



2017年02月12日

安徽合力(600761.SH)

【联讯机械公司深度】叉车行业持续回暖，低估值蕴藏投资价值

买入(首次评级)

当前价: 13.85 元
目标价: 19.6 元

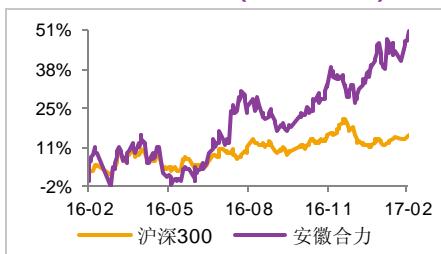
机械军工行业研究组

分析师: 王凤华
执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈鼎如
电话: 010-64814011
邮箱: chendingru@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁
邮箱: chenmengjie@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	5,686	6,254	6,942	7,428
(+/-)	-15%	10.0%	11.0%	7.0%
净利润	397	483	537	575
(+/-)	-30%	21.4%	11.3%	7.05%
EPS(元)	0.69	0.83	0.92	0.98
P/E	19.22	16.63	15.03	14.09

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

投资要点

◇ 叉车行业回暖，需求持续增长态势确立

2016年8月开始国内主要企业叉车销量同比增速达20%以上，12月同比增速达到30.92%，创2015年以来新高，叉车行业呈现明显回暖态势。本轮行业复苏主要原因包括：1) PPI持续走高表明工业企业的利润将得到改善，刺激工业企业扩大生产投资，进而向中游产业传导，带动叉车需求增长；2) 目前我国物流业已进入快速发展阶段，国民经济总量的增加、经济结构的优化以及人民生活水平的提高、电子商务的普及，对物流需求急剧增加；3) 随着劳动力成本的上升和中国“人口红利”的逐渐消失，国内机械替代人工亦是长期的趋势，使得叉车具有长期的市场需求。我们判断国内叉车行业回暖趋势确立，未来一年仍将保持增长态势。

◇ 国内叉车龙头企业，业绩明显改善

公司2015年叉车销量6.94万台，位居国内叉车行业首位，市占率约为22%。受叉车行业三季度回暖的影响，2016年三季度开始，营业收入和归母净利润明显的到改善，均实现同比正增长。2016年三季度单季度，公司主要财务指标表现靓丽，其中营业收入同比增长15.63%，营业利润同比增长47.82%，归母净利润同比增长62%。2016年四季度三个月全行业叉车销量同比分别实现24.87%、29.98%和30.92%的增长，增速明显高于三季度。据此判断，公司四季度业绩表现将更加抢眼。2017年叉车需求仍将保持强劲增长势头，公司在次轮行业复苏期将持续受益。

◇ 低估值蕴藏投资价值

截至2017年2月10日收盘，安徽合力股价为13.85元、总市值85.43亿元、PE为20.9x、PB为2.02x，当前估值相对公司历史处于较低水平。其中PB的历史高位超过3倍，分别出现在2010年和2015年。对标同行业上市公司，公司的估值水平业明显偏低，具有较高的安全边际。从投资角度看，在叉车行业持续复苏的环境下，公司的低估值蕴藏着较大的投资价值。

◇ 盈利预测与投资建议

预计公司2016~2018年归母净利润分别为4.83亿元、5.37亿元、5.75亿元，EPS分别为0.83元、0.92元、0.98元，对应的P/E分别为16.6x、15.0x、14.1x。鉴于叉车行业持续复苏，公司业绩拐点显现，并且有望呈现高增长，同时公司估值水平明显偏低和存在国企改革预期，基于20x合理估值，目标价为19.6元，给予“买入”评级。

◇ 风险提示

叉车行业复苏不达预期。

投资案件

投资评级预估值

预计公司 2016~2018 年归母净利润分别为 4.83 亿元、5.37 亿元、5.75 亿元，EPS 分别为 0.83 元、0.92 元、0.98 元，对应的 P/E 分别为 16.6x、15.0x、14.1x。鉴于叉车行业持续复苏，公司业绩拐点显现，并且有望呈现高增长，同时公司估值水平明显偏低和存在国企改革预期，基于 20x 合理估值，目标价为 19.6 元，给予“买入”评级。

关键假设点

1、下游工业企业投资继续扩大拉动叉车行业持续回暖，2017 年、2018 年公司叉车业绩实现 10% 左右增长；

2、公司的市场占有率保持稳中有升。

有别于大众的认识

1、市场普遍对叉车行业复苏的持续性存在质疑，我们认为叉车需求增长仍可维持一年时间；

2、公司隶属安徽国资委，存在国企改革预期。

股价表现的催化剂

1、工业企业投资规模持续扩大；

2、我国全社会物流总额仍将保持高速增长；

3、安徽省通过引入战投、员工持股、整体上市等方式加速推进国企改革，公司进入国企改革名单。

核心假设风险

叉车行业复苏不达预期。

目 录

一、叉车行业概况与分析.....	4
(一) 叉车行业概况.....	4
(二) 叉车相关产业政策.....	8
(三) 叉车需求驱动因素分析.....	9
1、物流业的大力发展驱动行业的快速扩张.....	9
2、龙头企业国际竞争力的不断提升，推动叉车出口增长.....	9
3、租赁业的蓬勃发展为行业发展带来新的发展机遇.....	10
4、国民经济的稳定增长以及广泛的下游应用行业推动叉车市场持续扩张.....	10
5、伴随劳动力成本的上升以及人口红利的消失，机械替代人工是必然趋势，这种趋势使得叉车具有长期的市场需求.....	10
6、叉车市场的自然更新为行业带来新的需求.....	11
7、国内电动叉车的高性价比将逐步替代进口.....	11
二、行业回暖，国内叉车龙头业绩明显好转并将持续受益.....	11
三、低估值蕴藏投资价值.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	15
五、风险提示	15

图表目录

图表 1: 叉车在工程机械行业中的分类情况.....	4
图表 2: 叉车主要组成部件示意图.....	5
图表 3: 叉车分类情况.....	5
图表 4: 叉车主要应用领域	6
图表 5: 2006-2015 年全球叉车销量情况 (万台)	6
图表 6: 2015 年全球各地区叉车市场销售结构.....	7
图表 7: 2006-2016 年我国叉车销量情况 (万台)	7
图表 8: 2011-2015 年电动叉车需求分析	8
图表 9: 近年来叉车行业主要产业政策.....	8
图表 10: 国内叉车市场叉车销量与全社会物流总额情况.....	9
图表 11: 2006-2015 年我国叉车出口情况	10
图表 12: 2016 年主要企业叉车销量情况.....	11
图表 13: 国内叉车需求和 PPI 相关性分析	12
图表 14: 公司主要产品的用途、性能、销售单价.....	12
图表 15: 营业收入结构分析	13
图表 16: 公司营收变化情况	13
图表 17: 公司利润变化情况	14
图表 18: 公司月度 PB 变化情况.....	14
图表 19: 公司月度 PE 变化情况.....	15
图表 20: 安徽合力 PE/PB-Bands.....	15
附录: 公司财务预测表	16

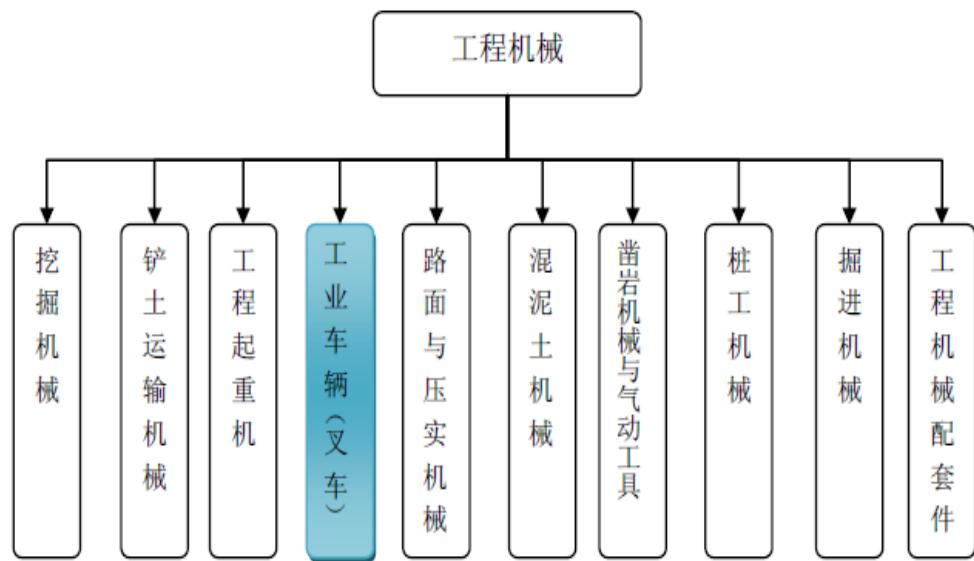


一、叉车行业概况与分析

(一) 叉车行业概况

叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆，国际标准化组织 ISO/TC110 称其为工业车辆。叉车属于物料搬运机械，广泛应用于车站、港口、机场、工厂及仓库等各个国民经济部门，是机械化装卸、堆垛和短距离运输的高效设备。

图表1：叉车在工程机械行业中的分类情况



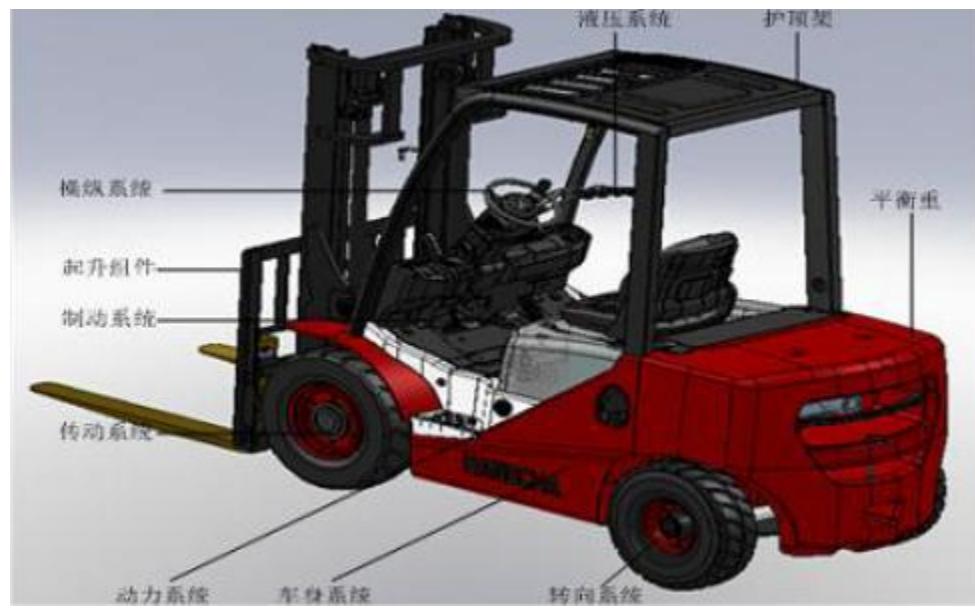
资料来源：中国工程机械工业年鉴 联讯证券

叉车行业属于完全竞争性领域，市场竞争激烈。在国内市场方面，目前行业协会登记在册的会员单位约 150 家左右，从规模数量上来看，以中小企业为主，市场销售集中度相对较高，行业销量前三名企业占据着市场近六成的份额；从需求结构上来看，仍以内燃车辆为主，占比超过七成；从竞争形势上来看，仍主要集中在需求量最大的中低端内燃车辆市场，低价同质化竞争现象严峻。在国际市场方面，德国、美国、日本等工业车辆企业仍在技术、规模、国际化运营等方面占据着主导优势。

叉车由动力系统、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件等几个主要部分组成。



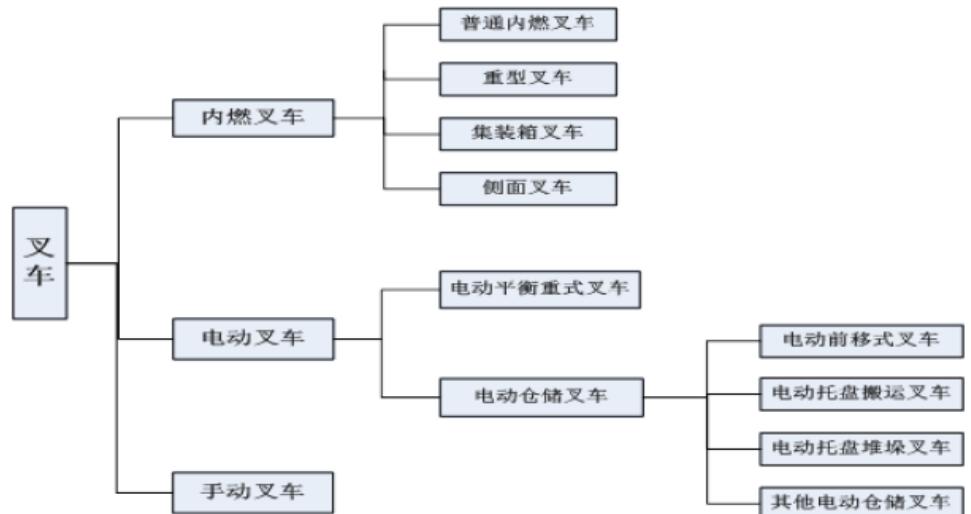
图表2：叉车主要组成部件示意图



资料来源：公开资料 联讯证券

按叉车的动力源不同划分，可分为内燃叉车、电动叉车及手动叉车，其中内燃叉车还分为普通内燃叉车、重型叉车、集装箱叉车和侧面叉车等，电动叉车包括电动平衡重式叉车和电动仓储叉车；按叉车的结构特点划分，可分为前移式叉车、插腿式叉车、拣选式叉车、越野式叉车等类型。

图表3：叉车分类情况



资料来源：公开资料 联讯证券

叉车是实现物流机械化作业、减轻工人搬运劳动强度、提高作业效率的主要工具，具有通用性强、机动灵活、活动范围大等特点。叉车在企业的物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军。随着物流技术的推广和应用、叉车属具的发展以及配套件的技术进步，叉车的用途愈加广泛，由最初主要用于军事领域，发展到现在广泛适用于国民经济的各个部门，主要应用于制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业，现已成为一种多系列、多品种的物流运输、装卸、仓储搬运机械装备。



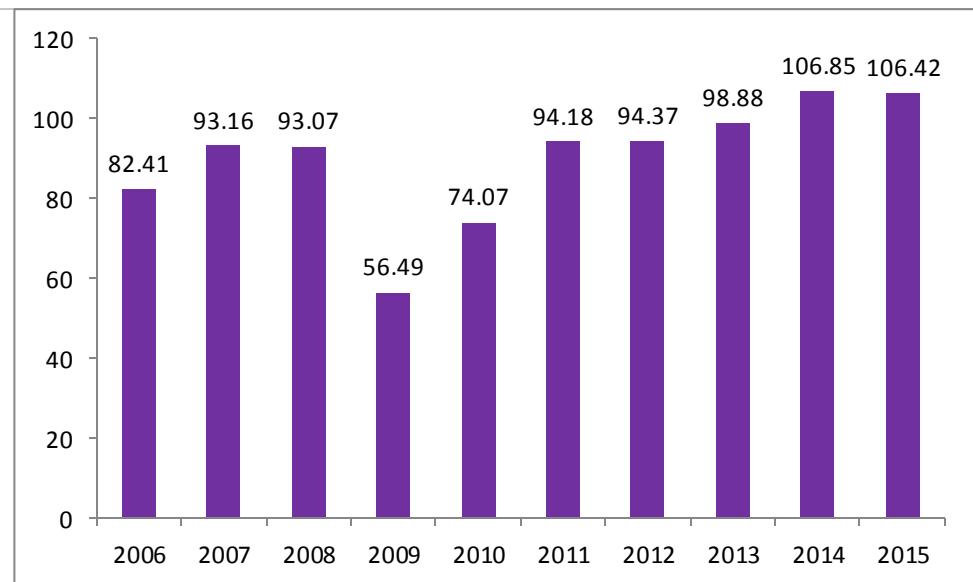
图表4：叉车主要应用领域



资料来源：公开资料 联讯证券

根据世界工业车辆统计协会的数据，世界叉车销量由 2006 年的 82.41 万台增长至 2015 年的 106.42 万台；受金融危机的影响，2009 年全球叉车销量出现一定程度的下滑，直到 2011 年全球叉车销量才复苏到金融危机前的水平，2014 年全球叉车销量首次突破百万台达 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，但其销量仍然超过了百万台。

图表5：2006-2015 年全球叉车销量情况（万台）



资料来源：世界工业车辆统计协会 联讯证券

从全球叉车的销售结构来看，电动叉车的销售占比约为 55% 左右，尤其是欧洲地区电动叉车的销售比重更是高达 80% 以上，而亚洲（除日本外）、非洲地区仍以内燃叉车的销售为主。随着全球能源危机的不断加深，石油资源的日趋枯竭以及大气污染、全球气温上升的危害加剧，环保节能技术受到各国叉车行业的普遍重视，预计未来电动叉车的市场将有良好表现。



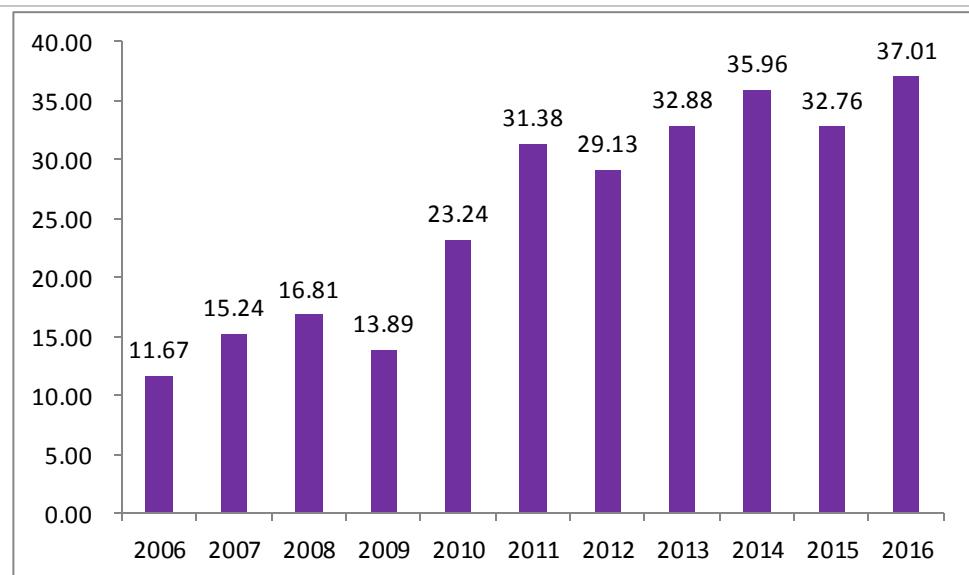
图表6：2015年全球各地区叉车市场销售结构

地区	电动叉车		内燃叉车
	电动平衡重式叉车	电动仓储叉车	
欧洲	18.75%	63.60%	17.65%
美洲	16.25%	45.25%	38.50%
亚洲	16.49%	23.35%	60.16%
非洲	12.01%	20.16%	67.83%
大洋洲	12.61%	39.97%	47.42%

资料来源：世界工业车辆统计协会 联讯证券

我国企业叉车总销量由2006年的11.16万台增至2015年的32.76万台，实现了叉车行业巨大飞跃。特别是“十一五”期间，在我国经济持续快速发展和全行业的共同努力下，叉车行业发展迅速，尤其是自2009年开始，我国成为世界第一大叉车生产国和消费市场。2014年在国内经济增速放缓的大环境下，我国企业叉车总销量达到35.96万台，刷新历史记录。2015年，受国内经济处于转型期、经济增速放缓及叉车市场保有量等影响，导致我国企业叉车总销量较2014年下滑8.90%。

图表7：2006-2016年我国叉车销量情况(万台)

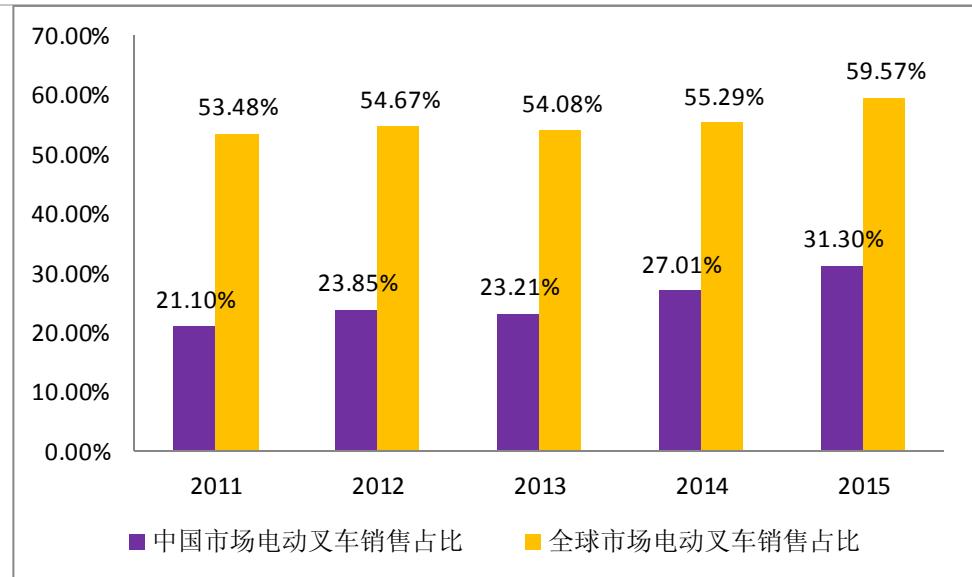


资料来源：Wind 资讯 联讯证券

2015年，国内叉车市场实现叉车销售23.70万台，较2014年的26.89万台，下降了11.88%，占世界叉车市场的22.27%，继续位列世界第一大叉车销售市场。但从国内叉车市场销售结构看，内燃叉车与电动叉车的销售比例失衡，内燃叉车是国内叉车市场的主流产品，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%已有较大幅度提升，但仍远低于全球电动叉车占比约55%的水平。随着节能环保概念的不断深入，自动仓储系统、大型超市的纷纷建立，以及节能减排政策推行力度的加大，预计未来国内电动叉车市场将有较大发展空间。



图表8：2011-2015年电动叉车需求分析



资料来源：世界工业车辆统计协会 联讯证券

(二) 叉车相关产业政策

为鼓励行业的制造升级，近些年国家出台了一系列有利于行业发展的产业政策。

图表9：近年来叉车行业主要产业政策

时间	政策文件	发布机构	主要内容
2016.03	《工程机械行业“十三五”发展规划》	工信部授权中国工程机械行业协会	将“开发锂电池、燃料电池驱动的叉车”列入“十三五”期间重点开发的创新产品
2013.02	《产业结构调整指导目录(2011年本)(2013年修正)》	发改委	将“自动化物流系统装备、信息系统；非道路移动机械用高可靠性、低排放、低能耗的内燃机：寿命指标（重型8000~12000小时，中型5000~7000小时，轻型3000~4000小时）、排放指标（符合欧III A、欧III B排放指标要求）；影响非道路移动机械用内燃机动力性、经济性、环保性的燃油系统、增压系统、排气后处理系统（均包括电子控制系统）；仓储和转运设施设备、运输工具、物流器具的标准化改造，海港空港、产业聚集区、商贸集散地的物流中心建设”列入鼓励类
2012.01	《工业转型升级规划(2011-2015年)》	国务院	将“加快发展焊接、搬运、装配等工业机器人，以及安防、深海作业、救援、医疗等专用机器人”列入未来五年重点发展的先进装备制造业
2011.12	《工业转型升级投资指南》	工信部	将“起重能力大于等于20吨的大吨位集装箱叉车及正面吊运机”列入工程机械行业重点开发品种
2011.07	《中国工程机械行业“十二五”规划》	工信部和中国工程机械工业协会	将“加快发展环保节能型仓储装备，包括电动叉车、高起升堆垛机、自动化物料搬运车辆等”列入“十二五”期间行业的发展重点和主要任务之一
2010.10	《机械基础零部件产业振兴实施方案》	工信部	将“大吨位集装箱叉车及正面吊运机变速箱和驱动桥”纳入机械基础零部件产业重点发展方向。

资料来源：公开资料整理 联讯证券

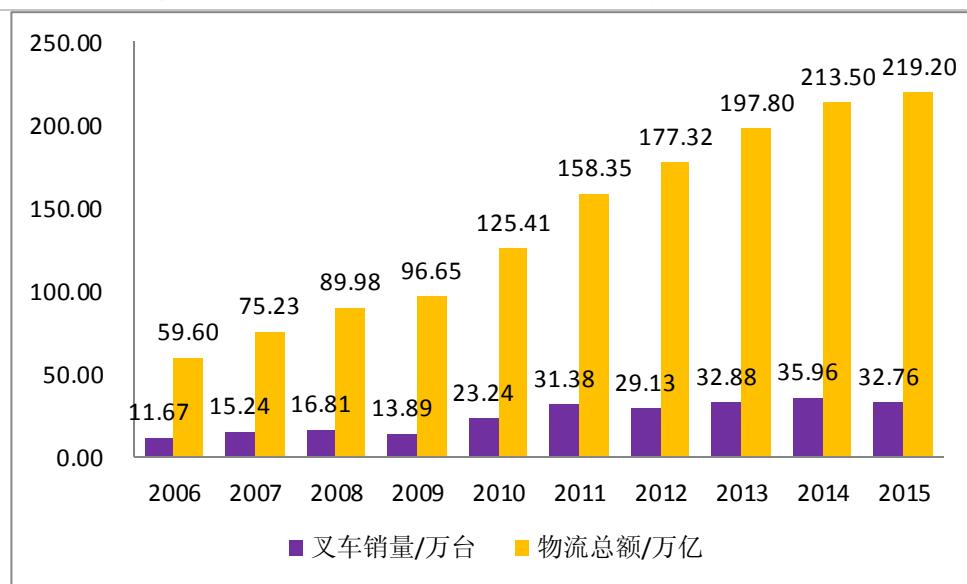


(三) 叉车需求驱动因素分析

1、物流业的大力发展驱动行业的快速扩张

叉车作为物料搬运设备中的主力军，是物流业的重要装备。目前我国物流业已进入快速发展阶段，国民经济总量的增加、经济结构的优化以及人民生活水平的提高、电子商务的普及，对物流需求急剧增加。与此同时，我国政府积极推进物流业发展，2009年国务院发布的《物流业调整和振兴规划》和2011年国务院办公厅出台《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》，旨在促进物流需求快速发展，预计未来几年我国全社会物流总额仍将保持高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间。

图表10：国内叉车市场叉车销量与全社会物流总额情况



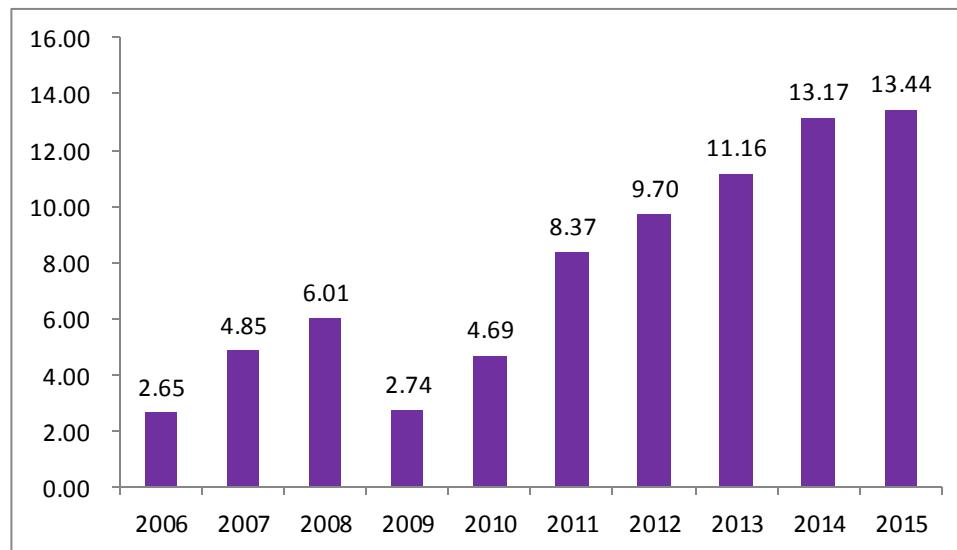
资料来源：中国物流与采购联合会和中国工程机械工业协会工业车辆分会 联讯证券

2、龙头企业国际竞争力的不断提升，推动叉车出口增长

近几年，行业内龙头企业在技术、规模、服务等方面不断提升，国际竞争优势逐渐体现，出口叉车产品结构不断优化，产品附加值不断提高，有力地推动了叉车的出口增长。根据海关总署的统计数据显示，近十年间我国叉车出口由2006年的2.66万台增长至2015年的13.44万台，叉车出口数量大幅增加，且2015年电动叉车占出口量的56.02%，在叉车出口中占据主导。



图表11：2006-2015年我国叉车出口情况



资料来源：国家海关总署 联讯证券

3、租赁业的蓬勃发展为行业发展带来新的发展机遇

近些年，叉车租赁业务在国外发展迅速，已经成为许多叉车制造商的重要收入来源。随着国内工程机械租赁的蓬勃发展，国内叉车租赁市场由陌生到熟知，越来越多的叉车制造商和叉车经销商加入到叉车租赁的行列。叉车租赁这项业务在国内逐步兴起，尤其是近年来电商和物流快递的迅猛发展带动了叉车租赁行业的发展，叉车租赁逐渐被视为行业未来重点发展的方向，由此将为叉车行业带来新的发展机遇。

4、国民经济的稳定增长以及广泛的下游应用行业推动叉车市场持续扩张

叉车使用范围较为广泛，遍及各个经济领域，主要分布于制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业。叉车产业的成长主要受国家经济发展水平、工业化程度以及国家经济增长的“动力源”分布等因素的影响。根据国家统计局数据显示，近十年间我国国内生产总值由2006年的21.63万亿元增长至2015年的67.67万亿元，而同期我国企业叉车总销量由2006年的11.16万台增长至2015年的32.76万台，我国叉车销量与国民经济发展保持了同步增长。

2014年我国企业叉车总销量达到35.96万台，创历史新高，在国内外经济环境复杂多变、经济增速放缓的情况下，我国企业叉车总销量实现较好的增长，主要得益于叉车产品的需求属性。2015年，受国内经济处于转型期，经济增速放缓及叉车市场保有量等影响，导致我国企业叉车总销量较2014年下滑8.90%，但其销量仍然超过30万台。

5、伴随劳动力成本的上升以及人口红利的消失，机械替代人工是必然趋势，这种趋势使得叉车具有长期的市场需求

从发达国家的经验看，伴随劳动力成本的上升，机械替代人工是必然趋势，在欧美及日本等劳动力成本高的国家，基本已实现机械替代人工。目前中国社会正逐渐进入老龄化，“人口红利”正在消失，客观上要求通过提升劳动效率来进行弥补，由此带来整个社会的机械化率快速提升，机械替代人工将不断推进。与此同时，近年来我国沿海地区



出现用工荒现象，并正逐步向全国蔓延。伴随劳动力短缺，与本行业密切相关的下游行业，如制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等行业劳动力成本也在明显上升。根据国家统计局数据显示，近十年间全国城镇单位就业人员平均工资由 2006 年的 20,856 元增长至 2015 年的 62,029 元，增长速度较快。随着劳动力成本的上升，以及中国“人口红利”的逐渐消失，国内机械替代人工亦是长期的趋势，而这种趋势必将为国内叉车工业发展提供动力，同时使得叉车具有长期的市场需求。

6、叉车市场的自然更新为行业带来新的需求

一般而言，叉车设计使用寿命为 10 年左右，随着设备的磨损老化，将产生自然更新需求。根据中国工程机械工业协会统计，截至 2015 年底，国内叉车市场保有量在 216.2 万—232.2 万台之间，其中使用超过 10 年以上的叉车大约在 40 万台以上，该部分叉车设备陈旧、能耗较高，环境污染严重，亟急需更新换代。另一方面，随着叉车技术的不断进步，当前叉车使用的稳定性和经济性相比早期产品已经全面提升，也将对存量产品产生加速替代。由此设备的自然更新需求，将为叉车市场带来更大空间。

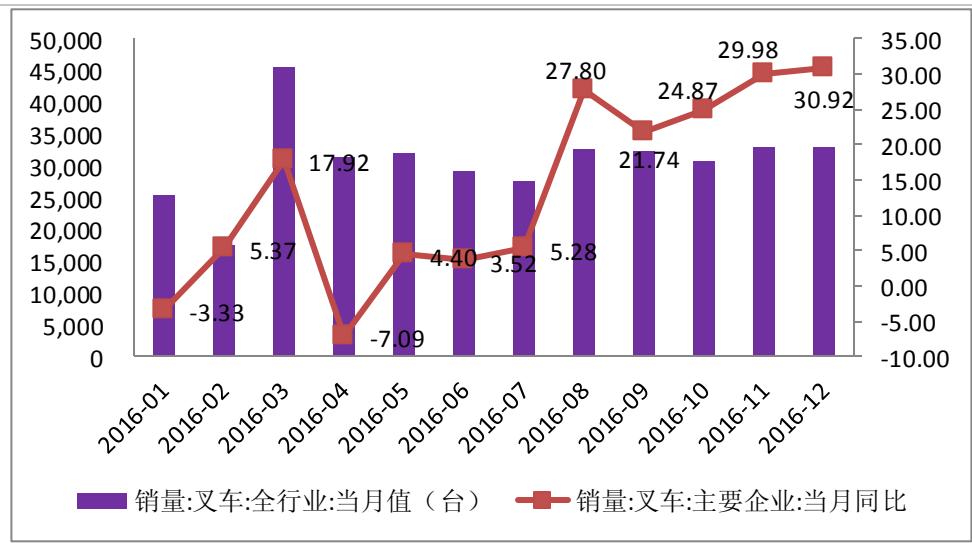
7、国内电动叉车的高性价比将逐步替代进口

目前，在我国进口叉车产品中以电动叉车进口占据主导。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计，2013-2015 年，我国叉车进口量分别为 0.89 万台、0.95 万台、1.01 万台；其中电动叉车占比分别为 87.43%、90.79%、90.40%。随着国内叉车生产企业电动叉车技术的日趋完善，国内电动叉车与进口电动叉车性能差距将进一步缩小，而由于关税等原因进口电动叉车的售价较高，从而国产的高性价比电动叉车将逐步实现进口替代。

二、行业回暖，国内叉车龙头业绩明显好转并将持续受益

2016 年 8 月开始国内主要企业叉车销量同比增速达 20%以上，12 月同比增速达到 30.92%，创 2015 年以来新高。此外，2016 年全年国内叉车销量累计达 37.01 万辆，再创历史新高。

图表12：2016 年主要企业叉车销量情况

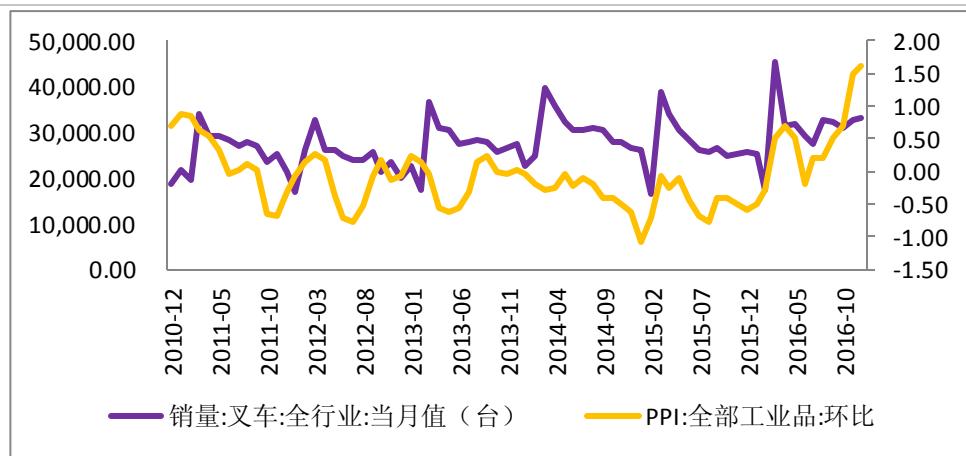


资料来源：Wind 资讯 联讯证券



本轮行业复苏主要原因包括：1) PPI 持续走高表明工业企业的利润将得到改善，刺激工业企业扩大生产投资，进而向中游产业传导，带动叉车需求增长；2) 叉车作为物料搬运设备中的主力军，是物流业的重要装备，目前我国物流业已进入快速发展阶段，国民经济总量的增加、经济结构的优化以及人民生活水平的提高、电子商务的普及，对物流需求急剧增加；3) 随着劳动力成本的上升，以及中国“人口红利”的逐渐消失，国内机械替代人工亦是长期的趋势，而这种趋势必将为国内叉车工业发展提供动力，同时使得叉车具有长期的市场需求。我们判断国内叉车行业回暖趋势确立，未来一年仍将保持增长态势。

图表13：国内叉车需求和 PPI 相关性分析



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

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，是我国目前规模大、产业链条完整、综合实力和经济效益好的工业车辆研发、制造与出口基地。公司拥有国家级企业技术中心，也是国家创新型企业、国家火炬计划重点高新技术企业、安徽省工程机械建设（合肥）基地龙头企业。主要经营业务为工业车辆、装载机等产品的研发、生产和销售；同时包括配件服务、车辆租赁、再制造等工业车辆后市场业务。

图表14：公司主要产品的用途、性能、销售单价

产品分类	产品用途	性能特点	销售单价
内燃叉车	适用于港口、车站、机场、货场、工厂车间、仓库、流通中心和配送中心等，通常应用在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所	传动系统自制，故障率低；安全性能良好；操控噪音低；使用寿命长等	5.35 万/台 (CPC30-XC5A)
电动叉车	适用于室内作业，主要用于冷库、大型超市的仓库等场所，主要应用于仓储、烟草、食品、轻纺等行业	电磁兼容性达到国际标准；整车噪音低；性能可靠；采用低重心、窄车身设计，转弯半径小等	6.05万/台 (CPD15-CJ2)
	适用于狭窄通道和有限空间内的作业，主要应用于仓库、超市、车间内作业	性能卓越，质量稳定可靠；工作平稳可靠、节能、噪音低；具有无级调速及完善的保护功能；具有电量显示、作业时间显示及故障诊断功能等	1.1万/台 (CBD15-170)

资料来源：公开资料整理 联讯证券



图表15：营业收入结构分析

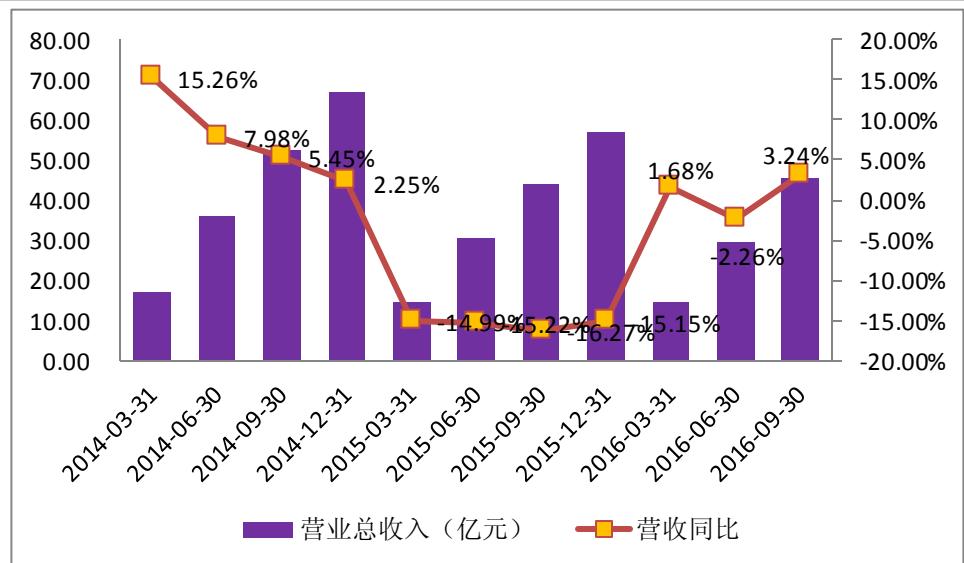
分类	2016 (1-6月)		2015		2014		2013		2012		
	营收/亿元	占比%	营收/亿元	占比%	营收/亿元	占比%	营收/亿元	占比%	营收/亿元	占比%	
产品分 类	叉车及配件	28.79	96.96	55.11	96.92	64.47	96.22	63.27	96.54	57.61	96.41
	装载机	0.74	2.48	1.23	2.16	2.01	3.00	1.61	2.46	1.60	2.67
地区分 类	国内	24.37	82.82	46.08	81.04	55.68	83.09	54.82	83.66	48.43	81.05
	国外	5.16	17.36	10.26	18.04	10.80	16.12	10.05	15.34	10.78	18.03

资料来源：Wind 资讯 联讯证券

公司 2015 年叉车销量 6.94 万台，位居国内叉车行业首位，市占率约为 22%，超第二名杭叉集团（市占率 19.96%）2 个百分点，在充分竞争的叉车领域，彰显了较强的综合实力，占据行业龙头地位。公司的产品包括叉车及配件和装载机，从公司的营收结构看，叉车占比接近 97%，对公司业绩起决定性作用。根据 2016 年三季度公司业绩增速和同期全行业叉车销量增速对比，我们判断公司在此轮行业复苏过程中市占率有望提升，对公司 2017 年的业绩将会产生积极影响。

公司经历了 2015 年的业绩下滑后，2016 年三季度开始，营业收入和归母净利润均实现同比正增长。2016 年三季度单季度，公司主要财务指标表现靓丽，其中营业收入同比增长 15.63%，营业利润同比增长 47.82%，归母净利润同比增长 62%，主要受叉车行业三季度回暖的影响。2016 年四季度三个月全行业叉车销量同比分别实现 24.87%、29.98% 和 30.92% 的增长，增速明显高于三季度。据此判断，公司四季度业绩表现将更加抢眼。2017 年叉车需求仍将保持强劲增长势头，公司在次轮行业复苏期将持续受益。

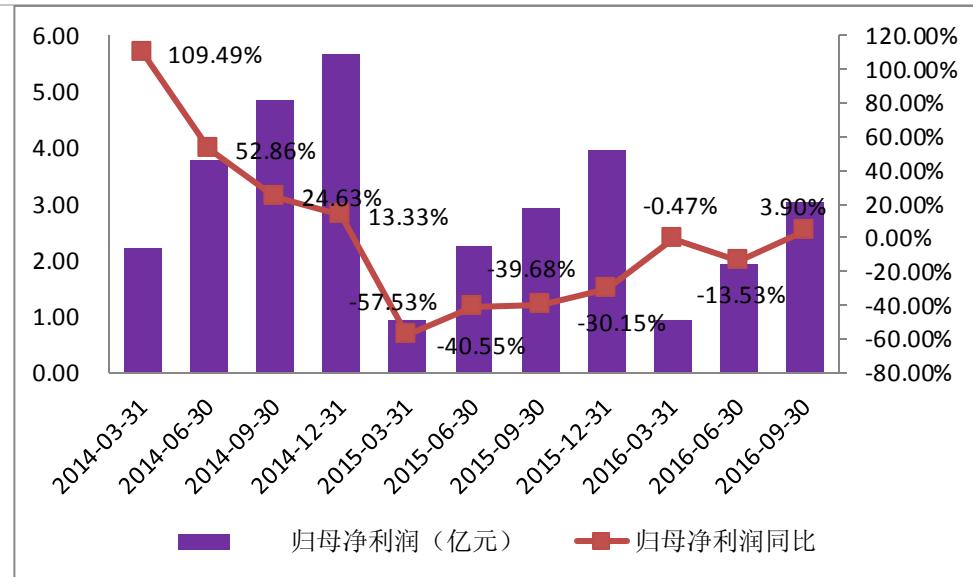
图表16：公司营收变化情况



资料来源：Wind 资讯 联讯证券



图表17：公司利润变化情况



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

随着非道路车辆排放标准的提升，符合标准的内燃车辆、新能源车辆也有着较多的发展机会。另外，随着国内市场的不断成熟和企业轻资产运营模式的兴起，车辆租赁、金融服务等后市场业务也存在有较大的发展空间。目前公司已着手加快内燃、电动及仓储车辆升级换代步伐，并在行业内率先推出排放标准升级的全系列产品；同时公司通过产业投资的方式抢先布局国内车辆租赁、再制造等后市场业务领域。未来公司将努力以产业转型升级为契机，进一步巩固、扩大行业领先优势。

三、低估值蕴藏投资价值

截至 2017 年 2 月 10 日收盘，安徽合力股价为 13.85 元、总市值 85.43 亿元、PE 为 20.9x、PB 为 2.02x，当前估值相对公司历史处于较低水平。其中 PB 的历史高位超过 3 倍，分别出现在 2010 年和 2015 年。

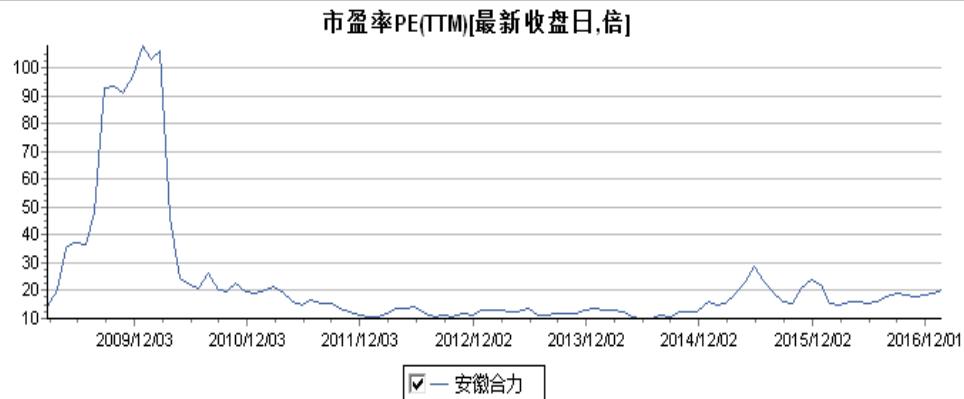
图表18：公司月度 PB 变化情况



资料来源：Wind 资讯 联讯证券



图表19：公司月度 PE 变化情况



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

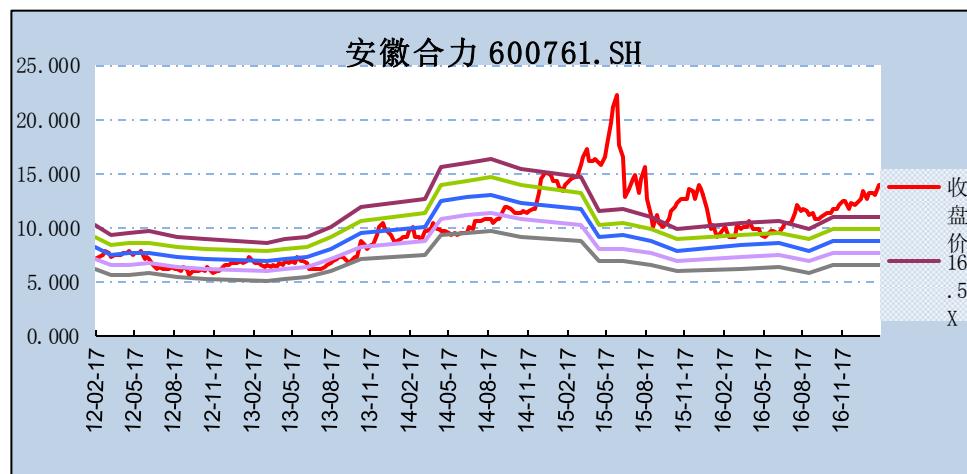
对标同行业上市公司，公司的估值水平业明显偏低。杭叉集团（603298）于 2016 年底完成上市交易，其业务和规模与安徽合力十分接近，目前 PE 为 39.9、PB 为 4.58，与之相比，安徽合力的估值明显偏低，具有较高的安全边际。从投资角度看，在叉车行业持续复苏的环境下，公司的低估值蕴藏着较大的投资价值。

四、盈利预测与投资建议

估值假设：公司营收 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现 10.00%、11.00% 和 7.00% 的增长，毛利率和净利率保持稳定。

预计公司 2016~2018 年归母净利润分别为 4.83 亿元、5.37 亿元、5.75 亿元，EPS 分别为 0.83 元、0.92 元、0.98 元，对应的 P/E 分别为 16.6x、15.0x、14.1x。鉴于叉车行业持续复苏，公司业绩拐点显现，并且有望呈现高增长，同时公司估值水平明显偏低和存在国企改革预期，基于 20x 合理估值，目标价为 19.6 元，给予“买入”评级。

图表20：安徽合力 PE/PB-Bands



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

五、风险提示

叉车行业复苏不达预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,575	4,290	5,663	7,249	经营活动现金流	551	1,047	1,466	1,833
货币资金	890	1,379	2,421	3,767	净利润	428	514	568	606
应收账款	829	813	878	904	折旧摊销	188	194	198	202
其它应收款	37	46	55	66	财务费用	-17	-4	-4	-4
预付账款	55	50	52	55	投资损失	-35	-42	-49	-54
存货	914	823	831	848	营运资金变动	198	343	976	1,321
其他	849	1,180	1,426	1,609	其它	-212	43	-223	-239
非流动资产	2,157	2,178	2,200	2,222	投资活动现金流	-132	-463	-300	-350
长期股权投资	0	99	100	101	资本支出	128	154	177	195
固定资产	1,712	1,729	1,746	1,764	长期投资	0	99	100	101
无形资产	230	233	235	237	其他	-261	-716	-578	-646
其他	214	117	118	120	筹资活动现金流	-67	-96	-124	-137
资产总计	5,732	6,469	7,863	9,471	短期借款	150	200	239	263
流动负债	1,433	1,805	2,202	2,466	长期借款	8	6	6	7
短期借款	150	200	239	263	其他	-225	-302	-370	-407
应付账款	724	869	1,043	1,147	现金净增加额	352	489	1,042	1,346
其他	558	736	920	1,056					
非流动负债	99	109	120	132					
长期借款	8	6	6	7					
其他	91	103	114	126					
负债合计	1,532	1,914	2,322	2,598					
少数股东权益	160	169	178	185					
归属母公司股东权益	4,041	4,385	5,364	6,688					
负债和股东权益	5,732	6,469	7,863	9,471					
利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E					
营业收入	5,686	6,254	6,942	7,428					
营业成本	4,427	4,869	5,405	5,783					
营业税金及附加	42	36	43	46					
销售费用	336	344	382	416					
管理费用	466	500	555	594					
财务费用	-17	-4	-4	-4					
资产减值损失	32	36	42	48					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	35	42	51	61					
营业利润	435	515	570	606					
营业外收入	73	80	88	97					
营业外支出	2	3	3	4					
利润总额	506	592	655	699					
所得税	78	78	87	93					
净利润	428	514	568	606					
少数股东损益	31	31	31	31					
归属母公司净利润	397	483	537	575					
EBITDA	572	709	768	808					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10% 之间；

持有：相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间；

减持：相对大盘涨幅小于 -5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5% 以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com