

安徽合力 (600761)

增持/维持评级

股价: RMB12.58

分析师

王轶铭

SAC 执业证书编号:S1000511060003

(0755) 8212 5086

wangyiming@mail.htlhsc.com.cn

联系人

胡浩峰

021-68498627

huhao Feng@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

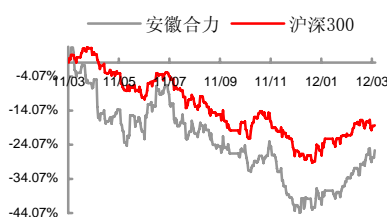
公司研究-安徽合力 (600761) 20120227:

稳定增长的叉车行业龙头 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	428
流通 A 股 (百万股)	428
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,389

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

安徽合力 (600761) 业绩成长稳健, 毛利率触底回升

事件: 安徽合力 2012 年 3 月 19 日晚发布年报显示, 公司 2011 年实现营业收入 62.91 亿元, 同比增长 23.74%; 实现归属于母公司所有者的净利润 3.86 亿元, 同比增长 6.55%。报告期内实现每股收益 0.90 元, 每 10 股派发现金红利 2.0 元 (含税), 每 10 股转增 2 股, 业绩基本符合我们的预期 (之前我们预期 EPS 0.89)。

- **业绩成长稳健的主要动力是:** 1) 长期受益于机械替代人工, 提高搬运效率; 2) 国内物流业的大力发展为公司稳健成长提供广阔空间; 3) 出口市场活跃, 2011 年, 公司产品出口继续保持强劲势头, 全年实现出口 10.49 亿元, 同比增长 58.28%。预计, 2012 年全年国内工业车辆将会呈现前低后高的发展态势。
- **产品结构进一步优化, 毛利率触底回升。** 2011 年下半年, 钢材价格回落, 并维持低位徘徊, 公司 4 季度毛利率达 19.4%, 环比上升了 2.9 个百分点, 明显得到改善。我们认为, 2012 年钢材价格企稳或有下降已是大概率事件, 随着钢材价格企稳和人民币升值趋势暂缓, 以及公司产品结构的进一步优化, 未来公司毛利率将会稳中有升。
- **产业布局完善, 静待市场发力。** 公司 2012 年 2 月 10 日发布公告称: 拟在辽宁盘锦市辽滨沿海经济区投资设立全资子公司合力工业车辆 (盘锦) 有限公司, 届时公司完成了全国的产业布局, 将实现统型产品区域供货、快速响应的经营格局, 进一步提升公司竞争力, 静待市场发力。
- **公司近期看点:** 1) 2012 年公司国有体制改革有望落实, 为股份公司的发展打开广阔空间; 2) 156 亩的土地收储可为公司未来发展提供资金支持; 3) 集团注资宁波力达日后有望注入上市公司, 丰富公司产品线。
- **盈利预测及投资建议:** 维持“增持”评级, 合理价值区间为 13-15 元。相对于工程机械企业, 叉车其下游应用广泛, 受宏观经济政策影响较小, 考虑到公司的龙头地位, 业绩成长稳健, 且具有国内最完整的产业链, 给予“增持”评级, 预测 2012-2014 年 EPS 分别为 1.04 元, 1.31 元和 1.57 元, 对应的 PE 为 12.05X, 9.63X 和 7.99X。
- **风险提示:** 原材料价格的大幅波动; 下游需求锐减; 人民币汇率大幅波动

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	6291	75 4	8891	10 35
(+/-%)	23.7%	19.3%	18.5%	18.5%
归属母公司净利润(百万)	386	447	560	674
(+/-%)	6.6%	15.9%	25.2%	20.4%
EPS(元)	0.90	1.04	1.31	1.57
P/E(倍)	13.96	12.05	9.63	7.99

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

2011 年业绩回顾	4
产业布局完善，静待市场发力	6
公司近期看点	6
国有集团改制有望 2012 年得到落实	6
土地收储可以为公司发展提供必要的资金支持	7
集团注资宁波力达为日后资产注入提供可能	7
风险提示	7

图表目录

图 1:	公司营业收入及增速	4
图 2:	公司营业收入构成	4
图 3:	公司营业收入、营业成本及毛利率	4
图 4:	公司营业收入、净利润及净利润率	4
图 5:	2008Q1-2011Q4 公司毛利率	5
图 6:	叉车成本构成	5
图 7:	2007-2012 年国内钢材周价格走势	5
图 8:	公司三项费用	5
图 9:	公司三项费用占营业收入比重	5
图 10:	安徽合力产业布局	6

未找到目录项。

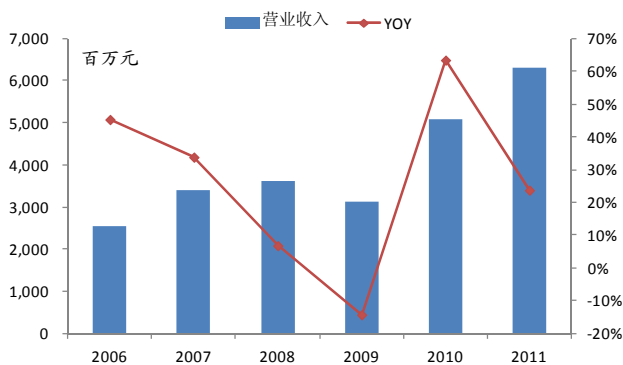
2011 年业绩回顾

业绩符合预期。安徽合力 2012 年 3 月 19 日晚发布年报显示，公司 2011 年实现营业收入 62.91 亿元，同比增长 23.74%；实现归属于母公司所有者的净利润 3.86 亿元，同比增长 6.55%。报告期内实现每股收益 0.90 元，业绩符合预期。

从行业层面看，公司长期受益于机器替代人工，提高搬运效率和国内物流业的大力发展，龙头企业优势渐现。预计，2012 年，全年国内工业车辆将呈现前低后高的局面，维持平稳增长，行业集中度可能得到进一步提升。

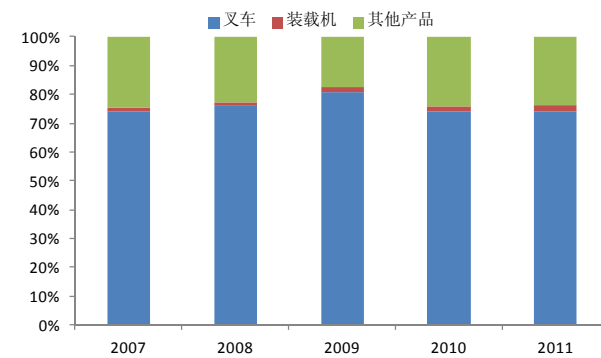
从微观层面看，1) 公司在国内不断扩大市场覆盖面，持续新增市场营销网络；2) 积极拓展海外新兴经济体国家市场，2011 年，公司产品出口继续保持强劲势头，全年实现出口 10.49 亿元，同比增长 58.28%，恢复到金融危机前的水平。

图 1： 公司营业收入及增速



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 2： 公司营业收入构成



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

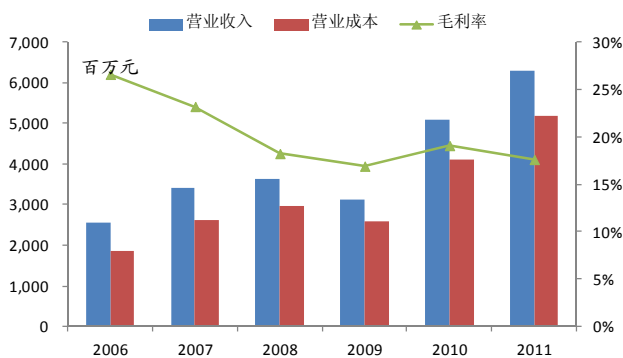
毛利率触底回升。2011 年 4 季度公司毛利率达 19.4%，环比上升了 2.9 个百分点，明显得到改善。其主要原因有：

1) 2011 年下半年，钢材价格回落，并维持低位徘徊，降低公司原材料成本。我们认为，2012 年，钢材价格企稳或有下降，将有利公司毛利企稳回升。

2) 公司产品结构优化，高毛利的重型叉车、电动叉车和零部件销售比重提升。

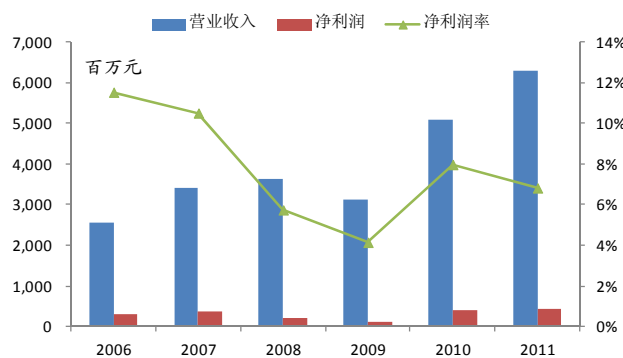
3) 2011 年上半年，一直亏损的装载机产品达到盈亏平衡，毛利开始转正。

图 3： 公司营业收入、营业成本及毛利率



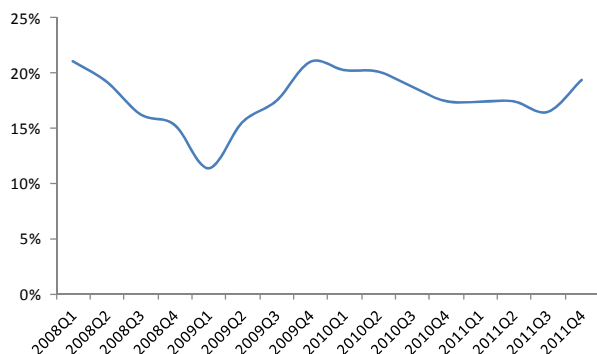
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 4： 公司营业收入、净利润及净利润率



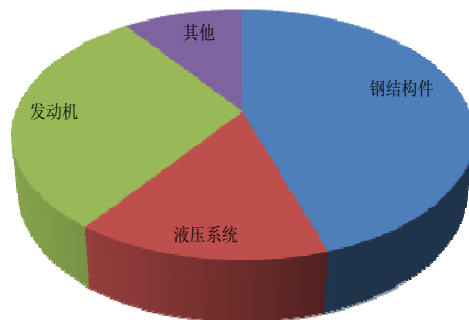
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 5: 2008Q1-2011Q4 公司毛利率



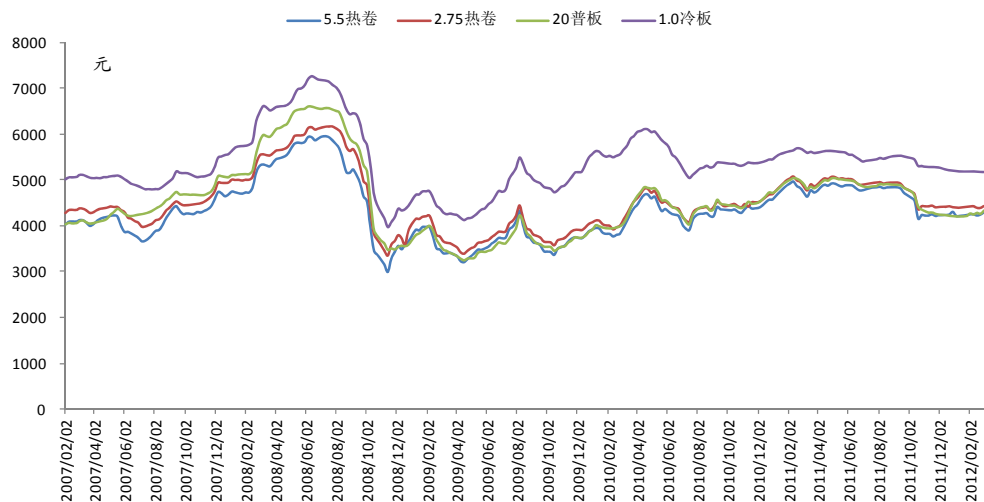
资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 6: 叉车成本构成



资料来源: 华泰联合证券研究所

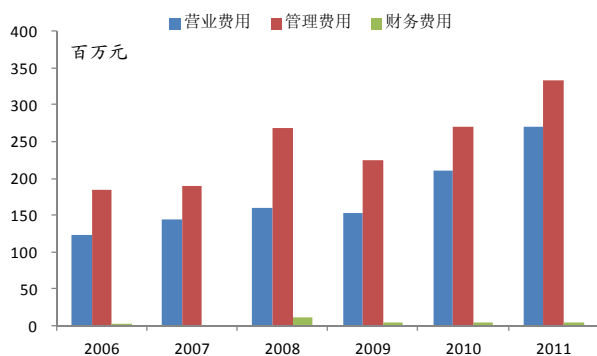
图 7: 2007-2012 年国内钢材周价格走势



资料来源: 中钢联, 华泰联合证券研究所

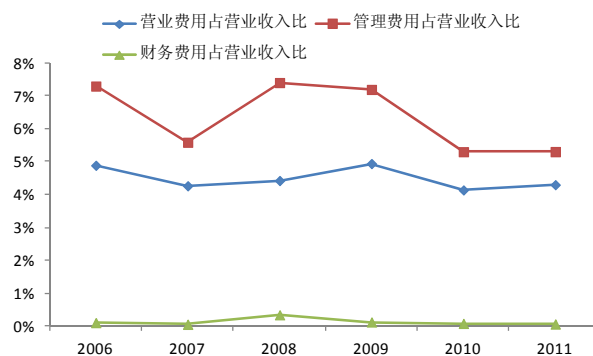
三项费用趋于稳定, 管理效率凸显。2011 年, 公司三项费用占营业收入的比重基本稳定, 高效运营初见成效。同时, 公司启动实施了 SAP 系统, 进一步提升了信息化管理水平, 有效地提升各生产基地、子公司的管理效率, 降低费用。

图 8: 公司三项费用



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

图 9: 公司三项费用占营业收入比重



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

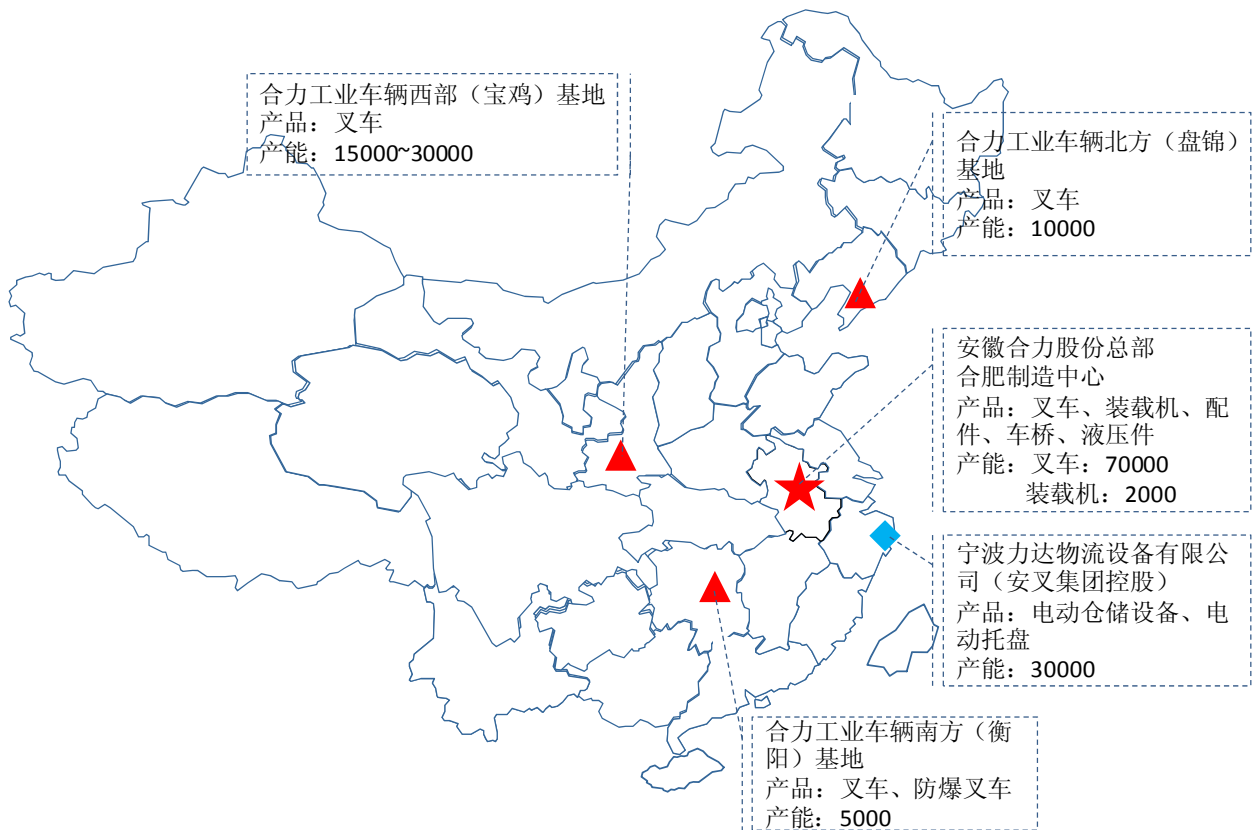
产业布局完善，静待市场发力

公司2012年2月10日发布公告称：拟在辽宁盘锦市辽滨沿海经济区投资设立全资子公司合力工业车辆（盘锦）有限公司，注册资本5000万人民币，全面负责合力工业车辆北方项目建设以及项目完工投产后的产品研发、制造和销售等经营活动。

公司紧紧抓住国家振兴东北老工业区的契机，投资设立的全资子公司合力工业车辆（盘锦）有限公司拟设计生产能力为1万台，加大对北方市场的产品供应和服务。

至此，安徽合力构建形成了以合肥合力工业园为中心，以宝鸡合力叉车厂、衡阳合力工业车辆有限公司、合力工业车辆（盘锦）有限公司为西部、南方和北方生产基地，以蚌埠液力机械厂、安庆车桥厂和相关的配套部件体系为支撑的产业布局，实现统型产品区域供货、快速响应的经营格局，进一步提升公司的竞争力，静待市场发力。

图 10： 安徽合力产业布局



资料来源：华泰联合证券研究所

公司近期看点

国有集团改制有望 2012 年得到落实

安徽合力竞争对手杭叉集团改制后得到快速发展，直接威胁合力未来的发展，使得多年来困扰安徽合力发展的国有集团改制、股份公司股权优化以及管理层激励等问题迫在眉睫，需要尽快解决，帮助安徽合力走上快速发展道路。2011 年末，安徽省政府

和安徽省国资委的换届已经结束，为安徽合力进行体制改革创造了良好条件，寄厚望于 2012 年能够全面的落实。集团改制的形式有很多种，我们预计安徽合力可能会通过管理层持股和引进战略投资者的方式进行。这些问题的全面解决将会促使安徽合力进入一个快速发展的阶段，有利于公司业绩成长和估值的提高。

土地收储可以为公司发展提供必要的资金支持

安徽合力股份在实施“退城进园”战略后，老厂区的土地归属上市公司产权的有 156 亩。安徽合力老厂区位于合肥市望江西路和金寨路交汇处，地理位置优越。根据合肥三六五地产家居网土地信息中心的数据统计，截止 2011 年 12 月 22 日，合肥市成交土地供 3591 亩，平均单价为 361.5 万/亩。按 361.5 万/亩计算，归属上市公司安徽合力股份的土地价值可达 5.64 亿元，这笔资金可以为安徽合力未来的发展提供了强有力的资金支持。

集团注资宁波力达为日后资产注入提供可能

2011 年 8 月 6 日，安徽合力股份大股东安叉集团增资宁波力达物流设备有限公司，获得了该公司的控股权。增资力达后，同一集团下的两家公司便会展开强有力的合作。目前，为了迅速拓展国内市场，宁波力达和安徽合力签署了《产品销售协议书》，双方首先在销售方面展开合作。

我们认为两家公司将会在电动叉车技术方面进行合作，实现技术的互补，再到生产的合作，最终实现两家公司的无缝衔接，发挥“1+1”大于 2 的效应，提升安徽合力股份在电动叉车方面的竞争力，实现“十二五”期间电动车辆占整机销售量不低于“1/3”的战略目标。

鉴于这种战略的规划和实施，以及为了避免关联交易、同一集团下两家公司的同业竞争，安叉集团日后有可能将宁波力达注入安徽合力股份公司，进一步增强股份公司核心竞争力。

风险提示

原材料特别是钢材价格的大幅波动对公司的毛利率产生负面影响；

全球经济再次探底，下游需求锐减，造成公司的销售不利；

人民币升值，汇率大幅波动对汇兑损益的影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2619	3311	3915	4701	营业收入	6291	7504	8891	10535
现金	367	547	734	1000	营业成本	5183	6138	7236	8565
应收账款	573	735	873	1024	营业税金及附加	19	24	28	33
其他应收款	51	96	114	135	营业费用	270	329	391	444
预付账款	154	180	213	252	管理费用	334	442	525	622
存货	1096	1343	1546	1823	财务费用	4	-6	-13	-21
其他流动资产	377	409	434	467	资产减值损失	19	18	19	19
非流动资产	1715	1828	1945	2061	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	14	9	10	11
固定资产	1389	1486	1584	1684	营业利润	477	566	714	865
无形资产	163	166	166	164	营业外收入	34	28	29	30
其他非流动资产	163	177	195	214	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	4333	5139	5859	6762	利润总额	510	592	741	893
流动负债	1269	1581	1811	2132	所得税	80	95	119	143
短期借款	0	0	0	0	净利润	429	497	623	750
应付账款	712	935	1066	1276	少数股东损益	43	50	63	76
其他流动负债	557	646	745	856	归属母公司净利	386	447	560	674
非流动负债	167	163	164	164	EBITDA	623	709	874	1042
长期借款	117	117	117	117	EPS (元)	0.90	1.04	1.31	1.57
其他非流动负	50	47	48	47	主要财务比率				
负债合计	1436	1744	1976	2296	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	143	193	256	332	成长能力				
股本	428	428	428	428	营业收入	23.7%	19.3%	18.5%	18.5%
资本公积	642	642	642	642	营业利润	5.6%	18.7%	26.2%	21.1%
留存收益	1685	2132	2558	3064	归属母公司净利	6.6%	15.9%	25.2%	20.4%
归属母公司股	2755	3202	3628	4134	获利能力				
负债和股东权	4333	5139	5859	6762	毛利率(%)	17.6%	18.2%	18.6%	18.7%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%
单位:百万元					ROE(%)	14.0%	14.0%	15.4%	16.3%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	15.1%	15.8%	17.9%	19.7%
经营活动现金	153	430	586	714	偿债能力				
净利润	429	497	623	750	资产负债率(%)	33.1%	33.9%	33.7%	34.0%
折旧摊销	142	149	172	198	净负债比率(%)	8.12%	6.68%	5.90%	5.08%
财务费用	4	-6	-13	-21	流动比率	2.06	2.09	2.16	2.21
投资损失	-14	-9	-10	-11	速动比率	1.19	1.23	1.30	1.34
营运资金变动	-417	-217	-200	-214	营运能力				
其他经营现金	8	16	13	12	总资产周转率	1.52	1.58	1.62	1.67
投资活动现金	-276	-255	-277	-302	应收账款周转率	11	11	10	10
资本支出	258	254	279	307	应付账款周转率	7.09	7.45	7.23	7.31
长期投资	-42	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-60	-1	2	5	每股收益(最新)	0.90	1.04	1.31	1.57
筹资活动现金	-132	6	-121	-147	每股经营现金流	0.36	1.00	1.37	1.67
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	6.43	7.48	8.47	9.65
长期借款	98	0	0	0	估值比率				
普通股增加	71	0	0	0	P/E	13.96	12.05	9.63	7.99
资本公积增加	-71	0	0	0	P/B	1.96	1.68	1.49	1.30
其他筹资现金	-230	6	-121	-147	EV/EBITDA	8	7	6	5
现金净增加额	-257	180	187	266					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。