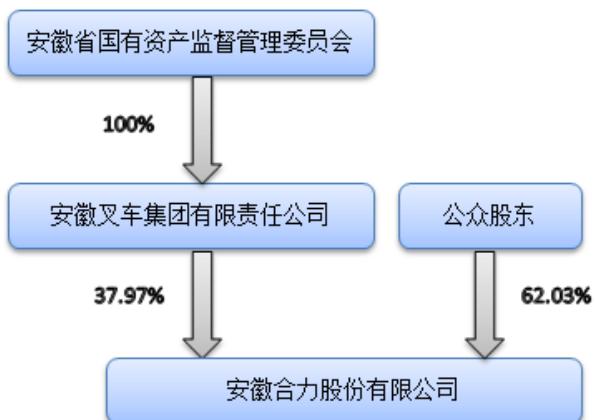
图表 1：公司股权结构图	4
图表 2：公司 2006-2016Q3 营业收入及增速	5
图表 3：公司 2006-2016Q3 净利润及增速	5
图表 4：公司 2011-2016Q3 毛利率稳步提升	5
图表 5：2013-2015 年公司和杭叉集团国内叉车市场市占率估算	6
图表 6：2006-2015 年全球叉车销量及增速	7
图表 7：2014 年全球前十名叉车制造商	7
图表 8：公司 2011-2016H1 国内外收入及增速	8
图表 9：2006-2015 年我国叉车企业销量及增速	8
图表 10：国内叉车市场结构与全球叉车市场结构对比	9
图表 11：电动平衡重式叉车和电动仓储叉车销量及增速	9
图表 12：安徽叉车集团下属公司和上市公司关联交易情况	10

1 稳健发展的工业车辆龙头

1.1 公司简介

安徽合力股份有限公司系安徽叉车集团有限责任公司核心控股子公司，是我国目前规模最大、产业链最完整、综合实力和经济效益最好的工业车辆研发、制造与出口基地。经过多年的发展，公司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、安庆车桥厂等配套部件体系为支撑的产业布局。

图表 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司主要产品为工业车辆、装载机等，同时延伸包括配件服务、车辆租赁、再制造等工业车辆后市场业务。其中，主导产品为“合力、HELI”牌系列叉车，在线生产的1700多种型号、512类产品全部具有自主知识产权，产品的综合性能处于国内领先、国际先进水平。公司在国内拥有自主营销网络，建立了24个省级营销网络和400多家二级代理销售服务网点，在海外80个国家和地区建立了海外代理网络，产品销往世界140个国家和地区。

1.2 经营稳健，长期占据国内叉车市场龙头地位

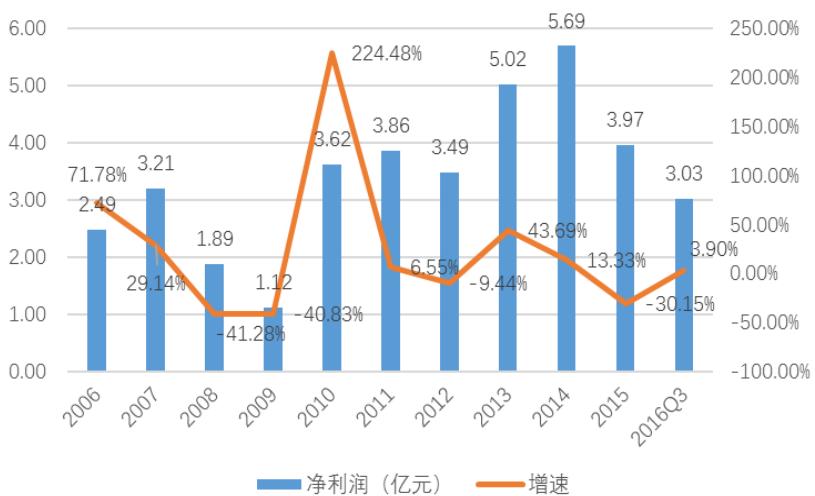
公司经营稳健，过去十年营收和净利润稳步增长。公司产品以叉车及配件为主，收入占比约为97%。营业收入从2006年的25.38亿元增长至2015年的56.86亿元，净利润从2006年的2.49亿元增长至2015年的3.97亿元，复合增速分别为9.38%和5.32%。2006年至今，公司业绩有两次明显的下滑，第一次是受08年受金融危机影响，09年收入下滑14.25%，净利润也大幅下滑，但随后10年迅速实现了恢复性增长，第二次则是由于近几年宏观经济持续低迷，增速不断放缓，15年收入下滑15.15%，净利润下滑30.15%（部分原因是13-14年非经常性收益较大）。截止2016年三季度，公司收入和净利润分别同比上升3.24%和3.90%，呈企稳趋势。

图表 2：公司 2006-2016Q3 营业收入及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

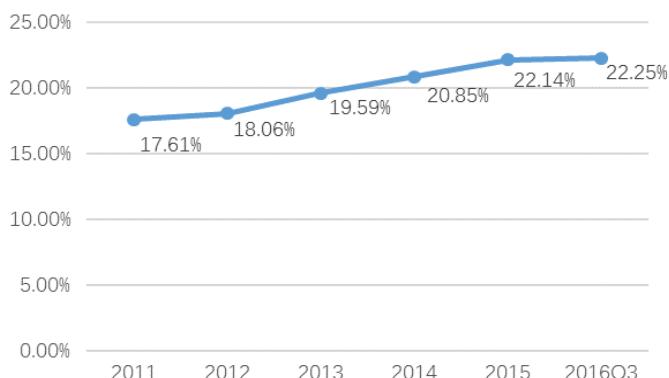
图表 3：公司 2006-2016Q3 净利润及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

近几年公司毛利率稳步提升。公司产品毛利率从 2011 年的 17.61% 提升至 2016 年上半年的 22.25%，这一方面得益于公司产品原材料价格（主要是钢铁价格）有所下降，另一方面在于公司持续深化精益生产，加强成本管控，并积极推广制造环节机器人的规模化应用，提升了生产效率和产品品质。

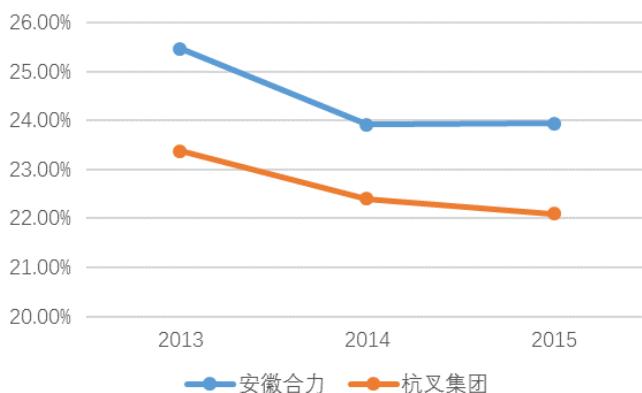
图表 4：公司 2011-2016Q3 毛利率稳步提升



资料来源：WIND，国元证券研究中心

公司长期占据国内叉车市场龙头地位。公司叉车已连续 25 年在国产叉车市场占有率达到第一名，与杭叉集团合计国内市场占有率达到 50%。2015 年，国内企业叉车总销量（含出口）32.76 万台，公司叉车总销量（含出口）为 69363 台，占比达到 21.17%。

图表 5：2013-2015 年公司和杭叉集团国内叉车市场市占率估算



资料来源：公司公告，《国内外工业车辆市场概况》，国元证券研究中心

注：公司与杭叉集团国内销量是假设出口单价与国内销售单价相同的基础上，按照国内外营收占比进行估算；国内市场销量数据来源于《国内外工业车辆市场概况》(2014 年，2015 年)。

1.3 与永恒力共同开拓租赁后市场

2015 年末，公司联合德国永恒力合资设立永恒力合力工业车辆租赁有限公司，后向其出售自有相关租赁业务资产，从而将其作为公司工业车辆租赁业务的发展平台。永恒力合力公司将致力于在中国开展全系列电动及内燃工业车辆租赁业务，充分发挥双方的品牌、产品和网络、服务优势，实现优势互补与资源共享，为中国市场和客户提供全系列、一揽子搬运设备和物流解决方案租赁服务。

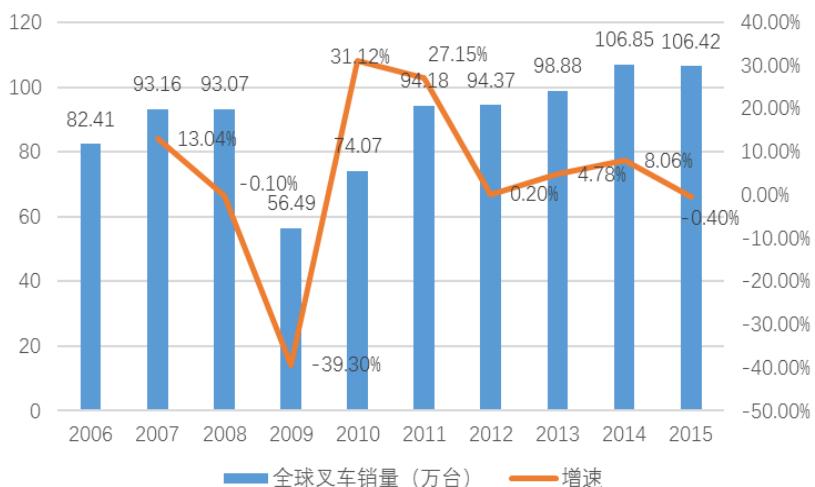
我们认为，公司与永恒力成立租赁合资公司，一方面有利于公司叉车的销售，另一方面对公司拓展租赁、配件、维修等后市场业务有积极作用，促进形成新的业绩增长点。

2 国际市场受益“一带一路”，国内电动化是趋势

2.1 国际市场竞争格局稳定，公司受益“一带一路”战略推进

全球叉车市场总体平稳增长，已处于成熟期。全球销量从 2006 年的 82.41 万台增长至 2015 年的 106.42 万台。受金融危机影响，2009 年销量数据快速下滑，直到 2011 年恢复至金融危机前的水平。2014 年全球叉车销量达到 106.85 万台，达到历史最好水平。受发达经济体复苏缓慢，新兴经济体增长乏力等因素影响，2015 年全球叉车销量较 2014 年略有下滑。

图表 6：2006-2015 年全球叉车销量及增速



资料来源：杭叉集团招股说明书，国元证券研究中心

全球市场竞争格局基本稳定。全球前十位制造商仍主要分为三个集团，第一集团为日本丰田和德国凯傲，第二集团为德国永恒力、美国海斯特耶鲁和美国科朗；第三集团为三菱力至优、优嘉力、安徽合力、杭叉集团、日本小松等，前三集团基本占据了全球工业车辆的中高端市场。公司目前排名全球第八，与前几大叉车巨头仍有不小差距，未来公司将以全球工业车辆领先者为目标，收入规模仍有很大的增长空间。

图表 7：2014 年全球前十名叉车制造商

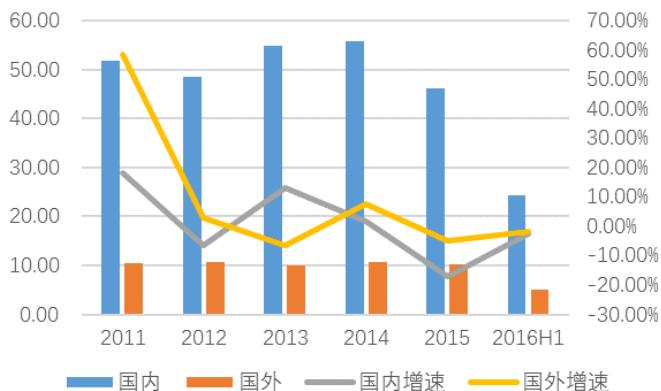
排名	公司	2014 年营收规模 (工业车辆)
1	日本丰田	8092 亿日元
2	德国凯傲	46.78 亿欧元
3	德国永恒力	24.98 亿欧元
4	美国海斯特耶鲁	27.67 亿美元
5	美国科朗	25 亿美元
6	日本三菱力至优	2602.37 亿日元
7	日本优嘉力	15.33 亿美元
8	安徽合力	67.01 亿人民币
9	杭叉集团	55.59 亿人民币
10	日本小松	无公开数据

资料来源：杭叉集团招股说明书，国元证券研究中心

国内产品具备性价比优势，产品升级空间较大。国际工业车辆巨头整体产品技术水平较高，具备品牌优势，而国内产品以中端产品为主，主打性价比优势。根据中国工程机械工业年鉴的进出口数据，2015 年我国出口叉车平均单价为 1.15 万美元，而进口单价为 2.45 万美元，整整差了一倍多。我们认为，在同类型同性能产品上，国内产品具备性价比优势，有利于国内产品在国际市场上份额的提升，同时，在高端产品方面，国内产品升级空间较大。

出口总体平稳，未来将受益“一带一路”战略推进。08 年金融危机之后，到 2011 年公司出口收入恢复至金融危机前的水平，之后五年总体稳定在 10 亿元水平。我们认为，“一带一路”战略的推进将加速国际产能和装备制造合作，促进“一带一路”沿线各国的经济发展，从而促进公司设备在国际市场上的销售。

图表 8：公司 2011-2016H1 国内外收入及增速

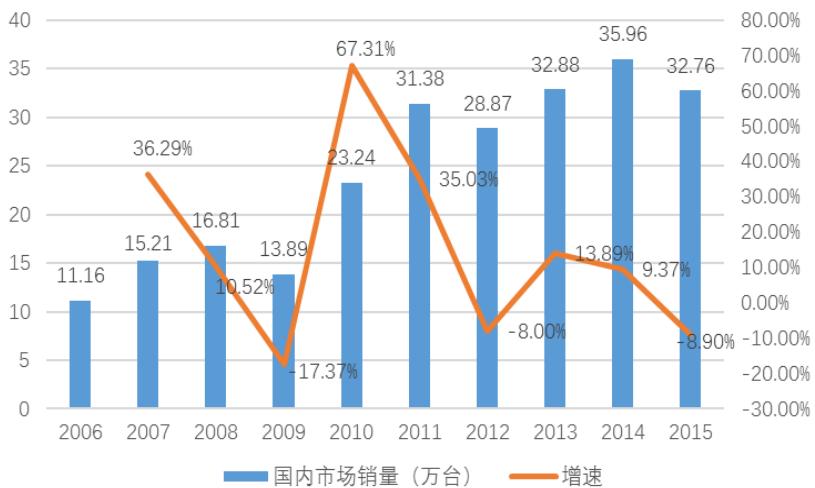


资料来源：WIND，国元证券研究中心

2.2 国内市场叉车电动化率持续提升，电动仓储叉车是亮点

我国叉车市场位列世界第一大叉车销售市场，但增速有所放缓。根据中国工程机械工业年鉴的数据，我国企业叉车总销量从 2006 年的 11.16 万台增长至 2015 年的 32.76 万台，自 2009 年开始，我国就成为世界第一大叉车生产国和消费市场。根据《国内外工业车辆市场概况》数据，2015 年受国内经济增速放缓，叉车市场保有量等因素影响，国内叉车市场共销售叉车 23.70 万台，较 2014 年的 26.89 万台，2013 年的 24.38 万台有所下降，整体占到世界叉车市场的 22.27%，继续位列世界第一大叉车销售市场。

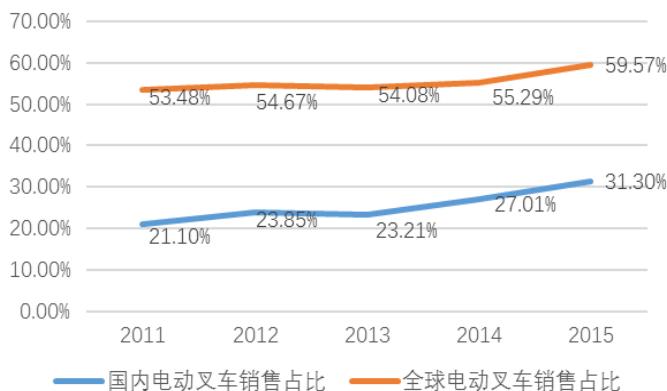
图表 9：2006-2015 年我国叉车企业销量及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

国内电动叉车占比有望持续提升。虽然我国已连续 7 年位列世界第一叉车市场，但内燃叉车和电动叉车的消费结构失衡比较严重，电动叉车占比较低。2015 年国内叉车市场电动叉车销量占比为 31.30%，较 2014 年的 27.01% 有较大幅度提升，但远低于全球电动叉车 59% 的平均水平，远低于欧洲 80% 的水平。随着我国对环保的重视程度不断加深，以及电动叉车污染少、噪音低的优势不断凸显，下游电动叉车市场需求将不断释放，电动叉车占比将持续提升。

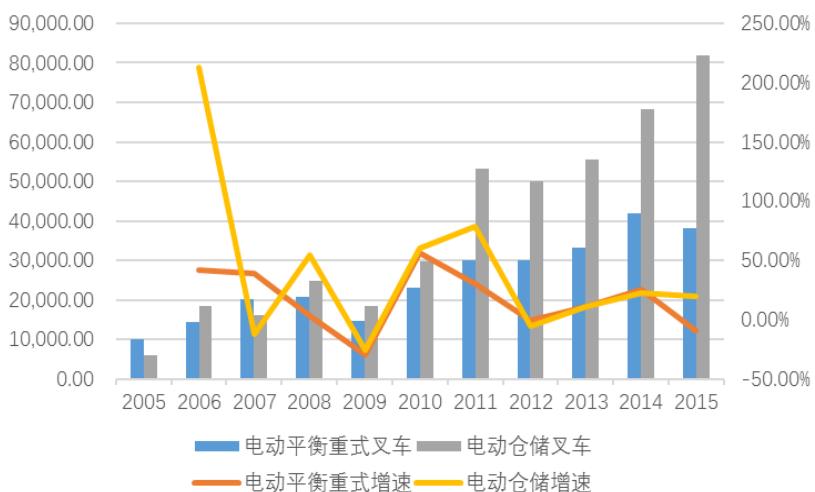
图表 10：国内叉车市场结构与全球叉车市场结构对比



资料来源：杭叉集团招股说明书，国元证券研究中心

电动仓储叉车增速高于电动平衡重式叉车。电动仓储叉车体积小，适用性强，总体增速高于电动平衡重式叉车。2015 年，内燃叉车和电动平衡重式叉车销量分别为 20.75 万辆和 3.82 万辆，同比下滑 16.80% 和 9.13%，而电动仓储叉车销售 8.20 万辆，仍保持 20.13% 的增速。其中，2015 年电动仓储叉车出口 3.96 万辆，同比增 26.45%，增速高于国内销售增速，从另一个角度来看，电动仓储叉车出口的高增速也拉高了国内叉车企业销售的电动叉车占比。我们认为，国内叉车电动化率提升和产品结构调整将为公司带来持续的发展空间。

图表 11：电动平衡重式叉车和电动仓储叉车销量及增速



资料来源：WIND，国元证券研究中心

3 期待国企改革落地，释放改革红利

2015 年 1 月 6 日，公司发布公告叉车集团拟在集团层面实施管理层和技术骨干持股，实现产权多元化，实施后叉车集团将由国有独资公司变更为国有控股公司。我们预计公司将借鉴江淮汽车重组案例，吸收合并集团实现集团资产证券化和高管、技术骨干持股，目前方案仍等待安徽国资委批复。

目前，公司高管团队持有少量股份均是个人从二级市场增持，未曾实施股权激励和员工持股计划。此外，安徽叉车集团下除了上市公司外，还拥有与公司产品互补性较强

的电动仓储叉车（宁波力达）和工程机械属具（安庆联动）等资产。

图表 12：安徽叉车集团下属公司和上市公司关联交易情况

关联方	关联关系	主营业务	关联交易内容	2015年关联交易金额(万元)
安徽叉车集团有限责任公司	母公司	股权管理、综合服务等	出售商品	0.15
			接受服务	25.74
安徽合泰融资租赁有限公司	母公司的控股子公司	融资租赁、机械设备租赁等	出售商品	50.43
安徽英科智控股份有限公司	其他	电控产品生产	采购商品	540.49
安徽叉车集团合力兴业有限公司	母公司的全资子公司	综合服务	接受服务	582.91
安徽合力叉车部件有限公司	其他	叉车及车辆配件生产、销售	采购商品	583.97
安徽合力兴业运输有限公司	其他	运输服务	采购商品	226.64
			接受服务	1,316.11
安庆联动属具股份有限公司	母公司的控股子公司	工程机械属具	出售商品	530.31
			采购商品	5,368.96
宁波力达物流设备有限公司	母公司的控股子公司	电动仓储搬运设备	出售商品	49.66
			采购商品	14,262.26

资料来源：WIND，国元证券研究中心

4 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 59.70 亿、62.68 亿元和 65.82 亿元，净利润为 4.30 亿元、4.67 亿元和 5.04 亿元，对应 PE 为 18 倍、16 倍和 15 倍，上调至“买入”评级。

附 1：利润表（百万元）

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5686	5970	6268	6582
营业成本	4427	4657	4889	5134
营业税金及附加	42	40	43	45
营业费用	336	358	376	395
管理费用	466	478	501	527
财务费用	-17	-39	-63	-83
资产减值损失	32	29	30	29
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	33	34	34
营业利润	435	481	526	569
营业外收入	73	30	30	30
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	506	509	553	597
所得税	78	79	86	93
净利润	428	430	467	504
少数股东损益	31	31	33	36
归属母公司净利润	397	399	434	469
EBITDA	607	630	652	676
EPS (元)	0.64	0.65	0.70	0.76

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

附 2：资产负债表（百万元）

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3575	4050	4638	5246
现金	890	1309	1778	2283
应收账款	829	837	896	932
其他应收款	37	35	38	40
预付账款	55	83	82	83
存货	914	938	982	1031
其他流动资产	849	848	862	877
非流动资产	2157	1816	1641	1464
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1712	1560	1396	1227
无形资产	230	230	229	229
其他非流动资产	214	27	15	8
资产总计	5732	5866	6279	6710
流动负债	1433	1295	1367	1430
短期借款	150	0	0	0
应付账款	724	748	787	828
其他流动负债	558	547	580	602
非流动负债	99	64	63	64
长期借款	8	8	8	8
其他非流动负债	91	57	55	56

负债合计	1532	1359	1430	1494
少数股东权益	160	191	224	259
股本	617	617	617	617
资本公积	557	557	557	557
留存收益	2867	3142	3451	3783
归属母公司股东权益	4041	4316	4625	4957
负债和股东权益	5732	5866	6279	6710

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

附 3: 现金流量表 (百万元)

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	551	537	513	539
净利润	428	430	467	504
折旧摊销	188	188	189	190
财务费用	-17	-39	-63	-83
投资损失	-35	-33	-34	-34
营运资金变动	-37	-54	-55	-45
其他经营现金流	24	47	9	7
投资活动现金流	-132	117	19	19
资本支出	128	0	0	0
长期投资	-50	-99	0	0
其他投资现金流	-54	18	19	19
筹资活动现金流	-67	-236	-62	-54
短期借款	150	-150	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-216	-86	-62	-54
现金净增加额	360	418	470	504

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn