

方正证券研究所

高级研究员：张远德

执业证书编号：S1220511030004

TEL: 010-68584881

E-mail: zhangyuande@foundersc.com

联系人：彭民（机械行业）

执业证书编号：S1220110100006

TEL: 010-68584886

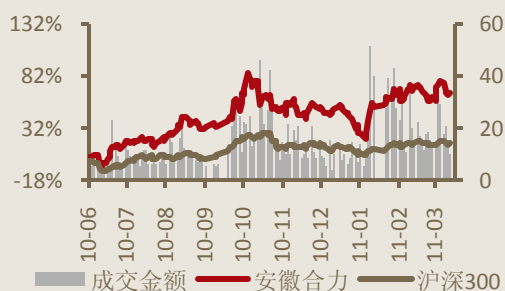
E-mail: pengmin@foundersc.com

联系人：周娅（机械行业）

TEL: 010-68584820

Email: zhouya@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	5084.44	6764.29	8369.15	10359.03
(+/-)	63.43%	33.04%	23.73%	23.78%
净利润	362.13	1075.11	590.18	729.17
(+/-)	224.48%	196.88%	-45.11%	23.55%
EPS (元)	1.01	2.51	1.38	1.70
P/E	0.00	5.69	10.37	8.39

相关研究

10 年业绩大幅增长，未来成长稳健

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

显著受益机械替代人工，叉车进入黄金发展期

安徽合力(600761)

公司调研简报
2011.06.21 增持

专用设备行业

投资要点

※我们有别于市场的观点：

1、从客户群与销售模式看：叉车客户群集中为制造与配送企业主（不同于其它产品主要客户为工程承包商与个体），同时叉车产品单价低，主要以全款销售为主（不同于其它产品按揭与租赁模式），对投资与紧缩政策的敏感性最低；2、从驱动因素看：受益机械替代人工与物流配送加速双轮驱动，叉车进入黄金发展期；3、产业链进一步完善与新增产能释放，作为行业龙头，安徽合力未来增长明确，当前股价被低估。

※显著受益机械替代人工，叉车前景长期看好

我们认为主要受益于劳动力成本不断上升、机械替代人工加速，交运物流快速发展、物流配送系统化加速，双轮驱动叉车行业进入黄金发展期，预计未来 5 年行业复合增速 15% 以上。

※下游需求火爆，产能不足或为公司中长期现象

2011年1-5月份，叉车行业累计销售13.36万辆，同比增长46.56%，为工程机械主要产品中增长最快品种。目前叉车行业普遍采用全款销售模式，1-5月份高增长反应下游真实火爆需求。公司目前本部内燃叉车产能2万台、电动叉车1万台，宝鸡基地产能1万台，衡阳基地5千台，目前公司总产能约为5万台；考虑衡阳二期建好后新增5千台、宝鸡技改完新增1万台，公司总产能能达到6.5万台。公司2010年叉车销售5.8万台，今年预计销售7.5万台以上，虽然本部维持3班倒，产能投放达到最高状态，但仍存在个别订单流失现象，产能不足效应凸显。

※完善的产业链与高部件自制率，成本转嫁能力强

公司非常重视部件投入，自制比例达到70%以上，包括转向桥、油缸、夹具、门架、外壳、驾驶室薄板等大部分零部件，完善的产业链与高自制率，一方面能有效保证产品质量，还能最大程度满足生产需求保证产能的正常释放；另一方面使得公司在成本上更具优势，有利于主营产品保持较高的毛利率水平。同时公司安庆5万台新增车桥产能项目、9万台薄板项目、叉车门架事业部建设项目、扩大油缸生产能力技改等项目建成后，将进一步提升公司零部件的自制率，产品竞争优势和盈利能力也将得到显著提升。

※装载机低基数高增长，今年毛利率由负转正

2010年公司装载机产品共计销售538台，实现收入1.02亿元，同比增

长71.02%，对应毛利率为-1.55%。随着公司装载机市场的大力开拓，今年预计销量将突破1000台，收入增速将超过80%，随着规模的进一步扩大，产品毛利率有望由负转正达到3%以上。

※南七厂区土地收储有望贡献约 8 亿元营业外收入。目前公司厂房与办公场所搬迁已近尾声，南七老厂区 156 亩工业用地正与合肥市土地储备中心开展前期土地收储工作，当前周围地段住宅均价在 8000 元/平米以上，按收储平均楼面价 3000 元/平米、容积率 2.5 保守计算，转让价格在 500 万元/亩以上，我们认为收储工作有望年内完成，届时将为公司贡献营业外收入 7.8 亿元。

※盈利预测与估值

受益机械替代人工、物流配送加速双轮驱动，伴随产能不断扩大与产业链完善，作为叉车行业龙头，公司收入与获利能力将稳步提升。我们预计公司2011-2013年EPS分别为2.51元、1.38元、1.70元（假设2011土地收储成功贡献营业外收入7.8亿元；不考虑营业外收入对应2011年EPS应为1.08元），目前股价对应的PE分别为5.24（不考虑营业外收入则为12.17倍）、9.23、7.73倍，考虑叉车行业未来明确的增长前景，公司估值水平有待提升，维持公司“增持”评级。

※风险提示

原材料成本持续上升；行业竞争加剧对公司市场份额的不利影响；宏观经济系统性风险；

图表 1 安徽合力 2011-2013 年分项业务预测

单位：百万元、%	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
叉车产品	2,747.25	2,472.97	3,730.54	4,961.61	6,202.02	7,752.52
增长率		-9.98%	50.85%	33.00%	25.00%	25.00%
毛利率	18.03%	17.22%	18.25%	18.00%	18.00%	18.00%
装载机	32.81	59.58	101.89	183.41	229.26	286.58
增长率		81.59%	71.02%	80.00%	25.00%	25.00%
毛利率	-26.83%	-12.23%	-1.55%	3.00%	5.00%	8.00%
其他产品	814.66	533.06	1,218.65	1,584.25	1,901.10	2,281.32
增长率		-34.57%	128.61%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率	20.37%	18.38%	22.76%	22.25%	22.00%	22.00%
其他	33.45	45.49	33.35	35.02	36.77	38.61
增长率		35.99%	-26.68%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.09%	20.93%	40.00%	30.00%	25.00%	22.00%
营业收入合计	3,628.17	3,111.10	5,084.44	6,764.29	8,369.15	10,359.03
增长率		-14.25%	63.43%	33.04%	23.73%	23.78%
综合毛利率	18.23%	16.91%	19.08%	18.65%	18.58%	18.62%

资料来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2380.18	4035.20	3806.13	5325.54	经营活动现金流	393.56	484.58	1562.11	105.52
现金	623.77	1039.34	1186.36	1405.05	净利润	405.24	1210.00	668.65	820.90
应收账款	525.02	704.66	861.68	1004.65	折旧摊销	120.98	152.35	193.59	245.29
其它应收款	39.94	74.66	57.70	97.39	财务费用	3.93	-1.53	-6.99	-2.28
预付账款	116.92	407.43	192.67	474.12	投资损失	-4.36	-6.00	-5.00	-5.00
存货	797.47	1731.52	1248.01	2183.45	营运资金变动	-125.28	-871.80	710.58	-952.02
其他	277.06	77.60	259.72	160.87	其它	-6.96	1.56	1.28	-1.37
非流动资产	1567.15	1972.85	2324.81	2765.87	投资活动现金流	-300.44	-553.61	-541.83	-679.98
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	167.52	421.73	349.03	437.67
固定资产	1259.20	1588.25	1874.13	2234.26	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	163.74	222.68	277.69	338.41	其他	-132.92	-131.88	-192.80	-242.31
其他	144.21	161.93	172.99	193.21	筹资活动现金流	-73.80	-114.28	-274.39	-165.49
资产总计	3947.34	6008.05	6130.94	8091.41	短期借款	-150.00	100.00	-16.67	-22.22
流动负债	1295.29	2266.62	1986.50	3272.77	长期借款	-0.48	0.94	-1.07	-1.15
短期借款	0.00	698.88	83.33	1019.75	其他	76.68	-215.22	-256.65	-142.11
应付账款	748.94	1031.68	1190.24	1475.30	现金净增加额	19.32	-183.31	745.90	-739.95
其他	546.35	536.06	712.93	777.71					
非流动负债	57.00	43.46	46.60	47.46	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	18.30	19.23	18.16	17.00	成长能力				
其他	38.70	24.23	28.44	30.46	营业收入	63.43%	33.04%	23.73%	23.78%
负债合计	1352.29	2310.08	2033.11	3320.23	营业利润	275.49%	35.45%	22.84%	23.60%
少数股东权益	118.91	253.80	332.27	423.99	归属母公司净利润	224.48%	196.88%	-45.11%	23.55%
归属母公司股东权益	2476.14	3444.16	3765.57	4347.19	获利能力				
负债和股东权益	3947.34	6008.05	6130.94	8091.41	毛利率	19.08%	18.65%	18.58%	18.62%
					净利率	7.97%	17.89%	7.99%	7.92%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.62%	32.72%	16.32%	17.21%
营业收入	5084.44	6764.29	8369.15	10359.03	ROIC	14.81%	28.80%	16.93%	15.06%
营业成本	4114.47	5502.70	6813.89	8430.26	偿债能力				
营业税金及附加	15.55	21.65	27.95	34.18	资产负债率	34.26%	38.45%	33.16%	41.03%
营业费用	210.38	269.22	334.77	414.36	净负债比率	4.56%	19.55%	2.62%	21.87%
管理费用	269.56	341.60	418.46	515.88	流动比率	1.84	1.78	1.92	1.63
财务费用	3.93	-1.53	-6.99	-2.28	速动比率	1.22	1.02	1.29	0.96
资产减值损失	23.13	24.74	34.40	42.53	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.42	1.36	1.38	1.46
投资净收益	4.36	6.00	5.00	5.00	应收帐款周转率	11.61	11.00	10.69	11.10
营业利润	451.76	611.93	751.67	929.08	应付帐款周转率	6.66	6.18	6.13	6.33
营业外收入	26.94	798.00	28.00	28.00	每股指标(元)				
营业外支出	2.54	2.95	2.17	2.55	每股收益	1.01	2.51	1.38	1.70
利润总额	476.16	1406.98	777.50	954.53	每股经营现金	0.92	1.13	3.65	0.25
所得税	70.91	196.98	108.85	133.63	每股净资产	7.27	8.63	9.57	11.14
净利润	405.24	1210.00	668.65	820.90	估值比率				
少数股东损益	43.11	134.89	78.47	91.73	P/E	0.00	5.69	10.37	8.39
归属母公司净利润	362.13	1075.11	590.18	729.17	P/B	0.00	1.78	1.63	1.41
EBITDA	579.24	1555.77	961.59	1194.44	EV/EBITDA	-0.60	3.91	5.62	5.20
EPS (元)	1.01	2.51	1.38	1.70					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com