



## 业绩恢复迅速，2010 年成长更好

——安徽合力（600761）2009 年年报点评

## 事件：

今日，安徽合力（600761）发布 2009 年年报。报告期内，公司实现营业收入 31.11 亿元，同比下降 14.25%；归属于母公司所有者的净利润 1.11 亿元，同比下降 40.83%；基本 EPS0.31 元，扣除非经常性损益后基本 EPS0.25 元。

利润分配预案：以总股本 35,695.45 万股为基数，每 10 股派送 1.00 元（含税）现金股利。

## 分析与点评：

## 1、全年生产经营先抑后扬

从第三季度开始，公司生产经营明显好转，经济效益逐渐回升，年末公司主导产品产销规模已基本恢复到金融危机前的水平。单季 EPS-0.043 元、0.06 元、0.098 元、0.198 元。

报告期内，发生非经常性损益金额约 2290 万元，合 EPS0.064 元，对 EPS 产生较大影响，主要为计入当期损益的政府补助和税收返还、减免，分别为 1527 万元、740 万元。

## 2、叉车产品的主导地位进一步突出，综合毛利率下降 1.3 个百分点

主导产品叉车营业收入 24.73 亿，同比下降 9.98%，占总营收比重 79.5%，与上半年基本持平，但较 08 年提升 3.8 个百分点，显示叉车产品的主导地位进一步突出。

综合毛利率 16.91%，较年中好转，但较 08 年末下降 1.3 个百分点。叉车及其他产品毛利率下降，装载机降幅收窄，受产品结构变化（阿发系列等经济型产品占比提升）影响，利润率为 16.84%，较 08 年下降 0.8 个百分点。

装载机收入同比增 61%，经营出现一定好转，预计 10 年继续增长 50%以上。

公司在国内市场收入不降反升，实现 26.95 亿，增长 9.6%，占总营收比重 87.9%；但国际市场仍然低迷，全年下降 67.34%，但降幅较上半年有一定收窄（09H1, 75.63%）。

## 3、全球叉车市场将有望转暖，公司在国内市场占有率提高 5.2 个百分点

09 年，一方面，国内工业车辆销售总量约 13.9 万辆，同比减少 17.4%，全球工业车辆销售总量同比下降近 40%，欧美发达国家的降幅超过 50%，海外市场大幅萎缩；另一方面，一些新投资的叉车项目在国内陆续开建，共有包括独资、合资企业在内的 100 余家企业从事叉车产品生产，市场竞争更加激烈和残酷。

请务必阅读正文之后的重要声明

## 机械设备

评级：推荐（维持）

上次评级：推荐

目标价格：¥17.5

上次预测：¥

当前价格：¥13.68

2010.3.23

## 基础数据

总股本/流通 A 股（亿股） 3.5695/3.5695

总市值（亿元） 48.83

流通市值（亿元） 48.83

每股净资产（元） 6.02

ROE（%） 5.28

## 交易数据

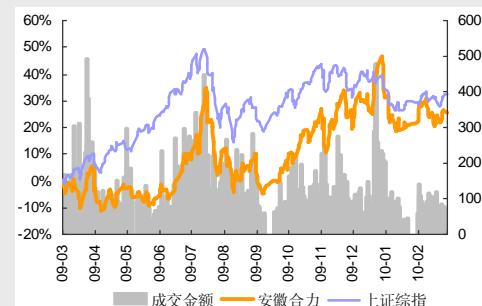
52 周内股价区间（元） 9.42 ~ 16.47

PE（TTM，倍） 44.1

动态 PE（倍） 19.0

PB（倍） 2.27

## 52 周内股价走势



## 褚艳辉 侯英民

行业研究员

执业证书编号：

S0820108050369

执业证书编号：

S0820209040017

电 话：021-32229888\*3507

邮 箱：chuyanhui@ajzq.com

## 相关报告

《踏准经济复苏节奏，向物流解决方案供应商转变——调研报告》

2009-11-18

## 公司研究

但是，中国首次取代美国成为全球最大的工业车辆市场。

从行业发展看，随着全球经济的逐步恢复、国内相关产业振兴政策的实施以及投资、消费拉动效应的进一步显现，全球叉车市场将有望出现转暖的趋势。

2009年，公司盈利虽同比降幅较大，但在国内叉车市场占有率较08年提高了5.2个百分点，巩固了行业龙头地位，提升了综合竞争能力，为新一轮发展奠定了良好的基础。

### 4、优异的管理能力

存货不断消化，主要是公司加强存货管理，降低库存所致；此外，高企的管理费用率开始下降。

图1：三项费用率（%）

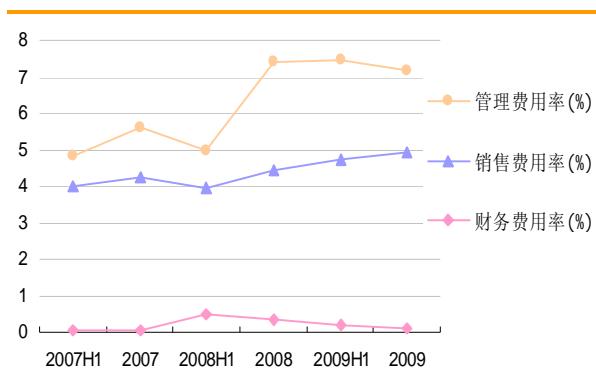
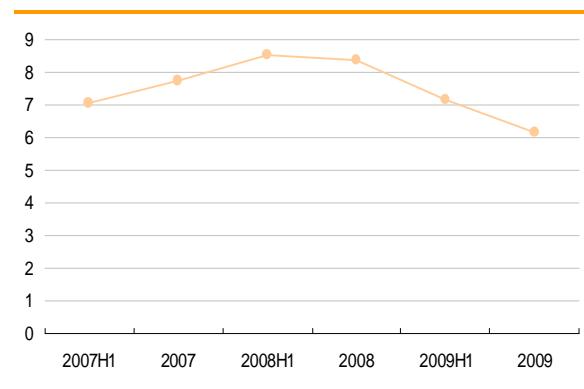


图2：存货（亿元）



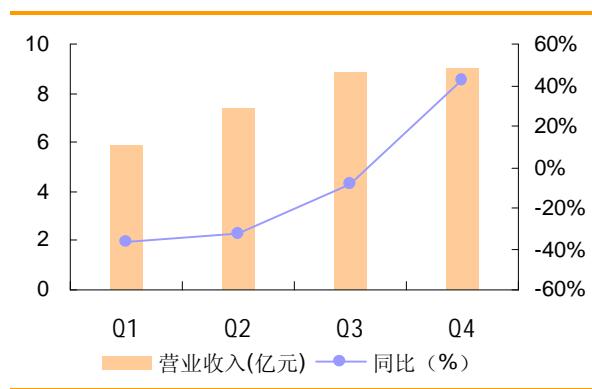
(数据来源：公司公告 爱建证券)

### 5、既定项目有序推进，业绩稳步释放

报告期内，公司抓住经济低迷期投资成本较低的有利时机，稳步推进重点项目建设。根据年度投资计划，公司以合力工业园建设为中心，统筹分子公司项目建设。合力工业园既定项目有序推进，衡阳生产基地（一期）、宝鸡渭滨工厂（一期）等项目已完成投资超过80%，已陆续投产，技术中心项目等相继开工建设。我们预计，这些项目在10年及以后将逐步释放业绩。

### 6、投资建议：维持“推荐”评级，上调盈利预测

图3：09年季度营收及增幅



(数据来源：公司公告 爱建证券)

2010年，公司制定的经营计划为：力争全年实现销售收入约40亿元，期间费用约4.8亿元。

主要经营策略归纳为三点：

- ◇ 进一步巩固和扩大国内市场占有率和扩大发达国家市场、加快开拓新兴市场并举的出口政策
- ◇ 全面推进精益生产和精品工程战略，提升管理水平，
- ◇ 加快技术进步、产品结构调整和产业升级

请务必阅读正文之后的重要声明

我们上调 10 年 EPS 至 0.68 元，对应动态 PE 为 20 倍；目前股价下对应的 PB 仅 2.3 倍，在工程机械行业当中属于低估，维持“推荐”评级，目标价格 17.5 元。

## 7、风险提示

- ◇ 全球经济复苏的进程仍存在不确定性
- ◇ 原材料成本上升可能超出预期
- ◇ 出口恢复的进程

表 1：损益表预测（单位: 百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3396.86	3628.17	3111.10	4265.32	5694.20
减: 营业成本	2608.82	2966.61	2585.04	3477.94	4646.47
营业税金及附加	14.66	14.36	11.70	17.11	22.84
营业费用	144.84	160.46	153.66	204.74	267.63
管理费用	189.82	268.66	223.84	298.57	392.90
财务费用	1.72	12.28	3.71	-9.40	-19.18
资产减值损失	14.95	8.33	12.83	11.50	12.00
加: 投资收益	2.15	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>424.20</b>	<b>197.47</b>	<b>120.31</b>	<b>264.86</b>	<b>371.54</b>
加: 其他非经营损益	14.89	12.76	22.17	15.00	15.00
<b>利润总额</b>	<b>439.09</b>	<b>210.23</b>	<b>142.48</b>	<b>279.86</b>	<b>386.54</b>
减: 所得税	82.28	2.08	13.58	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>356.81</b>	<b>208.15</b>	<b>128.90</b>	<b>279.86</b>	<b>386.54</b>
减: 少数股东损益	35.59	19.54	17.30	37.56	51.87
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>321.22</b>	<b>188.61</b>	<b>111.61</b>	<b>242.30</b>	<b>334.67</b>

表 2：财务和估值数据

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3396.86	3628.17	3111.10	4265.32	5694.20
增长率(%)	33.82%	6.81%	-14.25%	37.10%	33.50%
归属母公司股东净利润	321.22	188.61	111.61	242.30	334.67
增长率(%)	29.14%	-41.28%	-40.83%	117.11%	38.12%
每股收益(EPS)	0.900	0.528	0.313	0.679	0.938
每股股利(DPS)	0.200	0.200	0.100	0.208	0.288
每股经营现金流	0.950	0.577	1.182	0.661	1.534
销售毛利率	23.20%	18.23%	16.91%	18.46%	18.40%
销售净利率	10.50%	5.74%	4.14%	6.56%	6.79%
净资产收益率(ROE)	16.41%	9.09%	5.19%	10.45%	13.13%
投入资本回报率(ROIC)	28.33%	13.63%	8.07%	14.25%	19.12%
市盈率(P/E)	15.20	25.89	43.75	20.15	14.59
市净率(P/B)	2.49	2.35	2.27	2.11	1.92

(数据来源: 公司公告 爱建证券)

请务必阅读正文之后的重要声明

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。