

2010 年 10 月 28 日

安徽合力

业绩符合预期

A
买入

600761.SS - 人民币 21.01

目标价格: 人民币 24.40 (▲13.45)

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	48	29	50	80
相对新华富时 A50 指数(%)	61	12	35	89

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	357
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	4,725
3 个月日均交易额(人民币 百万)	110
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
安徽叉车集团	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

安徽合力公告 2010 年 1-9 月净利润同比上升 546% 至 2.64 亿人民币, 收入同比增长 67% 至 36.9 亿人民币, 业绩大幅增长主要是受益于全球经济的复苏和国内快速增长的经济环境。由于今年上半年钢材价格下降很多并且销量大增后带来的规模效益, 因此公司的毛利率同比有 4.6 个百分点的提升。我们将目标价格上调至 24.40 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 国内叉车行业市场需求在 2010 年出现爆发性的增长, 主要有两大因素: 首先是经济发展所带来的全社会物流总额的增加。其次是劳动力成本上升带来对叉车工具的需求。
- 和金融危机前海外销售相比, 目前出口额还不到当时 50% 的规模, 海外需求方面仍有很大复苏空间。预计 2010 年以及 2011 年出口将延续复苏的态势。
- 随着劳动力成本的上升, 从长期的角度来看叉车产品的竞争力将大大加强, 未来公司有望在全球市场占得优势。我们预计 2011 年公司收入将保持快速增长, 收入达到 67 亿元, 预计 2011 年净利润超过 4.3 亿元。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的波动和房地产投资的下滑可能对下游的工程机械产品的需求产生比较大的影响。

估值

- 我们对公司未来的盈利增长前景表示乐观, 参考 20 倍 2011 年预测市盈率, 我们该股目标价格从 13.45 元提升到 24.40 元人民币, 对该股维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	3,628	3,111	5,222	6,704	7,767
变动(%)	7	(14)	68	28	16
净利润(人民币百万)	189	112	336	434	498
全面摊薄每股收益(人民币)	0.53	0.31	0.94	1.22	1.40
变动(%)	17	(41)	201	29	15
市盈率(倍)	39.8	67.2	22.3	17.3	15.0
每股现金流量(人民币)	0.53	1.35	0.52	1.19	1.65
价格/每股现金流量(倍)	39.4	15.6	40.1	17.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.7	31.1	13.6	11.1	9.8
每股股息(人民币)	0.20	0.10	0.28	0.37	0.42
股息率(%)	1.0	0.5	1.3	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。我们对公司未来的盈利增长前景表示乐观，参考 20 倍 2011 年预测市盈率，我们该股目标价格从 13.45 元提升到 24.40 元人民币，对该股维持**买入**评级。

2010 年 1-9 月盈利同比上升 546%。安徽合力公告 2010 年 1-9 月净利润同比上升 546%至 2.64 亿人民币，收入同比增长 67%至 36.9 亿人民币，业绩大幅增长主要是受益于全球经济的复苏和国内快速增长的经济环境。由于今年上半年钢材价格下降很多并且销量大增后带来的规模效益，因此公司的毛利率同比有 4.6 个百分点的提升，公司在管理费用和销售费用的控制上做的非常好，因此公司的经营利润率水平上升 7.2 个百分点，公司的净利润率提高了 5.3 个百分点。

业务分析。国内叉车行业市场需求在 2010 年出现爆发性的增长，主要有两大因素：首先是经济发展所带来的全社会物流总额的增加。其次是劳动力成本上升带来对叉车工具的需求。我国的物流产业仍处于起步阶段，具有巨大的发展潜力，预计未来几年我国全社会物流总额仍将保持高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间，我们预计未来几年国内叉车行业将保持年均 20%左右的增长。

海外市场分析。出口逐步复苏，随着全球经济逐步走出低谷，国外叉车市场需求在经历 09 年的急剧下滑后，今年上半年以来需求呈现逐步回暖态势。上半年公司出口实现收入 2.86 亿元，同比增长 92.46%，高于国内收入增长，出口占总营业收入的 12.3%，不过和金融危机前海外销售相比，仍只有不到当时 50%的出口规模，因此海外需求方面仍有很大复苏空间。预计 2010 年以及 2011 年出口将延续复苏的态势。

营业外收入。09 年 12 月公司发布了《公司老厂区土地收储前相关事宜的议案》的公告，公司老厂区位于合肥市望江西路 15 号的 156 亩工业用地，按照土地政策与政府规划要求，将由安叉集团公司牵头与市政府及相关部门商谈收储事宜。由于这块地目前的市价较成本价已经大幅上升，若土地收储顺利进行，因此会给公司带来一次性的营业外收入。

未来行业变革，由于伴随经济的增长，人工成本和土地成本上升是必然的趋势，而且这些成本已在当前体现出明显的上涨趋势，因此我们看好叉车作为人工替代和集约化仓储的长期前景。虽然叉车的技术水平比较成熟，目前的毛利率水平并不高，但较低的毛利率水平使得众多的潜在进入者难以立足，未来的行业竞争中，作为行业龙头企业安徽合力占据非常强的优势地位。

盈利分析。随着劳动力成本的上升，从长期的角度来看叉车产品的竞争力将大大加强，未来公司有望在全球市场占得优势。我们预计 2011 年公司收入将保持快速增长，收入达到 67 亿元，预计 2011 年净利润超过 4.3 亿元。

图表 2. 2010 年 1-9 月业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动 %
经营收入	2,210	3,691	67
销售成本	(1,882)	(2,976)	58
毛利润	328	715	118
销售费用	(104)	(154)	48
管理费用	(169)	(203)	20
经营利润	55	358	553
财务成本	(4)	(3)	(7)
投资及其它收益	7	(6)	(174)
税前利润	59	349	495
税金	(7)	(56)	714
少数股东权益	(11.0)	(29.8)	170
净利润	41	264	546

盈利能力(%)

毛利率	14.8	19.4
经营利润率	2.5	9.7
净利率	1.8	7.1

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,628	3,111	5,222	6,704	7,767
销售成本	(2,981)	(2,597)	(4,179)	(5,366)	(6,218)
经营费用	(337)	(268)	(476)	(636)	(751)
息税折旧前利润	311	247	566	702	798
折旧及摊销	(93)	(110)	(141)	(157)	(167)
经营利润(息税前利润)	218	137	425	546	630
净利息收入/(费用)	(12)	(4)	(3)	(5)	(4)
其他收益/(损失)	4	9	7	14	11
税前利润	210	142	429	555	637
所得税	(2)	(14)	(64)	(83)	(96)
少数股东权益	(20)	(17)	(29)	(37)	(43)
净利润	189	112	336	434	498
核心净利润	189	112	336	434	498
每股收益(港币)	0.528	0.313	0.941	1.217	1.396
核心每股收益(港币)	0.528	0.313	0.941	1.217	1.396
每股股息(港币)	0.200	0.100	0.282	0.365	0.419
收入增长(%)	7	(14)	68	28	16
息税前利润增长(%)	(50)	(37)	211	28	16
息税折旧前利润增长(%)	(40)	(21)	130	24	14
每股收益增长(%)	17	(41)	201	29	15
核心每股收益增长(%)	17	(41)	201	29	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	210	142	429	555	637
折旧与摊销	93	110	141	157	167
净利息费用	12	4	3	5	4
运营资本变动	(110)	148	(322)	(210)	(124)
税金	(2)	(14)	(64)	(83)	(96)
其他经营现金流	(13)	92	0	0	0
经营活动产生的现金流	190	482	187	423	590
购买固定资产净值	(297)	(178)	(238)	(207)	(184)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	10	(8)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(287)	(185)	(238)	(207)	(184)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	70	0	50	50	50
支付股息	(93)	(71)	(36)	(101)	(130)
其他融资现金流	(8)	(4)	(3)	(5)	(4)
融资活动产生的现金流	(31)	(76)	12	(55)	(84)
现金变动	(127)	222	(39)	161	321
期初现金	556	429	650	611	772
公司自由现金流	(89)	305	(42)	227	419
权益自由现金流	(39)	293	(4)	262	451

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	429	650	611	772	1,093
应收帐款	357	429	586	752	916
库存	837	618	1,133	1,413	1,601
其他流动资产	224	154	239	303	349
流动资产总计	1,846	1,850	2,569	3,239	3,959
固定资产	1,013	1,202	1,302	1,356	1,377
无形资产	135	165	161	158	154
其他长期资产	22	12	12	12	12
长期资产总计	1,170	1,379	1,475	1,526	1,542
总资产	3,016	3,228	4,044	4,765	5,501
应付帐款	598	654	1,000	1,260	1,504
短期债务	150	150	200	250	300
其他流动负债	79	146	301	371	420
流动负债总计	827	950	1,501	1,881	2,225
长期借款	19	19	19	19	19
其他长期负债	12	22	22	22	22
股本	357	357	357	357	357
储备	1,718	1,794	2,029	2,333	2,682
股东权益	2,075	2,151	2,386	2,690	3,039
少数股东权益	83	87	116	153	196
总负债及权益	3,016	3,228	4,044	4,765	5,501
每股帐面价值(港币)	5.81	6.03	6.68	7.54	8.51
每股有形资产(港币)	5.43	5.56	6.23	7.09	8.08
每股净负债(现金)	(0.73)	(1.35)	(1.10)	(1.41)	(2.17)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.6	7.9	10.8	10.5	10.3
息税前利润率	6.0	4.4	8.1	8.1	8.1
税前利润率	5.8	4.6	8.2	8.3	8.2
净利率	5.2	3.6	6.4	6.5	6.4
流动性(倍)					
流动比率	2.2	1.9	1.7	1.7	1.8
利息覆盖率	11.1	11.6	35.3	36.3	34.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.2	1.3	1.0	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	39.8	67.2	22.3	17.3	15.0
核心业务市盈率	39.8	67.2	22.3	17.3	15.0
目标价对应核心业务市盈率					
盈率	46.2	78.0	25.9	20.0	17.5
市净率	3.6	3.5	3.1	2.8	2.5
价格/现金流	39.4	15.5	40.1	17.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润	23.6	28.8	12.8	10.2	8.7
周转率					
存货周转天数	98.6	102.2	76.5	86.6	88.4
应收帐款周转天数	36.3	46.1	35.5	36.4	39.2
应付帐款周转天数	59.0	73.4	57.8	61.5	64.9
回报率(%)					
股息支付率	37.9	32.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	9.4	5.3	14.8	17.1	17.4
资产收益率	7.3	4.0	9.9	10.5	10.4
已运用资本收益率	10.1	6.1	16.9	19.1	19.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 26 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371