

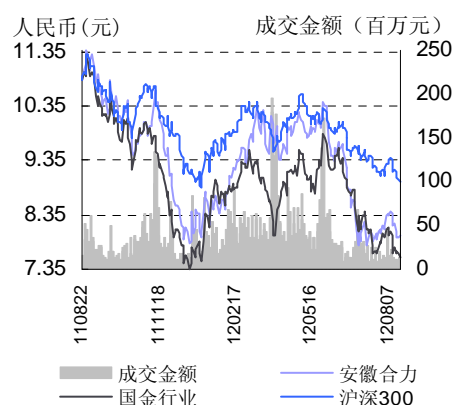
安徽合力 (600761.SH) 工程机械行业
评级: 增持 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 7.97 元

需求有所下滑, 经营现金流稳步改善

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)	514.01
总市值(百万元)	40.97
年内股价最高最低(元)	11.37/7.79
沪深 300 指数	2301.79
上证指数	2106.96


相关报告

1. 《收入下滑, 毛利率回升》, 2012.5.1
2. 《毛利率有待提升》, 2011.10.28
3. 《利润增长低于预期缘自成本压力》, 2011.8.23

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

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

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	0.685	0.767	0.881
每股净资产(元)	6.94	6.43	6.08	6.72	7.47
每股经营性现金流(元)	1.36	0.36	1.55	1.19	1.31
市盈率(倍)	17.63	11.30	11.64	10.39	9.04
行业优化市盈率(倍)	29.62	8.50	8.40	8.40	8.40
净利润增长率(%)	224.48%	6.55%	-8.78%	12.02%	14.87%
净资产收益率(%)	14.62%	14.01%	11.26%	11.42%	11.80%
总股本(百万股)	356.95	428.35	514.01	514.01	514.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

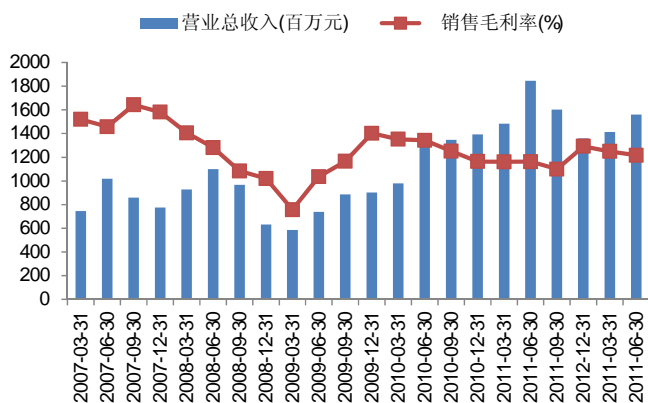
业绩简评

- 公司 2012 年上半年实现营业收入 2,974 百万元, 同比下滑 10.69%; 归属母公司股东的净利润 196 百万元, 同比下滑 6.79%, EPS 为 0.38 元。

经营分析

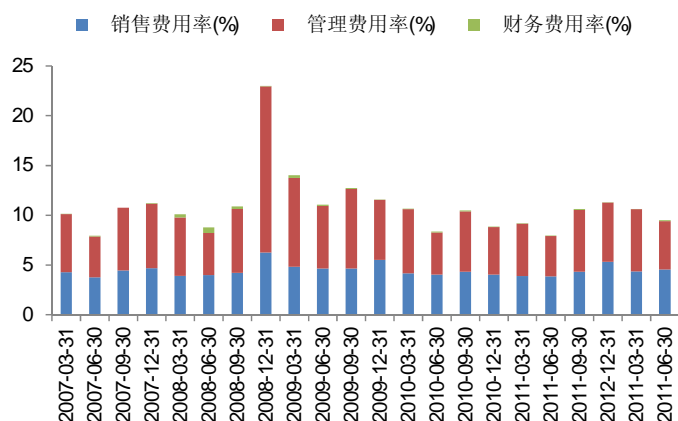
- **叉车销量下滑, 市场地位依然稳固:** 根据工业车辆协会统计, 1~6 月叉车行业实现销售 15.3 万台, 同比下滑 5.54%; 公司的叉车销量约 3.6 万台, 同比下滑 6.21%, 市场份额保持稳定, 市占率约为 23.5%。与此同时, 公司主要竞争对手杭叉的销量约为 3.7 万台, 同比增长 1.0%, 市占率为 24.0%; 叉车行业依然为双寡头局面。
- **2 季度收入加速下滑:** 公司 2 季度实现营业收入 1,561 百万元, 同比下滑 15.44%, 较 1 季度的 4.79% 降幅进一步扩大, 其主要原因是经济下滑对国内叉车需求的影响开始显现。上半年公司国内营业收入同比下滑 13.04%, 而国外营业收入同比增长 4.43%, 外销占比达 17.11%, 较 11 年提高 2.4 个百分点, 出口对公司经营业绩的影响在提高。
- **毛利率有所提升:** 上半年公司综合毛利率为 18.47%, 较 11 年同期提高 0.8 个百分点, 也高于 11 年全年 17.61% 的水平。其中第 2 季度毛利率为 18.24%, 较 1 季度毛利率减少了 0.5 个百分点。毛利率的提高仍是主要依靠成本的下降。
- **财务费用控制良好:** 公司的期间费用约为 298 百万元, 期间费用率为 9.66%, 较 11 年同期增加 1.1 个百分点。这主要是因为需求减少导致竞争加剧, 同时人工成本上升无法改变, 所以公司管理费用和销售费用并未随收入下降而减少, 反而同比分别增加了 2.56% 和 7.39%。当期公司财务费用仅为 1.77 百万元, 同比减少 5.84%, 依然得到良好控制; 但期末公司的长期借款较期初增加 199 百万元至 315 百万元, 意味着下半年财务费用要高于上半年。
- **投资收益和营业外收入增加:** 报告期内, 公司的投资净收益达 6.56 百万元 (来自理财产品收益), 同比增长 113%; 而营业外收入达 11.18 百万元 (主要来自资产处置利得和政府补贴), 同比增长 166%; 故而导致公司净利润下滑幅度小于营业收入的。

图表1: 公司单季度收入和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度三项费用率



- **应收账款和票据略有下滑:** 期末公司应收账款和票据共 854 百万元, 较期初增加了 160 百万元, 但较 1 季度末减少了 31 百万元。显示出在需求下滑的背景下, 公司开始加强应收账款回收力度。
- **现金流有所改善:** 上半年公司经营活动现金流入 117 百万元, 虽然低于当期利润和 11 年同期的 210 百万元, 但较 1 季度的 43 百万元相比有明显提高。这主要是因为存货较 1 季度末减少了 119 百万元所致, 说明公司在行业需求减少的情况下在主动减少库存。

盈利预测和投资建议

- 鉴于经济下滑对叉车需求的影响正在显现, 根据当前市场形势, 我们下调了对公司的盈利预测, 预计 2012-2014 年公司的营业收入分别为 5,658, 6,311 和 7,232 百万元, 净利润分别为 352, 394 和 453 百万元, EPS 分别为 0.685, 0.767 和 0.881 元, 较前期预测的 0.869、1.023 和 1.194 元分别下调了 21%、25%和 26%。
- 公司当前股价对应 12 年 11.64 倍 PE, 该估值已较多反映市场对叉车需求下滑的预期, 由于叉车需求周期性相对较弱, 且公司市场龙头地位稳固, 我们维持“增持”评级。

风险提示

- 公司原厂的拆迁补偿和土地收储可能会形成非经常性损益, 影响当期利润。

图表3: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
内燃叉车					
平均售价 (千元/台)	65.33	67.29	67.29	67.91	68.51
增长率 (YOY)	-7.93%	3.00%	0.00%	0.91%	0.89%
销售数量 (台)	51,500	57,000	52,440	57,684	64,606
增长率 (YOY)	64.01%	10.68%	-8.00%	10.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	3,364.70	3,835.76	3,528.90	3,917.08	4,426.30
增长率 (YOY)	51.00%	14.00%	-8.00%	11.00%	13.00%
毛利率	18.30%	16.00%	17.50%	17.50%	17.50%
销售成本 (百万元)	2,749.01	3,222.10	2,911.40	3,231.65	3,651.77
增长率 (YOY)	49.17%	17.21%	-9.64%	11.00%	13.00%
毛利 (百万元)	615.69	613.66	617.50	685.42	774.53
增长率 (YOY)	59.73%	-0.33%	0.63%	11.00%	13.00%
占总销售额比重	66.18%	60.97%	62.37%	62.06%	61.21%
占主营业务利润比重	63.48%	55.37%	59.40%	58.78%	57.76%
电动叉车					
平均售价 (千元/台)	66.52	78.11	78.11	78.11	78.11
增长率 (YOY)	-13.01%	17.44%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	5,500	10,000	9,000	10,350	11,903
增长率 (YOY)	71.88%	81.82%	-10.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	365.84	781.13	703.02	808.47	929.74
增长率 (YOY)	49.51%	113.52%	-10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	17.82%	16.53%	17.00%	17.50%	17.50%
销售成本 (百万元)	300.65	651.97	583.47	666.95	766.99
增长率 (YOY)	47.15%	116.86%	-10.51%	14.31%	15.00%
毛利 (百万元)	65.19	129.16	119.55	141.52	162.75
增长率 (YOY)	61.46%	98.13%	-7.44%	18.38%	15.00%
占总销售额比重	7.20%	12.42%	12.43%	12.81%	12.86%
占主营业务利润比重	6.72%	11.65%	11.50%	12.14%	12.14%
装载机					
平均售价 (千元/台)	186.09	218.38	224.07	224.07	224.07
增长率 (YOY)	5.56%	17.35%	2.61%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	548	671	772	926	1,296
增长率 (YOY)	62.00%	22.54%	15.00%	20.00%	40.00%
销售收入 (百万元)	101.89	146.53	172.91	207.49	290.48
增长率 (YOY)	71.01%	43.81%	18.00%	20.00%	40.00%
毛利率	-1.55%	1.24%	1.00%	4.00%	8.00%
销售成本 (百万元)	103.48	144.71	171.18	199.19	267.24
增长率 (YOY)	54.75%	39.85%	18.29%	16.36%	34.17%
毛利 (百万元)	-1.58	1.82	1.73	8.30	23.24
增长率 (YOY)	-78.27%	-214.79%	-4.84%	380.00%	180.00%
占总销售额比重	2.00%	2.33%	3.06%	3.29%	4.02%
占主营业务利润比重	-0.16%	0.16%	0.17%	0.71%	1.73%
其它产品					
销售收入 (百万元)	1,252.01	1,528.07	1,253.02	1,378.32	1,585.07
增长率 (YOY)	116.40%	22.05%	-18.00%	10.00%	15.00%
毛利率	23.22%	23.79%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本 (百万元)	961.33	1,164.49	952.25	1,047.47	1,204.59
增长率 (YOY)	104.09%	21.13%	-18.23%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	290.67	363.59	300.77	330.85	380.48
增长率 (YOY)	170.36%	25.08%	-17.28%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	24.62%	24.29%	22.15%	21.84%	21.92%
占主营业务利润比重	29.97%	32.81%	28.93%	28.37%	28.37%
销售总收入 (百万元)	5,084.44	6,291.49	5,657.84	6,311.36	7,231.59
销售总成本 (百万元)	4,114.47	5,183.27	4,618.29	5,145.26	5,890.60
毛利 (百万元)	969.96	1,108.22	1,039.55	1,166.09	1,340.99
平均毛利率	19.08%	17.61%	18.37%	18.48%	18.54%

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表4：财务报表预测
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,111	5,084	6,291	5,658	6,311	7,232
增长率		63.4%	23.7%	-10.1%	11.6%	14.6%
主营业务成本	-2,585	-4,114	-5,183	-4,618	-5,145	-5,891
%销售收入	83.1%	80.9%	82.4%	81.6%	81.5%	81.5%
毛利	526	970	1,108	1,040	1,166	1,341
%销售收入	16.9%	19.1%	17.6%	18.4%	18.5%	18.5%
营业税金及附加	-12	-16	-19	-18	-20	-23
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-154	-210	-270	-266	-297	-340
%销售收入	4.9%	4.1%	4.3%	4.7%	4.7%	4.7%
管理费用	-224	-270	-334	-322	-360	-412
%销售收入	7.2%	5.3%	5.3%	5.7%	5.7%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	137	474	485	433	490	566
%销售收入	4.4%	9.3%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%
财务费用	-4	-4	-4	-5	-6	-7
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-13	-23	-19	-17	-13	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	14	10	6	4
%税前利润	0.0%	0.9%	2.7%	2.2%	1.2%	0.7%
营业利润	120	452	477	421	477	551
营业利润率	3.9%	8.9%	7.6%	7.4%	7.6%	7.6%
营业外收支	22	24	32	25	22	20
税前利润	142	476	510	446	499	571
利润率	4.6%	9.4%	8.1%	7.9%	7.9%	7.9%
所得税	-14	-71	-80	-67	-75	-86
所得税率	9.5%	14.9%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	129	405	429	379	424	486
少数股东损益	17	43	43	27	30	33
归属于母公司的净利润	112	362	386	352	394	453
净利率	3.6%	7.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	129	405	429	379	424	486
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	144	160	152	157	165
非经营收益	11	-10	-20	9	9	23
营运资金变动	156	-52	-417	259	23	-1
经营活动现金净流	418	487	153	798	613	672
资本开支	-176	-214	-252	-109	-90	-93
投资	-14	0	0	-1	0	0
其他	5	11	18	10	6	4
投资活动现金净流	-185	-203	-234	-100	-84	-89
股权募资	8	0	4	86	0	0
债权募资	0	-50	-2	148	0	0
其他	-56	-55	-136	-22	-104	-114
筹资活动现金净流	-48	-105	-134	212	-104	-114
现金净流量	185	178	-215	910	426	469

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	615	624	367	1,277	1,703	2,172
应收款项	429	672	745	735	792	880
存货	618	797	1,096	1,075	1,128	1,210
其他流动资产	154	287	411	141	156	179
流动资产	1,815	2,380	2,619	3,228	3,779	4,441
%总资产	56.9%	60.3%	60.4%	65.6%	69.5%	73.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	1,200	1,384	1,527	1,527	1,497	1,458
%总资产	37.6%	35.1%	35.2%	31.0%	27.5%	24.1%
无形资产	166	166	165	162	161	160
非流动资产	1,376	1,567	1,715	1,692	1,660	1,620
%总资产	43.1%	39.7%	39.6%	34.4%	30.5%	26.7%
资产总计	3,192	3,947	4,333	4,920	5,439	6,061
短期借款	150	100	0	0	0	0
应付款项	763	1,157	1,192	1,196	1,333	1,526
其他流动负债	1	38	77	113	138	148
流动负债	914	1,295	1,269	1,310	1,471	1,674
长期贷款	19	18	117	315	315	315
其他长期负债	22	39	50	0	0	0
负债	955	1,352	1,436	1,625	1,786	1,989
普通股股东权益	2,150	2,476	2,755	3,126	3,453	3,839
少数股东权益	87	119	143	170	199	232
负债股东权益合计	3,192	3,947	4,333	4,920	5,439	6,061

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.313	1.015	0.901	0.685	0.767	0.881
每股净资产	6.022	6.937	6.432	6.081	6.718	7.469
每股经营现金净流	1.171	1.364	0.356	1.553	1.193	1.307
每股股利	0.100	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.19%	14.62%	14.01%	11.26%	11.42%	11.80%
总资产收益率	3.50%	9.17%	8.90%	7.15%	7.25%	7.47%
投入资本收益率	5.15%	14.88%	13.56%	10.19%	10.49%	10.96%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.25%	63.43%	23.74%	-10.07%	11.55%	14.58%
EBIT增长率	-37.24%	246.68%	2.32%	-10.80%	13.05%	15.58%
净利润增长率	-40.83%	224.48%	6.55%	-8.78%	12.02%	14.87%
总资产增长率	5.83%	23.67%	9.78%	13.55%	10.53%	11.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.7	31.4	31.8	37.0	36.0	35.0
存货周转天数	102.7	62.8	66.7	85.0	80.0	75.0
应付账款周转天数	65.7	54.8	51.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	127.3	90.4	80.6	88.9	77.4	65.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.97%	-19.48%	-8.64%	-29.19%	-37.98%	-45.61%
EBIT利息保障倍数	36.9	120.8	127.6	87.5	81.5	83.9
资产负债率	29.93%	34.26%	33.13%	33.02%	32.84%	32.82%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	8
增持	0	0	0	0	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.50

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

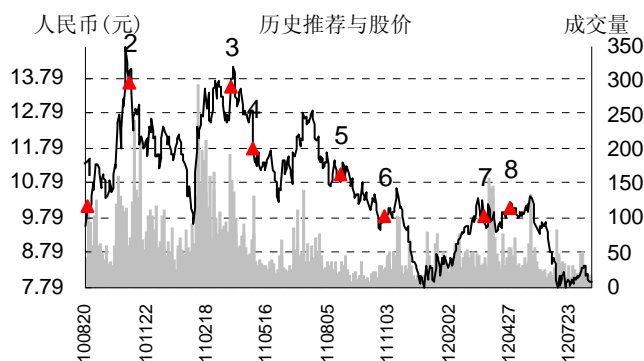
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-08-24	增持	10.12	N/A
2 2010-10-28	增持	13.66	N/A
3 2011-03-22	增持	13.54	N/A
4 2011-04-25	增持	11.79	N/A
5 2011-08-23	增持	11.01	N/A
6 2011-10-28	增持	9.86	N/A
7 2012-03-20	增持	9.84	N/A
8 2012-05-01	增持	10.04	N/A

来源：国金证券研究所



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：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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方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信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员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