

## 智能制造与新材料研究中心

安徽合力 (600761.SH) 买入 (维持评级)

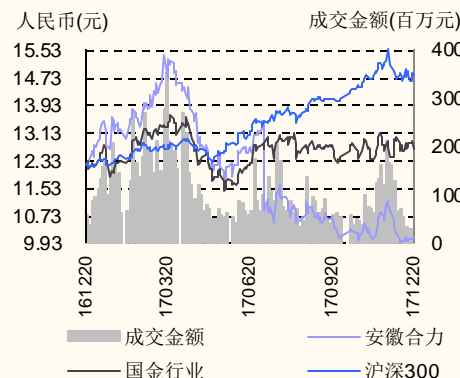
公司点评

市场价格 (人民币): 10.10 元  
 目标价格 (人民币): 16.20-16.20 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) 7,475.83  
 年内股价最高最低(元) 15.38/9.93  
 沪深 300 指数 4030.49  
 上证指数 3287.61



## 相关报告

1. 《下游制造业投资回暖, 收入规模大幅增长-安徽合力公司点评》, 2017.8.28
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

卞晨晔 联系人  
 biancny@gjzq.com.cn

## 销量高增长保障业绩, 参与改革基金提升估值

## 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	0.671	0.821	0.961
每股净资产(元)	6.55	6.99	7.59	8.38	9.33
每股经营性现金流(元)	0.89	1.27	1.34	1.38	1.63
市盈率(倍)	20.72	20.81	15.05	12.30	10.51
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%	25.55%	22.39%	16.97%
净资产收益率(%)	9.84%	9.18%	10.61%	11.77%	12.36%
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

## 事件

- 公司 12 月 20 日晚间公告, 拟出资 1 亿元参与安徽省属企业改革发展基金母基金组建, 基金总规模 20 亿元, 公司占总出资额的 5%。

## 点评

- 公司为安徽省国资企业第一梯队, 参与组建投资改革发展基金, 分享国资国企改革红利。安徽合力第一大股东为安徽叉车集团, 由省国资委 100% 控股, 处于安徽省国企改革第一梯队。此次安徽省属企业改革发展基金由建信(北京)投资基金及安徽省国资委授权省属企业认缴, 除安徽合力外, 参与认购的省属企业还包括安徽省交通控股集团、省能源集团、海螺集团等国有企业。基金主要用于支持省属国有独资与国有控股企业的改革发展, 重点支持战略新兴产业、高新技术企业、先进制造业及“三煤一钢”等产业转型升级, 合力本次出资 1 亿元、占比 5%。影响主要有两个方面, 短期公司可通过产业投资获取财务受益; 长期有助公司自身转型发展, 提高盈利水平和市场竞争力, 国企改革迈进一步。
- 制造业扩张+渗透率提升+电动化提高, 行业市场空间持续扩展。叉车下游面向广泛的制造业各领域, 制造业规模的增长提供需求基础, 今年前 10 月制造业收入同比增长 12%, 同期叉车行业销量 41 万台、同比增长 35%, 创历史新高。近年叉车渗透率逐年上升, 由 2011 年 1.56 (台/亿元产值) 提高到 2016 年 2.31 (台/亿元产值); 从产品结构看, 国内电动化比例提升至近 40%, 相比全球平均 55% 仍有提升空间。存量扩张+渗透率提高+结构优化, 三因素助力叉车行业需求稳定增长, 预计行业市场规模年均增长 15%, 至 2020 年有望超过 500 亿元。
- 公司叉车龙头地位稳定, 产品销量高增长有望带动规模效应体现。安徽合力稳居国内叉车第一龙头, 产品销量市占率约 23%, 今年前三季度公司实现营业收入 62.8 亿元, 同比增长 38.7%, 归母净利润 3.45 亿元, 同比增长 13.7%。上半年受钢材价格上升的影响, 17H1 毛利率下降至 19.75%; 三季度成本上涨压力有所消化, 毛利率回升至 19.85%。明年预计 PPI 相对稳定, 规模效应带来成本压力进一步消化, 公司将有更大利润弹性空间。
- 海外经济复苏强劲, 优化产品结构积极拓展海外市场。近五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,

今年欧元区经济强劲复苏，公司叉车出口业务受益。

### 盈利预测

- 我们预测 2017-2019 年公司营业收入 80/92/105 亿元，分别同比增长 30%/15%/14%；归母净利润 4.97/6.08/7.11 亿元，分别同比增长 26%/22%/17%；EPS 分别为 0.67/0.82/0.96 元，对应 PE 分别为 15/12/11 倍。

### 投资建议

- 我们认为公司隶属安徽省国资委第一梯队，本次参与设立安徽省属企业改革发展基金，国企改革迈进一步；公司所处叉车行业受益国内制造业扩张及海外需求复苏，产品销量屡创新高；公司稳居行业龙头，竞争优势明显、市场份额稳定、业绩增长确定性强。公司当前股价对应 2017 年 PE 仅 15 倍，相较长期价值明显低估，维持“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 16.2 元。

### 风险提示

- 下游制造业增速大幅放缓，导致叉车需求下降；
- 原材料价格大幅上涨，降低公司产品毛利率及盈利能力；
- 少数股东损益大幅增加，造成公司净利润增速不及预期。

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>6,701</b>	<b>5,686</b>	<b>6,201</b>	<b>8,044</b>	<b>9,230</b>	<b>10,520</b>
增长率		-15.2%	9.1%	29.7%	14.7%	14.0%
主营业务成本	-5,304	-4,427	-4,805	-6,441	-7,345	-8,371
%销售收入	79.1%	77.9%	77.5%	80.1%	79.6%	79.6%
毛利	1,397	1,259	1,396	1,603	1,885	2,149
%销售收入	20.9%	22.1%	22.5%	19.9%	20.4%	20.4%
营业税金及附加	-35	-42	-58	-60	-69	-77
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
营业费用	-339	-336	-364	-386	-443	-494
%销售收入	5.1%	5.9%	5.9%	4.8%	4.8%	4.7%
管理费用	-439	-466	-478	-531	-609	-684
%销售收入	6.5%	8.2%	7.7%	6.6%	6.6%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	585	415	496	625	763	894
%销售收入	8.7%	7.3%	8.0%	7.8%	8.3%	8.5%
财务费用	-1	17	10	14	25	39
%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	36	36	36
%税前利润	4.0%	7.0%	7.8%	5.2%	4.2%	3.6%
营业利润	590	435	510	666	824	968
营业利润率	8.8%	7.7%	8.2%	8.3%	8.9%	9.2%
营业外收支	132	71	43	25	25	25
税前利润	722	506	552	691	849	993
利润率	10.8%	8.9%	8.9%	8.6%	9.2%	9.4%
所得税	-115	-78	-93	-116	-143	-167
所得税率	15.9%	15.3%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
净利润	607	428	459	575	706	826
少数股东损益	38	31	64	78	98	115
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>569</b>	<b>397</b>	<b>396</b>	<b>497</b>	<b>608</b>	<b>711</b>
净利率	8.5%	7.0%	6.4%	6.2%	6.6%	6.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	607	428	459	575	706	826
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	-46	-47	-47
营运资金变动	-127	-37	168	126	10	35
<b>经营活动现金净流</b>	<b>662</b>	<b>551</b>	<b>783</b>	<b>829</b>	<b>848</b>	<b>1,005</b>
资本开支	-200	-125	-17	-134	-150	-155
投资	-98	-50	-499	-6	-10	-10
其他	36	43	55	36	36	36
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-263</b>	<b>-132</b>	<b>-461</b>	<b>-104</b>	<b>-124</b>	<b>-129</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-289</b>	<b>-59</b>	<b>-93</b>	<b>-199</b>	<b>-138</b>	<b>-138</b>
<b>现金净流量</b>	<b>109</b>	<b>360</b>	<b>230</b>	<b>526</b>	<b>587</b>	<b>739</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)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	530	890	1,097	1,623	2,210	2,948
应收款项	1,157	1,091	1,114	1,275	1,447	1,603
存货	1,023	914	934	1,024	1,107	1,216
其他流动资产	649	680	1,094	1,096	1,107	1,119
流动资产	3,359	3,575	4,238	5,018	5,871	6,886
%总资产	61.1%	62.4%	66.4%	70.1%	73.2%	76.2%
长期投资	98	99	248	254	264	274
固定资产	1,703	1,752	1,586	1,599	1,594	1,581
%总资产	31.0%	30.6%	24.8%	22.3%	19.9%	17.5%
无形资产	225	238	226	219	221	223
非流动资产	2,138	2,157	2,143	2,142	2,149	2,148
%总资产	38.9%	37.6%	33.6%	29.9%	26.8%	23.8%
<b>资产总计</b>	<b>5,496</b>	<b>5,732</b>	<b>6,381</b>	<b>7,159</b>	<b>8,019</b>	<b>9,034</b>
短期借款	2	152	2	2	2	2
应付款项	1,323	1,219	1,491	1,873	2,137	2,435
其他流动负债	89	61	80	87	100	114
流动负债	1,414	1,433	1,572	1,961	2,238	2,551
长期贷款	10	8	206	206	206	206
其他长期负债	83	91	99	37	37	37
<b>负债</b>	<b>1,506</b>	<b>1,531</b>	<b>1,877</b>	<b>2,204</b>	<b>2,481</b>	<b>2,794</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,829</b>	<b>4,041</b>	<b>4,310</b>	<b>4,683</b>	<b>5,168</b>	<b>5,756</b>
少数股东权益	162	160	194	272	370	485
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,496</b>	<b>5,732</b>	<b>6,381</b>	<b>7,159</b>	<b>8,019</b>	<b>9,034</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.923	0.644	0.641	0.671	0.821	0.961
每股净资产	6.207	6.551	6.987	7.592	8.378	9.331
每股经营现金净流	1.073	0.894	1.270	1.344	1.375	1.630
每股股利	0.300	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.86%	9.84%	9.18%	10.61%	11.77%	12.36%
总资产收益率	10.35%	6.93%	6.20%	6.94%	7.58%	7.87%
投入资本收益率	12.29%	8.06%	8.76%	10.08%	11.05%	11.53%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	2.25%	-15.15%	9.06%	29.73%	14.74%	13.98%
EBIT增长率	3.53%	-29.02%	19.53%	26.03%	22.05%	17.10%
净利润增长率	13.33%	-30.15%	-0.45%	25.55%	22.39%	16.97%
总资产增长率	8.35%	4.29%	11.32%	12.20%	12.01%	12.66%
<b>资产管理能力</b>						
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	67.2	56.8	47.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.00%	-17.40%	-19.75%	-28.56%	-36.15%	-43.92%
EBIT利息保障倍数	507.3	-25.1	-49.8	-45.1	-30.1	-22.9
资产负债率	27.40%	26.72%	29.42%	30.79%	30.94%	30.92%

### 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	1	2	15
增持	0	1	2	2	9
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.20	2.00	1.50

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	2016-03-22	买入	10.34	25.00~25.00
2	2016-07-20	买入	10.33	25.00~25.00
3	2016-08-29	买入	11.54	25.00~25.00
4	2017-02-20	买入	13.55	17.00~21.20
5	2017-03-20	买入	15.38	17.00~21.00
6	2017-04-27	买入	12.75	16.60~18.00
7	2017-07-07	买入	13.49	17.80~19.50
8	2017-08-28	买入	11.02	16.20~17.50

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 7GH