

安徽合力 (600761) \机械设备

——工业车辆仍位于景气周期，业绩实现稳健增长

事件：

公司于3月22日晚间发布2018年年度报告。报告期内，公司实现营业收入96.67亿元，同比增长13.82%；实现归属于上市公司股东净利润5.83亿元，同比增长35.22%；实现基本每股收益0.79元，同比增长36.21%。

投资要点：

- 单季度：四季度销售环比有所下滑，销售毛利率得到修复
- 全年：销售毛利率企稳，经销商激励有所放缓
- 工业车辆：行业仍位于较高景气度，仓储车辆增速抢眼
- 维持“推荐”评级

预计公司2019年~2021年EPS分别为0.92元、1.04元、1.20元，对应当前股价市盈率分别为12.00倍、10.66倍、9.26倍，维持“推荐”评级。

风险提示

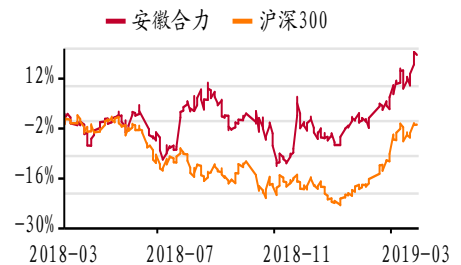
原材料成本上涨；
叉车行业景气度不达预期。

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：11.07元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	740/740
流通A股市值 (百万元)	8,194
每股净资产 (元)	6.19
资产负债率 (%)	33.64
一年内最高/最低 (元)	11.35/8.15

一年内股价相对走势



夏纾雨 分析师

执业证书编号：S0590517090004

电话：0510-85607670

邮箱：xiasy@glsc.com.cn

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,390.52	9,667.48	10,816.14	11,888.54	12,832.76
增长率 (%)	35.32%	15.22%	11.88%	9.91%	7.94%
EBITDA (百万元)	776.15	977.25	999.39	1,118.81	1,283.16
净利润 (百万元)	407.91	582.64	682.67	768.72	885.11
增长率 (%)	3.09%	42.84%	17.17%	12.60%	15.14%
EPS (元/股)	0.55	0.79	0.92	1.04	1.20
市盈率 (P/E)	20.09	14.06	12.00	10.66	9.26
市净率 (P/B)	1.81	1.79	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	10.46	9.05	8.82	8.04	6.70

数据来源：公司公告，国联证券研究所

相关报告

- 1、《安徽合力 (600761) \机械设备行业》
《单季度业绩增速放缓，叉车行业保持景气》
- 2、《安徽合力 (600761) \机械设备行业》
《上半年业绩超预期，订单旺盛产能受考验》
- 3、《安徽合力 (600761) \机械设备行业》
《净利润增速超预期，期待毛利率稳步修复》

1. 投资要点

1.1. 单季度：四季度销售环比有所下滑，销售毛利率得到修复

营业收入与净利润：2018Q4，公司单季度实现营业收入 22.06 亿元（Q1 为 22.85 亿元，Q2 为 27.97 亿元，Q3 为 23.79 亿元），环比下降 7.25%；单季度实现归母净利润 1.02 亿元（Q1 为 1.44 亿元，Q2 为 2.17 亿元，Q3 为 1.20 亿元），环比下降 15.00%。报告期内公司以现金方式收购宁波力达 66% 股权构成同一控制下合并，财务数据进行了追溯调整。四季度环比表现略有下滑，与同期国内制造业 PMI 指数走势具备较高关联性。

毛利率与净利率：以财务追溯调整前数据作粗略讨论，2018Q4，公司单季度实现销售毛利率 23.81%（Q1 为 18.54%，Q2 为 19.96%，Q3 为 19.01%），环比提升 4.80 个百分点；单季度实现销售净利率 8.25%（Q1 为 6.40%，Q2 为 8.67%，Q3 为 5.89%），环比提升 2.36 个百分点。盈利能力单季度环比转好，我们预计主要为原材料价格企稳带来成本端的边际改善以及毛利率偏低产品基本处理完毕。

1.2. 全年：销售毛利率企稳，经销商激励有所放缓

利润表：公司实现销售毛利率 20.31%，同比提升 0.43 个百分点，原材料价格企稳预期下毛利率预计仍有修复空间；实现期间费用率 12.04%，同比基本持平，其中，管理费用率下降明显；实现资产减值损失 1,876.76 万元，同比下降 64.23%，个别认定计提的应收账款坏账准备有所减少；实现少数股东损益 1.29 亿元，剔除宁波力达影响，同比下降 3.79%，经销商激励对于母公司净利润的侵蚀已趋稳。

资产负债表：报告期内，公司长期股权投资期末余额同比增长 126.23%，主要为增资合营企业永恒力合力、出资投资采埃孚合力；在建工程期末余额同比增长 96.34% 至 9,686.44 万元；长期借款期末余额同比增长 9,271.43% 至 4.03 亿元，预计资金成本相较于市场平均水平具有优势。

现金流量表：报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.35 亿元，同比下降 31.79%，购买商品、接受劳务支付的现金支出同比增速达到 37.58%。

1.3. 工业车辆：行业仍位于较高景气度，仓储车辆增速抢眼

行业：2018 年，全行业实现整车销量 59.71 万台，同比增长 20.21%。其中，国内市场 43.02 万台，同比增长 15.96%；海外市场 16.69 万台，同比增长 32.77%。分产品看，电动平衡重乘驾式叉车、电动乘驾式仓储车辆、电动步行式仓储车辆、内燃平衡重式叉车 2018 年分别实现销量 6.30 万台、1.20 万台、20.59 万台、31.60 万台，同比增长 19.09%、17.97%、46.63%、7.84%。一方面，电动步行式仓储车辆仍然保持高速发展势头；另一方面，传统内燃平衡重式叉车作为传统产品实现稳健增长，

行业仍位于景气周期。

公司：报告期内，公司叉车产品实现销量 13.26 万台，同比增长 9.25%，增速低于行业，主要由于价值量较小的仓储车辆产品近年来增速居前。按销量口径，2018 年公司主要产品市占率约为 22.21%，同比小幅下滑，总体保持平稳，随着宁波力达的并表，公司在仓储叉车领域竞争力有望加强，市占率或将企稳回升。

2. 维持“推荐”评级

预计公司 2019 年~2021 年 EPS 分别为 0.92 元、1.04 元、1.20 元，对应当前股价市盈率分别为 12.00 倍、10.66 倍、9.26 倍，维持“推荐”评级。

3. 风险提示

原材料成本上涨；

叉车行业景气度不达预期。

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,083.3	781.22	1,081.6	1,188.8	1,706.4	营业收入	8,390.5	9,667.4	10,816.1	11,888.5	12,832.7
应收账款+票据	1,103.3	1,051.8	1,116.5	1,054.3	1,196.0	营业成本	6,722.1	7,703.9	8,557.73	9,399.08	10,024.9
预付账款	76.47	114.91	113.30	121.68	114.20	营业税金及附加	73.38	80.75	91.94	101.05	109.08
存货	1,085.3	1,195.2	1,249.8	1,435.6	1,428.6	营业费用	417.16	462.12	584.07	630.09	705.80
其他	1,531.4	1,832.0	1,832.0	1,832.0	1,832.0	管理费用	582.26	327.76	605.70	653.87	705.80
流动资产合计	4,879.9	4,975.2	5,393.3	5,632.6	6,277.3	财务费用	-2.97	-19.83	-2.23	-1.02	10.49
长期股权投资	91.09	206.07	206.07	206.07	206.07	资产减值损失	52.80	18.77	25.00	25.00	25.00
固定资产	1,518.4	1,568.4	1,633.8	1,695.7	1,750.9	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	48.05	96.86	100.00	100.00	100.00	投资净收益	1.78	1.08	0.00	0.00	0.00
无形资产	206.78	206.70	206.70	206.70	206.70	其他	0.00	-393.83	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	204.73	259.48	258.24	257.00	255.76	营业利润	547.58	701.23	953.93	1,080.46	1,251.64
非流动资产合计	2,069.0	2,337.5	2,404.8	2,465.5	2,519.4	营业外净收益	65.92	101.47	50.00	50.00	50.00
资产总计	6,949.0	7,312.8	7,798.2	8,098.1	8,796.8	利润总额	613.50	802.69	1,003.93	1,130.46	1,301.64
短期借款	0.00	0.00	206.02	195.87	0.00	所得税	106.07	119.70	150.59	169.57	195.25
应付账款+票据	1,652.2	1,679.8	1,743.2	1,389.7	1,474.5	净利润	507.43	682.99	853.34	960.89	1,106.39
其他	448.64	215.71	219.77	191.50	204.69	少数股东损益	111.41	129.12	170.67	192.18	221.28
流动负债合计	2,100.9	1,895.5	2,169.0	1,777.1	1,679.2	归属于母公司净利润	407.91	582.64	682.67	768.72	885.11
长期带息负债	4.30	402.55	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.61	29.17	29.17	29.17	29.17		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	成长能力					
非流动负债合计	54.91	481.71	79.17	79.17	79.17	营业收入	35.32%	15.22%	11.88%	9.91%	7.94%
负债合计	2,155.8	2,377.2	2,248.2	1,856.2	1,758.3	EBIT	9.24%	31.68%	25.72%	11.37%	14.28%
少数股东权益	260.28	354.18	524.85	717.03	938.31	EBITDA	5.96%	25.91%	2.27%	11.95%	14.69%
股本	740.18	740.18	740.18	740.18	740.18	归属于母公司净利润	-0.45%	42.84%	17.17%	12.60%	15.14%
资本公积	553.45	315.40	315.40	315.40	315.40	获利能力					
留存收益	3,239.2	3,525.8	3,969.5	4,469.2	5,044.5	毛利率	19.88%	20.31%	20.88%	20.94%	21.88%
股东权益合计	4,793.1	4,935.5	5,549.9	6,241.8	7,038.4	净利率	6.05%	7.06%	7.89%	8.08%	8.62%
负债和股东权益总	6,949.0	7,312.8	7,798.2	8,098.1	8,796.8	ROE	9.00%	12.72%	13.59%	13.91%	14.51%
						ROIC	11.50%	14.71%	15.31%	15.88%	16.28%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	31.02%	32.51%	28.83%	22.92%	19.99%
净利润	461.07	619.20	810.84	918.39	1,063.8	流动比率	2.32	2.62	2.49	3.17	3.74
折旧摊销	177.11	188.43	7.70	14.36	21.03	速动比率	1.08	1.03	1.07	1.33	1.80
财务费用	-7.43	-24.97	-12.23	-26.02	-39.51	营运能力					
存货减少	-157.54	-54.13	-54.53	-185.85	7.03	应收账款周转率	7.99	9.62	10.25	11.74	11.39
营运资金变动	350.56	-114.28	4.35	-327.97	-36.20	存货周转率	6.19	6.45	6.85	6.55	7.02
其它	57.33	14.92	25.00	25.00	25.00	总资产周转率	1.21	1.32	1.39	1.47	1.46
经营活动现金流	881.11	629.19	781.13	417.91	1,041.2	每股指标(元)					
资本支出	121.55	185.59	100.00	100.00	100.00	每股收益	0.55	0.79	0.92	1.04	1.20
长期投资	501.00	662.94	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	1.19	0.85	1.06	0.56	1.41
其他	81.06	159.19	42.50	42.50	42.50	每股净资产	6.12	6.19	6.79	7.46	8.24
投资活动现金流	-541.49	-689.34	-57.50	-57.50	-57.50	估值比率					
债权融资	-1.75	198.25	-196.53	-10.14	-195.87	市盈率	20.09	14.06	12.00	10.66	9.26
股权融资	0.00	0.83	0.00	0.00	0.00	市净率	1.81	1.79	1.63	1.48	1.34
其他	-237.57	-530.65	-226.71	-243.03	-270.28	EV/EBITDA	10.46	9.05	8.82	8.04	6.70
筹资活动现金流	-239.32	-331.57	-423.23	-253.17	-466.15	EV/EBIT	13.55	11.21	8.89	8.15	6.81
现金净增加额	93.27	-380.64	781.22	1,081.6	1,188.8						

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82550810