



2017-07-19

公司深度报告

买入/调高

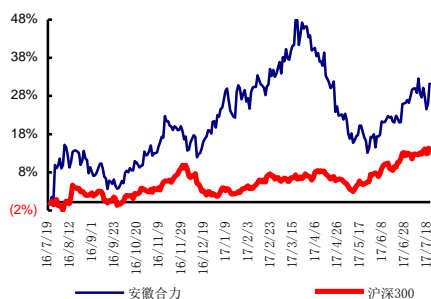
安徽合力(600761)

昨收盘: 13.65

机械设备 专用设备

## 全价值链叉车龙头，受益行业增长超预期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 740/740  
 总市值/流通(百万元) 10,103/10,103  
 12 个月最高/最低(元) 15.38/10.36

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

联系人: 刘瑜

电话: 010-88695233

E-MAIL: liuyubj@tpyzq.com

联系人: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

### 报告摘要

**公司是国内叉车龙头，全价值链布局提升核心竞争力：**公司为国内叉车龙头，市占率约 25%，行业集中度高，前五名占 70%的份额，2015 年公司位居全球工业车辆行业第八位。在产业链布局上，公司已打通从零部件、研发、制造、销售等传统环节到融资租赁、租赁、再制造等新兴环节的全价值链，提升了公司产品的核心竞争力。

**一季度收入增速提升，预计二三季度毛利率改善：**2017Q1 公司实现收入 18.95 亿元，同比增长 29.09%，净利润 1.04 亿，同比增长 11.53%，由于成本端钢材价格上升导致毛利率有所下降，净利润增速低于营收增速，预计二三季度有所好转。

**国内外经济平稳，叉车行业增长超预期：**叉车行业下游应用广泛，受益于国内经济平稳，叉车销量持续超预期。2017 年 1-6 月份叉车全行业累计销量达到 24.29 万台，同比增长 24.22%，其中国内销量 18.43 万台，同比增长 40.38%。出口市场方面，今年整体出口环境较好，上半年出口 5.86 万台，同比增长 17.96%。

**实际控制人为安徽省国资委，未来有望受益国企改革：**2015 年公司发布公告拟在集团层面实施管理处和技术骨干持股，实现产权多元化，后被搁置。未来有望受益国企改革，提升企业活力。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元、0.78 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 19 倍、17 倍和 15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险，原材料价格上涨

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6200.62	7688.77	8457.64	9303.41
增长率	9.06%	24.00%	10.00%	10.00%
归属母公司净利润(百万元)	395.68	447.62	481.97	560.22
增长率	-0.45%	13.12%	7.68%	16.23%
每股收益 EPS(元)	0.64	0.73	0.78	0.91
PE	21	19	17	15
PB	1.87	1.72	1.58	1.45

## 目录

1 全价值链布局，提升产品竞争力.....	4
1.1 国内叉车龙头，世界排名第八 .....	4
1.2 布局上下游，全价值链提升核心竞争力 .....	4
1.3 整体经营情况 .....	5
2 国内外经济平稳，叉车行业增长超预期.....	6
3 未来有望受益国企改革 .....	8
4 盈利预测及投资建议 .....	9
5 风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1：2015 年全球叉车供应商前 10 名 .....	4
图表 2：公司的全价值链布局 .....	4
图表 3：公司近十年营收、净利润及增速情况（单位：亿元） .....	5
图表 4：公司 2007-2017Q1 毛利变化情况 .....	6
图表 5：公司 2007-2017Q1 经营现金流情况（单位：亿元） .....	6
图表 6：公司 2007-2016 年国内外收入情况（单位：亿元） .....	6
图表 7：叉车行业 2008-2017H1 销量及增速情况 .....	7
图表 8：叉车行业 2015-2017H1 月份销量及增速情况 .....	7
图表 9：2017H1 各类别叉车销量情况 .....	7
图表 10：公司股权结构 .....	8
图表 11：公司 2016 年关联交易情况 .....	8

## 1 全价值链布局，提升产品竞争力

### 1.1 国内叉车龙头，世界排名第八

公司主要产品是叉车和装载机，其中，叉车收入占比保持在 97% 左右，是公司主导产品。2016 年，公司装载机销量为 503 台，出口占大部分，由于不具备规模优势，整体盈利能力较差。本文我们主要探讨公司叉车的整体情况。

2016 年，全球叉车市场规模约 118 万台，国内销量约 27 万台，公司总销量达到 8.44 万台（国内销量约 7 万台）。从国内行业竞争格局看，仅公司与杭叉两家市场约占 50% 的市场份额，前五名约占 70%，预计未来行业集中度仍会小幅提升。

公司已经连续 26 年保持国内龙头地位，2015 年公司位居全球工业车辆行业第八位，是国内唯一进入十强的企业。

图表 1：2015 年全球叉车供应商前 10 名

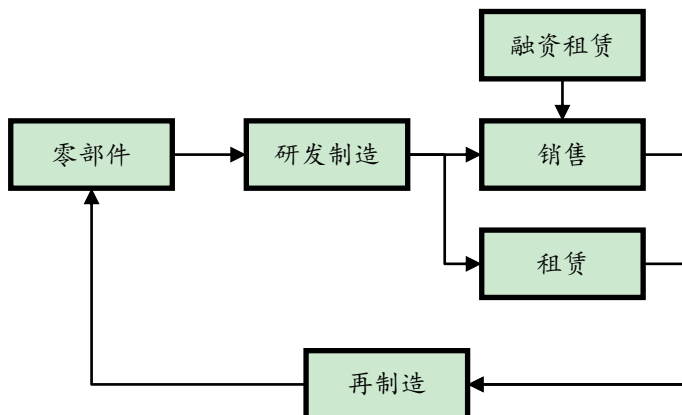
排名	公司名称	销售收入（亿美金）	国家
1	丰田	83.46	日本
2	凯傲	56.59	德国
3	永恒力	29.98	德国
4	科朗	26.4	美国
5	海斯特-耶鲁	25.78	美国
6	三菱-力至优	20.12	日本
7	优嘉力	16.25	日本
8	安徽叉车集团	9.07	中国
9	小松	7.6	日本
10	克拉克	7.39	韩国

资料来源：《MMH 现代物料搬运》，太平洋证券整理

### 1.2 布局上下游，全价值链提升核心竞争力

公司是国内产业链条最完整的叉车企业，已打通从零部件、研发、制造、销售等传统环节到融资租赁、租赁、再制造等新兴环节的全价值链，全面提升公司产品核心竞争力。

图表 2：公司的全价值链布局



资料来源：太平洋证券整理

制造方面，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。特别是在零部件领域，公司拥有变速箱、车桥等核心零部件制造能力，仅发动机外购，并且未来有望逐步向市场开放其零部件供应能力。

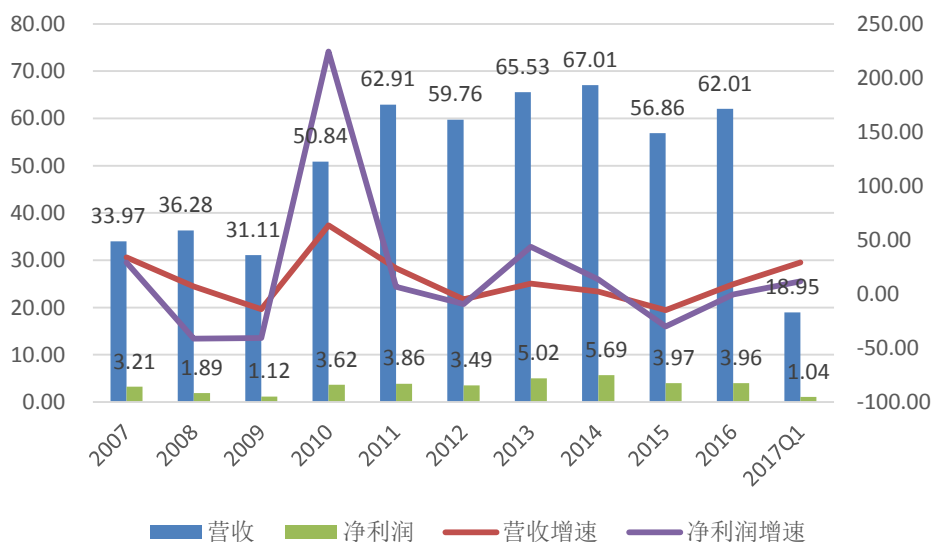
公司联合德国永恒力集团在上海成立中德合资——永恒力合力租赁公司（占 50% 股份），后以该公司为平台整合其原有租赁业务资产，开展全系列电动及内燃工业车辆租赁业务。工业车辆租赁在我国具有较大发展前景，公司联合永恒力将充分发挥双方的品牌、产品和网络、服务优势，实现优势互补和资源贡献。

公司将出资 5000 万投入叉车再制造与基础配件产业化建设项目，截止 2016 年已累计投入 2039 万元。根据调研信息，预计今年底，再制造工厂将投入使用。公司进入再制造领域，不仅实现了节能环保和资源循环利用，同时也提升了产品吸引力。

### 1.3 整体经营情况

近十年总体来看，公司营收和净利润总体保持稳步上升的态势。2017 年一季度，公司实现营收 18.95 亿元，同比增长 29.09%，净利润 1.04 亿元，同比增长 11.53%。净利润增速低于营收增速，主要原因是成本端钢材价格上升，导致毛利有所下滑，预计二三季度将有所好转。

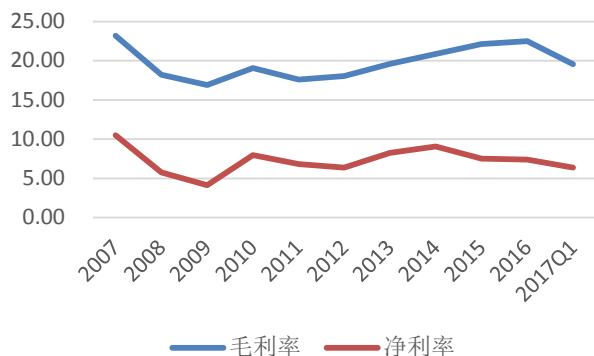
图表 3：公司近十年营收、净利润及增速情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

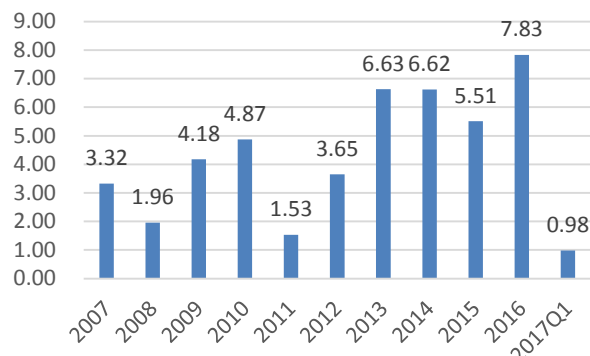
2016 年，公司净利润增速低于营收增速，净利润数也没能超过前期高点，而经营性现金流创出历史新高，达到 7.83 亿元，显示公司现金流强劲，经营情况良好。

图表 4：公司 2007-2017Q1 毛利变化情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

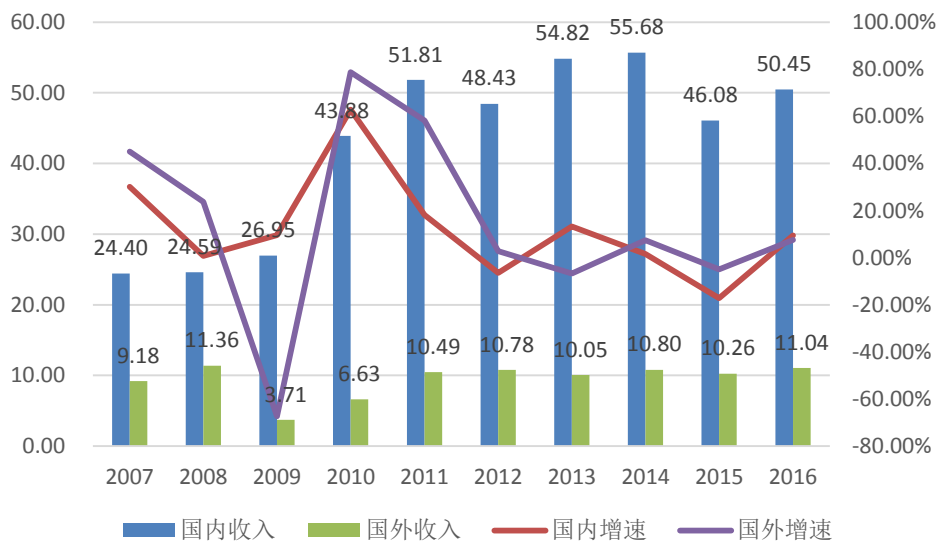
图表 5：公司 2007-2017Q1 经营现金流情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

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，并拥有完善、健全的服务体系，整体布局已较为完善。国际市场方面，公司已在海外 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，其中欧美地区占公司出口量的 60%。近几年，公司出口收入保持在 10 亿以上，但整体增长较慢。未来，公司将紧紧抓住“一带一路”战略推进的契机，加快国际化步伐，预计出口收入将稳步提升。

图表 6：公司 2007-2016 年国内外收入情况（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

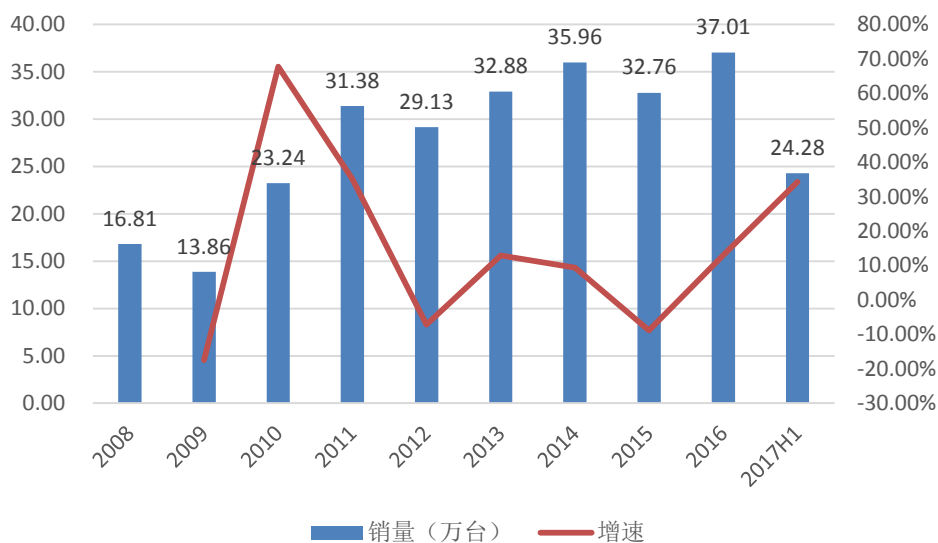
## 2 国内外经济平稳，叉车行业增长超预期

国内叉车行业发展比较健康，主要与上一轮周期高点的产能扩张小于其他工程机械品种有关。2011-2016 年，在工程机械行业整体低迷的情况下，叉车行业总体保持稳定且有小幅增长。

今年以来，国内经济总体平稳，工程机械下游需求不断超预期，我们判断持续性也将好于上一轮

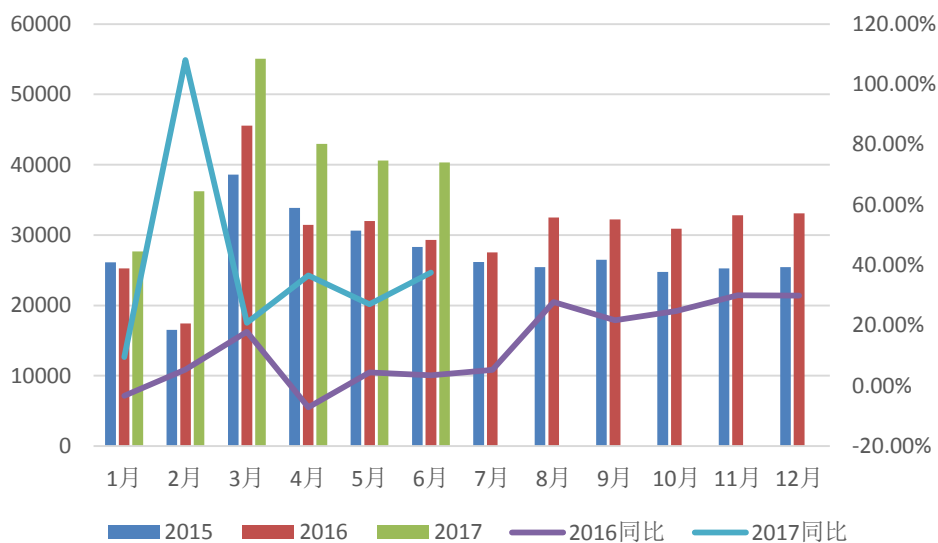
周期高点。叉车下游应用广泛，与整体宏观经济联系紧密。截止 2017 年 6 月，全行业累计销量达到 24.29 万台，同比增长 34.22%，其中，国内销量 18.43 万台，同比增长 40.38%。

图表 7：叉车行业 2008-2017H1 销量及增速情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 8：叉车行业 2015-2017H1 月份销量及增速情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

分类别来看，内燃平衡重式和电动平衡重乘架式是主力产品，1-6 月份累计销量 17.53 万台，同比增长 29.34%。仓储叉车是亮点，1-6 月份累计销量 6.77 万台，增速达到 48.76%。

图表 9：2017H1 各类别叉车销量情况



代号	名称	2017H1	2016H1	增速
I	电动平衡重乘架式叉车	24,184	18,189	32.96%
II	电动乘架式仓储车辆	4,522	3,883	13.53%
III	电动步行式仓储车辆	63,131	41,496	52.14%
IV+V	内燃平衡重式叉车	151,070	117,305	28.78%
	平衡重式叉车合计 (I+IV+V)	175,254	135,494	29.34%
	仓储车辆合计 (II+III)	67,653	45,477	48.76%
	工业车辆合计 (I+II+III+IV+V)	242,907	180,971	34.22%

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

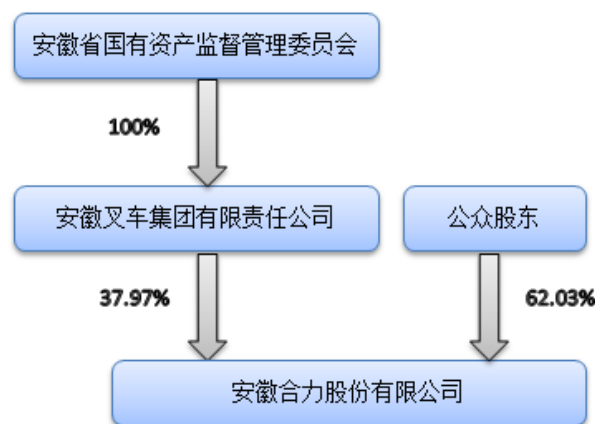
从全球看, 2016 年总体市场规模超过 118 万台, 同比增长 8%, 西欧、北美等传统市场也实现增长。今年以来, 国外主要经济体经济形势也比较乐观, 从进出口数据来看, 今年上半年进出口总额 131,412 亿元, 同比增长 19.6%, 其中, 出口 72,097 亿元, 同比增长 15.0%。受益于出口回暖, 今年上半年叉车出口 5.86 万台, 同比增长 17.96%。

另外, “一带一路”稳步推进, 沿线新兴国家基建项目、工程承包项目快速增长, 短期内挖掘机等工程机械品种受益较大, 中长期看, 对叉车需求也将大幅增长, 国内叉车行业充分受益。

### 3 未来有望受益国企改革

公司大股东是安徽叉车有限责任公司, 持有公司 37.97% 的股份, 实际控制人是安徽省国资委。2015 年 1 月 6 日, 公司曾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, 但后来被搁置。

图表 10: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

此外, 安徽叉车集团下除了上市公司资产外, 还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 11: 公司 2016 年关联交易情况



关联交易方	关联关系	关联交易内容	金额（万元）
宁波力达物流设备有限公司	母公司的控股子公司	出售商品	117.82
		采购商品	18,208.76
安徽合泰融资租赁有限公司	母公司的控股子公司	出售商品	1,202.09
安庆联动属具股份有限公司	母公司的控股子公司	出售商品	131.98
		采购商品	4,975.57
安徽叉车集团有限责任公司	母公司	出售商品	14.37
		接受服务	25.74
永恒力合力工业车辆租赁有限公司	合营公司	出售商品	3,312.23
		接受服务	1054.41
		提供服务	115.73
安徽英科智控股份有限公司	其他	出售商品	8.92
		采购商品	694.96
安徽叉车集团合力兴业有限公司	母公司的全资子公司	采购商品	211.34
		接受服务	571.50
安徽合力叉车饰件有限公司	其他	采购商品	607.44
安徽合力兴业运输有限公司	母公司的全资子公司	接受服务	1,015.74
合计			32,268.60

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

未来国企改革看点在于：第一，大股东旗下资产注入，实现整体上市；第二，改善企业管理和激励机制，释放企业活力。

## 4 盈利预测及投资建议

我们预计公司 2017-2019 年的收入分别达到 76.89 亿、84.58 亿和 93.03 亿元，归母净利润分别为 4.48 亿、4.82 亿和 5.60 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.78 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 19 倍、17 倍和 15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5 风险提示

宏观经济波动风险，原材料价格上涨

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6200.62	7688.77	8457.64	9303.41
营业成本	4804.83	6112.57	6681.54	7303.18
营业税金及附加	58.01	61.60	70.70	78.24
销售费用	363.52	441.53	491.32	539.21
管理费用	477.98	590.28	657.51	719.24
财务费用	-9.96	-11.40	-13.34	-15.99
资产减值损失	39.65	-20.00	0.00	0.00
投资收益	43.29	40.00	40.00	40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	509.87	554.19	609.92	719.53
其他非经营损益	42.63	66.82	59.37	59.06
利润总额	552.50	621.01	669.29	778.60
所得税	93.04	100.52	108.85	127.18
净利润	459.45	520.48	560.43	651.42
少数股东损益	63.77	72.87	78.46	91.20
归属母公司股东净利润	395.68	447.62	481.97	560.22
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1097.03	1300.01	1797.07	2358.40
应收和预付款项	1188.35	1456.03	1616.59	1773.03
存货	933.55	1192.69	1304.76	1427.13
其他流动资产	1019.00	1263.56	1389.91	1528.90
长期股权投资	88.74	88.74	88.74	88.74
投资性房地产	60.67	60.67	60.67	60.67
固定资产和在建工程	1585.56	1344.76	1103.97	863.17
无形资产和开发支出	217.20	186.20	155.19	124.19
其他非流动资产	190.54	189.70	188.85	188.00
资产总计	6380.66	7082.36	7705.76	8412.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1525.46	1818.69	2015.24	2214.06
长期借款	206.05	206.05	206.05	206.05
其他负债	145.93	156.46	161.80	167.64
负债合计	1877.43	2181.20	2383.09	2587.74
股本	616.82	616.82	616.82	616.82
资本公积	553.42	553.42	553.42	553.42
留存收益	3139.47	3464.28	3807.32	4217.95
归属母公司股东权益	4309.44	4634.51	4977.56	5388.18
少数股东权益	193.78	266.65	345.11	436.31
股东权益合计	4503.23	4901.16	5322.67	5824.49
负债和股东权益合计	6380.66	7082.36	7705.76	8412.24
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	684.02	815.44	869.22	976.20
PE	21.28	18.81	17.47	15.03
PB	1.87	1.72	1.58	1.45
PS	1.36	1.10	1.00	0.90
EV/EBITDA	10.48	8.54	7.44	6.05

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	459.45	520.48	560.43	651.42
折旧与摊销	184.11	272.65	272.65	272.65
财务费用	-9.96	-11.40	-13.34	-15.99
资产减值损失	39.65	-20.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-170.85	-464.51	-197.18	-213.33
其他	280.83	-21.35	-39.91	-39.82
经营活动现金流净额	783.24	275.88	582.65	654.93
资本支出	139.95	0.00	0.00	0.00
其他	-600.64	40.00	40.00	40.00
投资活动现金流净额	-460.69	40.00	40.00	40.00
短期借款	-150.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	198.25	0.00	0.00	0.00
股权融资	-3.53	0.00	0.00	0.00
支付股利	-123.36	-122.81	-138.93	-149.59
其他	-22.16	9.91	13.34	15.99
筹资活动现金流净额	-100.81	-112.90	-125.59	-133.60
现金流量净额	229.56	202.98	497.07	561.32
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	9.06%	24.00%	10.00%	10.00%
营业利润增长率	17.08%	8.69%	10.06%	17.97%
净利润增长率	7.26%	13.28%	7.68%	16.23%
EBITDA 增长率	12.61%	19.21%	6.60%	12.31%
获利能力				
毛利率	22.51%	20.50%	21.00%	21.50%
三费率	13.41%	13.27%	13.43%	13.35%
净利率	7.41%	6.77%	6.63%	7.00%
ROE	10.20%	10.62%	10.53%	11.18%
ROA	7.20%	7.35%	7.27%	7.74%
ROIC	10.70%	11.17%	11.76%	13.82%
EBITDA/销售收入	11.03%	10.61%	10.28%	10.49%
营运能力				
总资产周转率	1.02	1.14	1.14	1.15
固定资产周转率	3.86	5.58	7.44	10.38
应收账款周转率	7.31	7.95	7.50	7.48
存货周转率	5.13	5.68	5.30	5.30
销售商品提供劳务收	83.96%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	29.42%	30.80%	30.93%	30.76%
带息债务/总负债	10.97%	9.45%	8.65%	7.96%
流动比率	2.70	2.78	2.94	3.10
速动比率	2.10	2.14	2.31	2.48
每股指标				
每股收益	0.64	0.73	0.78	0.91
每股净资产	7.30	7.95	8.63	9.44
每股经营现金	1.27	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

## 机械行业分析师介绍

**刘国清**，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

**刘瑜**，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

**徐也**，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

**钱建江**，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

## 投资评级说明

---

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。