

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

受益于人力成本上升，稳健经营带来增长可期

——安徽合力(600761)调研简报

核心观点

事件：我们调研了安徽合力，与公司就产品行业需求情况进行了沟通。

点评：

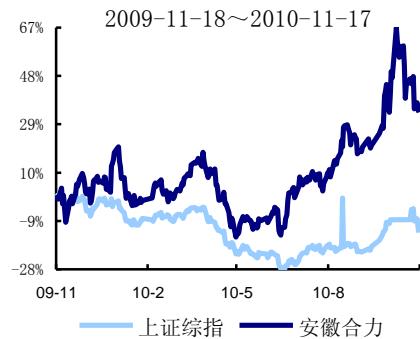
叉车行业龙头，人力成本提高带来持续需求 公司主要产品是叉车，占总收入的82%。叉车作为物流机械，主要用于货物的搬运，下游用户众多，受到固定资产投资影响较小。通过对属具的改装，叉车能搬运各种形状、规模、50吨以下的重量的货物。随着国内人力成本的上升，对叉车的需求将保持增长。目前国内有100多个厂商进入叉车行业，但产能达到1万台的公司不超过5家，公司作为国内叉车行业龙头，产能达到6万台，市场占有率为30%左右，与排名第二的杭州叉车一起占据了60%的市场份额。公司叉车08年之前重点出口欧美，随着发达国家金融危机带来市场萎缩，公司重点拓展印度、巴西等国市场，取得了出口的快速增长。公司08年拟增发扩大产能未获批，但公司利用自有资金继续投入。目前在衡阳有2000台产能基地在建，宝鸡渭滨有5000台大吨位叉车新增产能项目在建。随着产能的逐步达产，未来成长可期。

零部件自制率高，提供新的利润来源 公司相对于竞争对手，注重研发，拥有国家级技术中心，也是火炬项目的承担单位。公司产品零部件自制率高，除了座椅、轮胎、齿轮、发动机，其余零部件均自制，包括转向桥，油缸、属具、夹具、门架、外壳，驾驶室薄板。有利于保证毛利率水平，并根据用户需求进行改进。公司目前有安庆5万台新增车桥产能项目在建，9万台V法铸造中心项目、9万台薄板项目在建。公司零部件、配件不仅提供给公司，还出售给其他企业，收入占总收入16%。且这部分毛利率达到21%，高于叉车及装载机，给公司带来新的盈利点。

装载机毛利率上升，带来净利较大幅度上升 公司装载机占收入2.43%。年报毛利率为-12.6%，半年报毛利率为-2.78%，主要由于公司在高位购买了原材料，致使毛利率为负。随着高成本的零部件消耗完毕，销量从600台提升到2000台，毛利率上升空间较大，给净利润增长带来空间。公司目前在工业园北区项目在建设堆高机、正面吊等新产品项目，逐步拓展公司的产品线。我们认为公司稳健经营，预计未来三年每股收益为0.92元、1.14元、1.37元，给予推荐A评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	3111	4853	6261	7763
同比增速(%)	-14%	56%	29%	24%
净利润(百万)	112	327	406	491
同比增速(%)	-41%	193%	24%	21%
EPS(元)	0.31	0.92	1.14	1.37
P/E	56.45	19.28	15.51	12.84

股价走势图**基础数据**

总股本(万股)	25852.18
流通A股(万股)	15190.16
52周内股价区间(元)	10.0-16.0
总市值(亿元)	37.20
总资产(亿元)	5.27
每股净资产(元)	1.75

相关报告

研究员：魏静

电话：01084183343

Email：weijing@guodu.com

执业证书编号：S0940208040096

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1815	3042	3123	4584	营业收入	3111	4853	6261	7763
现金	615	778	995	1338	营业成本	2585	3883	5009	6211
应收账款	351	487	652	803	营业税金及附加	12	19	24	30
其它应收款	25	73	54	100	营业费用	154	220	290	365
预付账款	140	127	98	32	管理费用	224	327	445	544
存货	618	1519	1245	2202	财务费用	4	14	19	21
其他	66	58	80	108	资产减值损失	13	12	11	12
非流动资产	1376	1480	1560	1635	公允价值变动收益	0	10	10	10
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	1085	1133	1140	1131	营业利润	120	389	473	591
无形资产	165	190	224	254	营业外收入	23	20	21	21
其他	126	157	196	250	营业外支出	1	2	3	2
资产总计	3192	4522	4683	6219	利润总额	142	407	491	610
流动负债	914	1920	1703	2782	所得税	14	40	33	53
短期借款	150	798	455	1047	净利润	129	367	457	557
应付账款	486	820	866	1270	少数股东损益	17	40	51	66
其他	278	302	382	466	归属母公司净利润	112	327	406	491
非流动负债	41	34	35	36	EBITDA	233	520	621	753
长期借款	19	19	18	18	EPS (元)	0.31	0.92	1.14	1.37
其他	22	16	17	18					
负债合计	955	1954	1738	2819	主要财务比率				
少数股东权益	87	127	178	244		2009	2010E	2011E	2012E
股本	357	357	357	357	成长能力				
资本公积金	713	713	713	713	营业收入	-14.3%	56.0%	29.0%	24.0%
留存收益	1080	1371	1697	2086	营业利润	-39.1%	223.0%	21.6%	25.0%
归属母公司股东权益	2150	2441	2767	3156	归属母公司净利润	-40.8%	192.9%	24.3%	20.8%
负债和股东权益	3192	4522	4683	6219	获利能力				
					毛利率	16.9%	20.0%	20.0%	20.0%
					净利率	3.6%	6.7%	6.5%	6.3%
					ROE	5.2%	13.4%	14.7%	15.5%
					ROIC	6.3%	14.1%	19.3%	18.3%
					偿债能力				
					资产负债率	29.9%	43.2%	37.1%	45.3%
					净负债比率	17.67%	41.78%	27.25%	37.78%
					流动比率	1.99	1.58	1.83	1.65
					速动比率	1.30	0.78	1.09	0.84
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.26	1.36	1.42
					应收账款周转率	9	11	10	10
					应付账款周转率	5.56	5.95	5.94	5.81
					每股指标(元)				
					每股收益	0.31	0.92	1.14	1.37
					每股经营现金	1.17	-0.60	2.42	0.26
					每股净资产	6.02	6.84	7.75	8.84
					估值比率				
					P/E	56.45	19.28	15.51	12.84
					P/B	2.93	2.58	2.28	2.00
					EV/EBITDA	25.48	11.43	9.56	7.89

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaibing@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			