

## 合力转债：国产叉车行业龙头企业

## 事件

- **合力转债(110091.SH)于2022年12月13日开始网上申购：**总发行规模为20.4751亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于新能源电动托盘车、堆垛车征集及关键零部件制造建设项目，工业车辆离散型制造智能工厂建设项目，衡阳合力工业车辆有限公司扩建及智能制造南方基地项目，合力(六安)高端铸件及深加工研发制造基地项目，蚌埠液力机械有限公司扩建及智能制造基地建设项目。
- **当前债底估值为90.06元，YTM为2.01%。**合力转债存续期为6年，东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为AA+/AA+，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00%（含最后一期利息），以6年AA+中债企业债到期收益率3.83%（2022-12-09）计算，纯债价值为90.06元，纯债对应的YTM为2.01%，债底保护较好。
- **当前转换平价为96.46元，平价溢价率为3.67%。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止，即2023年06月19日至2028年12月12日。初始转股价14.4元，正股安徽合力12月9日的收盘价为13.89元，对应的转换平价为96.46元，平价溢价率为3.67%。
- **转债条款中规中矩，总股本稀释率为16.11%。**下修条款为“15/30,80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价14.4元计算，转债发行20.4751亿元对总股本稀释率为16.11%，对流通盘的稀释率为16.11%，对股本有一定的摊薄压力。

## 观点

- **我们预计合力转债上市首日价格在114.15~127.17元之间，**我们预计中签率为0.0067%。综合可比标的以及实证结果，考虑到合力转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在17%左右，对应的上市价格在114.15~127.17元之间。我们预计网上中签率为0.0067%，建议积极申购。
- **安徽合力有限公司主要经营叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械、锻件、热处理件制造及产品销售，金属材料、化工原料、电子产品、电器机械、橡胶产品销售，以及机械行业科技咨询、信息服务等业务。**
- **2017年以来公司营收稳步增长，2017-2021年复合增速为16.43%。**公司2021年实现营业收入154.17亿元，同比增加20.47%，实现归母净利润6.34亿元，同比减少13.40%。自2017年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2017-2021年复合增速为16.43%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021年复合增速为11.65%，同比增长率呈“V”型波动。
- **公司的主要营收构成稳定，叉车收入为主要营收来源。**2019-2021年内叉车业务合计营业收入占比为99.47%，99.01%，99.03%。
- **公司销售净利率和毛利率稳中有降，销售费用率下降。**2017-2021年，公司销售净利率分别为6.19%、7.36%、7.67%、6.52%和5.09%，销售毛利率分别为19.88%、20.31%、21.30%、17.72%和16.10%。财务费用率和管理费用率较为平稳，销售费用率下降，其中管理费用率占比最大。
- **风险提示：**申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

2022年12月13日

证券分析师 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

研究助理 陈伯铭

执业证书：S0600121010016

chenbm@dwzq.com.cn

## 相关研究

《风电转债盘点（1）——电缆篇：通光、日丰、起帆转债》

2022-12-11

《反脆弱：公告不下修的高溢价率转债后续有何表现？》

2022-12-11

## 内容目录

1. 转债基本信息 .....	4
2. 投资申购建议 .....	6
3. 正股基本面分析 .....	7
3.1. 财务数据分析 .....	7
3.2. 公司亮点 .....	9
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速 (亿元) .....	7
图 2: 2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速 (亿元) .....	7
图 3: 2019-2021 年营业收入构成 .....	8
图 4: 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平 (%) .....	9
图 5: 2017-2022Q1-3 销售费用率水平 (%) .....	9
图 6: 2017-2022Q1-3 财务费用率水平 (%) .....	9
图 7: 2017-2022Q1-3 管理费用率水平 (%) .....	9
图 8: 2016-2021 年中国叉车销量及同比增长率 (右轴) .....	10
图 9: 2016-2021 年全球叉车销量及同比增长率 (右轴) .....	10

表 1: 合力转债发行认购时间表 .....	4
表 2: 合力转债基本条款 .....	4
表 3: 募集资金用途 (单位: 万元) .....	5
表 4: 债性和股性指标 .....	5
表 5: 相对价值法预测合力转债上市价格 (单位: 元) .....	6
表 6: 安徽合力产品矩阵 .....	10

## 1. 转债基本信息

表1：合力转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	2022-12-01	1、刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	2022-12-02	1、网上路演 2、原股东优先配售股权登记日
T	2022-12-05	1、发行首日 2、刊登《可转债发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上申购摇号中签率
T+1	2022-12-06	1、刊登《网上中签率及优先配售结果公告》 2、根据中签率进行网上申购的摇号抽签
T+2	2022-12-07	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	2022-12-08	1、保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	2022-12-09	1、刊登《发行结果公告》

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表2：合力转债基本条款

转债名称	合力转债	正股名称	安徽合力
转债代码	110091.SH	正股代码	600761.SH
发行规模	20.4751 亿元	正股行业	机械设备-工程机械-工程机械整机
存续期	2022 年 12 月 13 日至 2028 年 12 月 12 日	主体评级/债项评级	AA+/AA+
转股价	14.40 元	转股期	2023 年 06 月 19 日至 2028 年 12 月 12 日
票面利率	0.20%,0.40%,0.60%,1.50%,1.80%,2.00%.		
向下修正条款	存续期, 15/30, 80%		
赎回条款	(1) 到期赎回：到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的 115%（含最后一期利息）全部赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额不足 3000 万元		
回售条款	(1) 有条件回售：最后两个计息年度，连续 30 个交易日收盘价低于转股价 70% (2) 附加回售：投资项目实施情况出现重大变化，且被证监会认定为改变募集资金用途		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

表3: 募集资金用途 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
新能源电动托盘车、堆垛车征集及关键零部件制造建设项目	30,120.00	18,567.22
工业车辆离散型制造智能工厂建设项目	36,029.00	20,776.67
衡阳合力工业车辆有限公司扩建及智能制造南方基地项目	66510.00	48,000.00
合力 (六安) 高端铸件及深加工研发制造基地项目	100066.00	65000.00
蚌埠液力机械有限公司扩建及智能制造基地建设项目	109830.00	52406.61
<b>合计</b>	<b>342555.00</b>	<b>204750.50</b>

数据来源: 募集说明书, 东吴证券研究所

表4: 债性和股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
纯债价值	90.06 元	转换平价 (以 2022/12/09 收盘价)	96.46 元
纯债溢价率 (以面值 100 计算)	11.04% 2.01%	平价溢价率 (以面值 100 计算)	3.67%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**当前债底估值为 90.06 元, YTM 为 2.01%。** 合力转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评估有限公司资信评级为 AA+/AA+, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 108.00%(含最后一期利息), 以 6 年 AA+ 中债企业债到期收益率 3.83%(2022-12-09) 计算, 纯债价值为 90.06 元, 纯债对应的 YTM 为 2.01%, 债底保护较好。

**当前转换平价为 96.46 元, 平价溢价率为 3.67%。** 转股期为自发行结束之日起满个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2023 年 06 月 19 日至 2028 年 12 月 12 日。初始转股价 14.4 元/股, 正股安徽合力 12 月 9 日的收盘价为 13.89 元, 对应的转换平价为 96.46 元, 平价溢价率为 3.67%。

**转债条款中规中矩。** 下修条款为“15/30, 80%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。

**总股本稀释率为 16.11%。** 按初始转股价 14.4 元计算, 转债发行 20.4751 亿元对总股本稀释率为 16.11%, 对流通盘的稀释率为 16.11%, 对股本有一定的摊薄压力。

## 2. 投资申购建议

我们预计合力转债上市首日价格在 114.15-127.17 元之间。按安徽合力 2022 年 12 月 9 日收盘价测算，当前转换平价为 96.46 元。

1) 参照平价、评级和规模可比标的杭氧转债（转换平价 108.26 元，评级 AA+，发行规模 23.6 亿元）、绿动转债（转换平价 89.51 元，评级 AA+，发行规模 23.6 亿元）、科伦转债（转换平价 97.78 元，评级 AA+，发行规模 30 亿元），12 月 9 日转股溢价率分别为 29.76%、44.03%、10.9%。

2) 参考近期上市的商洛转债（上市日转换平价 98.42 元）、绿动转债（上市日转换平价 105.59 元）、科伦转债（上市日转换平价 106.69 元），上市当日转股溢价率分别为 27.38%，21.23%，20.40%。

3) 以 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 10 日上市的 331 只可转债为样本进行回归，构建对上市首日转股溢价率进行预测的模型，解释变量为：行业转股溢价率 ( $x_1$ )、评级对应的 6 年中债企业债上市前一日的到期收益率 ( $x_2$ )、前十大股东持股比例 ( $x_3$ ) 和上市前一日中证转债成交额取对数 ( $x_4$ )，被解释变量为上市首日转股溢价率。得出的最优模型为： $y = -89.75 + 0.22x_1 - 1.04x_2 + 0.10x_3 + 4.34x_4$ 。该模型常数项显著性水平为 0.001 其余系数的显著性水平为 0.1、0.05、0.05 和 0.001。基于我们已经构建好的上市首日转股溢价率实证模型，其中，机械设备行业的转股溢价率为 20.51%，中债企业债到期收益为 3.83%，2022 年三季报显示安徽合力前十大股东持股比例为 55.08%，2022 年 12 月 9 日中证转债成交额为 56,536,914,382 元，取对数得 24.76。因此，可以计算出合力转债上市首日转股溢价率为 23.73%。

综合可比标的以及实证结果，考虑到合力转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 114.15~127.17 元之间。

表5：相对价值法预测合力转债上市价格（单位：元）

转股溢价率/正股价	20.00%	22.00%	25.00%	28.00%	30.00%
-5%	13.20	109.96	111.80	114.54	117.29
-3%	13.47	112.28	114.15	116.96	119.76
2022/12/09 收盘价	13.89	115.75	117.68	120.57	123.47
3%	14.31	119.22	121.21	124.19	127.17
5%	14.58	121.54	123.56	126.60	129.64
					131.67

数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们预计原股东优先配售比例为 66.52%。安徽合力的前十大股东合计持股比例为 55.08% (2022/9/30)，股权较为集中。假设前十大股东 80% 参与优先配售，其他股东中有 50% 参与优先配售，我们预计原股东优先配售比例为 66.52%。

我们预计中签率为 0.0062%。合力转债发行总额为 20.4751 亿元，我们预计原股东优先配售比例为 66.52%，剩余网上投资者可申购金额为 6.85 亿元。合力转债仅设置网上发行，近期发行的会通转债评级 A+，规模 7.70 亿元网上申购数约 1091.62 万户，大元转债评级 AA，规模 14.77 亿元网上申购数约 1133.83 万户，华宏转债评级 A+，规模 4.10 亿元网上申购数约 1068.98 万户。我们预计合力转债网上有效申购户数为 1098.14 万户，平均单户申购金额 100 万元，我们预计网上中签率为 0.0062%。

### 3. 正股基本面分析

#### 3.1. 财务数据分析

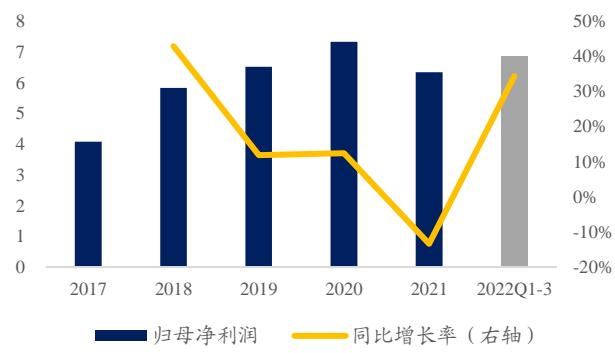
安徽合力有限公司主要经营叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售，金属材料、化工原料、电子产品、电器机械、橡胶产品销售，以及机械行业科技咨询、信息服务等业务。公司的主导产品“合力”牌叉车及各类仓储机械广泛的应用于工矿企业、交通运输、仓储物流等行业的装卸及短距离搬运作业。公司拥有国内同行业完整的产业体系，拥有国内叉车行业消失模铸件生产基地、油缸生产基地、转向桥生产基地公司，具备国内领先的叉车设计开发生产制造和试验检测能力。

2017 年以来公司营收稳步增长，2017-2021 年复合增速为 16.43%。公司 2021 年实现营业收入 154.17 亿元，同比增加 20.47%，实现归母净利润 6.34 亿元，同比减少 13.40%。自 2017 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2017-2021 年复合增速为 16.43%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2017-2021 年复合增速为 11.65%，同比增长率呈“V”型波动。其中，2021 年归母净利润的下滑主要原因包括受本年原材料价格上涨导致的净利润减少，其中钢材，生铁，发动机，电池作为主要原材料和产品的采纳比例占采购总额比例约为 30%。而钢材，生铁等属于大宗商品的原材料价格上涨明显。

图1：2017-2022Q1-3 营业收入及同比增速（亿元）



图2：2017-2022Q1-3 归母净利润及同比增速（亿元）

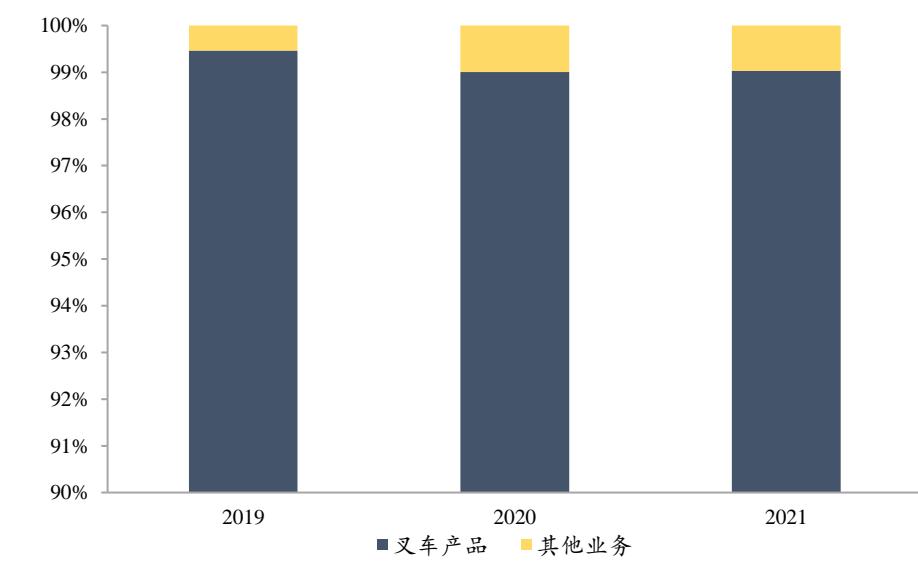


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司的主要营收构成稳定，叉车收入为主要营收来源。2019-2021年内叉车业务合计营业收入占比为 99.47%，99.01%，99.03%。公司叉车产品可细分为内燃叉车和电动叉车，近年来公司加快创新驱动发展步伐，为迈向“3060”双碳目标积极行动，在这一战略的指引下，公司的电动叉车业务成为了公司未来发展的重点和方向。另外，公司后市服务收入也是公司的主要营收来源之一主要包括零部件销售，配件销售，维修服务，租赁服务。后市场服务业是公司“十四五”期间重点关注的“三个提升”业务领域之一，未来计划通过提升销售网点业务能力，配件供应商分类管控，建立信息共享平台等方案扩大业务规模。

图3：2019-2021年营业收入构成

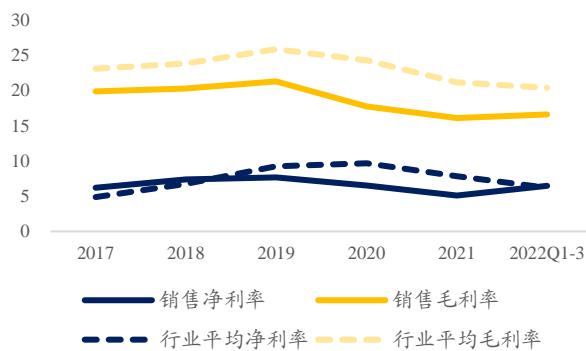


数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

公司销售净利率和毛利率稳中有降，销售费用率下降。2017-2021年，公司销售净利率分别 6.19%、7.36%、7.67%、6.52% 和 5.09%，销售毛利率分别为 19.88%、20.31%、21.30%、17.72% 和 16.10%。财务费用率和管理费用率较为平稳，销售费用率下降，其中管理费用率占比最大，公司销售费用主要包括职工薪酬、运输费、销售服务费、售后服务费、广告费和业务宣传费、修理费等。2017-2021 年，公司的销售费用占营业收入比率分别为 4.87%、3.39%、3.37% 和 3.10%，总体较为稳定。2020 年度销售费用较 2019 年度减少 5,946.95 万元，主要系新收入准则实施后，销售运费自销售费用调整至营业成本所致。2021 年度销售费用较 2020 年度增加 8,634.81 万元，主要系公司销售规模扩张，职工薪酬费用、售后服务费、修理费增加较多所致。公司的管理费用主要包括职工薪酬、质量费、折旧费、修理费、租赁费等。2017-2021 年内，公司管理费用占营业收入比率分别为 3.40%、2.73%、2.58% 和 2.28%，处于逐年下降的状态。2020 年度管理费用与 2019 年度基本持平。2021 年度管理费用较 2020 年度增加 4,826.22 万元，主要系销售规模扩

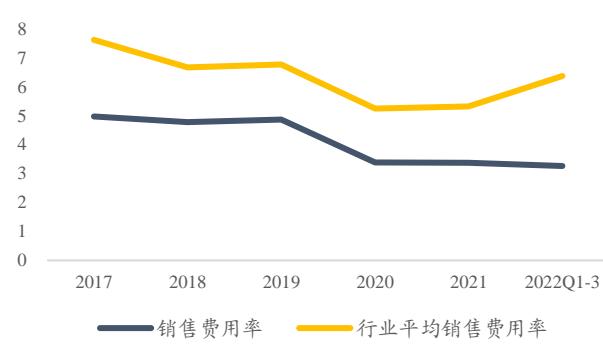
大，薪酬费用增加所致。公司研发费用主要包括职工薪酬、材料费等。2017-2021年内，公司研发费用占营业收入比率分别为4.86%、4.21%、4.62%和4.72%，研发费用收入占比均超过4%。不断增长的研发投入有利于提升公司产品的市场竞争力。公司财务费用分别为261.25万元、-896.88万元、-615.75万元和-2,726.15万元。财务费用主要项目为利息收入、利息支出、汇兑损失、银行手续费。2020年度、2021年度为利息净收益，主要系理财产品种类调整导致，2020年开始公司增加持有大额存单，使得利息收入增加。

图4：2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率水平（%）



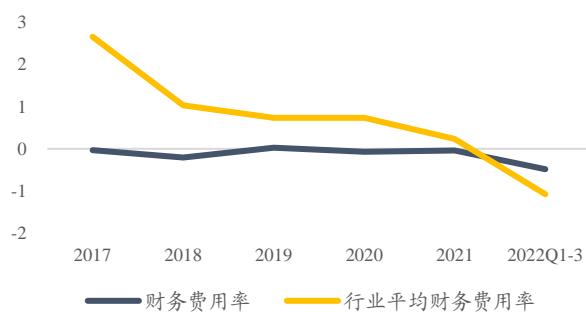
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：2017-2022Q1-3 销售费用率水平（%）



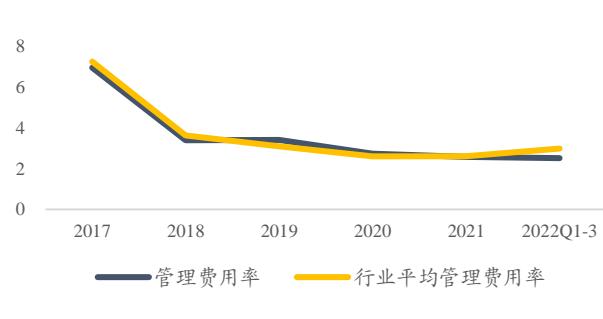
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：2017-2022Q1-3 财务费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：2017-2022Q1-3 管理费用率水平（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

注：图4-7中的行业平均线，均是通过计算申万二级行业指数的各项费用和主营收入的比值，得到相应的费用率，而不是单个公司的相应费用率的加权平均，这种计算方法在行业集中度比较高的时候，可能会突出主营收入较大的公司的影响，弱化主营收入较小的公司的影响。

### 3.2. 公司亮点

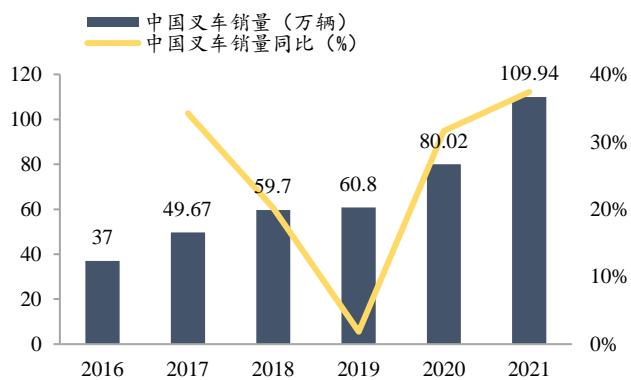
**自主创新优势。**公司坚持创新驱动发展,充分发挥以国家级企业技术中心、国家级工业设计中心、安徽省工业车辆重点实验室和具有CNAS资质认可的试验检测中心为支撑

的研发创新平台优势,近年来科研成果、专利授权数量不断增加。截至 2019 年末,公司累计获得有效授权专利 2141 项,其中发明专利 227 项;主持或参与制定国家标准 40 项,行业标准 23 项,团体标准 1 项。作为国家高新技术企业,公司多年来保持持续稳定研发投入,主要用于整机、部件新产品的开发,关键核心技术、前瞻性技术研究,重大试验设备设施等方面。公司在线生产的 1700 多种型号、512 类产品全部具有自主知识产权,产品综合性能处于国内领先、国际先进水平。现阶段,公司加快 G3 系列高端叉车、锂电新能源系列叉车、智能仓储系统研发上市步伐,并自主研制推出了完整的智能车队管理系统解决方案。

**市场服务优势**公司拥有完善的营销服务体系,能够通过整车销售、车辆租赁、融资租赁、电商平台等方式为各类客户提供多样化采购解决方案;遍布全国的 24 家省级机构和 400 余家分支机构组成的营销网络为用户提供全方位、全价值链的增值市场服务。在海外,公司拥有强大的国际贸易拓展能力,在全球 80 多个国家建立了销售代理关系,产品远销 150 多个国家和地区;并分别在法国、泰国、美国设立了“合力欧洲中心”、“合力东南亚中心”、“合力北美中心”,“一带一路”沿线国家布局优势显著。同时,公司持续加快培育工业车辆后市场业务,构建集融资租赁、整车租赁、配件销售、再制造等业务的工业车辆全产业链运营体系,加快推进高端制造业与高端服务业融合发展。

**叉车行业龙头。**公司是我国目前规模最大,效益最好的叉车制造企业和全国叉车生产、科研、出口基地。公司产品在国内市场占有率达 40%以上,叉车出口占全国总量的 70%。

图8：2016-2021 年中国叉车销量及同比增长率（右轴）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

图9：2016-2021 年全球叉车销量及同比增长率（右轴）



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

表6：安徽合力产品矩阵

电动平衡重乘驾式叉车(I类)



电动乘驾式仓储叉车(II类)



电动步行式仓储车辆(III类)



内燃平衡重式叉车(IV、V类)



其他工业车辆



工业互联网和智慧物流解决方案



数据来源：募集说明书，东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。  
东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>