

审慎推荐-A (维持)

安徽合力 600761.SH

目标估值: 无

当前股价: 12.33 元

2011年11月21日

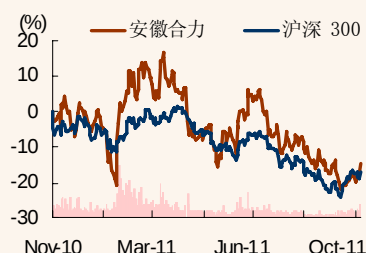
成长还看产品升级和管理层激励

基础数据

上证综指	2529
总股本(万股)	42835
已上市流通股(万股)	42835
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	6.2
ROE(TTM)	14.6
资产负债率	38.8%
主要股东	安徽叉车集团
主要股东持股比例	37.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-12	-22
相对表现	-5	3	2



相关报告

安徽合力(600761)-受益机械化率提高 警惕人民币升值 2010.10

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

合力近年来业绩平淡,究其原因,与产品升级缓慢和出口比例下降有关,公司提出“十二五”重点发展“一大一小”产品策略,推动产品升级和产业布局。地方政府换届完成,集团改制明年或将面临转机,四季度业绩继续回落,等待投资时机。

- **金融危机后全球工业车辆需求处于恢复期。**2010年全球工业车辆销售74万台,同比增长31%,仍未达到2007、2008年93万台的销量高峰,2011年上半年全球工业车辆收入达到46万台,同比增长约34%,接近历史最高水平。
- **全球工业车辆行业竞争格局十分稳定。**安徽合力2004年排在全球第十七位,2005年跃居至第十三位,2006年后即稳居在第十位左右。2010年安徽合力集团销售额为7.77亿美元,但仅相当于位居第一丰田的13%。
- **产业布局:**近年合力通过并购与持续的技改投资,已形成了以合肥合力工业园为中心,以宝鸡合力叉车厂和衡阳合力为西部和南方生产基地,以蚌埠液力将机械厂、安庆车桥厂和引进的配套部件体系为支撑的产业布局。正在建设的东北生产基地将辐射环渤海地区和出口,有效降低物流成本。
- **“十二五”是合力厚积薄发,规模、能力、水平快速提升的关键时期。**公司将围绕工业车辆、工程机械、核心零部件三大产业,着力推进资本运营和技术创新双轮驱动,巩固提升百亿产业新平台。
- **未来成长还看管理激励与产品创新能否突破。**首先,公司所处行业成长与竞争格局相对稳定,财务状况良好,业绩仍有改善空间;其二,“十二五”集团若能成功改制,对安徽合力这样的国企来说或许是个转折点;其三,公司作为国内工业车辆行业的龙头企业,具有较完整的产业链,目前市值相对低估;其四,公司近年电动叉车一直未有突破,产品创新是关键。
- **维持“审慎推荐-A”。**预测安徽合力2011-2013年EPS为0.89元、1.12元、1.37元,目前估值相对合理。未来两年复合增长率24%左右,但预计四季度业绩将继续回落,投资时机仍需等待。
- **风险提示:**原材料价格上升、人民币升值。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3111	5084	6420	7792	9461
同比增长	-14%	63%	26%	21%	21%
营业利润(百万元)	120	452	479	609	755
同比增长	-39%	275%	6%	27%	24%
净利润(百万元)	112	362	380	478	588
同比增长	-41%	224%	5%	26%	23%
每股收益(元)	0.26	0.85	0.89	1.12	1.37
PE	47.2	14.5	13.9	11.0	9.0
PB	2.0	1.8	1.9	1.7	1.5

资料来源:招商证券;注:每股收益按最新股本摊薄计算。

正文目录

一、全球工业车辆行业回顾	4
1、金融危机后全球工业车辆需求处于恢复期	4
2、全球工业车辆行业竞争格局十分稳定	4
3、经过近十年的增长，亚洲成为全球最大的市场	5
4、中国工业车辆发展趋势	6
二、经营回顾：自主创新、布局产业、财务稳健	7
1、稳健成长，布局产业	7
2、出口比例下降影响综合毛利率	7
3、服务网络完善、销售激励到位	8
4、偿债能力和营运能力较好，盈利水平略低	10
三、投资机会还看产品创新与管理层激励	10
1、“一大一小”促成产业升级	10
2、国有集团改制寄希望于“十二五”	11
四、业绩预测及投资建议	12
1、业绩预测假设	12
2、投资建议	12

图表目录

图 1: 金融危机后全球工业车辆销售恢复性增长	4
图 2: 2010 年上半年和 2011 年上半年世界各大洲工业车辆市场销量情况	5
图 3: 中国市场占全球的比重逐年上升	6
图 4: 美国制造商联盟对美国工业前景的展望	6
图 5: 安徽合力季度收入及毛利率波动示意图	8
图 6: 2003-2010 安徽合力营业收入及增长示意图	8
图 7: 近年安徽合力月度销量示意图	9
表 1: 过去几年全球叉车前十企业保持稳定	5
表 2: 近年国内市场电动叉车占比未有明显提高	7
表 3: 2011 年三季度工程机械相关上市公司财务指标对比	10
表 4: 安徽合力收入及盈利假设表	12
表 5: 工程机械行业相关上市公司估值比较表	13
附: 财务预测表	14

一、全球工业车辆行业回顾

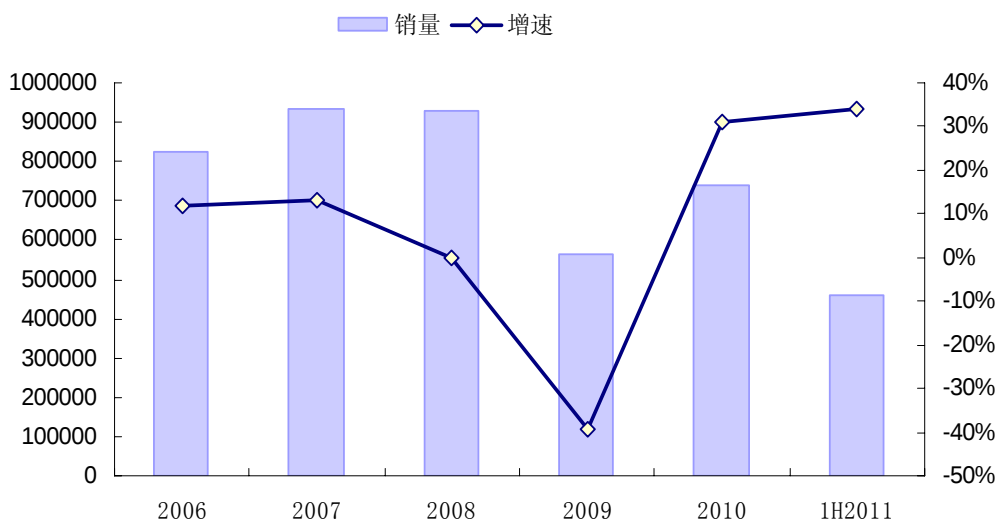
1、金融危机后全球工业车辆需求处于恢复期

从美国克拉克公司于 1992 年提供第一台叉车起，至今已有 70 年历史。进入 90 年代以来，全世界大约有 250 多家叉车生产企业，主要国家有德国、日本、美国、保加利亚和瑞典。亚洲主要有日本、韩国和中国。1990 年世界叉车产量达到 55.8 万台，创历史最高纪录，其中德国 19 万台、保加利亚 5.8 万台、美国 3.4 万台、瑞典 1.1 万台、波兰 8000 台、捷克 7000 台；在亚洲日本 16 万台、韩国 2.7 万台、中国仅 1.6 万台。从 1990—2001 年全球叉车的年总规模在 55—60 万台，十分稳定，而之后的十年全球叉车需求增长强劲，年销量最高达到 93 万左右，翻了一倍。这十年需求增长主要来自于亚洲，2010 年中国叉车产销量达到了 23 万台，较 1990 年增长了约 13 倍。

根据《现代物料搬运》杂志对全球 20 家叉车供应商的统计，2010 年全球工业车辆销售 74 万台，同比增长 31%，仍未达到 2007、2008 年 93 万台的销量高峰，2011 年上半年全球工业车辆收入达到 46 万台，同比增长约 34%，接近历史最高水平。

2010 年全球工业车辆前 20 强的销售收入总额达到了 241.7 亿美元，较 2009 年的 201.7 亿美元同比增长了 20%，但相比 2008 年的 290 亿美元和 2007 年的 316.7 亿美元仍未完全恢复。

图1：金融危机后全球工业车辆销售恢复性增长



招商证券：《现代物料搬运》杂志，招商证券

2、全球工业车辆行业竞争格局十分稳定

在全球来看，叉车产品和叉车产业都处于成熟期，过去几年全球工业车辆前二十排名十分稳定。全球前十位制造商分 3 个梯队。第一梯队为日本丰田和德国凯傲，销售收入超 50 亿美元；第二梯队为德国永恒力、美国科朗和美国纳科，销售收入在 15-25 亿美元之间；第三梯队为三菱卡特、日本小松、合力叉车、日产叉车等，销售收入在 5-10 亿美元之间。

安徽合力 2004 年排在全球第十七位，2005 年跃居至第十三位，2006 年后即稳居在第十位左右。2010 年安徽合力集团在全球工业车辆供应商中排在 10 位，销售额为 7.77 亿美元，仅相当于位居第一的丰田的 13%。

表 1: 过去几年全球叉车前十企业保持稳定

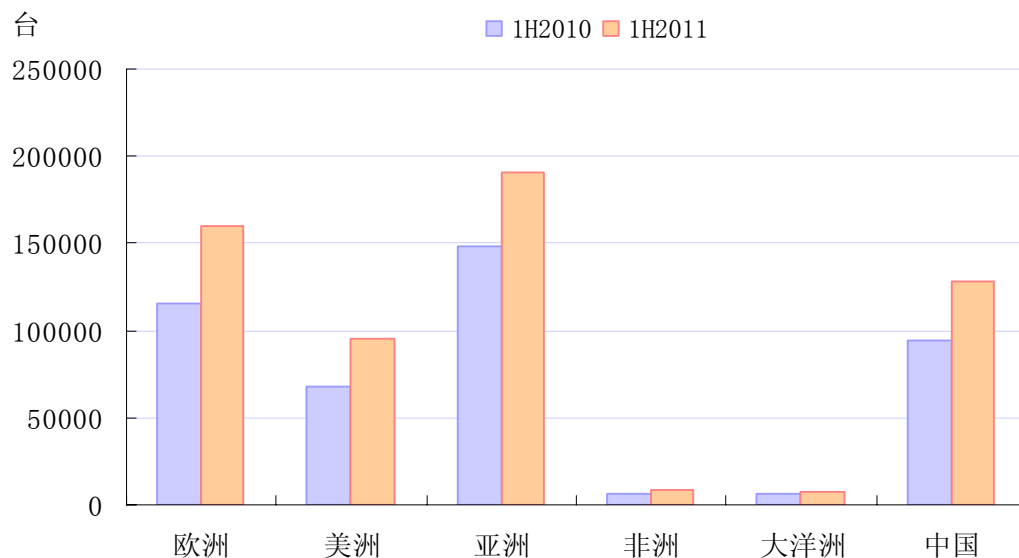
公司	2010 财年销售收入 (亿美元)	公司	2009 财年销售收入 (亿美元)	公司	2006 财年销售收入 (亿美元)
丰田	59	丰田	46	丰田	55.1
凯傲集团	47	凯傲集团	41	凯傲集团	53
永恒力集团	24	永恒力集团	23	永恒力集团	23.8
科朗设备	18	科朗设备	16	纳科实业	23
纳科实业	18	纳科实业	15	科朗设备	16.7
三菱-卡特彼勒	12	三菱-卡特彼勒	9.2	三菱-卡特彼勒	15.7
小松	10	小松	7.5	小松	11.3
日产	9	安徽叉车集团	6.68	TCM	10
TCM	8.99	日产	6.24	日产	8.2
安徽叉车集团	7.77	TCM	5.93	安徽叉车集团	6.81

招商证券:《现代物料搬运》杂志, 招商证券

3、经过近十年的增长，亚洲成为全球最大的市场

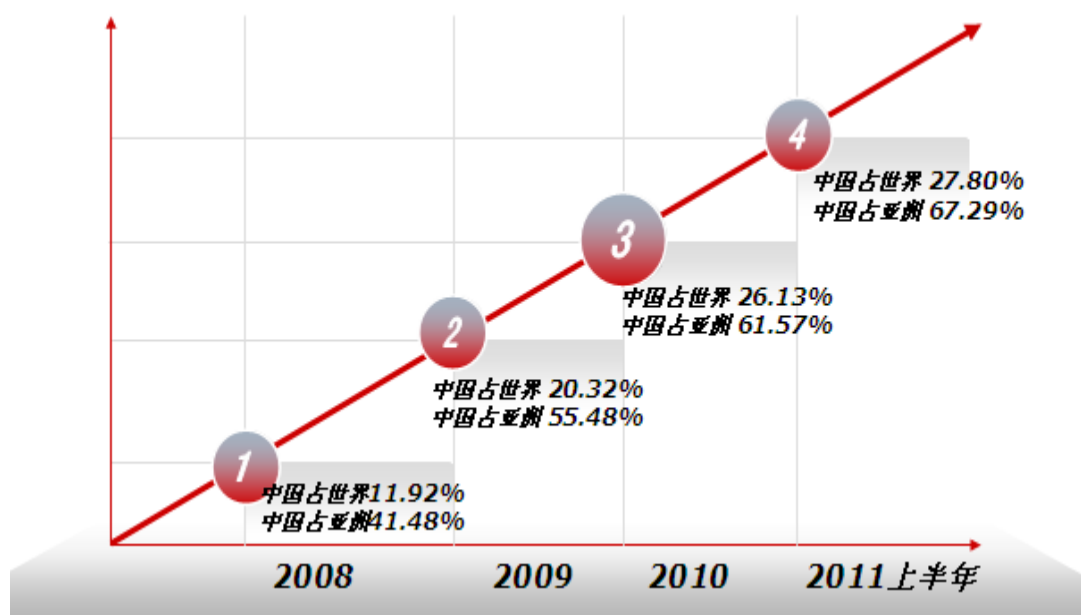
金融危机后亚洲成为全球最大的市场，而美国物料搬运设备需求在经历了 2010-2011 上半年的恢复性增长后，将面临回落。2011 年上半年，亚洲地区工业车辆销量 19 万台同比增长 28.8%，欧洲地区销量 15.97 万台，同比增长 38%；中国地区销量 12.8 万台同比增长 35.5%，美洲地区销量 9.5 万台同比增长 40%。

图2: 2010年上半年和2011年上半年世界各大洲工业车辆市场销量情况



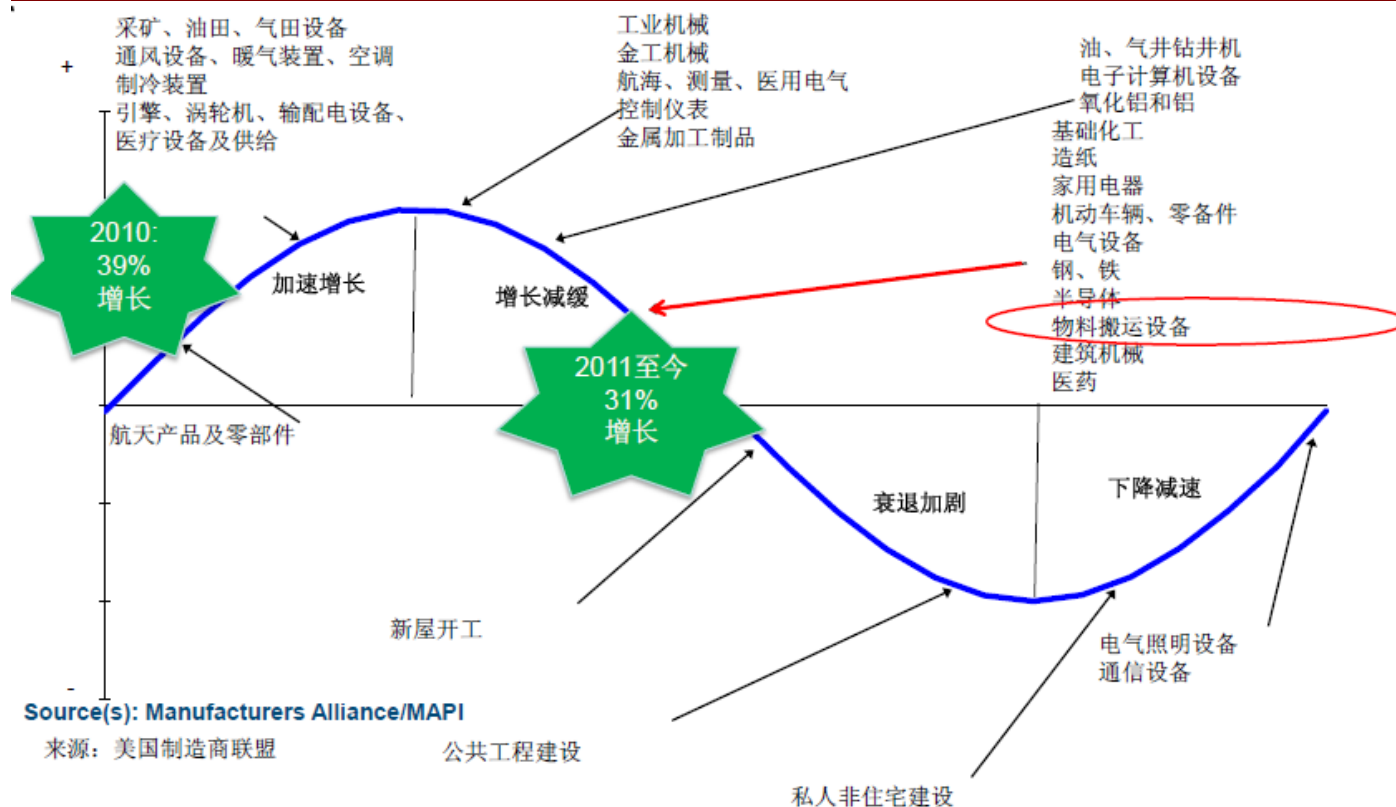
招商证券:《现代物料搬运》杂志, 招商证券

图3：中国市场占全球的比重逐年上升



招商证券：工程机械协会工业车辆分会，招商证券

图4：美国制造商联盟对美国工业前景的展望



资料来源：工业车辆联合会主席论坛

4、中国工业车辆发展趋势

(1) 受益物流业效率提升、机器代替人工趋势、城市化深化，中国对叉车的需求仍将稳定增长，并且其周期性波动小于其它工程机械产品。

(2) 由于中国进入劳动力价格上涨和短缺的时代, 用户对使用环境、产品性能的要求提升, 预计电动叉车比例会逐年提高; 同时物流业的发展对仓储类叉车需求将快速增长, 过去几年国内市场仓储类叉车占比在 8-9%, 提升趋势尚不明显。

(3) 人民币升值、人工成本上涨使中国叉车国际竞争力和盈利水平有所下降, 产品升级势在必行, 在营销、管理等方面也有待创新。

表 2: 近年国内市场电动叉车占比未有明显提高

年份	国内市场电动叉车占比	中国生产电动叉车占比
2006	19.6%	21.4%
2007	19.4%	23.8%
2008	21.2%	27.2%
2009	18.6%	23.9%
2010	18.5%	22.7%

招商证券: 工程机械协会工业车辆分会, 招商证券

二、经营回顾: 自主创新、布局产业、财务稳健

1、稳健成长, 布局产业

过去十五年, 合力始终坚持了自主创新、自主制造、自主营销、自主品牌, 稳健成长, 完善产业链。安徽合力 1993 年进行股份制改造, 1996 年上市, 主营工业车辆、工程机械和关键零部件研发、制造。15 年来, 在政府、股东、相关方和全体合力职工的努力下, 公司资产总额从 6.46 亿元增长至 39.47 亿元, 增长了 5 倍; 营业收入从 4.35 亿元增长至 50.84 亿元, 净利润从 3990 万元增长至 3.62 亿元, 增长 10 倍左右。

从产业布局来看, 近年合力通过并购与持续的技改投资, 已形成了以合肥合力工业园(5 万台)为中心, 以宝鸡合力叉车厂(约 2 万台产能)和衡阳合力工业车辆有限公司(0.5 万台产能)为西部和南方生产基地, 以蚌埠液力机械厂、安庆车桥厂和引进的配套部件体系为支撑的产业布局。公司还具有年产铸件 20 万吨、油缸 60 万根、转向桥 10 万台套及相应的下料、金加工、涂装、装配和试验检测能力, 尤其在传动系统、液力系统和工作装置系统等方面具有核心竞争优势。

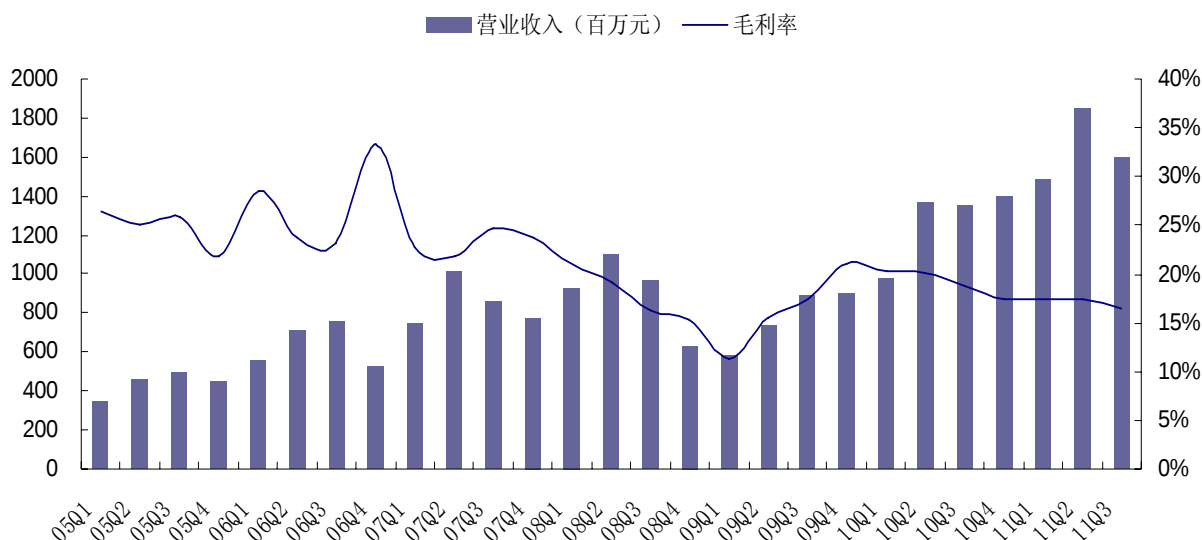
正在建设的东北生产基地将辐射环渤海地区和海外, 降低物流成本。合力为了抓住东北老工业基地振兴、环渤海开发开放战略和远东出口市场的发展机遇, 进一步提高市场覆盖面、占有率和响应速度, 降低物流成本, 公司在东北辽宁地区投资建设合力工业车辆北方生产基地建设项目。该项目预计占地约 300 亩, 预计总投资估算约 3 亿元, 最终形成年产 15000 台工业车辆的研发、制造和区域供货能力, 其中一期项目预计占地 200 亩, 投资估算 2 亿元。另外,

2、出口比例下降影响综合毛利率

过去三年安徽合力叉车毛利率呈现震荡下滑, 原因主要有三个方面: 首先, 2007 下半年开始原材料价格大涨, 使得合力的毛利率从历史 25%左右下降了一个台阶, 最低降到 12%左右, 近三年稳定在 15%-20%之间。其二, 2008 年金融危机之后, 合力出口

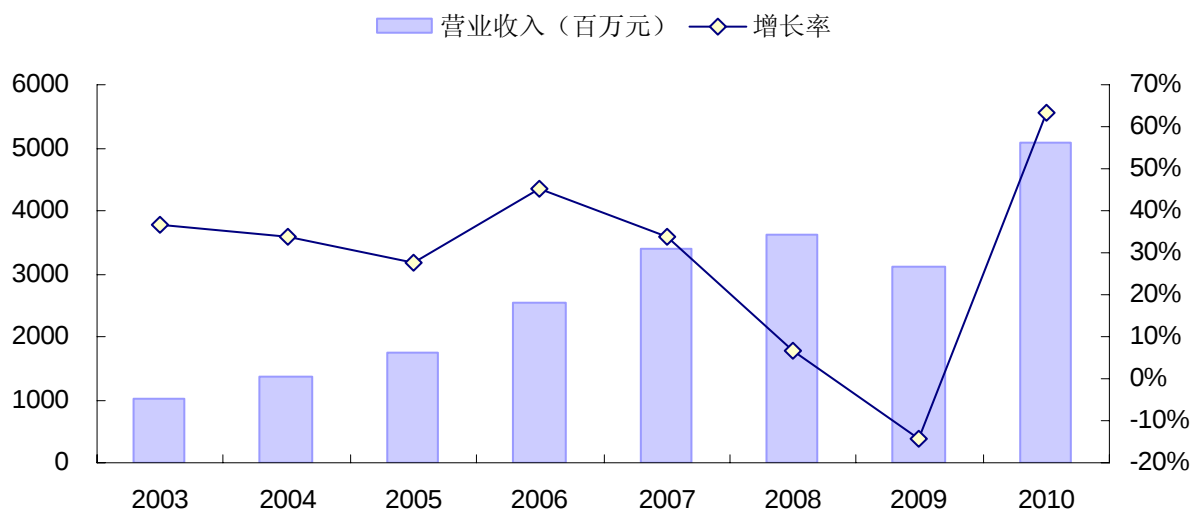
占比大幅下降，而之前出口的叉车相对高端，盈利最好的时候出口对收入的贡献可以达到 20% 左右，对利润的贡献曾高达 40% 左右。不过，出口继续恶化的可能性也不大。其三，近年人民币持续升值，高端、电动叉车占比小，对国外代理商难以提价，因此毛利率仍有提升。我们判断 2012 年原材料价格保持平稳，人民币快速升值告一段落，若重型叉车和电动仓储叉车比例提高，叉车毛利率可以维持在 17%-18% 左右。

图5：安徽合力季度收入及毛利率波动示意图



招商证券：《现代物料搬运》杂志，招商证券

图6：2003-2010安徽合力营业收入及增长示意图



招商证券：WIND，招商证券

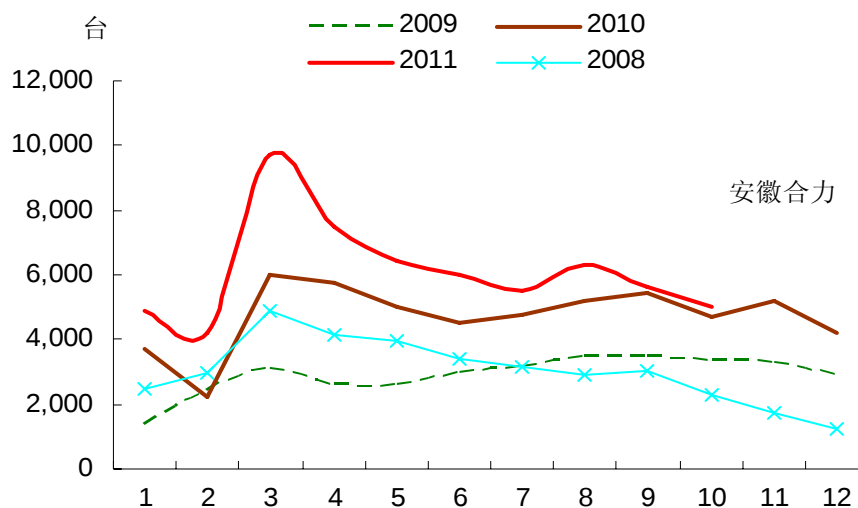
3、服务网络完善、销售激励到位

事实上，合力销售公司早已实现了股权激励，因此除了 2008 年的特殊形势，公司销售增长一直比较稳定。合力 2003 年创造了独特的自主营销模式，对遍布全国的营销网点进行了产权结构改革，采用公司相对控股 35%，销售骨干参股 65% 的股权模式，提高

了终端网络的可控性和营销人员的积极性，改制公司销售量占公司全部销售量的 80 % 以上。合力的销售公司骨干持股模式建立了有效的股权激励机制，保证了销售队伍的稳定，完善的售后服务体系无疑也提高了新进入者的进入壁垒。过去八年安徽合力营业收入增长率平均为 29% 左右，仅 2009 年出现过小幅的负增长。

管理层与核心技术人员激励悬而未决。作为省国资委控股的合力一直未实行股权激励，三年前合力集团曾启动集团改制，却迟迟没有得到批复，一定程度影响了管理与研发人员的激励。

图7：近年安徽合力月度销量示意图



招商证券：工程机械协会，招商证券

4、偿债能力和营运能力较好，盈利水平略低

表 3：2011 年三季度工程机械相关上市公司财务指标对比

上市公司	盈利能力				偿债能力		营运能力			成长能力		
	毛利率	净利率	期间费用率	净资产收益率	流动比率	资产负债率	存货周转率	应收账款周转率	资产周转率	收入增长率	净利润增长率	经营活动产生的净现金流增长率
山推股份	15.1%	4.7%	8.7%	11.8%	1.29	65.1%	3.32	6.80	1.0	19.1%	-27.4%	-449.6%
安徽合力	17.1%	6.6%	9.2%	11.3%	1.81	38.8%	4.34	8.07	1.2	33.6%	10.3%	-41.9%
柳工	19.6%	9.0%	8.6%	14.4%	1.71	57.3%	2.62	7.64	0.7	21.6%	1.5%	-353.3%
徐工机械	22.0%	11.2%	8.0%	21.1%	1.55	53.6%	3.24	3.90	0.9	29.6%	42.1%	-125.8%
三一重工	37.8%	19.9%	13.7%	51.1%	1.40	63.9%	3.47	4.01	1.0	59.4%	72.6%	-139.0%
中联重科	32.1%	18.0%	9.6%	19.1%	1.73	54.6%	2.34	3.57	0.5	38.9%	90.7%	139.9%

招商证券：WIND，招商证券

三、投资机会还看产品创新与管理层激励

1、“一大一小”促成产业升级

公司董事长提出：“十二五”是合力厚积薄发，规模、能力、水平快速提升的关键时期。公司将围绕工业车辆、工程机械、核心零部件三大产业，着力推进资本运营和技术创新双轮驱动，巩固提升百亿产业新平台。通过资本运作，保障技改资金需求，有效整合业内资源，合理延伸产业链，优化产业布局，必要时通过收购兼并等方式，加快国际化进程，促进产业升级调整。

改善产品结构，“一大一小”促成产业升级。过去几年，合力的盈利增长低于销售增长，主要是因为：国内叉车需求以中低端为主，产品同质化较为严重，公司认识到低水平竞争不利于公司的成长，也不利于参与国际市场竞争。公司将以“一大一小”叉车为产业升级的突破口，其中，“大”就是指重型、大型工业车辆的产业化和配套能力建设，“小”就是电动、新能源工业车辆和仓储车辆的产业化和配套能力建设，这也是中国叉车行业未来发展的趋势。目前合力的 46 吨内燃叉车、5 吨交流电动叉车已经交付用户，下一步，新能源工业车辆、混合动力车辆、电动仓储车辆、新一代内燃车辆及关键部件将陆续推向市场。

中国的重装搬运设备基本上是被国外品牌垄断。OM（林德旗下品牌）一直在国内外品牌里占领导地位，现在林德在厦门年产一百多台；科尼的重装叉车也在国内发展，并且速度也很快。合力这几年也在奋起直追，从 12-46 吨叉车，重装叉车的型号和体系基本全部覆盖，品种基本上都能够满足市场。合力介入重叉到今天已有近十年的时间，相对合力的小吨位叉车而言，规模和份额都很小，现在累计销售超过千多台，而且都是以 12-46 吨叉车为主，集装箱、堆高机和正面吊累计销售有两百多台，每年都有 40% 的增

长。2011 年整个叉车行业的增长应该是 30%左右，其中重装叉车今年预计增长 50%。目前合力 10 吨以上的叉车订单已排到明年，上半年产量为每月 6 台，目前已提高到 20 台，不过对于整体贡献尚小。

合力这几年电动车叉车占比一直不高，集团注资参股宁波力达彰显决心。2011 年电动物流仓储小车需求井喷，行业销售增长 70%左右，而合力的占比只有 4%。宁波力达公司注册资本 6930 万元人民币，安叉集团持有 56%的股份，截止 2011 年 8 月 31 日该公司资产总额 1.74 亿元，净资产 1.46 亿元。力达主要经营物料搬运设备，液压机械设备、数控机械设备的制造，主要产品包括电动堆高机、电动平衡重叉车等。宁波力达物流设备有限公司可以实现整车独立研发，核心部如变速系统，液压系统，转向系统等自主生产的国家级高新企业，车辆部件自主生产化率高达 90%以上。虽然力达属集团，但未来电动仓储运搬产品将由合力代销，预计明年销售将有大幅增长。

2、国有集团改制寄希望于“十二五”

影响安徽合力发展速度的其它因素还包括：集团改制、管理层激励、土地补贴，这些有利于公司的长期发展与估值的提高。

- (1) 公司老厂区土地属于股份公司产权的约 156 亩，若每亩按 600 万元计算，土地重估价值或补贴达到 10 亿元，公司的发展需要资金支持。
- (2) 集团的改制有多种形式，我们预计管理层持股和引入战略投资者均有可能，股权结构优化、改善治理结构利于集团及股份公司的发展。今年末地方政府换届基本完成，推进国有企业改革带动地方经济或将是新一届政府所考虑。但是，目前集团改制尚无时间表。

四、业绩预测及投资建议

1、业绩预测假设

表 4：安徽合力收入及盈利假设表

营业收入	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
叉车产品	1037	1344	1879	2487	2747	2473	3731	4663	5596	6715
增长率		29.7%	39.7%	32.4%	10.5%	-10%	51%	25%	20%	20%
其他产品	331	403	614	820	815	533	1219	1584	1980	2475
增长率		21.5%	52.5%	33.5%	-0.6%	-35%	129%	30%	25%	25%
装载机	0	0	15	51	33	60	102	143	185	241
增长率				235.3%	-36.3%	82%	71%	40.0%	30.0%	30%
主营业务收入	1368	1747	2508	3358	3595	3066	5051	6390	7762	9431
其它业务收入			30	39	33	45	33	30	30	30
营业收入	1368	1747	2538	3397	3628	3111	5084	6420	7792	9461
营业收入增长率		27.7%	43.6%	33.9%	7.0%	-14%	63.4%	26.3%	21.4%	21.4%
毛利率	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
叉车产品	20.3%	23.5%	23.3%	22.1%	18.0%	17.2%	18.3%	17.2%	17.5%	17.6%
其他产品	31.1%	28.9%	38.5%	29.4%	20.4%	18.4%	22.5%	20.0%	20.0%	20.0%
装载机	0.0%	0.0%	-30.9%	-27.8%	-26.8%	-12.2%	-1.5%	1.0%	3.0%	5.0%
主营业务利润率	22.9%	24.7%	27.5%	24.0%	18.9%	18.1%	19.5%	17.5%	17.7%	17.9%
其它业务利润率			27.3%	37.9%	37.2%	26.5%	66.7%	40.0%	40.0%	40.0%
营业利润率	22.9%	24.7%	26.6%	23.2%	18.2%	16.9%	19.1%	17.6%	17.8%	17.9%

招商证券：WIND，招商证券

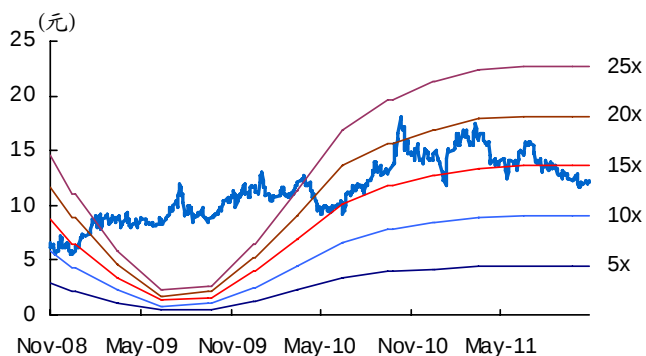
2、投资建议

投资时机需看管理激励与产品创新能否突破。首先，公司所处行业成长与竞争格局相对稳定，财务状况良好，业绩仍有改善空间；其二，“十二五”集团若能成功改制，对安徽合力这样的国企来说或许是个转折点；其三，公司作为国内工业车辆行业的龙头企业，具有较完整的产业链，目前市值相对低估；其四，公司近年电动叉车一直未有突破，产品创新是关键。

预测安徽合力 2011-2013 年 EPS 为 0.89 元、1.12 元、1.37 元，目前估值相对合理，未来两年复合增长率 24%左右，但四季度业绩继续回落，投资时机尚需等待。

风险提示：原材料价格上升、人民币升值。

图 8: 安徽合力历史 PE Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

图 9: 安徽合力历史 PB Band



资料来源：港澳资讯，招商证券研发中心

表 5: 工程机械行业相关上市公司估值比较表

股票名称	市值 (亿)	11.18 收盘 价	EPS			PE		PS	PB	ROE	评级
			2010	2011E	2012E	2011E	2012E				
工程机械						11.4	9.3	1.5	2.7	24.1	中性
三一重工	1044.9	13.76	0.74	1.22	1.57	11.3	8.8	2.5	5.6	47.3	审慎推荐-A
中联重科	694.3	9.01	0.61	0.98	1.22	9.2	7.4	2.1	2.1	22.5	审慎推荐-A
徐工机械	322.0	15.61	1.42	1.70	2.00	9.2	7.8	1.3	2.2	25.9	审慎推荐-A
柳工	168.9	15.01	1.37	1.40	1.70	10.7	8.8	1.2	1.8	16.8	审慎推荐-A
安徽合力	52.9	12.34	0.85	0.89	1.12	13.9	11.0	1.1	2.0	15.9	审慎推荐-A
厦工股份	88.0	11.29	0.79	0.81	0.93	13.9	12.1	0.9	2.3	16.6	中性-B
恒立油缸	92.6	22.05	0.54	0.90	1.12	24.5	19.7	7.4	9.1	37.4	中性-A

招商证券：WIND，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1815	2380	2903	3517	4268
现金	615	624	642	779	946
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	53	107	32	39	47
应收款项	351	525	600	729	885
其它应收款	25	40	64	78	95
存货	618	797	1299	1572	1907
其他	154	287	265	320	388
非流动资产	1376	1567	1697	1849	1987
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1085	1259	1405	1556	1693
无形资产	165	164	164	164	164
其他	126	144	128	129	130
资产总计	3192	3947	4600	5366	6255
流动负债	914	1295	1654	2003	2379
短期借款	150	0	160	209	217
应付账款	486	749	953	1153	1398
预收账款	77	99	159	192	233
其他	201	447	383	449	531
长期负债	41	57	18	18	18
长期借款	19	18	18	18	18
其他	22	39	0	0	0
负债合计	955	1352	1672	2022	2397
股本	357	357	428	428	428
资本公积金	713	713	642	642	642
留存收益	1080	1406	1691	2049	2490
少数股东权益	87	119	166	225	298
母公司所有者权益	2150	2476	2761	3119	3560
负债及权益合计	3192	3947	4600	5366	6255

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	418	487	375	513	611
净利润	112	362	380	478	588
折旧摊销	0	0	133	148	163
财务费用	0	0	4	7	5
投资收益	0	0	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	0	0	(223)	(191)	(233)
其它	306	125	83	73	90
投资活动现金流	(185)	(373)	(281)	(301)	(301)
资本支出	0	0	(280)	(300)	(300)
其他投资	(185)	(373)	(1)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(48)	(103)	(76)	(75)	(143)
借款变动	0	0	60	49	7
普通股增加	0	0	71	0	0
资本公积增加	0	0	(71)	0	0
股利分配	0	0	(95)	(119)	(147)
其他	(48)	(103)	(41)	(5)	(3)
现金净增加额	185	11	18	137	167

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3111	5084	6420	7792	9461
营业成本	2585	4114	5293	6404	7766
营业税金及附加	12	16	26	31	38
营业费用	154	210	270	327	397
管理费用	224	270	340	405	492
财务费用	4	4	4	7	5
资产减值损失	13	23	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	2	2	2
营业利润	120	452	479	609	755
营业外收入	23	27	25	25	25
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	143	476	501	631	777
所得税	14	71	74	95	117
净利润	129	405	427	537	660
少数股东损益	17	43	47	59	73
母公司所有者净利润	112	362	380	478	588
EPS (元)	0.26	0.85	0.89	1.12	1.37

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	-14%	63%	26%	21%	21%
营业利润	-39%	275%	6%	27%	24%
净利润	-41%	224%	5%	26%	23%
获利能力					
毛利率	16.9%	19.1%	17.6%	17.8%	17.9%
净利率	3.6%	7.1%	5.9%	6.1%	6.2%
ROE	4.3%	12.2%	13.8%	15.3%	16.5%
ROIC	4.7%	14.3%	13.3%	14.7%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	29.9%	34.3%	36.4%	37.7%	38.3%
净负债比率	5.3%	3.0%	3.9%	4.2%	3.8%
流动比率	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	1.0	1.3	1.4	1.5	1.5
存货周转率	3.6	5.8	5.0	4.5	4.5
应收帐款周转率	9.4	11.6	11.4	11.7	11.7
应付帐款周转率	5.6	6.7	6.2	6.1	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.26	0.85	0.89	1.12	1.37
每股经营现金	1.17	1.36	0.88	1.20	1.43
每股净资产	6.02	6.94	6.45	7.28	8.31
每股股利	0.10	0.30	0.22	0.28	0.34
估值比率					
PE	47.2	14.5	13.9	11.0	9.0
PB	2.0	1.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	67.2	26.7	24.6	19.9	16.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。