

## 管理层集团层面持股，利益一致助力公司长远发展

公司简报

### ◆事件：安徽合力复牌

安徽合力控股股东叉车集团拟在集团层面实施管理层和技术骨干持股，实现产权多元化，该事项实施后叉车集团将由国有独资公司变更为国有控股公司。该事项尚需进一步研究细化，并履行相关审批程序，公司将根据进展情况，及时履行信息披露义务。

### ◆改革方案初步落地，管理团 3435 队利益绑定

通过本次方案，公司管理层及核心骨干通过持股安徽叉车集团间接有公司股份，成功实现团队利益绑定。安徽合力公司管理团队优秀，团队利益绑定后公司经营效率将进一步提高，业务发展将更为积极。

### ◆未来有望借鉴江淮汽车方案实现直接持股上市公司

江淮汽车为安徽国企改革首个案例，其改革方案分为两步：第一步，管理层持股的实勤投资入股江淮汽车集团，同时引进外部投资者；第二步，上市公司吸收合并江淮汽车集团，实现整体上市，同时管理层持股公司直接持有上市公司股份。目前安徽合力的初步方案与江淮汽车的第一步相似，未来有望再次借鉴江淮改革方案实现管理层直接持有上市公司股份。

### ◆维持买入，上调目标价到 23.4 元

公司管理团队持股将助力公司长远发展，叉车行业受物流总量增长和人工替代双重驱动，未来行业增速预计仍将维持在 GDP 增速 1.5 倍左右，叉车行业未来的升级方向为 AGV 无人叉车，产品升级将进一步打开行业成长空间。由于公司土地补偿金余款 3000 万元没有在 2014 年收到，我们调整公司 2014-2016 年 EPS 至 1.03、1.17、1.33 元，给予公司 2015 年 20 倍 PE，上调目标价至 23.4 元。

### ◆风险提示：原材料价格波动影响毛利率。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,976	6,553	7,081	8,065	9,190
营业收入增长率	-5.02%	9.67%	8.05%	13.90%	13.95%
净利润(百万元)	349	502	637	721	821
净利润增长率	-9.44%	43.69%	26.82%	13.29%	13.79%
EPS(元)	0.57	0.81	1.03	1.17	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.58%	14.71%	16.35%	16.34%	16.40%
P/E	28	19	15	13	12
P/B	3	3	2	2	2

### 买入(维持)

当前价/目标价：15.65/23.4 元

目标期限：6 个月

#### 分析师

王海山 (执业证书编号：S0930514070004)

021-22169154

[wanghaishan@ebscn.com](mailto:wanghaishan@ebscn.com)

#### 联系人

#### 市场数据

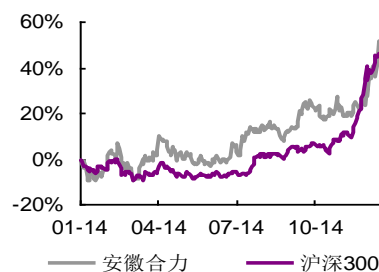
总股本(亿股)：6.17

总市值(亿元)：96.53

一年最低/最高(元)：9.62/15.65

近 3 月换手率：141.70%

#### 股价表现(一年)

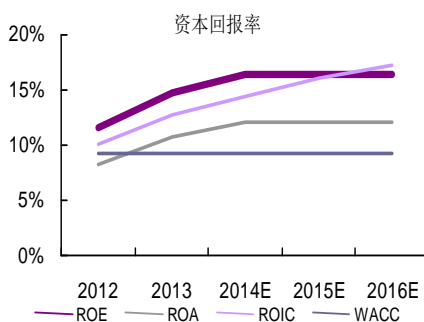
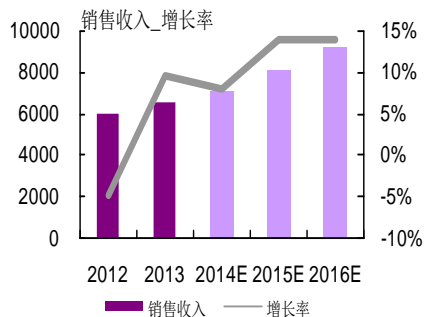
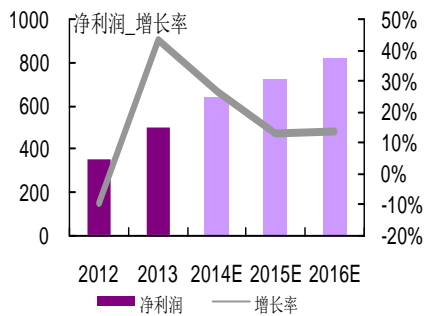


#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.70	-21.24	2.12
绝对	24.00	27.33	61.09

#### 相关研报

股价创下 6 年新高，仍是价值首选  
 ..... 2014-09-17  
 业绩复合预期，国企改革进行中  
 ..... 2014-08-18  
 上半年扣非净利润同比增长 15% 左右，符合预期  
 ..... 2014-07-07



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>5,976</b>	<b>6,553</b>	<b>7,081</b>	<b>8,065</b>	<b>9,190</b>
营业成本	4,897	5,269	5,653	6,389	7,261
折旧和摊销	157	176	195	204	214
营业税费	23	23	25	28	32
销售费用	276	297	319	363	414
管理费用	359	399	432	492	561
财务费用	9	13	-9	-18	-27
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	14	18	25	35	45
<b>营业利润</b>	<b>410</b>	<b>552</b>	<b>678</b>	<b>834</b>	<b>982</b>
<b>利润总额</b>	<b>452</b>	<b>637</b>	<b>801</b>	<b>899</b>	<b>1,020</b>
少数股东损益	31	38	40	42	45
<b>归属母公司净利润</b>	<b>349.43</b>	<b>502.08</b>	<b>636.73</b>	<b>721.32</b>	<b>820.79</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>4,664</b>	<b>5,073</b>	<b>5,635</b>	<b>6,392</b>	<b>7,250</b>
流动资产	2,691	3,087	3,711	4,510	5,333
货币资金	317	391	689	976	1,318
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	641	703	777	886	1,009
应收票据	175	233	283	323	368
其他应收款	43	29	35	40	46
存货	1,005	1,045	1,118	1,264	1,436
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,547	1,687	1,649	1,601	1,615
无形资产	194	205	195	185	176
<b>总负债</b>	<b>1,499</b>	<b>1,503</b>	<b>1,543</b>	<b>1,739</b>	<b>1,961</b>
无息负债	1,284	1,395	1,532	1,728	1,950
有息负债	215	108	11	11	11
<b>股东权益</b>	<b>3,165</b>	<b>3,570</b>	<b>4,092</b>	<b>4,653</b>	<b>5,290</b>
股本	514	514	617	617	617
公积金	907	952	952	952	952
未分配利润	1,598	1,947	2,326	2,845	3,436
少数股东权益	147	157	197	239	284

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>365</b>	<b>663</b>	<b>675</b>	<b>587</b>	<b>738</b>
净利润	349	502	637	721	821
折旧摊销	157	176	195	204	214
净营运资金增加	135	288	223	381	332
其他	-277	-304	-379	-719	-629
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-393</b>	<b>-362</b>	<b>-140</b>	<b>-125</b>	<b>-205</b>
净资本支出	-284	-171	-165	-160	-250
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-108	-191	25	35	45
<b>融资活动现金流</b>	<b>-22</b>	<b>-221</b>	<b>-237</b>	<b>-176</b>	<b>-191</b>
股本变化	86	0	103	0	0
债务净变化	98	-107	-97	0	0
无息负债变化	-35	110	137	196	222
<b>净现金流</b>	<b>-50</b>	<b>74</b>	<b>298</b>	<b>286</b>	<b>342</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.02%	9.67%	8.05%	13.90%	13.95%
净利润增长率	-9.44%	43.69%	26.82%	13.29%	13.79%
EBITDA/EBITDA 增长率	-7.80%	28.74%	16.13%	17.34%	14.09%
EBIT/EBIT 增长率	-13.36%	35.05%	17.88%	21.32%	16.42%
<b>估值指标</b>					
PE	28	19	15	13	12
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	15	12	12	10	8
EV/EBIT	21	15	15	12	10
EV/NOPLAT	25	18	18	14	12
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	2	3	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	18.06%	19.59%	20.16%	20.78%	21.00%
EBITDA 率	9.40%	11.03%	11.85%	12.21%	12.23%
EBIT 率	6.77%	8.34%	9.10%	9.69%	9.90%
税前净利润率	7.56%	9.71%	11.31%	11.15%	11.10%
税后净利润率 (归属母公司)	5.85%	7.66%	8.99%	8.94%	8.93%
ROA	8.15%	10.66%	12.01%	11.94%	11.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.58%	14.71%	16.35%	16.34%	16.40%
经营性 ROIC	10.04%	12.72%	14.31%	16.06%	17.21%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.17	2.20	2.58	2.78	2.91
速动比率	1.36	1.46	1.81	2.00	2.13
归属母公司权益/有息债务	14.05	31.59	344.86	390.74	443.14
有形资产/有息债务	20.68	44.73	481.34	549.14	625.99
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.57	0.81	1.03	1.17	1.33
每股红利	0.18	0.25	0.33	0.37	0.42
每股经营现金流	0.59	1.07	1.09	0.95	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.15	0.32	0.58	0.55	0.68
每股净资产	4.89	5.53	6.32	7.16	8.11
每股销售收入	9.69	10.62	11.48	13.08	14.90

资料来源：光大证券、上市公司

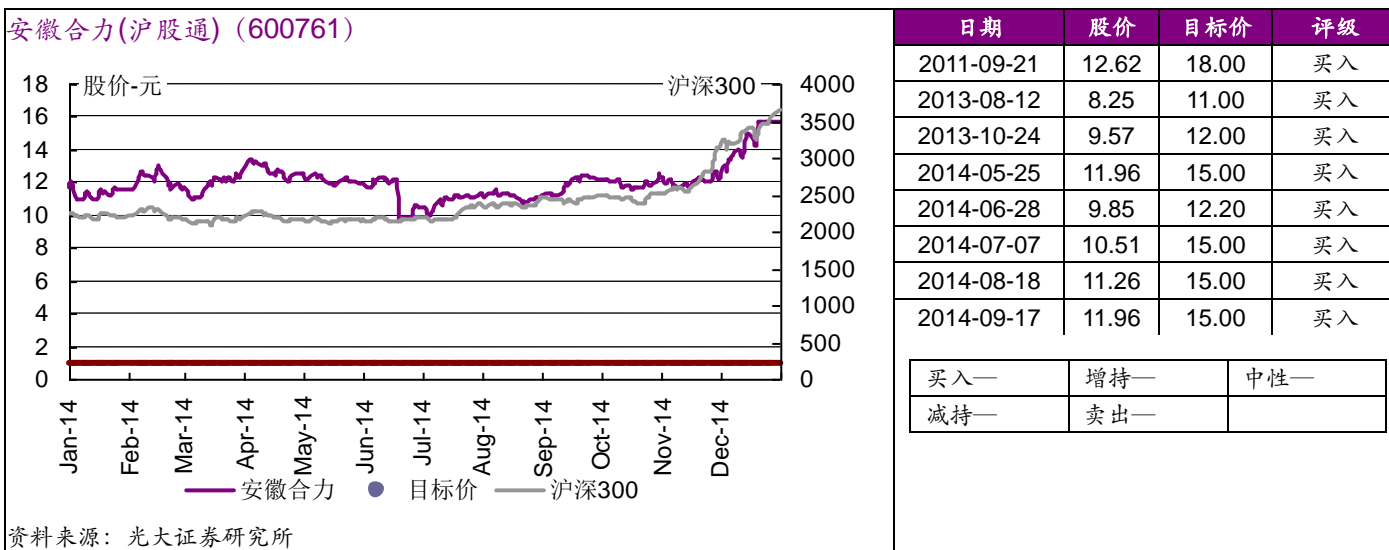
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

王海山，CPA，CFA 持证获选人，厦门大学机电工程系工学硕士、工学与经济学双学士。2012 年起从事机械行业研究，2014 年加入光大证券研究所负责机械行业研究。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com