

安徽合力(600761)调研报告

回暖需待明春，出口静候佳音

谨慎推荐

首次评级

工业/其他专用机械(含集装箱)

2009年11月18日

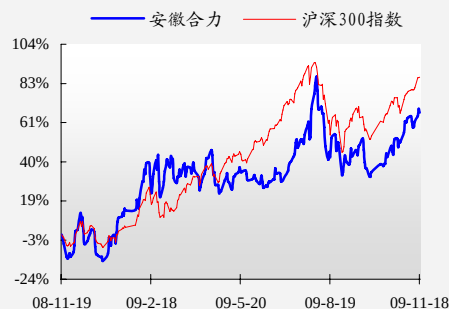
投资要点:

- 公司是我国叉车行业的龙头企业，市场占有率接近30%。主要产品为叉车及其零部件，以及少量的装载机产品，叉车销售额占比在80%左右，装载机占比小于5%。
- 目前现有生产规模为5-5.5万台套，包括4大系列上千个品种，产品出口138个国家和地区，公司在海外拥有76家代理商。由于受到金融危机的影响，出口数量从08年的10000台套萎缩至09年不足3000台套。出口数量严重依赖于全球经济的活跃程度。
- 公司在此次危机中通过降低价格继续拓展国内市场，公司的市场占有率进一步提升，但产品以中低端产品为主；预计随着经济的好转，公司的产品结构中，中高端产品占比提升，将进一步增厚公司的盈利能力。
- 根据公司的经营状况和经营计划，预计公司未来3年实现的营业收入为34.36亿元、41.36亿元和49.63亿元，对应的EPS为0.23元、0.48元和0.58元。短期之内公司业绩难于突破向上，给予公司“谨慎推荐”评级，建议投资者关注公司2010年1季度销售和净利润数据的恢复情况。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	362,817	6.81	18,861	(41.28)	0.53		24.8	
2008E	344,676	(5.00)	8,167	(56.70)	0.23		57.1	
2009E	413,612	20.00	17,135	109.81	0.48		27.4	
2010E	496,334	20.00	20,650	20.51	0.58		22.7	

走势图



市场数据

2009-11-18

收盘价:	13.14 元
52 周最高价:	14.86 元
52 周最低价:	6.64 元
平均持仓成本:	11.92 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	35,695
流通A股(万股):	35,695
每股收益(元):	0.11
每股净资产(元):	5.82
每股经营现金流(元):	0.86
市净率:	2.26

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: xunj@nesc.cn

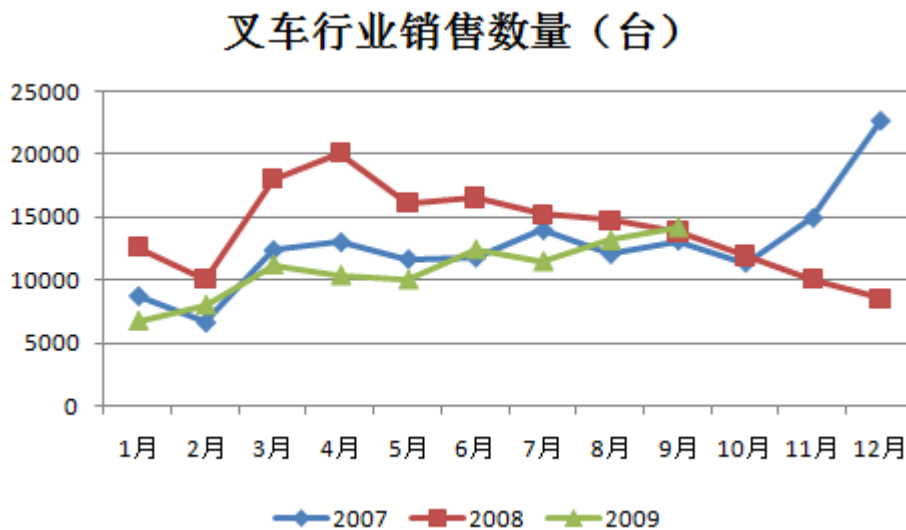
地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

1. 行业缓慢好转，转暖尚需时日

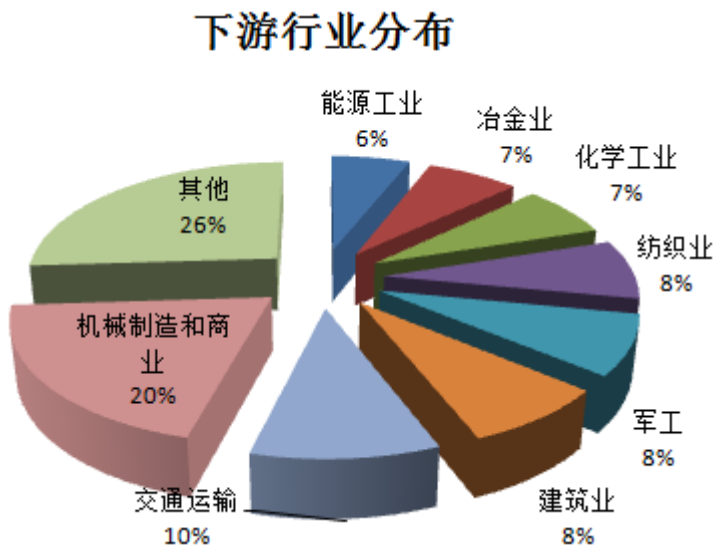
叉车有别于其他工程机械类产品，其下游分散，涉及能源、化工、机械加工、冶金等多个物流领域，受整体经济的活跃度影响较大；所以，以固定资产投资为主体的“4 万亿”投资其拉动效果并不明显，行业环比销售情况虽然出现一定程度的好转，但是同比到 9 月份才出现一定的正增长，这主要由于去年金融危机导致的市场急剧萎缩后基数较低而产生的，预计短期内行业无法达到 2007-2008 年的销售水平。

图表 1. 叉车行业销售量（台）



数据来源：中国机械工程协会，东北证券金融与产业研究所

图表 2. 叉车下游行业分类

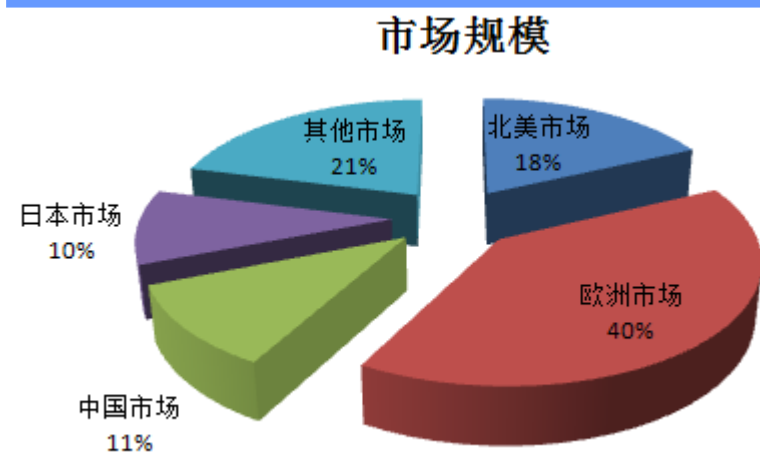


数据来源：东北证券金融与产业研究所

叉车作为代替人力、提高搬运效率的一种主要机械产品，国内的使用率仍旧较低，由于国内人力资源成本较低，所以市场规模仍未能达到国际平均水平，虽然 08 年之前全行

业保持 30%~40% 的增长，但由于基数较低，所以市场规模仍远小于欧美市场。同时，由于欧洲等地区的叉车 3-4 年就强制进行报废，而国内市场的叉车寿命在 5-10 年，所以在一定程度上也制约了市场的快速增长。

图表 3. 全球市场规模



数据来源：东北证券金融与产业研究所

从产品结构上，欧美低于由于环保等标准较高，所以多属于“高附加值”的叉车，对于其机械性能、环保等要求也增加了产品的技术含量。目前，国内只有较少几家企业能够出品符合国际标准的产品。同时，国内市场对于产品的要求相对较低，尤其在江浙等沿海民营经济较为发达的地区，虽然国内市场的部分增长能够在数量上抵消掉一部分市场规模的萎缩，但是从盈利能力的指标看，低端产品的盈利能力显然低于出口产品，市场整体呈现“量增利减”的局面。

从长期看，一旦欧美经济逐步复苏，出口将随之复苏，中国的叉车行业虽然目前仍然无法与林德、卡特彼勒等大公司竞争；但是，由于在同类产品中的价格优势，所以中国叉车生产企业还是在全球行业中占有一定地位的。同时，由于国内现有市场规模基数较小，所以国际市场上的增长将有效的刺激行业的发展。

目前，国内叉车市场处于产能过剩阶段；同时，由于订单周期只有 1-2 个月，所以行业的敏感度较强，一旦国际市场需求回暖，出口的产能将迅速恢复。所以，从现有行业发展看，其行业能力的增长更多的将依赖于欧美经济的复苏情况。

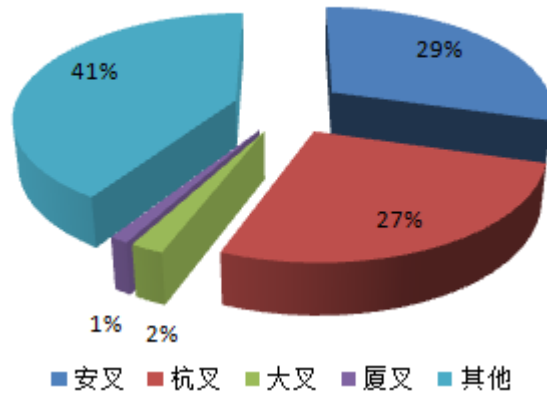
2. 盈利能力恢复，静待出口增长

安徽合力主要产品为叉车及其零部件，以及少量的装载机产品，叉车销售额占比在 80% 左右，装载机占比仍然小于 5%，目前该产品仍然处于小额亏损的局面。由于金融危机导致沿海外贸型企业大面积停工，致使公司在 2008 年 4 季度的国内销售出现了大面的萎缩。公司通过降低价格 5% 左右，进一步侵吞国内市场，市场占有率接近 30%，基本接

近历史最高水平。

图表 4. 截止到 10 月份市场占有率情况

2009年1-10月份销售量市场占有率

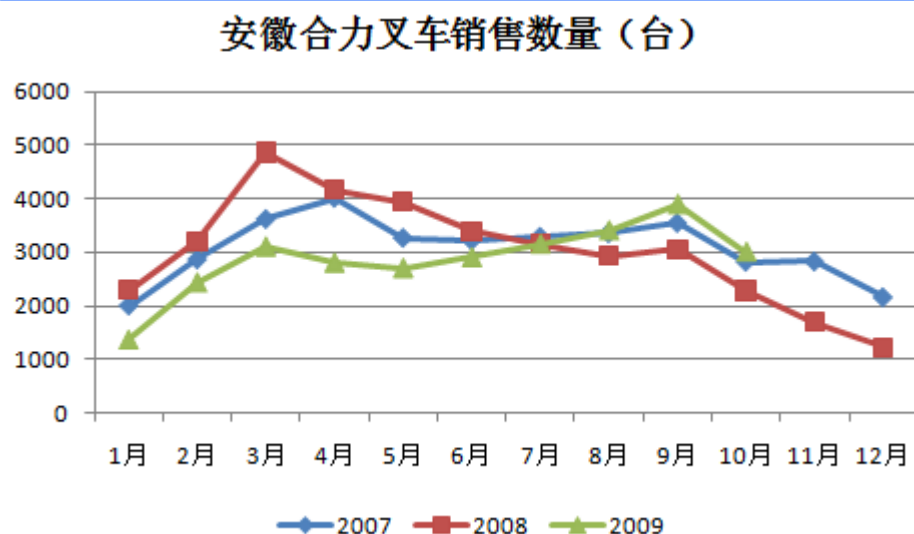


数据来源：中国机械工程协会，东北证券金融与产业研究所

公司通过前期产能扩张，目前现有生产规模为 5-5.5 万台套，包括 4 大系列上千个品种，由于公司对于产品进行了模块化处理，可以按照客户订单需求进行生产，其便于生产和维护的特性不言而喻。相较于最大的竞争对手杭叉，公司对于核心零部件的生产具有极强的生产和研发能力，虽然从销售数量上杭叉已经接近安叉，但是从盈利能力上，尚无法匹敌安叉。近年来，工程机械企业混业生产的趋势出现，综合性的生产商越来越多，部分国内的工程机械企业也开始初步涉足叉车产品，但目前规模都不大。预计公司今年产量在 35,000，略低于 07，08 年的水平，但由于低端产品占比较高，所以公司盈利能力同比还是出现了一定的下滑。

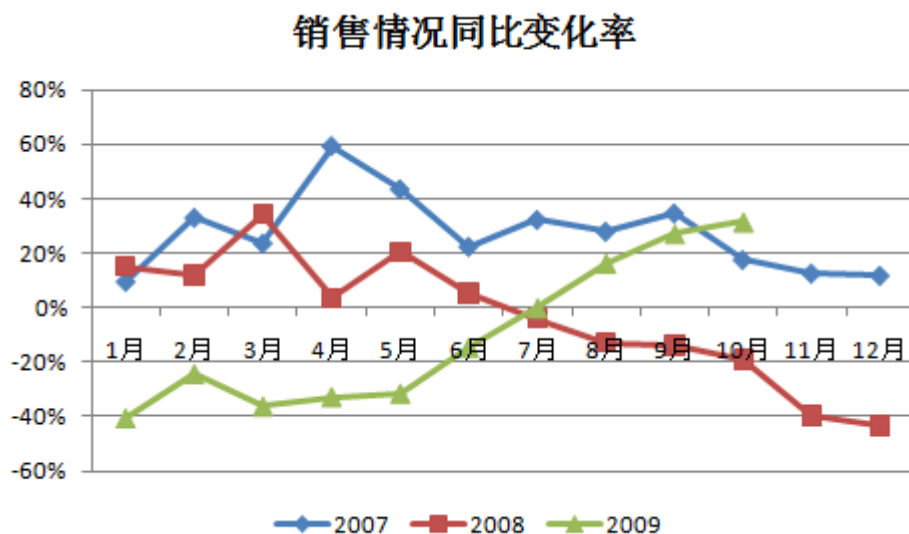
公司目前海外销售主要依靠代理商制，在国外拥有代理商 76 个，产品出口 138 个国家和地区。但是，从出口看，历年的圣诞节销量增长在今年并未出现，所以出口复苏的判断还为时尚早，与此同时，出口量从 08 年的 10000 台套的水平下降到目前不足 3000 台套的水平，恢复起来还是存在较大的难度的。公司现有订单情况也明显好转，考虑到订单 1-2 个月的交货周期，09 年内公司出口的水平还是难掩颓势的。公司表示，将通过新增代理商及其重新洽谈代理商等方式加大对外促销的力度，10 年 1 季度如果仍然能够保持今年 4 季度的增长态势，未来出口复苏将可以期待。

图表 5. 安徽合力叉车销售数量



数据来源：中国机械工程协会，东北证券金融与产业研究所

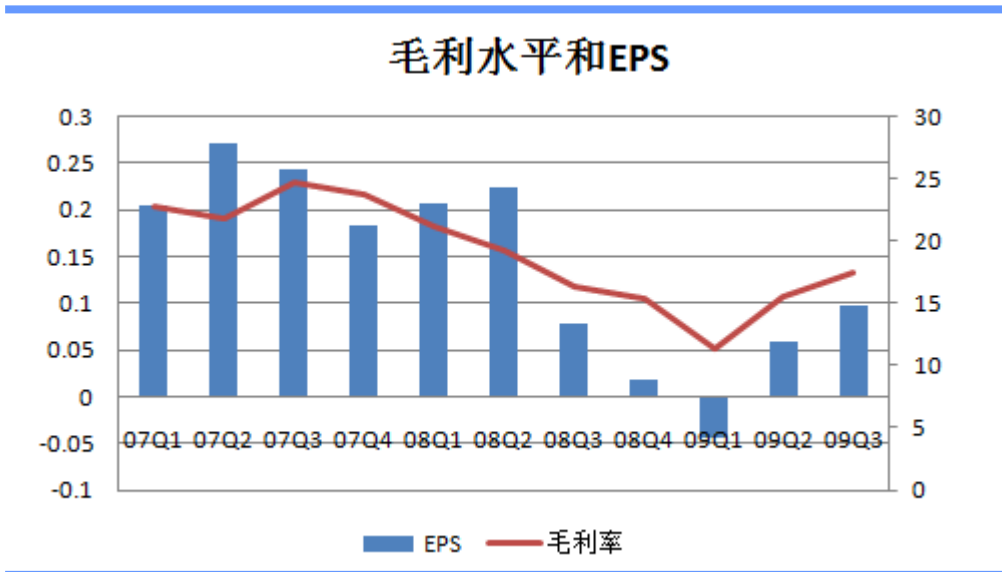
图表 6. 销售同比变化率



数据来源：中国机械工程协会，东北证券金融与产业研究所

09 年 1 季度为公司 EPS 和毛利率的低点，毛利水平逐步恢复，盈利能力也将逐步恢复，预计四季度将会恢复到 20% 的水平，EPS 基本上和 3 季度持平，在 0.10~0.13 元。2010 年的 1 季度由于处于中国的“两节”期间，一般处于销售的淡季，如果公司能够继续保持 4 季度的销售数量，2010 年有望恢复到 08 年的利润水平。

图表 7. 销售同比变化率



数据来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

图表 8. 公司 SWOT 分析

公司战略分析	SWOT 评价
优势	- 公司作为国内叉车行业的龙头企业，具有极强的市场定价权； - 公司掌握叉车核心零部件的生产技术； - 公司产品系列化可以覆盖绝大多数用户需求； - 公司中高端产品符合欧美等国家的环保要求； - 强大的境外代理商体系；
劣势	- 对于管理层缺乏一定的激励机制； - 公司在技术上和顶级的林德等机械巨头仍然存在一定差距；
机会	- 通过维持现价价格，继续扩大国内市场占有率； - 通过对于代理商的有效激励，增大对于国际市场的销售力度；
危险	产能的扩张带来一定的产能限制和产品库存积压；

3. 基本假设与盈利预测

- 1) 假设公司 4 季度盈利能力与 3 季度持平；
- 2) 假设公司 2010 年毛利水平回复到 18%的水平；
- 3) 假设公司明年的出口出现恢复性增长，接近 2010 年水平；

根据公司的经营状况和经营计划，预计公司未来 3 年实现的营业收入为 34.36 亿元、

41.36 亿元和 49.63 亿元，对应的 EPS 为 0.23 元、0.48 元和 0.58 元。短期之内公司业绩难于突破向上，给予公司“谨慎推荐”评级，建议投资者关注公司 2010 年 1 季度销售和净利润数据的恢复情况。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2538.33	3396.86	3628.17	3446.76	4136.12	4963.34
增长率(%)	45.29%	33.82%	6.81%	-5.00%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	248.74	321.22	188.61	81.67	171.35	206.50
增长率(%)	71.78%	29.14%	-41.28%	-56.70%	109.81%	20.51%
每股收益(EPS)	0.697	0.900	0.528	0.229	0.480	0.579
每股股利(DPS)	0.129	0.200	0.200	0.060	0.126	0.152
每股经营现金流	0.611	0.950	0.577	0.883	0.160	1.012
销售毛利率	26.59%	23.20%	18.23%	15.50%	18.00%	18.00%
销售净利率	11.53%	10.50%	5.74%	2.61%	4.57%	4.59%
净资产收益率(ROE)	14.56%	16.41%	9.09%	3.83%	7.58%	8.56%
投入资本回报率(ROIC)	35.02%	28.33%	13.63%	4.52%	10.81%	12.06%
市盈率(P/E)	17.94	13.89	23.66	54.63	26.04	21.61
市净率(P/B)	2.61	2.28	2.15	2.09	1.97	1.85
股息率(分红/股价)	0.010	0.016	0.016	0.005	0.010	0.012

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。