

安徽合力 (600761.SH)

工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

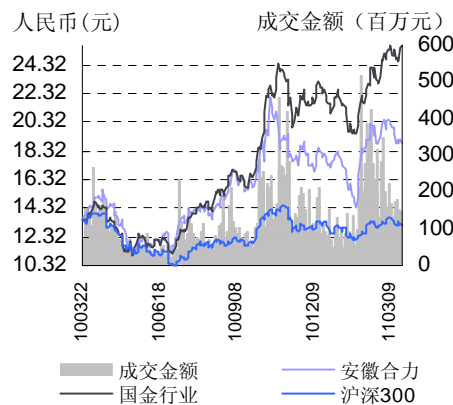
市价(人民币): 18.87 元

## 业绩超出预期

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)	356.95
总市值(百万元)	6,735.73
年内股价最高最低(元)	22.05/11.18
沪深 300 指数	3207.11
上证指数	2909.14



## 公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.528	0.313	1.015	1.299	1.566
每股净资产(元)	5.81	6.02	6.84	7.89	9.15
每股经营性现金流(元)	0.55	1.17	1.88	1.33	1.59
市盈率(倍)	13.00	45.45	21.73	16.98	14.08
行业优化市盈率(倍)	16.13	35.64	35.64	35.64	35.64
净利润增长率(%)	-41.28%	-40.83%	224.49%	28.02%	20.59%
净资产收益率(%)	9.09%	5.19%	14.84%	16.47%	17.11%
总股本(百万股)	356.95	356.95	356.95	356.95	356.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司公布 10 年业绩, 超出市场预期: 实现营业收入 5,084 百万元, 同比增长 63.43%; 归属母公司股东的净利润 362 百万元, 同比增长 224.48%, EPS 为 1.01 元。其中, 4 季度收入为 1,393 百万元, EPS 为 0.28 元。公司 11 年经营计划为销售收入约 62 亿元, 期间费用约 5.5 亿元。公司的分配预案为每 10 股派现金股利 3 元, 并转增 2 股。

## 经营分析

- 叉车产品热销: 10 年以来, 国内制造业实际投资形势有明显好转, 物流贸易稳步回升, 加上海外市场复苏, 公司叉车产品销量增长较快。
  - ◆ 国内市场: 中国工业车辆协会统计, 10 年国内叉车销量达到 23.24 万台, 同比增长 68%; 公司叉车销量达到 5.71 万台, 同比增长 65%。公司和杭叉两强并立的市场格局总体保持了稳定。
  - ◆ 海外市场: 根据海关总署统计, 10 年 1-11 月, 电动叉车和内燃叉车出口数量分别增长 62%、90%; 出口金额分别同比增长 68%、78%, 海外需求复苏情况良好。公司叉车出口也呈逐月稳定上升的态势, 预计出口台数占比已从年初的 11% 上升到下半年的约 15%。
- 单季毛利率小幅下滑: 公司 10 年的综合毛利率为 19.08%, 比 09 年增加了 2.2 个百分点。但 3-4 季度单季毛利率有所下滑, 这可能与 10 年以来钢材平均价格相对于 09 年上涨 10~13% 有关。
- 费用控制良好: 公司 10 年的销售费用率和管理费用率分别为 4.14% 和 5.30%, 比 09 年同期分别下降了 0.8 和 1.9 个百分点, 显示公司费用控制情况良好。公司的财务费用率也一直控制在较低水平。
- 应收账款增加: 10 年末公司应收账款为 525 百万元, 比年初增加了 175 百万元, 与 3 季度末基本持平。由于计提的坏账准备增加, 10 年资产减值损失达到 23 百万元, 相当于 09 年的两倍。其他流动资产从年初的 13 百万元增加至 10 年末的 170 百万元, 这主要是公司购买银行理财产品所致。

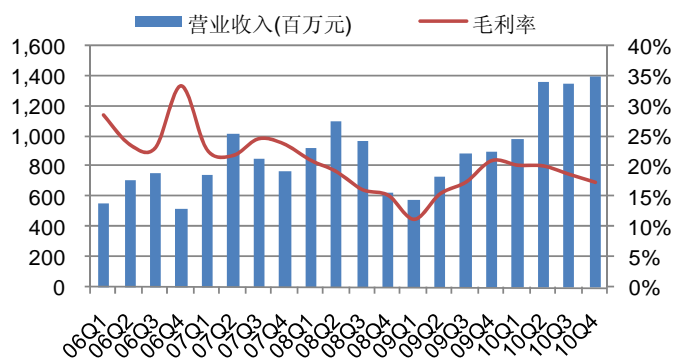
## 相关报告

1. 《叉车出口比重回升》, 2010.10.28
2. 《销量和毛利率双回升》, 2010.8.24
3. 《需求旺盛, 毛利率稳定》, 2010.4.29

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130206110212  
 (8621)61038289  
 dongyaguang@gjzq.com.cn

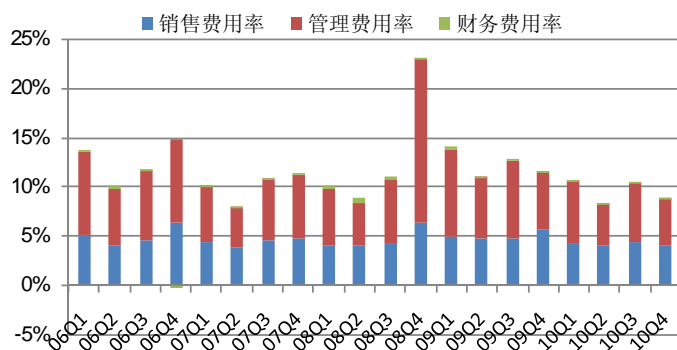
- **现金流状况良好:** 10年公司经营活动现金流净额为 487 百万元, 高于去年同期的 309 百万元, 也高于 10 年的净利润。10 年公司投资活动现金净流出 373 百万元, 相当于 09 年的两倍, 这与公司购买银行理财产品有投资有关。11 年公司预计项目建设和技改资金需求约 4 亿元, 主要通过自有资金和银行贷款等方式解决。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率

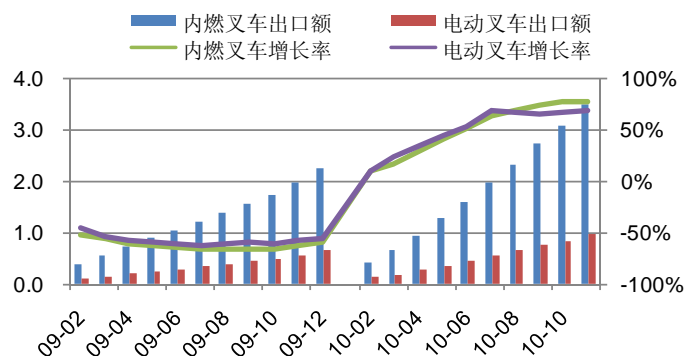


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度的三项费用率

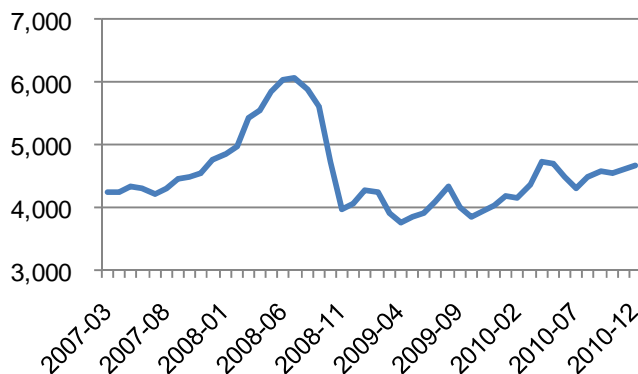


图表3: 国内叉车出口额 (亿美元)



来源: 海关总署, WIND, 国金证券研究所

图表4: 国内热轧中板价格 (元/吨)



### 盈利预测和投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 6,353, 7,518 和 8,643 百万元, 净利润分别为 464, 559 和 668 百万元, 同比增长 28%, 21%和 19%; EPS 分别为 1.30, 1.57 和 1.87 元。
- 叉车销量与整体经济形势较为密切, 其需求相对较为平稳, 公司行业地位稳固, 目前股价对应 11 年 14.52 倍 PE, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 钢材等原材料占公司成本的比重较大, 而叉车行业竞争比较激烈, 不容易通过调价转移成本压力。如果钢价大幅上涨, 将对公司产品的盈利能力产生不利影响。

图表5: 分项业务预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>内燃叉车</b>						
平均售价 (千元/台)	78.01	70.96	65.33	65.33	65.90	64.18
增长率 (YOY)	2.38%	-9.03%	-7.93%	0.00%	0.87%	-2.61%
销售数量 (台)	31,570	31,400	51,500	64,375	74,031	85,136
增长率 (YOY)	10.00%	-0.54%	64.01%	25.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	2,462.73	2,228.28	3,364.70	4,205.88	4,878.82	5,464.27
增长率 (YOY)	12.62%	-9.52%	51.00%	25.00%	16.00%	12.00%
毛利率	18.03%	17.30%	18.30%	18.30%	18.30%	18.30%
销售成本 (百万元)	2,018.65	1,842.82	2,749.01	3,436.27	3,986.07	4,464.40
增长率 (YOY)	18.56%	-8.71%	49.17%	25.00%	16.00%	12.00%
毛利 (百万元)	444.08	385.46	615.69	769.61	892.74	999.87
增长率 (YOY)	-8.28%	-13.20%	59.73%	25.00%	16.00%	12.00%
占总销售额比重	67.88%	71.62%	66.18%	66.21%	64.90%	63.22%
占主营业务利润比重	67.13%	73.27%	63.48%	64.28%	63.08%	61.19%
<b>电动叉车</b>						
平均售价 (千元/台)	76.90	76.47	66.52	64.92	64.92	66.48
增长率 (YOY)	0.00%	-0.56%	-13.01%	-2.40%	0.00%	2.40%
销售数量 (台)	3,700	3,200	5,500	6,875	8,594	10,742
增长率 (YOY)	-5.13%	-13.51%	71.88%	25.00%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	284.52	244.69	365.84	446.32	557.90	714.11
增长率 (YOY)	-5.13%	-14.00%	49.51%	22.00%	25.00%	28.00%
毛利率	18.03%	16.50%	17.82%	17.80%	17.80%	18.00%
销售成本 (百万元)	233.23	204.32	300.65	366.88	458.60	585.58
增长率 (YOY)	-0.09%	-12.40%	47.15%	22.03%	25.00%	27.69%
毛利 (百万元)	51.29	40.37	65.19	79.44	99.30	128.53
增长率 (YOY)	-22.83%	-21.29%	61.46%	21.86%	25.00%	29.44%
占总销售额比重	7.84%	7.87%	7.20%	7.03%	7.42%	8.26%
占主营业务利润比重	7.75%	7.67%	6.72%	6.63%	7.02%	7.87%
<b>装载机</b>						
平均售价 (千元/台)	208.71	176.28	186.09	190.38	190.38	190.38
增长率 (YOY)	5.98%	-15.54%	5.56%	2.31%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	157	338	548	712	1,068	1,602
增长率 (YOY)	-40.00%	115.01%	62.00%	30.00%	50.00%	50.00%
销售收入 (百万元)	32.81	59.58	101.89	135.52	203.28	304.92
增长率 (YOY)	-36.41%	81.61%	71.01%	33.00%	50.00%	50.00%
毛利率	-26.84%	-12.23%	-1.55%	3.00%	5.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	41.61	66.87	103.48	131.45	193.12	274.43
增长率 (YOY)	-19.35%	60.69%	54.75%	27.04%	46.91%	42.11%
毛利 (百万元)	-8.81	-7.28	-1.58	4.07	10.16	30.49
增长率 (YOY)	#DIV/0!	-17.27%	-78.27%	-356.86%	150.00%	200.00%
占总销售额比重	0.90%	1.92%	2.00%	2.13%	2.70%	3.53%
占主营业务利润比重	-1.33%	-1.38%	-0.16%	0.34%	0.72%	1.87%
<b>其它产品</b>						
销售收入 (百万元)	848.11	578.55	1,252.01	1,565.01	1,878.01	2,159.71
增长率 (YOY)	-1.22%	-31.78%	116.40%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	20.63%	18.58%	23.22%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	673.12	471.04	961.33	1,220.76	1,464.91	1,684.65
增长率 (YOY)	8.36%	-30.02%	104.09%	26.99%	20.00%	15.00%
毛利 (百万元)	174.99	107.51	290.67	344.25	413.10	475.06
增长率 (YOY)	-26.30%	-38.56%	170.36%	18.43%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	23.38%	18.60%	24.62%	24.64%	24.98%	24.99%
占主营业务利润比重	26.45%	20.44%	29.97%	28.75%	29.19%	29.07%
销售总收入 (百万元)	3,628.17	3,111.10	5,084.44	6,352.72	7,518.00	8,643.01
销售总成本 (百万元)	2,966.61	2,585.04	4,114.47	5,155.36	6,102.70	7,009.06
毛利 (百万元)	661.56	526.06	969.96	1,197.36	1,415.30	1,633.96
平均毛利率	18.23%	16.91%	19.08%	18.85%	18.83%	18.90%

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
强买	0	0	0	0	3
买入	0	0	0	1	9
持有	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.50	1.93

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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。

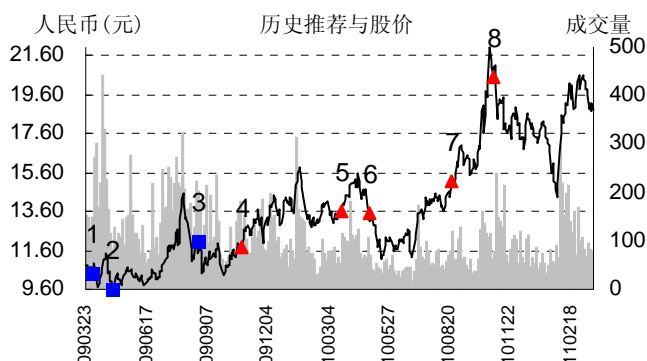
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-31	持有	10.44	N/A
2 2009-04-28	持有	9.60	N/A
3 2009-08-24	持有	12.10	N/A
4 2009-10-29	买入	11.77	N/A
5 2010-03-22	买入	13.57	N/A
6 2010-04-29	买入	13.48	1.00 ~ 1.00
7 2010-08-24	买入	15.15	N/A
8 2010-10-28	买入	20.51	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：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、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。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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61356534

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: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

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: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 921 室