

安徽合力 (600761.SH)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价 (人民币): 12.22 元

业绩符合预期, 4 季度毛利率有所回升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	428.35
总市值(百万元)	5,234.38
年内股价最高最低(元)	17.33/9.47
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.015	0.901	1.041	1.259	1.520
每股净资产(元)	6.94	6.48	7.27	8.23	9.44
每股经营性现金流(元)	1.36	0.36	1.10	1.26	1.55
市盈率(倍)	17.63	11.30	12.09	10.00	8.28
行业优化市盈率(倍)	33.65	24.26	24.26	24.26	24.26
净利润增长率(%)	224.48%	6.56%	15.53%	20.93%	20.74%
净资产收益率(%)	14.62%	13.90%	14.31%	15.29%	16.17%
总股本(百万股)	356.95	428.35	428.35	428.35	428.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2011 年实现营业收入 6,291 百万元, 同比增长 23.74%; 归属母公司股东的净利润为 386 百万元, 同比增长 6.55%, EPS 为 0.90 元, 扣除理财收益后业绩基本符合我们预期。公司利润分配预案为每 10 股转增 2 股, 并派送现金股利 2 元。

经营分析

- 叉车销售形势良好, 但市场份额有所下降: 根据工业车辆分会统计, 11 年公司叉车销量约 6.7 万台, 同比增长 17.32%; 销量增速与主要竞争对手杭叉销量增速 (17.89%) 大体相当, 但均低于行业整体增速 (35.04%), 市场份额从 24.58% 下降至 21.35%。份额下降的主要原因是由于偏低端的电动托盘搬运车 (公司生产较少) 的需求量大幅增加导致的。
- 综合毛利率有所下降: 公司 11 年的综合毛利率为 17.61%, 较 10 年减少了约 1.5 个百分点, 主要是因为占收入比重超过 70% 的叉车产品毛利率同比下降了 2.16 个百分点, 仅为 16.09%。叉车产品的毛利率下降既与产品结构仍以低端产品为主有关, 也可能与 11 年钢材等原材料价格上涨有关。
- 4 季度收入同比下滑, 毛利率明显回升: 公司第 4 季度销售收入为 1,359 百万元, 同比下滑 2.44%, 这与叉车销量受到宏观调控负面影响有关。但公司第 4 季度的综合毛利率达到 19.38%, 好于前 3 季度 17.13% 的水平。我们结合半年报推算出 11 年下半年公司叉车的毛利率仅为 14.47%, 而配件业务毛利率达到 29.34%, 因此 4 季度的毛利率回升或与叉车收入占比下降, 配件业务收入占比上升有关。
- 海外需求转暖, 出口占比提高: 11 年公司实现海外销售 1,049 百万元, 同比增长 58.28%, 远高于 18.06% 的国内收入增速; 海外收入占比为 16.67%, 较 10 年提高 3.6 个百分点。
- 费用控制良好: 公司 11 年加大了销售和渠道建设力度, 销售费用率为 4.3%, 较 10 年提高约 0.2 个百分点; 管理费用率和财务费用率分别为 5.30% 和 0.06%, 基本与去年同期持平。公司期间费用率为 9.66%, 费用控制良好。
- 购买理财产品带来良好收益: 公司 11 年的投资收益同比大幅增 219%, 达到 13.89 百万元, 主要是购买银行理财产品所致, 显示公司具有较强的理财意识。

相关报告

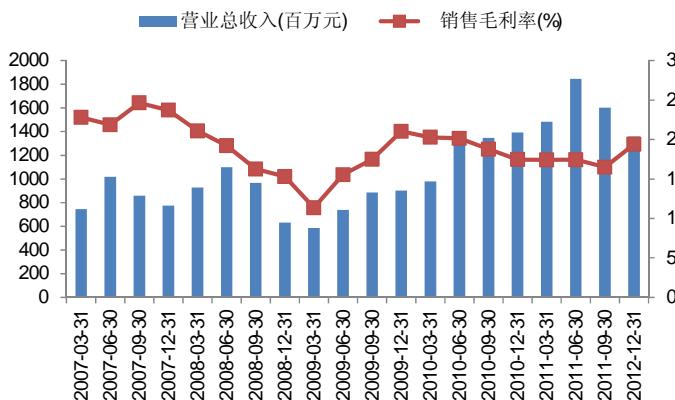
1. 《毛利率有待提升》, 2011.10.28
2. 《利润增长低于预期缘自成本压力》, 2011.8.23
3. 《需求很旺盛, 成本有压力》, 2011.4.25

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyuguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

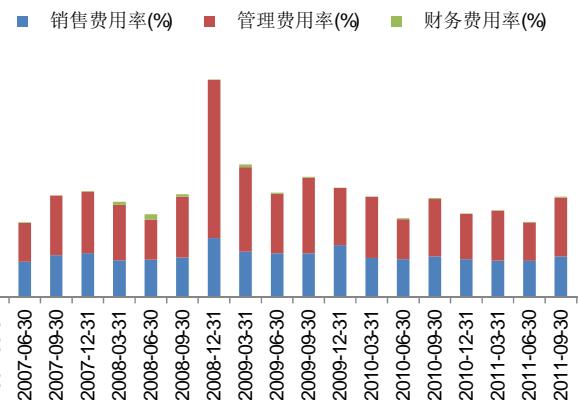
■ 经营现金流状况有待改善，资金压力加大：公司 11 年经营现金流为 153 百万元，较 10 年的 487 百万元显著减少，主要原因是存货增加较多导致。公司 11 年期末存货为 1,096 百万元，较年初增加了 299 百万元。公司 11 年末货币资金有 367 百万元，加上其它流动资产中 212 百万元的银行理财产品，公司可动用的资金仅为 579 百万元，资金压力正在加大。不过公司资产负债率只有 33.13%，债务融资空间仍较大。

图表1：公司单季度营业收入和毛利率



来源：公司公报，国金证券研究所

图表2：公司单季度的三项费用率



来源：公司公报，国金证券研究所

图表3：我国叉车出口数量及增长率（单月）



来源：中国钢铁工业协会，CRU，国金证券研究所

图表4：钢材价格指数（1994年4月=100）



■ 公司 12 年经营目标为力争实现收入 7,500 百万元（同比增长 19%），期间费用 750 百万元。上述目标的实现取决于市场需求能否达到公司预期。

盈利预测和投资建议

- 基于对叉车需求增速放缓和原材料价格下跌导致毛利率回升的判断，我们略调低了公司 2012-2014 年的收入预测，预计可分别实现 7,181、8,372 和 9,774 百万元，基本维持 456、539 和 651 百万元的归属于母公司股东的净利润预测值，对应 EPS 分别为 1.04、1.26 和 1.52 元。
- 叉车销量与制造业投资形势关系密切，且叉车应用领域的拓宽和劳动成本上升也有利于叉车行业需求增长；作为叉车龙头企业，公司行业地位稳固，当前股价对应 12 年 12.09 倍 PE，维持“买入”评级。

图表5: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
内燃叉车						
平均售价(千元/台)	70.96	65.33	67.29	68.52	70.35	72.24
增长率(YOY)	-9.03%	-7.93%	3.00%	1.82%	2.68%	2.68%
销售数量(台)	31,400	51,500	57,000	62,700	70,224	78,651
增长率(YOY)	-0.54%	64.01%	10.68%	10.00%	12.00%	12.00%
销售收入(百万元)	2,228.28	3,364.70	3,835.76	4,296.05	4,940.46	5,681.53
增长率(YOY)	-9.52%	51.00%	14.00%	12.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.30%	18.30%	16.00%	16.50%	17.00%	17.00%
销售成本(百万元)	1,842.82	2,749.01	3,222.10	3,587.27	4,100.66	4,715.76
增长率(YOY)	-8.71%	49.17%	17.21%	11.33%	14.31%	15.00%
毛利(百万元)	385.46	615.69	613.66	708.78	839.80	965.77
增长率(YOY)	-13.20%	59.73%	-0.33%	15.50%	18.49%	15.00%
占总销售额比重	71.62%	66.18%	60.97%	59.82%	59.01%	58.13%
占主营业务利润比重	73.27%	63.48%	55.37%	54.54%	54.31%	53.50%
电动叉车						
平均售价(千元/台)	76.47	66.52	78.11	78.11	79.42	80.74
增长率(YOY)	-0.56%	-13.01%	17.44%	0.00%	1.67%	1.67%
销售数量(台)	3,200	5,500	10,000	12,000	14,400	17,280
增长率(YOY)	-13.51%	71.88%	81.82%	20.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	244.69	365.84	781.13	937.36	1,143.58	1,395.16
增长率(YOY)	-14.00%	49.51%	113.52%	20.00%	22.00%	22.00%
毛利率	16.50%	17.82%	16.53%	17.00%	17.50%	17.50%
销售成本(百万元)	204.32	300.65	651.97	777.96	943.40	1,150.95
增长率(YOY)	-12.40%	47.15%	116.86%	19.32%	21.27%	22.00%
毛利(百万元)	40.37	65.19	129.16	159.39	200.18	244.22
增长率(YOY)	-21.29%	61.46%	98.13%	23.41%	25.59%	22.00%
占总销售额比重	7.87%	7.20%	12.42%	13.05%	13.66%	14.27%
占主营业务利润比重	7.67%	6.72%	11.65%	12.27%	12.94%	13.53%
装载机						
平均售价(千元/台)	176.28	186.09	218.38	227.11	227.11	227.11
增长率(YOY)	-15.54%	5.56%	17.35%	4.00%	0.00%	0.00%
销售数量(台)	338	548	671	839	1,174	1,644
增长率(YOY)	115.01%	62.00%	22.54%	25.00%	40.00%	40.00%
销售收入(百万元)	59.58	101.89	146.53	190.49	266.68	373.36
增长率(YOY)	81.61%	71.01%	43.81%	30.00%	40.00%	40.00%
毛利率	-12.23%	-1.55%	1.24%	5.00%	8.00%	10.00%
销售成本(百万元)	66.87	103.48	144.71	180.96	245.35	336.02
增长率(YOY)	60.69%	54.75%	39.85%	25.05%	35.58%	36.96%
毛利(百万元)	-7.28	-1.58	1.82	9.52	21.33	37.34
增长率(YOY)	-17.27%	-78.27%	-214.79%	424.19%	124.00%	75.00%
占总销售额比重	1.92%	2.00%	2.33%	2.65%	3.19%	3.82%
占主营业务利润比重	-1.38%	-0.16%	0.16%	0.73%	1.38%	2.07%
其它产品						
销售收入(百万元)	578.55	1,252.01	1,528.07	1,757.29	2,020.88	2,324.01
增长率(YOY)	-31.78%	116.40%	22.05%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	18.58%	23.22%	23.79%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本(百万元)	471.04	961.33	1,164.49	1,335.47	1,535.79	1,766.16
增长率(YOY)	-30.02%	104.09%	21.13%	14.68%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	107.51	290.67	363.59	421.82	485.09	557.85
增长率(YOY)	-38.56%	170.36%	25.08%	16.01%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	18.60%	24.62%	24.29%	24.47%	24.14%	23.78%
占主营业务利润比重	20.44%	29.97%	32.81%	32.46%	31.37%	30.90%
销售总收入(百万元)	3,111.10	5,084.44	6,291.49	7,181.18	8,371.60	9,774.06
销售总成本(百万元)	2,585.04	4,114.47	5,183.27	5,881.67	6,825.20	7,968.88
毛利(百万元)	526.06	969.96	1,108.22	1,299.51	1,546.40	1,805.17
平均毛利率	16.91%	19.08%	17.61%	18.10%	18.47%	18.47%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- **原材料价格波动风险：**钢材等原材料占公司成本比重较大，而又车行业竞争激烈，不易通过调价转移成本压力。如果钢材价格大幅上涨，将对公司产品盈利能力产生不利影响。
- **汇率波动风险：**11 年海外销售收入占到公司营业总收入的 16.67%，汇率波动也将会对公司出口收入和盈利能力造成一定影响。

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
强买	0	0	0	0	0
买入	0	1	1	1	6
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.10

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-22	买入	11.15	N/A
2 2010-04-29	买入	11.07	1.00 ~ 1.00
3 2010-08-24	买入	12.42	N/A
4 2010-10-28	买入	16.77	N/A
5 2011-03-22	买入	16.62	N/A
6 2011-04-25	买入	14.48	N/A
7 2011-08-23	买入	13.50	N/A
8 2011-10-28	买入	12.05	N/A

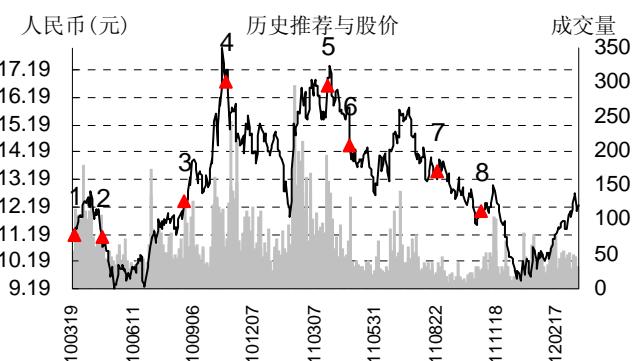
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海

电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-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：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B