

安徽合力 (600761.SH) 叉车行业

评级：买入 维持评级

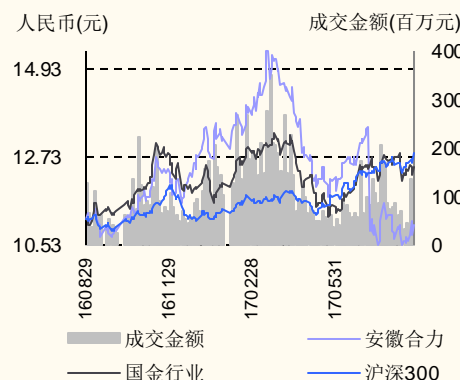
公司点评

市场价格 (人民币): 11.02 元
目标价格 (人民币): 16.20-17.50 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)	740.18
总市值(百万元)	8,156.79
年内股价最高最低(元)	15.38/10.53
沪深 300 指数	3795.75
上证指数	3331.52



相关报告

1. 《新视角：从下游制造业看叉车龙头成长-安徽合力公司研究》，2017.7.7
2. 《一季度增速符合预期，叉车龙头伴随行业成长-安徽合力 2017 一...》，2017.4.27
3. 《制造业回暖需求改善，产品销量实现新高-安徽合力 2016 年报点...》，2017.3.20
4. 《被低估了的公司业绩弹性与估值水平-安徽合力持续推荐报告》，2017.2.20
5. 《经营业绩小幅下降，期待国企改革落地-安徽合力公司点评》，2016.8.29

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
(8621)60230252
panyili@gjzq.com.cn

卞晨晖 联系人
biancy@gjzq.com.cn

下游制造业投资回暖，收入规模大幅增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.644	0.641	0.658	0.754	0.850
每股净资产(元)	6.55	6.99	7.58	8.28	9.10
每股经营性现金流(元)	0.89	1.27	1.32	1.25	1.41
市盈率(倍)	20.72	20.81	16.74	14.62	12.96
行业优化市盈率(倍)	8.30	8.39	6.85	6.85	6.85
净利润增长率(%)	-30.15%	-0.45%	23.14%	14.52%	12.76%
净资产收益率(%)	9.84%	9.18%	10.43%	10.92%	11.21%
总股本(百万股)	616.82	616.82	740.18	740.18	740.18

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩概述

- 2017 年上半年公司实现营业收入 40.9 亿元，同比增长 37.73%，归属上市公司股东的净利润 2.24 亿元，同比增长 15.26%，扣非后的归属于上市公司股东的净利润为 2.03 亿元，同比增长 17.81%。

经营分析

- 下游制造业回暖，公司收入规模大幅增长。公司 90%的销售收入来自叉车，叉车作为物资堆垛、搬运的重要工具，应用领域广泛，与宏观经济的整体运行情况密切相关。今年以来，国内经济呈现企稳发展态势，工业制造业景气度提高，工业车辆行业也呈现较大的复苏。根据行业协会数据统计，上半年国内市场总销量约 18 万台，同比增长约 40%；出口总量约 5.8 万台，同比增长约 18%。受益于需求端的增长，公司上半年营业收入达 40.9 亿元，同比增长 38%；其中 Q2 单季度收入 21.94 亿元、同比增长 46%。
- 原材料涨价致成本上升，费用控制能力增强。受上半年钢材价格上升的影响，公司原材料成本提高，导致销售毛利率较去年同期下降 2.17pct，为 19.75%。从费用端来看，公司 2016 年以来费用率逐步降低，2017 年上半年公司期间费用率下降 2.23pct，其中销售费用率降低 1.31pct，管理费用降低 0.92pct。公司费用控制能力的增强使得整体净利润表现良好，归母净利润同比增长 15.26%，销售净利率为 6.57%，较去年同期下降 0.67pct。
- 积极拓展海外市场，研发新品优化产品结构。近 5 年来，公司海外销售收入稳定在 10 亿元左右，占营收比例约为 17%，其中出口到欧美的产品占公司总出口量的 60%。公司不断完善欧洲中心区域辐射功能，推进海外业务成长。上半年公司推进中高端叉车产品的研发，新发布上市车型 51 个，并完成首批自动运搬设备产品试制和性能试验。
- 经济回暖短期订单创新高，人工替代支撑长期需求向好。短期来看制造业投资的复苏带动国内工业车辆市场需求增长，叉车依然是广泛受益的行业。公司目前排产饱满、短期销量订单创新高，市场份额向龙头集中。从中长期来看，国内劳动力成本上升、物流成本仍相对较高，叉车普及程度和渗透率的提高是长期趋势：2011 年国内制造业叉车渗透率 1.56 台/亿元，到 2016 年提高到 2.3 台/亿元、增长近 50%，叉车行业有着持续的需求支撑。另外，随着节能环保要求的提高，叉车行业内部结构逐步优化，电动车辆、后市场业务将成未来重点。公司在智能 AGV 与叉车租赁市场持续布局，分别与科尔

摩根和德国永恒力进行合作，未来有望成为公司新的增长点。

盈利预测

- 我们预测 2017-2019 年公司营业收入 76.5/86.1/95.2 亿元，分别同比增长 23.4%/12.5%/10.6%；归母净利润 4.87/5.58/6.16 亿元，分别同比增长 23%/15%/13%；EPS 分别为 0.66/0.75/0.85 元，对应 PE 分别为 17/15/13 倍。

投资建议

- 我们认为叉车行业受益制造业复苏，下游需求逐步转暖，公司叉车销量市占率长期第一，市场龙头地位稳固，盈利能力持续稳定；中长期来看，制造业规模增长叠加叉车渗透率提高，叉车行业规模将保持增长、市场空间倍增可期；公司作为行业龙头，竞争优势明显、市场份额稳定，中期合理市值 120-130 亿元，维持公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 16.2~17.5 元。

风险提示

- 制造业投资大幅放缓导致叉车需求下降，原材料价格大幅上涨。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,701	5,686	6,201	7,650	8,606	9,520
增长率		-15.2%	9.1%	23.4%	12.5%	10.6%
主营业务成本	-5,304	-4,427	-4,805	-6,139	-6,910	-7,643
%销售收入	79.1%	77.9%	77.5%	80.2%	80.3%	80.3%
毛利	1,397	1,259	1,396	1,511	1,696	1,877
%销售收入	20.9%	22.1%	22.5%	19.8%	19.7%	19.7%
营业税金及附加	-35	-42	-58	-57	-65	-71
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-339	-336	-364	-360	-396	-438
%销售收入	5.1%	5.9%	5.9%	4.7%	4.6%	4.6%
管理费用	-439	-466	-478	-513	-577	-638
%销售收入	6.5%	8.2%	7.7%	6.7%	6.7%	6.7%
息税前利润 (EBIT)	585	415	496	582	659	729
%销售收入	8.7%	7.3%	8.0%	7.6%	7.7%	7.7%
财务费用	-1	17	10	14	27	40
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-23	-32	-40	-9	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	29	35	43	45	48	52
%税前利润	4.0%	7.0%	7.8%	6.7%	6.2%	6.0%
营业利润	590	435	510	632	733	820
营业利润率	8.8%	7.7%	8.2%	8.3%	8.5%	8.6%
营业外收支	132	71	43	40	40	50
税前利润	722	506	552	672	773	870
利润率	10.8%	8.9%	8.9%	8.8%	9.0%	9.1%
所得税	-115	-78	-93	-113	-130	-146
所得税率	15.9%	15.3%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	607	428	459	559	643	724
少数股东损益	38	31	64	72	85	95
归属于母公司的净利润	569	397	396	487	558	629
净利率	8.5%	7.0%	6.4%	6.4%	6.5%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	607	428	459	559	643	724
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	213	220	224	174	179	191
非经营收益	-31	-60	-68	-70	-74	-88
营运资金变动	-127	-37	168	148	22	44
经营活动现金净流	662	551	783	811	770	871
资本开支	-200	-125	-17	-75	-65	-130
投资	-98	-50	-499	-6	-10	-10
其他	36	43	55	45	48	52
投资活动现金净流	-263	-132	-461	-36	-27	-88
股权募资	0	3	0	0	0	0
债权募资	-97	148	48	0	0	0
其他	-193	-210	-141	-199	-138	-138
筹资活动现金净流	-289	-59	-93	-199	-138	-138
现金净流量	109	360	230	576	605	646

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	530	890	1,097	1,673	2,278	2,924
应收款项	1,157	1,091	1,114	1,212	1,349	1,450
存货	1,023	914	934	975	1,041	1,110
其他流动资产	649	680	1,094	1,093	1,102	1,111
流动资产	3,359	3,575	4,238	4,954	5,771	6,595
%总资产	61.1%	62.4%	66.4%	70.3%	73.9%	76.4%
长期投资	98	99	248	254	264	274
固定资产	1,703	1,752	1,586	1,555	1,480	1,467
%总资产	31.0%	30.6%	24.8%	22.0%	19.0%	17.0%
无形资产	225	238	226	219	221	223
非流动资产	2,138	2,157	2,143	2,098	2,035	2,034
%总资产	38.9%	37.6%	33.6%	29.7%	26.1%	23.6%
资产总计	5,496	5,732	6,381	7,051	7,805	8,629
短期借款	2	152	2	2	2	2
应付款项	1,323	1,219	1,491	1,784	2,008	2,221
其他流动负债	89	61	80	83	93	103
流动负债	1,414	1,433	1,572	1,869	2,103	2,326
长期贷款	10	8	206	206	206	206
其他长期负债	83	91	99	37	37	37
负债	1,506	1,531	1,877	2,112	2,346	2,569
普通股股东权益	3,829	4,041	4,310	4,674	5,108	5,614
少数股东权益	162	160	194	266	351	446
负债股东权益合计	5,496	5,732	6,381	7,051	7,805	8,629

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.923	0.644	0.641	0.658	0.754	0.850
每股净资产	6.207	6.551	6.987	7.577	8.282	9.102
每股经营现金净流	1.073	0.894	1.270	1.315	1.248	1.413
每股股利	0.300	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	14.86%	9.84%	9.18%	10.43%	10.92%	11.21%
总资产收益率	10.35%	6.93%	6.20%	6.91%	7.15%	7.29%
投入资本收益率	12.29%	8.06%	8.76%	9.40%	9.68%	9.68%
增长率						
主营业务收入增长率	2.25%	-15.15%	9.06%	23.37%	12.50%	10.62%
EBIT增长率	3.53%	-29.02%	19.53%	17.24%	13.29%	10.67%
净利润增长率	13.33%	-30.15%	-0.45%	23.14%	14.52%	12.76%
总资产增长率	8.35%	4.29%	11.32%	10.51%	10.69%	10.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	53.0	49.9	43.0	42.0	40.0
存货周转天数	71.2	79.9	70.2	58.0	55.0	53.0
应付账款周转天数	57.5	64.2	64.2	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	87.9	109.9	88.2	70.7	60.9	52.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.00%	-17.40%	-19.75%	-29.66%	-37.93%	-44.82%
EBIT利息保障倍数	507.3	-25.1	-49.8	-40.4	-24.8	-18.4
资产负债率	27.40%	26.72%	29.42%	29.95%	30.06%	29.77%

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	4	4	4
增持	0	3	3	3	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.43	1.43	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-12-22	买入	14.22	25.00~25.00
2	2016-03-22	买入	10.34	25.00~25.00
3	2016-07-20	买入	10.33	25.00~25.00
4	2016-08-29	买入	11.54	25.00~25.00
5	2017-02-20	买入	13.55	17.00~21.20
6	2017-03-20	买入	15.38	17.00~21.00
7	2017-04-27	买入	12.75	16.60~18.00
8	2017-07-07	买入	13.49	17.80~19.50

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 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，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。

本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 7BD