

**安徽合力 (600761.SH) 增持 (维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 8.70 元

目标价格(人民币): 10.50 元

**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)	6,439.57
年内股价最高最低(元)	11.03/8.37
沪深 300 指数	3492.89
上证指数	2829.27
人民币(元)	成交金额(百万元)
12.92	250
12.27	200
11.62	150
10.97	100
10.32	50
9.67	0
9.02	
8.37	
170724	180424
171024	181024
—— 国金行业	—— 安徽合力
—— 沪深300	—— 沪深300

**相关报告**

- 《销量收入创新高，利润增长不及预期 -安徽合力公司点评》，2018.3.20
- 《销量高增长保障业绩，参与改革基金提升估值-安徽合力公司点评》，2017.12.21
- 《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

卞晨晔 联系人  
biancy@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人  
zhaoyüewei@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

**销量增长、盈利提升，业绩增速超预期****公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.641	0.549	0.705	0.813	0.951
每股净资产(元)	6.99	6.12	6.63	6.94	7.39
每股经营性现金流(元)	1.27	1.17	0.81	1.02	1.29
市盈率(倍)	19.83	19.17	12.35	10.71	9.15
净利润增长率(%)	-0.45%	2.63%	28.41%	15.34%	16.99%
净资产收益率(%)	9.18%	8.96%	10.63%	11.71%	12.87%
总股本(百万股)	616.82	740.18	740.18	740.18	740.18

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司发布 2018 半年度业绩预增公告，预计实现归属上市公司股东净利润 3.29 亿至 3.54 亿，同比增长 47% 至 58%；扣非后净利润 2.82 亿至 3.09 亿元，同比增长 39% 至 52%。

**经营分析**

- 上半年利润增长超预期，销量增长是主因。公司 18Q1 净利润增速 31%，半年度预计增速 47%-58%，增速明显提升，主要来自三方面：(1) 销量同比快速增长，上半年叉车行业整体增速超过 20%，公司销量与行业保持同步。(2) 去年四季度起部分产品价格上调，收入增速预计快于销量。(3) 少数股东损益同比下降，从一季报数据看，少数股东损益 950 万、同比下降 44%；非经常性损益相比同期增加约 2400 万，主要来自政府补助及理财收益。公司上半年净利增速中枢约 53%，拆分贡献构成：销量增长是主因、贡献约 25% 增速；价格提升贡献约 8% 增速；非经常损益及少数股东损益贡献 20% 增速。
- 叉车行业总体销量增长，关注下半年销量变化。上半年叉车行业市场需求旺盛，今年 1-6 月叉车行业累计销量 30.76 万台，同比增长 26.6%。其中，内燃叉车销量 17.54 万台，同比增长 16%；电动叉车增长更快，累计销量 13.22 万台、同比增长 44%。电动叉车占比达到 43%，相比 2017 年提升 2 个百分点。但今年 7 月叉车销售表现出明显的淡季特征，订单环比下降，预计 7 月同比增速可能下滑，下半年叉车销量变化需持续观察。
- 公司智能物流与租赁后服务市场持续布局。公司近年加快向电动化、智能化及租赁市场拓展，去年完成实现首批智能仓储系统交付客户，智能物流业务成为重点培育方向。叉车租赁市场，公司近期拟与德国永恒力共同对永合力租赁公司增资 1.1 亿元，双方各持有 50% 股权，合资公司目前拥有租赁车队约 6000 台，2017 实现营业收入 1.69 亿元，息税前利润 1024 万元。

**盈利预测**

- 上调公司盈利预测约 8%，预计 2018-2020 年归母净利润 5.2、6.0、7.0 亿元，对应 2018 年 PE12 倍。维持“增持”评级，目标价 10.5 元。

**风险提示**

- 中美贸易摩擦可能直接造成叉车出口下降，同时间接传导外贸加工企业对叉车需求大幅下降。
- 环保监管加强，造成公司零部件供应紧张及成本上涨的风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>5,686</b>	<b>6,201</b>	<b>8,391</b>	<b>9,993</b>	<b>11,402</b>	<b>12,700</b>
增长率	9.1%	35.3%	19.1%	14.1%	11.4%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,427</b>	<b>-4,805</b>	<b>-6,722</b>	<b>-8,076</b>	<b>-9,215</b>	<b>-10,213</b>
%销售收入	77.9%	77.5%	80.1%	80.8%	80.8%	80.4%
<b>毛利</b>	<b>1,259</b>	<b>1,396</b>	<b>1,668</b>	<b>1,917</b>	<b>2,187</b>	<b>2,487</b>
%销售收入	22.1%	22.5%	19.9%	19.2%	19.2%	19.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-42</b>	<b>-58</b>	<b>-73</b>	<b>-85</b>	<b>-99</b>	<b>-110</b>
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>营业费用</b>	<b>-336</b>	<b>-364</b>	<b>-417</b>	<b>-480</b>	<b>-547</b>	<b>-610</b>
%销售收入	5.9%	5.9%	5.0%	4.8%	4.8%	4.8%
<b>管理费用</b>	<b>-466</b>	<b>-478</b>	<b>-582</b>	<b>-680</b>	<b>-775</b>	<b>-864</b>
%销售收入	8.2%	7.7%	6.9%	6.8%	6.8%	6.8%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>415</b>	<b>496</b>	<b>596</b>	<b>673</b>	<b>765</b>	<b>903</b>
%销售收入	7.3%	8.0%	7.1%	6.7%	6.7%	7.1%
<b>财务费用</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>3</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>16</b>
%销售收入	-0.3%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-32</b>	<b>-40</b>	<b>-53</b>	<b>-42</b>	<b>-44</b>	<b>-44</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>65</b>	<b>65</b>
%税前利润	7.0%	7.8%	9.0%	8.4%	7.8%	6.7%
<b>营业利润</b>	<b>435</b>	<b>510</b>	<b>619</b>	<b>709</b>	<b>805</b>	<b>941</b>
<b>营业利润率</b>	<b>7.7%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.4%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>71</b>	<b>43</b>	<b>11</b>	<b>25</b>	<b>28</b>	<b>30</b>
<b>税前利润</b>	<b>506</b>	<b>552</b>	<b>630</b>	<b>734</b>	<b>833</b>	<b>971</b>
<b>利润率</b>	<b>8.9%</b>	<b>8.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.6%</b>
<b>所得税</b>	<b>-78</b>	<b>-93</b>	<b>-113</b>	<b>-125</b>	<b>-142</b>	<b>-165</b>
<b>所得税率</b>	<b>15.3%</b>	<b>16.8%</b>	<b>17.9%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>428</b>	<b>459</b>	<b>517</b>	<b>609</b>	<b>691</b>	<b>806</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>31</b>	<b>64</b>	<b>111</b>	<b>88</b>	<b>90</b>	<b>102</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>397</b>	<b>396</b>	<b>406</b>	<b>521</b>	<b>601</b>	<b>704</b>
<b>净利率</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.5%</b>

**资产负债表（人民币百万元）**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>890</b>	<b>1,097</b>	<b>1,177</b>	<b>1,390</b>	<b>1,745</b>	<b>2,262</b>
<b>应收款项</b>	<b>1,091</b>	<b>1,114</b>	<b>1,103</b>	<b>1,267</b>	<b>1,408</b>	<b>1,534</b>
<b>存货</b>	<b>914</b>	<b>934</b>	<b>1,085</b>	<b>1,217</b>	<b>1,389</b>	<b>1,539</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>680</b>	<b>1,094</b>	<b>1,608</b>	<b>1,628</b>	<b>1,642</b>	<b>1,654</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,575</b>	<b>4,238</b>	<b>4,974</b>	<b>5,502</b>	<b>6,183</b>	<b>6,988</b>
%总资产	62.4%	66.4%	70.1%	72.5%	75.1%	77.4%
<b>长期投资</b>	<b>99</b>	<b>248</b>	<b>248</b>	<b>249</b>	<b>248</b>	<b>248</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,752</b>	<b>1,586</b>	<b>1,566</b>	<b>1,532</b>	<b>1,492</b>	<b>1,485</b>
%总资产	30.6%	24.8%	22.1%	20.2%	18.1%	16.5%
<b>无形资产</b>	<b>238</b>	<b>226</b>	<b>215</b>	<b>216</b>	<b>217</b>	<b>217</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,157</b>	<b>2,143</b>	<b>2,117</b>	<b>2,085</b>	<b>2,045</b>	<b>2,039</b>
%总资产	37.6%	33.6%	29.9%	27.5%	24.9%	22.6%
<b>资产总计</b>	<b>5,732</b>	<b>6,381</b>	<b>7,091</b>	<b>7,587</b>	<b>8,228</b>	<b>9,027</b>
<b>短期借款</b>	<b>152</b>	<b>2</b>	<b>202</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,219</b>	<b>1,491</b>	<b>1,899</b>	<b>2,098</b>	<b>2,394</b>	<b>2,655</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>61</b>	<b>80</b>	<b>91</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>236</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,433</b>	<b>1,572</b>	<b>2,192</b>	<b>2,224</b>	<b>2,538</b>	<b>2,892</b>
<b>长期贷款</b>	<b>8</b>	<b>206</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>91</b>	<b>99</b>	<b>101</b>	<b>106</b>	<b>112</b>	<b>120</b>
<b>负债</b>	<b>1,532</b>	<b>1,877</b>	<b>2,298</b>	<b>2,334</b>	<b>2,654</b>	<b>3,018</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,041</b>	<b>4,309</b>	<b>4,533</b>	<b>4,904</b>	<b>5,136</b>	<b>5,469</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>160</b>	<b>194</b>	<b>260</b>	<b>348</b>	<b>438</b>	<b>540</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,732</b>	<b>6,381</b>	<b>7,091</b>	<b>7,587</b>	<b>8,228</b>	<b>9,027</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.644	0.641	0.549	0.705	0.813	0.951
每股净资产	6.551	6.987	6.124	6.626	6.938	7.389
每股经营现金净流	0.890	1.266	1.172	0.814	1.019	1.287
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.500	0.500	0.500
<b>回报率</b>						
净资产收益率	9.84%	9.18%	8.96%	10.63%	11.71%	12.87%
总资产收益率	6.93%	6.20%	5.73%	6.87%	7.31%	7.79%
投入资本收益率	8.06%	8.76%	9.78%	10.63%	11.37%	12.46%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-15.15%	9.06%	35.32%	19.10%	14.10%	11.38%
EBIT增长率	-29.02%	19.53%	20.02%	13.04%	13.59%	18.14%
净利润增长率	-30.15%	-0.45%	2.63%	28.41%	15.34%	16.99%
总资产增长率	4.29%	11.32%	11.13%	7.00%	8.45%	9.71%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	53.0	49.9	38.2	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	79.9	70.2	54.8	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	64.2	64.2	59.9	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	109.9	88.2	66.1	51.7	42.1	35.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-17.40%	-19.75%	-20.26%	-26.34%	-31.19%	-37.52%
EBIT利息保障倍数	-25.1	-49.8	-200.4	-43.0	-39.9	-55.6
资产负债率	26.72%	29.42%	32.40%	30.77%	32.26%	33.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 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	0	0	5
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.17

来源：贝格数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-29	买入	11.54	25.00~25.00
2	2017-02-20	买入	13.31	17.00~21.20
3	2017-03-20	买入	15.38	17.00~21.00
4	2017-04-27	买入	12.75	16.60~18.00
5	2017-07-07	买入	13.49	17.80~19.50
6	2017-08-28	买入	11.02	16.20~17.50
7	2017-12-21	买入	10.10	16.20~16.20
8	2018-03-20	增持	10.64	12.00~12.00

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



### 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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

此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