

智能制造与新材料研究中心

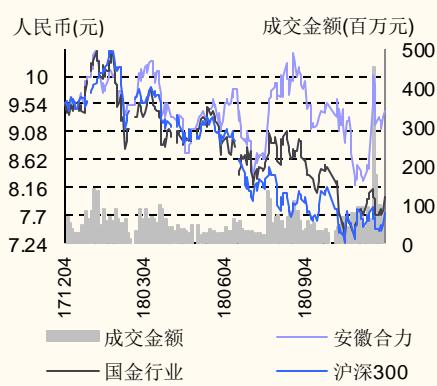
安徽合力(600761.SH) 增持(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 9.41元
 目标价格(人民币): 10.80-10.80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) | 6,965.10 |
| 年内股价最高最低(元) | 10.43/8.20 |
| 沪深300指数 | 3260.95 |
| 上证指数 | 2654.80 |

**相关报告**

- 《三季度业绩符合预期，利润增速回归正常-安徽合力2018三季报...》，2018.10.24
- 《利润弹性释放，关注两笔投资-安徽合力2018中报点评》，2018.8.17
- 《销量增长、盈利提升，业绩增速超预期-安徽合力2018中报预告...》，2018.7.22
- 《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

卞晨晔 分析师SAC执业编号:S1130518070004
 biancy@gjzq.com.cn

赵玥炜 联系人
 zhaoxuewei@gjzq.com.cn

收购宁波力达，强化电动叉车布局**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 | 0.696 | 0.833 | 0.972 |
| 每股净资产(元) | 6.99 | 6.12 | 6.32 | 6.65 | 7.13 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.27 | 1.17 | 0.88 | 1.09 | 1.36 |
| 市盈率(倍) | 19.83 | 19.17 | 13.52 | 11.30 | 9.68 |
| 净利润增长率(%) | -0.45% | 2.63% | 26.90% | 19.59% | 16.79% |
| 净资产收益率(%) | 9.18% | 8.96% | 11.02% | 12.52% | 13.65% |
| 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

事件

- 公司12月3日晚公告，拟以现金方式收购安徽叉车集团及相关自然人持有的宁波力达物流设备有限公司66%股权，交易金额24,663.87万元。

点评

- 收购集团旗下宁波力达公司，增强电动叉车产能、减少关联交易。宁波力达物流设备公司主营电动仓储叉车，2018年1-9月宁波力达营业收入3.25亿元、净利润3585万元。合力控股股东安徽叉车集团持有其56%股权；交易完成后，安徽合力将持有宁波力达66%股权，成为控股股东。收购主要目的是一是强化公司电动仓储叉车生产能力，二是减少日常关联交易。公司同时公告将在陕西宝鸡投资6000万元，建设“新能源电动叉车及智能化提升项目”，达产后将新增5000台电动工业车辆产能。
- 行业总体增速有所下降，电动叉车销量占比提高。叉车10月单月销量4.82万台，同比增长17%，增速较9月提升；1-10月累计销量50.82万台，同比增长24%，总体增速逐渐放缓。制造业投资增速的下降及贸易摩擦对出口企业的影响未完全消除，预计叉车行业销量增速将趋于中低水平。从销量结构来看，电动叉车占比持续上升，前10月电动叉车销量合计23.3万台，占比46%，相比去年提高5个百分点。公司此次收购宁波力达+宝鸡电动叉车扩产与行业发展趋势相符。
- 强化上游零部件与海外市场，巩固竞争优势。公司与德国采埃孚合资设立“采埃孚合力传动技术（合肥）有限公司”，一期出资1.2亿，合力持股49%，从事上游零部件驱动桥和变速箱产品的研发销售，预计年末试投产，将提升公司整机及关键部件品质，同时从产业链上游降低采购成本。另外与合力工业车辆进出口有限公司、合泰融资租赁公司，共同设立“合力东南亚（泰国）中心”，计划总投资不超过1亿泰铢，重点布局东南亚等新兴市场，强化海外市场领先优势。

盈利预测

- 我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为5.2、6.2、7.2亿元，对应2018年PE14倍。维持“增持”评级，目标价10.8元。

风险提示

- 中美贸易摩擦可能造成叉车出口下降，并传导外贸加工企业叉车需求下降。
- 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 |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 主营业务收入 | 5,686 | 6,201 | 8,391 | 9,981 | 11,378 | 12,675 |
| 增长率 | 9.1% | 35.3% | 19.0% | 14.0% | 11.4% | |
| 主营业务成本 | -4,427 | -4,805 | -6,722 | -8,057 | -9,150 | -10,155 |
| %销售收入 | 77.9% | 77.5% | 80.1% | 80.7% | 80.4% | 80.1% |
| 毛利 | 1,259 | 1,396 | 1,668 | 1,924 | 2,228 | 2,520 |
| %销售收入 | 22.1% | 22.5% | 19.9% | 19.3% | 19.6% | 19.9% |
| 营业税金及附加 | -42 | -58 | -73 | -87 | -99 | -110 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 营业费用 | -336 | -364 | -417 | -479 | -546 | -608 |
| %销售收入 | 5.9% | 5.9% | 5.0% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 管理费用 | -466 | -478 | -582 | -669 | -762 | -849 |
| %销售收入 | 8.2% | 7.7% | 6.9% | 6.7% | 6.7% | 6.7% |
| 息税前利润(EBIT) | 415 | 496 | 596 | 689 | 820 | 952 |
| %销售收入 | 7.3% | 8.0% | 7.1% | 6.9% | 7.2% | 7.5% |
| 财务费用 | 17 | 10 | 3 | 27 | 25 | 24 |
| %销售收入 | -0.3% | -0.2% | 0.0% | -0.3% | -0.2% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -32 | -40 | -53 | -47 | -48 | -50 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 35 | 43 | 57 | 66 | 70 | 72 |
| %税前利润 | 7.0% | 7.8% | 9.0% | 8.7% | 7.9% | 7.1% |
| 营业利润 | 435 | 510 | 619 | 735 | 867 | 998 |
| 营业利润率 | 7.7% | 8.2% | 7.4% | 7.4% | 7.6% | 7.9% |
| 营业外收支 | 71 | 43 | 11 | 24 | 20 | 20 |
| 税前利润 | 506 | 552 | 630 | 759 | 887 | 1,018 |
| 利润率 | 8.9% | 8.9% | 7.5% | 7.6% | 7.8% | 8.0% |
| 所得税 | -78 | -93 | -113 | -129 | -151 | -173 |
| 所得税率 | 15.3% | 16.8% | 17.9% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润 | 428 | 459 | 517 | 630 | 736 | 845 |
| 少数股东损益 | 31 | 64 | 111 | 115 | 120 | 125 |
| 归属于母公司的净利润 | 397 | 396 | 406 | 515 | 616 | 720 |
| 净利率 | 7.0% | 6.4% | 4.8% | 5.2% | 5.4% | 5.7% |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 890 | 1,097 | 1,177 | 1,336 | 1,707 | 2,268 |
| 应收款项 | 1,091 | 1,114 | 1,103 | 1,260 | 1,395 | 1,515 |
| 存货 | 914 | 934 | 1,085 | 1,192 | 1,354 | 1,502 |
| 其他流动资产 | 680 | 1,094 | 1,608 | 1,628 | 1,641 | 1,653 |
| 流动资产 | 3,575 | 4,238 | 4,974 | 5,416 | 6,097 | 6,938 |
| %总资产 | 62.4% | 66.4% | 70.1% | 72.0% | 74.4% | 76.9% |
| 长期投资 | 99 | 248 | 248 | 249 | 248 | 248 |
| 固定资产 | 1,752 | 1,586 | 1,566 | 1,552 | 1,540 | 1,530 |
| %总资产 | 30.6% | 24.8% | 22.1% | 20.6% | 18.8% | 17.0% |
| 无形资产 | 238 | 226 | 215 | 216 | 217 | 217 |
| 非流动资产 | 2,157 | 2,143 | 2,117 | 2,105 | 2,093 | 2,084 |
| %总资产 | 37.6% | 33.6% | 29.9% | 28.0% | 25.6% | 23.1% |
| 资产总计 | 5,732 | 6,381 | 7,091 | 7,521 | 8,190 | 9,022 |
| 短期借款 | 152 | 2 | 202 | 202 | 202 | 202 |
| 应付款项 | 1,219 | 1,491 | 1,899 | 2,093 | 2,379 | 2,641 |
| 其他流动负债 | 61 | 80 | 91 | 124 | 141 | 235 |
| 流动负债 | 1,433 | 1,572 | 2,192 | 2,419 | 2,722 | 3,078 |
| 长期贷款 | 8 | 206 | 4 | 4 | 4 | 5 |
| 其他长期负债 | 91 | 99 | 101 | 44 | 44 | 44 |
| 负债 | 1,532 | 1,877 | 2,298 | 2,468 | 2,770 | 3,127 |
| 普通股股东权益 | 4,041 | 4,309 | 4,533 | 4,678 | 4,924 | 5,274 |
| 少数股东权益 | 160 | 194 | 260 | 375 | 495 | 620 |
| 负债股东权益合计 | 5,732 | 6,381 | 7,091 | 7,521 | 8,190 | 9,022 |

比率分析

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.644 | 0.641 | 0.549 | 0.696 | 0.833 | 0.972 |
| 每股净资产 | 6.551 | 6.987 | 6.124 | 6.320 | 6.653 | 7.125 |
| 每股经营现金净流 | 0.890 | 1.266 | 1.172 | 0.875 | 1.093 | 1.361 |
| 每股股利 | 0.200 | 0.300 | 0.500 | 0.500 | 0.500 | 0.500 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 9.84% | 9.18% | 8.96% | 11.02% | 12.52% | 13.65% |
| 总资产收益率 | 6.93% | 6.20% | 5.73% | 6.85% | 7.53% | 7.98% |
| 投入资本收益率 | 8.06% | 8.76% | 9.78% | 10.88% | 12.10% | 12.95% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | -15.15% | 9.06% | 35.32% | 18.96% | 14.00% | 11.40% |
| EBIT增长率 | -29.02% | 19.53% | 20.02% | 15.75% | 18.97% | 16.05% |
| 净利润增长率 | -30.15% | -0.45% | 2.63% | 26.90% | 19.59% | 16.79% |
| 总资产增长率 | 4.29% | 11.32% | 11.13% | 6.07% | 8.89% | 10.16% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 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 | 54.0 | 54.0 | 54.0 |
| 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 | 52.1 | 43.0 | 36.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -17.40% | -19.75% | -20.26% | -22.36% | -27.70% | -34.96% |
| EBIT利息保障倍数 | -25.1 | -49.8 | -200.4 | -25.8 | -32.9 | -39.1 |
| 资产负债率 | 26.72% | 29.42% | 32.40% | 32.81% | 33.82% | 34.67% |

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 | 1 | 3 | 6 | 9 | 16 |
| 增持 | 0 | 0 | 3 | 3 | 7 |
| 中性 | 0 | 0 | 2 | 2 | 3 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.64 | 1.50 | 1.50 |

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 | 2017-02-20 | 买入 | 13.31 17.00~21.20 |
| 2 | 2017-03-20 | 买入 | 15.38 17.00~21.00 |
| 3 | 2017-04-27 | 买入 | 12.75 16.60~18.00 |
| 4 | 2017-07-07 | 买入 | 13.49 17.80~19.50 |
| 5 | 2017-08-28 | 买入 | 11.02 16.20~17.50 |
| 6 | 2017-12-21 | 买入 | 10.10 16.20~16.20 |
| 7 | 2018-03-20 | 增持 | 10.64 12.00~12.00 |
| 8 | 2018-07-22 | 增持 | 8.70 10.50~10.50 |

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



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形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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的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