

2015年01月06日

安徽合力 (600761.SH)

## 实质性国企改革提升企业效率及盈利能力

**重大事项公告:** 公司1月5日晚发布公告, 公司控股股东安徽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, 公司股票自1月6日复牌。

### 我们的分析与判断

#### ■集团层面管理层持股实质是上市公司管理层持股

截至2013年底, 叉车集团拥有全资子公司1个(即是上市公司安徽合力)、控股子公司4个、参股子公司2个。叉车集团的核心业务及资产主要在上市公司中, 2013年, 安徽合力的资产规模50.73亿元, 占集团总资产的87.78%, 营业收入和净利润分别占集团的97.76%、92.8%。而且, 集团的核心管理人员大多在上市公司中担任领导职务。所以我们认为公司在集团层面实施管理层和技术骨干持股, 实现产权多元化, 其实质就是对上市公司管理层和技术骨干持股和产权多元化, 这一方案和安徽省所推广的国资改革方案是一致的。

#### ■管理层持股、产权多元化有利于搞活企业机制和管理效率提升

管理层和核心技术人员持股, 实行产权多元化有助于解决国有企业的体制僵化问题, 搞活企业机制, 提升管理和经营的效率, 降本增效提升企业业绩及盈利能力; 同时, 激发核心管理团队、股东和员工利益相关方趋于一致, 增强企业开拓市场的活力, 提升公司的市场竞争力。

#### ■重申“买入-A”投资评级, 6个月目标价23.4元

我们预计公司2014年-2016年净利润增长30%、11.0%、11.2%, 对应EPS为1.06元、1.17元、1.31元, 叉车行业需求稳定, 具有较强的安全边际; 受益于安徽省国企改革加快, 公司未来管理和经营效率将明显提升, 盈利将持续改善; 我们重申“买入-A”投资评级, 6个月目标价23.4元, 相当于2015年20动态市盈率。

**风险提示。** 社会物流仓储业投资放缓, 行业效益下降延缓叉车替代人工进程; 原材料价格波动的风险; 国企改革进程具有不确定性。

| 摘要(百万元)      | 2012        | 2013        | 2014E        | 2015E        | 2016E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入         | 5,975.7     | 6,553.4     | 7,543.3      | 8,679.6      | 9,805.0      |
| 净利润          | 349.4       | 502.1       | 653.0        | 724.6        | 805.7        |
| 每股收益(元)      | 0.57        | 0.81        | 1.06         | 1.17         | 1.31         |
| 每股净资产(元)     | 4.89        | 5.53        | 6.65         | 7.71         | 8.89         |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 市盈率(倍)       | 27.6        | 19.2        | 14.8         | 13.3         | 12.0         |
| 市净率(倍)       | 3.2         | 2.8         | 2.4          | 2.0          | 1.8          |
| 净利润率         | 5.8%        | 7.7%        | 8.7%         | 8.3%         | 8.2%         |
| 净资产收益率       | 12.0%       | 15.1%       | 16.3%        | 15.5%        | 14.9%        |
| 股息收益率        | 0.9%        | 1.1%        | 0.7%         | 0.8%         | 0.8%         |
| ROIC         | 14.7%       | 18.1%       | 21.3%        | 19.1%        | 19.4%        |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

工程机械 III

投资评级

**买入-A**

维持评级

6个月目标价

**23.40元**

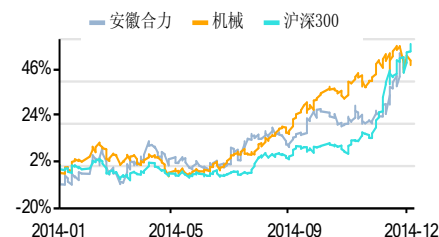
股价 (2015-01-05)

**15.65元**

### 交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 9,653.19    |
| 流通市值(百万元) | 9,653.19    |
| 总股本(百万股)  | 616.82      |
| 流通股本(百万股) | 616.82      |
| 12个月价格区间  | 9.69/15.65元 |

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

| %    | 1M    | 3M     | 12M    |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | 10.50 | -18.15 | -29.20 |
| 绝对收益 | 27.03 | 30.42  | 29.77  |

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514040001  
zourf@essence.com.cn  
021-68763702

报告联系人

郑爱刚

zhengag@essence.com.cn

朱元骏

021-68765053

zhuyj2@essence.com.cn

### 相关报告

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| 业绩符合预期 期待加快国企改革带来效率提升 | 2014-08-19 |
| 主业盈利稳定增长 国企改革加快推进     | 2014-07-18 |
| 叉车需求强劲, 主营业绩快速增长      | 2014-04-28 |

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月06日)

| 利润表           |                |                |                |                |                | 财务指标         |        |       |         |         |         |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------|-------|---------|---------|---------|
| (百万元)         | 2012           | 2013           | 2014E          | 2015E          | 2016E          | (百万元)        | 2012   | 2013  | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
| <b>营业收入</b>   | <b>5,975.7</b> | <b>6,553.4</b> | <b>7,543.3</b> | <b>8,679.6</b> | <b>9,805.0</b> | <b>成长性</b>   |        |       |         |         |         |
| 减:营业成本        | 4,896.7        | 5,269.3        | 6,049.6        | 6,974.8        | 7,904.9        | 营业收入增长率      | -5.0%  | 9.7%  | 15.1%   | 15.1%   | 13.0%   |
| 营业税费          | 22.8           | 22.8           | 24.9           | 28.6           | 32.4           | 营业利润增长率      | -14.1% | 34.7% | 25.5%   | 17.3%   | 12.5%   |
| 销售费用          | 275.7          | 297.3          | 339.4          | 381.9          | 421.6          | 净利润增长率       | -9.4%  | 43.7% | 30.1%   | 11.0%   | 11.2%   |
| 管理费用          | 359.3          | 399.0          | 441.3          | 490.4          | 539.3          | EBITDA 增长率   | -7.6%  | 28.6% | 10.2%   | 15.0%   | 11.0%   |
| 财务费用          | 9.5            | 12.8           | -2.5           | -4.9           | -7.5           | EBIT 增长率     | -12.8% | 34.7% | 22.2%   | 17.0%   | 12.2%   |
| 资产减值损失        | 16.6           | 18.5           | 10.1           | 6.7            | 11.0           | NOPLAT 增长率   | -10.0% | 42.0% | 26.7%   | 10.7%   | 11.0%   |
| 加:公允价值变动收益    | -              | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率      | 15.7%  | 7.3%  | 24.1%   | 8.7%    | 6.8%    |
| 投资和汇兑收益       | 14.5           | 18.2           | 12.0           | 10.0           | 10.0           | 净资产增长率       | 9.2%   | 12.8% | 20.7%   | 16.4%   | 15.7%   |
| <b>营业利润</b>   | <b>409.6</b>   | <b>551.9</b>   | <b>692.4</b>   | <b>812.1</b>   | <b>913.3</b>   | <b>利润率</b>   |        |       |         |         |         |
| 加:营业外净收支      | 42.2           | 84.7           | 134.7          | 105.7          | 107.2          | 毛利率          | 18.1%  | 19.6% | 19.8%   | 19.6%   | 19.4%   |
| <b>利润总额</b>   | <b>451.8</b>   | <b>636.5</b>   | <b>827.1</b>   | <b>917.9</b>   | <b>1,020.5</b> | 营业利润率        | 6.9%   | 8.4%  | 9.2%    | 9.4%    | 9.3%    |
| 减:所得税         | 71.5           | 96.0           | 124.1          | 137.7          | 153.1          | 净利润率         | 5.8%   | 7.7%  | 8.7%    | 8.3%    | 8.2%    |
| <b>净利润</b>    | <b>349.4</b>   | <b>502.1</b>   | <b>653.0</b>   | <b>724.6</b>   | <b>805.7</b>   | EBITDA/营业收入  | 9.6%   | 11.3% | 10.8%   | 10.8%   | 10.6%   |
|               |                |                |                |                |                | EBIT/营业收入    | 7.0%   | 8.6%  | 9.1%    | 9.3%    | 9.2%    |
| <b>资产负债表</b>  |                |                |                |                |                | <b>运营效率</b>  |        |       |         |         |         |
|               | <b>2012</b>    | <b>2013</b>    | <b>2014E</b>   | <b>2015E</b>   | <b>2016E</b>   | 固定资产周转天数     | 88     | 89    | 80      | 69      | 61      |
| 货币资金          | 316.9          | 391.1          | 896.9          | 1,365.8        | 1,930.2        | 流动营业资本周转天数   | 64     | 69    | 84      | 97      | 99      |
| 交易性金融资产       | -              | -              | -              | -              | -              | 流动资产周转天数     | 160    | 159   | 167     | 180     | 194     |
| 应收帐款          | 684.0          | 732.5          | 878.0          | 1,065.8        | 1,255.7        | 应收帐款周转天数     | 37     | 37    | 37      | 38      | 40      |
| 应收票据          | 174.8          | 233.1          | 217.0          | 279.2          | 282.1          | 存货周转天数       | 64     | 57    | 52      | 49      | 48      |
| 预付帐款          | 136.7          | 124.9          | 164.3          | 165.8          | 177.6          | 总资产周转天数      | 271    | 267   | 263     | 265     | 269     |
| 存货            | 1,004.9        | 1,045.2        | 1,116.8        | 1,211.1        | 1,372.3        | 投资资本周转天数     | 172    | 174   | 176     | 176     | 168     |
| 其他流动资产        | 373.8          | 560.5          | 624.8          | 694.1          | 759.4          | <b>投资回报率</b> |        |       |         |         |         |
| 可供出售金融资产      | -              | -              | -              | -              | -              | ROE          | 12.0%  | 15.1% | 16.3%   | 15.5%   | 14.9%   |
| 持有至到期投资       | -              | -              | -              | -              | -              | ROA          | 8.2%   | 10.7% | 11.8%   | 11.4%   | 11.1%   |
| 长期股权投资        | -              | -              | -              | -              | -              | ROIC         | 14.7%  | 18.1% | 21.3%   | 19.1%   | 19.4%   |
| 投资性房地产        | -              | -              | -              | -              | -              | <b>费用率</b>   |        |       |         |         |         |
| 固定资产          | 1,546.5        | 1,687.5        | 1,666.1        | 1,667.4        | 1,656.6        | 销售费用率        | 4.6%   | 4.5%  | 4.5%    | 4.4%    | 4.3%    |
| 在建工程          | 204.9          | 58.6           | 143.2          | 175.9          | 165.5          | 管理费用率        | 6.0%   | 6.1%  | 5.9%    | 5.7%    | 5.5%    |
| 无形资产          | 193.7          | 205.4          | 191.8          | 179.1          | 167.3          | 财务费用率        | 0.2%   | 0.2%  | 0.0%    | -0.1%   | -0.1%   |
| 其他非流动资产       | 28.3           | 33.9           | 36.7           | 38.5           | 38.0           | 三费/营业收入      | 10.8%  | 10.8% | 10.3%   | 10.0%   | 9.7%    |
| <b>资产总额</b>   | <b>4,664.5</b> | <b>5,072.7</b> | <b>5,935.6</b> | <b>6,842.8</b> | <b>7,804.8</b> | <b>偿债能力</b>  |        |       |         |         |         |
| 短期债务          | -              | -              | -              | -              | -              | 资产负债率        | 32.1%  | 29.6% | 27.4%   | 26.7%   | 25.6%   |
| 应付帐款          | 767.9          | 886.4          | 938.9          | 1,031.7        | 1,139.2        | 负债权益比        | 47.4%  | 42.1% | 37.7%   | 36.4%   | 34.4%   |
| 应付票据          | 287.7          | 243.8          | 333.1          | 372.2          | 407.6          | 流动比率         | 2.17   | 2.20  | 2.58    | 2.86    | 3.21    |
| 其他流动负债        | 182.7          | 174.2          | 190.2          | 194.4          | 192.1          | 速动比率         | 1.35   | 1.45  | 1.83    | 2.13    | 2.44    |
| 长期借款          | 214.8          | 11.3           | 11.3           | 11.3           | 11.3           | 利息保障倍数       | 44.22  | 44.13 | -276.29 | -163.60 | -120.50 |
| 其他非流动负债       | 46.1           | 90.4           | 103.2          | 142.5          | 189.1          | <b>分红指标</b>  |        |       |         |         |         |
| <b>负债总额</b>   | <b>1,499.2</b> | <b>1,502.8</b> | <b>1,625.1</b> | <b>1,824.6</b> | <b>1,999.7</b> | DPS(元)       | 0.14   | 0.18  | 0.11    | 0.12    | 0.13    |
| <b>少数股东权益</b> | <b>146.6</b>   | <b>157.1</b>   | <b>207.1</b>   | <b>262.7</b>   | <b>324.4</b>   | 分红比率         | 24.5%  | 21.5% | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 股本            | 514.0          | 514.0          | 616.8          | 616.8          | 616.8          | 股息收益率        | 0.9%   | 1.1%  | 0.7%    | 0.8%    | 0.8%    |
| 留存收益          | 2,504.7        | 2,898.8        | 3,486.5        | 4,138.7        | 4,863.8        |              |        |       |         |         |         |
| <b>股东权益</b>   | <b>3,165.3</b> | <b>3,569.9</b> | <b>4,310.4</b> | <b>5,018.2</b> | <b>5,805.0</b> |              |        |       |         |         |         |

## 现金流量表

## 业绩和估值指标

|                   | 2012          | 2013          | 2014E         | 2015E         | 2016E        |           | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 380.3         | 540.6         | 653.0         | 724.6         | 805.7        | EPS(元)    | 0.57  | 0.81  | 1.06  | 1.17  | 1.31  |
| 加:折旧和摊销           | 156.8         | 176.4         | 125.1         | 129.8         | 134.3        | BVPS(元)   | 4.89  | 5.53  | 6.65  | 7.71  | 8.89  |
| 资产减值准备            | 16.6          | 18.5          | 10.1          | 6.7           | 11.0         | PE(X)     | 27.6  | 19.2  | 14.8  | 13.3  | 12.0  |
| 公允价值变动损失          | -             | -             | -             | -             | -            | PB(X)     | 3.2   | 2.8   | 2.4   | 2.0   | 1.8   |
| 财务费用              | 7.0           | 10.4          | -2.5          | -4.9          | -7.5         | P/FCF     | 290.6 | 56.2  | -52.1 | 24.4  | 19.6  |
| 投资损失              | -14.5         | -18.2         | -12.0         | -10.0         | -10.0        | P/S       | 1.6   | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 1.0   |
| 少数股东损益            | 30.9          | 38.5          | 50.1          | 55.5          | 61.8         | EV/EBITDA | 8.1   | 8.2   | 11.8  | 10.0  | 8.6   |
| 营运资金的变动           | -296.9        | -254.9        | -140.5        | -248.4        | -254.5       | CAGR(%)   | 27.1% | 17.1% | 11.1% | 11.2% | 11.2% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>365.0</b>  | <b>662.5</b>  | <b>683.3</b>  | <b>653.3</b>  | <b>740.6</b> | PEG       | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.2   | 1.1   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-392.6</b> | <b>-362.0</b> | <b>-169.1</b> | <b>-141.1</b> | <b>-91.1</b> | ROIC/WACC | 1.5   | 1.8   | 2.1   | 1.9   | 2.0   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-21.6</b>  | <b>-221.3</b> | <b>-8.4</b>   | <b>-43.3</b>  | <b>-85.1</b> | REP       | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

王书伟、邹润芳分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |     |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563  | houhx@essence.com.cn      |
|       | 梁涛  | 021-68766067  | liangtao@essence.com.cn   |
|       | 凌洁  | 021-68765237  | lingjie@essence.com.cn    |
|       | 潘艳  | 021-68766516  | panyan@essence.com.cn     |
| 北京联系人 | 朱贤  | 021-68765293  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 温鹏  | 010-59113570  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 刘凯  | 010-59113572  | liukai2@essence.com.cn    |
|       | 李倩  | 010-59113575  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-59113563  | zhourong@essence.com.cn   |
| 深圳联系人 | 张莹  | 010-59113571  | zhangying1@essence.com.cn |
|       | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn     |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034