

安徽合力 (600761)

竞争格局恶化延缓复苏进程

——安徽合力调研报告

✍ 吴昊 吕娟
☎ 0755-2397 6716 021-38676139
✉ wuh@gtjas.com lvjuan@gtjas.com

本报告导读:

- 作为企业物流装备, 叉车复苏时间滞后于宏观经济, 另外, 行业竞争格局继续恶化将延缓复苏进程。

投资要点:

- 叉车国内外销量并未显著改善。出口依然在低位徘徊, 今年 1-5 月, 出口下滑幅度高达 60%, 尚未企稳。国内市场有所回暖, 6 月叉车销量下滑幅度为 25%, 使得总销量出现止跌迹象。
- 叉车销量仍未显著回暖, 主要原因: 作为物料搬运机械, 叉车属企业内部物流装备, 景气复苏滞后于宏观经济, 只有当企业发货量及经营处于旺盛状态时, 叉车采购才迎来黄金时期。借助国泰君安宏观研究结论, 我们判断叉车复苏至少要等到明年上半年。简单根据出口占比高, 进而预期公司受益出口复苏, 可能不太现实, 叉车复苏时间晚于宏观经济的事实可能让这一预期耗费过多的时间成本。
- 屋漏偏逢连夜雨。盈利能力强、进入门槛低的行业特点, 近两年叉车行业吸引了大量进入者, 包括柳工及厦工, 也包括一些中小企业。在需求收缩背景下, 为了保住市场份额, 价格战成为众多企业包括合力这样的优势企业竞争策略, 导致盈利能力不断下滑。
- 毛利率或存在下滑空间。公司为经营杠杆高的企业, 在行业低谷期, 受到的冲击更大。即便公司进一步降价, 毛利率降至 10% 左右, 行业内其他企业如组装型的杭叉, 毛利率可能达 13% 以上, 公司可能面临“伤人八百、自损一千”的困境。
- 装载机依然吞噬利润。装载机一期项目年产 4000 台已经投产, 但 08 年销量仅 170 多台, 当年侵蚀利润 600 万, 今年上半年销量 200 台, 依然处于亏损状态。由于装载机盈亏平衡点对应销量 3000 台以上 (高端只需 1000 台), 因此, 该业务扭亏为盈之路较为漫长。
- 建议给予“减持”投资评级。经过对各业务分析, 预计公司 09-2011 年 EPS 分别为 0.17 元、0.24 元及 0.32 元。综合考虑 PE 及 PB 估值, 我们认为公司合理价值为 10 元/股, 鉴于股价显著高于合理价值, 给予“减持”的投资评级。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,397	3,628	3,976	4,838	5,781
(+/-)%	33.8%	6.8%	21.6%	21.7%	19.5%
经营利润 (EBIT)	426	210	103	159	201
(+/-)%	26.4%	-50.8%	61.7%	54.7%	26.4%
净利润	321	189	84	115	137
(+/-)%	29.1%	-41.3%	-55.4%	36.3%	19.9%
每股净收益 (元)	0.90	0.53	0.24	0.32	0.38
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	14.9%	8.4%	6.7%	7.3%	7.3%
市盈率	12.0	20.4	45.8	33.6	28.0
股息率 (%)	1.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

减持

上次评级: 首次评级

目标价格:

¥10.00

上次预测: ¥0.00

当前价格:

¥13.28

2009.08.12

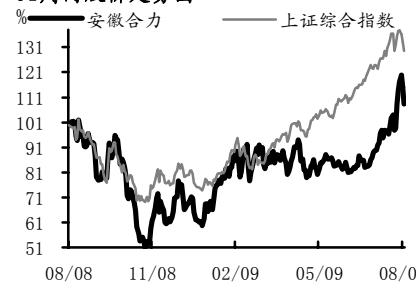
交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.79 ~ 14.86
总市值 (百万元)	4,740
总股本/流通 A 股 (百万股)	357/247
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.69
日均成交量 (百万股)	10.8
日均成交额 (百万元)	110.9

资产负债表摘要 (03/09)

股东权益 (百万元)	2,074.66
每股净资产	5.81
市净率	1.9
资产负债率	28.46%

52 周内股价走势图

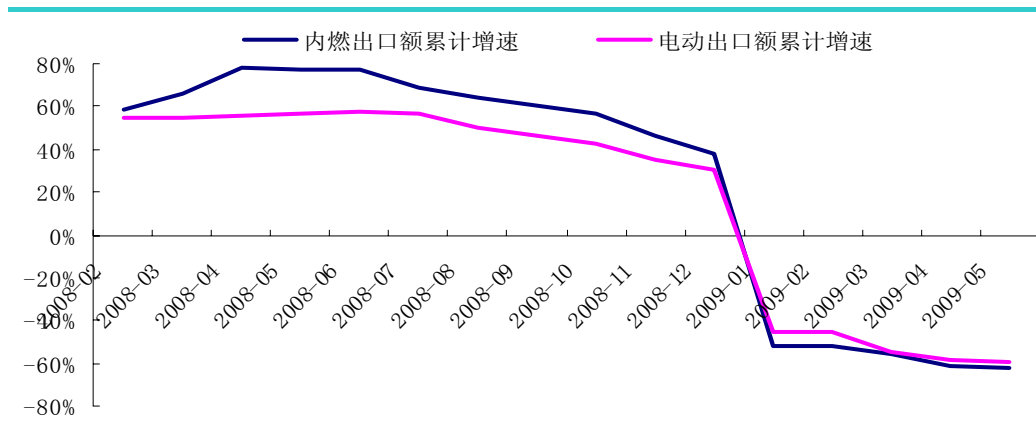


相关报告

1. 出口及国内市场难言复苏

叉车出口在经历了去年上半年 60% 的高速增长后，在去年中期掉头向下，进入了负增长阶段，根据协会数据，今年 1-5 月，出口下滑幅度高达 60%，其中内燃叉车和电动叉车出口额分别下滑 62.5% 和 59.1%（图 1）。

图 1 叉车行业出口地位徘徊

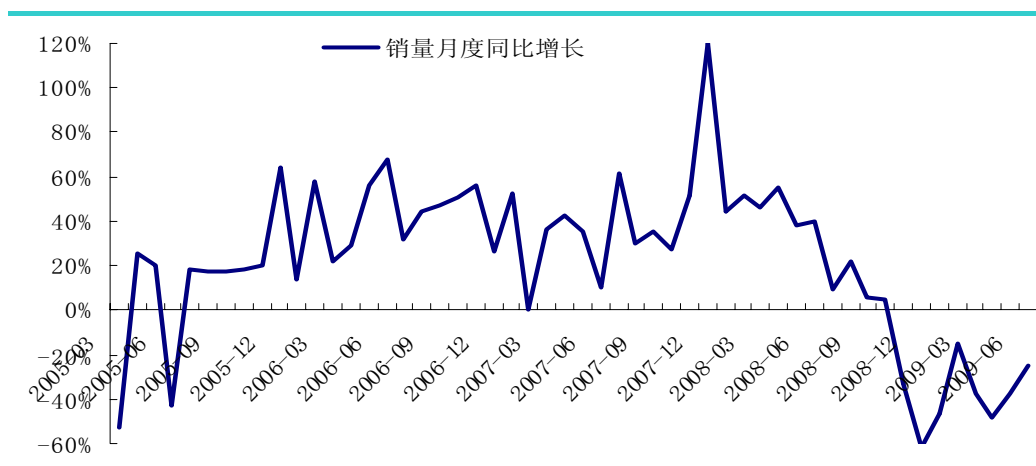


数据来源：中国工程机械工业协会

公司今年月度出口量仅 200-300 台，同比下滑 60-70%，出口在总销量中占比下滑至 15%，相对于去年的 30% 下滑一半。结合海外订单及经销商处反馈，目前尚未看到明显回暖迹象。

随着国内经济逐步回暖，PMI 指数联系 4 月稳定在 50 以上，叉车在国内市场销量有所回暖，6 月叉车销量下滑幅度为 25%，相对前几个月有所收窄（图 2）。

图 2 国内市场回暖带动叉车销量有止稳迹象



数据来源：中国工程机械工业协会

不同于工程机械，叉车销量仍未显著回暖，主要原因：作为物料搬运机械，叉车属企业内部物流装备，景气复苏滞后于宏观经济，只有当企业发货量及经营处于旺盛状态时，叉车采购才迎来黄金时期。借助国泰君安宏观经济研究结论，我们判断叉车复苏至少要等到明年上半年。

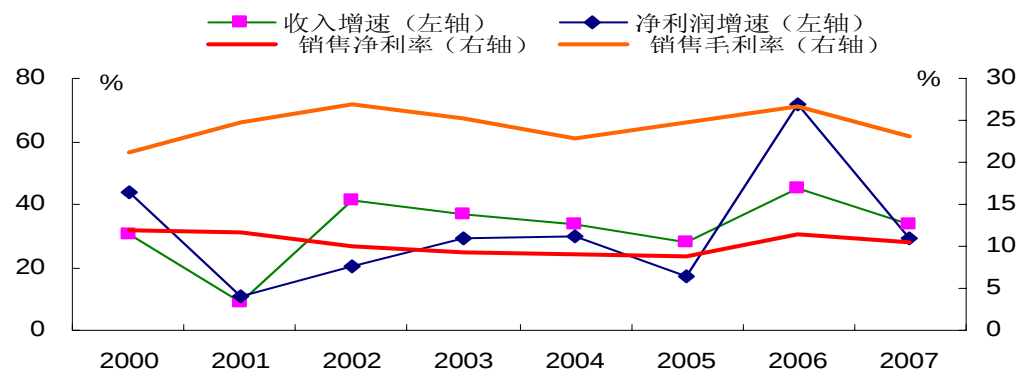
简单根据出口占比高，进而预期受益出口复苏，可能不太现实，叉车复苏时间晚于宏观经济的事实可能让这一预期耗费过多的时间成本。

2. 叉车竞争格局恶化，盈利能力或受到进一步压制

2000 年-2007 年，叉车经历了长达八年的持续快速成长，这在周期性较强的机械行业一枝独秀。

安徽合力在这八年收入和净利润连续八年正增长，其中收入增长 9.12 倍，复合增速达 31.83%，净利润增长 8.37 倍，复合增速达 30.42%。盈利能力也保持较高的水平，毛利率稳定 25%，净利率稳定在 10%（图 3）。

图 3 收入和净利润连续八年 30% 以上增长且盈利能力稳定



数据来源：Wind 资讯

盈利能力强、进入门槛低（吨位比工程机械小，生产特性和使用场合类似于工程机械）的特点，使得这一行业在近两年吸引了大量的进入者，包括柳工、厦工及山河智能等工程机械制造商，也包括一些中小企业。

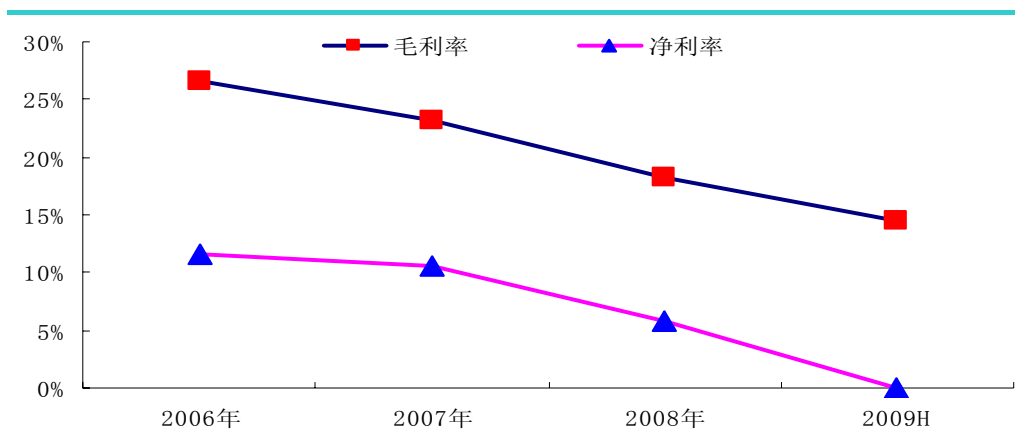
屋漏偏逢连夜雨。竞争格局恶化恰好碰上金融危机带来的需求萎缩，相对而言，叉车需求区域集中在人力成本较高的发达省份及发达国家，需求受到的冲击格外严重。

为了保住市场份额，价格战成为众多企业包括合力这样的优势企业竞争策略，导致盈利能力不断下滑，合力的毛利率在近三年内更是直线下滑（图 4）。

作为经营杠杆高的企业，公司在行业低谷期，受到的冲击更大，因此，如公司进一步降价，即便其毛利率降至 10% 左右，行业内的其他企业如组装型的杭叉，毛利率可能达 13% 以上，公司降价将使自己面临更大的压力。

总体而言，竞争格局恶化可能进一步延缓行业复苏的进程，企业盈利面临空前的压力。

图 4 安徽合力毛利率和净利率在近三年内直线下滑



数据来源：Wind 资讯、国泰君安证券销售交易总部

3. 其他产品依然在吞噬利润

装载机一期项目年产 4000 台已经投产，但 08 年销量仅 170 多台，当年吞噬利润 600 万左右，今年上半年销量 200 台左右，依然处于亏损状态。

由于装载机盈亏平衡点对应销量 3000 台以上（高端只需 1000 台），因此，该业务扭亏为盈之路甚为漫长。

4. 盈利预测

经过对各业务的深入分析，预计公司 09-2011 年 EPS 分别为 0.17 元、0.24 元及 0.32 元。综合考虑 PE 及 PB 估值，我们认为公司合理价值为 10 元/股，鉴于股价显著高于合理价值，给予“减持”的投资评级。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009年7月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。2007年入围“新财富”最佳分析师。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com