

安徽合力 (600761)

公司评级：买入

评级时间：2013-10-24

目标价格（元）：11.16

当前价格（元）：8.04

前次评级：首次评级

股价走势：



相关研究

13.08.02 物流增长驱动需求，内外合璧合力发展

联系人

华安证券研究所机械研究组

电话：021-60958361

Email: gyz802100@163.com

盈利能力持续提升，业绩走向持续向好

事件：

公司公布三季度季报，2013年1-9月，公司实现营业收入49.66亿元，同比增长9.77%；归属于上市公司股东的净利润3.88亿元，同比增长45.43%；扣除非经常性损益归属上市公司股东净利润3.27亿元，同比增长33.92%；EPS为0.76元，比2012年增加46.15%。

评论：

■ **首先，公司营业收入符合之前预期，净利润增长超出预期，公司盈利能力持续提升。**公司前1-9月实现营业收入49.66亿元，同比增长9.77%，与我们之前公司深度研究报告中的年度增长率(9.7%)趋于一致；公司净利润扣除非经常损益前、后分别同比增长45.43%、33.92%，超出之前的预期。其主要原因来自于以下几个方面：(1)公司主营业务叉车销量平稳增加(仅1-8月合力叉车销量55945台，同比增长10.94%)从而带动营业收入增加；(2)报告期内公司销售毛利率19.40%，比去年同期提高1.56%，销售净利率8.35%，比去年同期增加1.95%，而期间费用率增长幅度比去年同期增幅收窄0.75%，使得公司盈利能力大幅增强。(3)2013年7月11日，公司收到了第一笔土地收储补偿费用约1亿元，扣除相关资产账面净值约4147万元后，剩余约5935万元计入当期损益，增加报告期内营收。

■ **其次，驱动公司业绩增长的因素走向持续向好，使得公司未来业绩具有良好支撑。**从叉车行业产业链来看，支撑叉车市场需求的驱动因素持续提升，使得公司业绩具有良好的支撑，主要有以下几个方面：(1)上游原材料价格持续低位徘徊(主要钢材Q235等维持在4300元/吨左右)，且短期内产能过剩及库存高企的情形难以改变，使得公司主营业务叉车的制造成本也维持在低位，有利于公司产品保持较高的毛利率水平。(2)下游机械、交通、化学工业及能源部门占叉车需求总量的约50%，而叉车下游行业生产经营环境持续改善，使得市场总体需求空间增加。(3)2012年物流固定资产投资同比增速23.77%，2013年全年物流费用在9.8万亿左右，根据物流行业固定资产投资对叉车销量的**先导指示作用**及其物流总费用对与叉车销量间的**同步率**，按照公司叉车市场占有率22%计算，预计公司2013年叉车销量将增长12%以上。同时，2013年1-8月物流固定资产投资同比增长达到约25%，展望2014，叉车行业稳步增长也将使得公司业绩能有较好表现。(4)国外市场需求增加，公司海外市场拓展潜力巨大。2013年1-9月，我国叉车出口7.3万台，同比增长15.49%，国外市场持续增长，而公司海外市场营收仅占总收入约10%，未来公司海外市场业务拓展具有较大潜力。

■ **最后，公司新品增加企业活力，未来业务业绩潜力巨大；同时产品自制率持续提升，产品质量管控能力增强。**公司推出的新品纯电动、混合动力、LNG液化天然气及其H2000型3T双燃料液力叉车，符合当前国家节能环保要求及其未来行业发展主线，产品市场需求未来需求巨大。且公司在10月24日公告，公司自筹资金投资建设合肥铸造技术中心，宝鸡叉车厂研发中心和蚌埠液力机械提升装备实验及配套设施，这将进一步提升公司产品自制率水平，未来有助于公司产品核心部件的质量管控及其毛利率提高，进一步增强公司产品竞争力，实现主营业务业绩提升。

■ **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2013年—2015年，营业收入分别为65.56、73.82、83.29亿元，净利润分别为4.76亿、6.66亿、7.84亿元，对应的EPS分别为0.93、1.30、1.53元，参照可比公司估值，我们调高6个月内为11.16元(深度报告6个月目标价10.85元)的合理目标价，对应12倍PE，**我们给予公司继续维持“买入”的投资评级。**

风险提示。上游原材料价格上涨，特别是钢材价格的上涨使产品盈利能力降低；人民币升值持续走高、美元持续贬值对公司叉车出口业务影响。

表 1：公司主营业务分项预测

主营业务一：叉车	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营叉车收入（百万元）	3006.03	4949.19	6083.16	5760.92	6323.19	7126.23	8031.26
主营叉车收入增长率（%）	-15.61%	64.64%	22.91%	-5.30%	9.76%	12.70%	12.70%
主营叉车销售数量（台）	34624	56501	70840	68623	76858	88386	101644
主营叉车销售增长率（%）	-4.37%	63.18%	25.38%	-3.13%	12.00%	15.00%	15.00%
主营叉车销售均价（万元/台）	8.68	8.76	8.59	8.40	8.23	8.06	7.90
主营叉车单价变化率（%）	-11.75%	0.89%	-1.97%	-2.24%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
主营叉车成本（百万元）	2,482.21	3,990.99	4,994.66	4,712.23	5009.25	5560.57	6272.37
主营叉车成本增长率（%）	-14.42%	60.78%	25.15%	-5.65%	6.30%	11.01%	12.80%
其余主营成本费用（百万元）	-	-	229.31	303.92	410.30	553.90	747.77
其余主营成本增长率（%）	-	-	-	32.54%	35.00%	35.00%	35.00%
主营叉车毛利率（%）	17.43%	19.36%	17.89%	18.20%	20.78%	21.97%	21.90%
主营业务二：装载机							
主营装载机收入（百万元）	59.58	101.89	146.54	159.83	172.62	186.08	213.99
主营装载机收入增长率（%）	81.59%	71.01%	43.82%	9.07%	8.00%	7.80%	15.00%
主营装载机销售数量（台）	305	512	671	721	779	857	985
主营装载机销售增长率（%）	-	67.87%	31.05%	7.45%	8.00%	10.00%	15.00%
主营装载机车销售均价（万元/台）	-	19.90	21.84	22.17	22.17	21.72	21.72
主营装载机单价变化率（%）	-	-	9.74%	1.51%	0.00%	-2.00%	0.00%
主营装载机成本（百万元）	66.87	103.48	144.72	150.29	157.80	165.69	182.26
主营装载机成本增长率（%）	-	54.75%	39.85%	3.85%	5.00%	5.00%	10.00%
主营装载机毛利率（%）	-12.24%	-1.56%	1.24%	5.97%	8.58%	10.96%	14.83%
主营业务三：其它类型业务							
其它类别营业收入（百万元）	45.49	33.36	61.79	54.97	60.47	69.54	83.44
其它类别营业收入增长率（%）	-	-26.67%	85.22%	-11.04%	10.00%	15.00%	20.00%
其它类别营业成本（百万元）	35.96	20.00	43.89	34.14	35.85	39.43	45.35
其它类别营业成本增长率（%）	-	-44.38%	119.45%	-22.21%	5.00%	10.00%	15.00%
其它类别产品毛利率（%）	26.50%	40.05%	28.97%	37.89%	68.68%	76.35%	84.02%
营业收入合计	3,111.10	5,084.44	6,291.49	5,975.72	6,556.27	7,381.85	8,328.70
营业收入增长率（%）	-	63.43%	23.74%	-5.02%	9.72%	12.59%	12.83%
营业成本合计（百万元）	2,585.04	4,114.47	5,183.27	4,896.66	5,202.90	5,765.69	6,499.98
营业成本增长率（%）	-	59.16%	25.98%	-5.53%	6.25%	10.82%	12.74%
综合毛利率（%）	16.91%	19.08%	17.61%	18.06%	20.64%	21.89%	21.96%

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	317	1175	1568	2093
应收款项	859	862	968	1128
存货净额	1005	1055	1189	1334
其他流动资产	510	453	541	632
流动资产合计	2691	3544	4266	5188
固定资产	1751	1583	1442	1297
无形资产及其他	194	186	178	170
投资性房地产	28	28	28	28
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	4664	5341	5914	6684
短期借款及交易性金融负债	0	200	200	200
应付款项	989	1116	1179	1349
其他流动负债	249	257	289	325
流动负债合计	1238	1572	1668	1874
长期借款及应付债券	215	215	215	215
其他长期负债	46	46	46	46
长期负债合计	261	261	261	261
负债合计	1499	1833	1929	2135
少数股东权益	147	177	216	263
股东权益	3019	3332	3769	4285
负债和股东权益总计	4664	5341	5914	6684

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.68	0.93	1.30	1.53
每股红利	0.23	0.32	0.44	0.52
每股净资产	5.87	6.48	7.33	8.34
ROIC	11%	18%	25%	28%
ROE	12%	14%	18%	18%
毛利率	18%	21%	22%	22%
EBIT Margin	7%	10%	11%	12%
EBITDA Margin	10%	12%	14%	14%
收入增长	-5%	10%	13%	13%
净利润增长率	-9%	36%	40%	18%
资产负债率	35%	38%	36%	36%
息率	2.9%	3.9%	5.5%	6.5%
P/E	11.8	8.7	6.2	5.3
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.8	7.3	6.0	5.4

资料来源：wind、华安证券研究所

利润表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5976	6556	7382	8329
营业成本	4897	5203	5766	6500
营业税金及附加	23	19	20	21
销售费用	276	296	322	350
管理费用	359	397	436	479
财务费用	9	(3)	(14)	(25)
投资收益	14	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(17)	(35)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	410	609	852	1004
营业外净收支	42	0	0	0
利润总额	452	609	852	1004
所得税费用	72	91	128	151
少数股东损益	31	42	58	69
归属于母公司净利润	349	476	666	784

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	349	476	666	784
资产减值准备	(2)	0	(1)	(1)
折旧摊销	156	171	180	183
公允价值变动损失	17	35	0	0
财务费用	9	(3)	(14)	(25)
营运资本变动	(162)	139	(235)	(191)
其它	22	30	41	48
经营活动现金流	380	851	651	824
资本开支	(355)	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(355)	(30)	(30)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	98	0	0	0
支付股利、利息	(120)	(163)	(228)	(269)
其它融资现金流	(32)	200	0	0
融资活动现金流	(75)	37	(228)	(269)
现金净变动	(50)	858	393	525
货币资金的期初余额	367	317	1175	1568
货币资金的期末余额	317	1175	1568	2093
企业自由现金流	(6)	825	628	794
权益自由现金流	59	1027	640	815

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。