

安徽合力(600761)

需求复苏、盈利剧增

——安徽合力更新报告

✍ 吴昊

☎ 0755-2397 6765

✉ wuh@gtjas.com

本报告导读:

- 底部复苏预期确定、明年业绩高弹性，目标价21元，上调评级至“增持”。

投资要点:

- 叉车销量反季节回升，复苏迹象明显。四季度本来是销售淡季，但公司10月和11月销量分别达3600台和3400台，好于今年旺季表现，接近历史最好销量。前瞻性来看，作为企业内部物流装备，叉车需求逻辑类似于企业间物流装备——重卡，宏观经济复苏、企业开工率回升将推动叉车需求进入复苏阶段。预计公司明年内销达3.84万台以上，相对于今年增长20%以上。
- 出口已现复苏迹象，明年业绩锦上添花。公司出口销量10月和11月分别为420台和480台，环比大幅上升，显示出口明显回升。受益于欧美经济复苏、新兴市场如阿根廷的开拓，公司叉车销量明年将出现超预期增长，预计明年出口达6400台，相对于今年增长60%。
- 竞争格局好转、产品结构优化推动毛利率回升。在需求萎缩、竞争格局恶化背景下，叉车过去两年经历了充分的深幅调整，低端产品超低的毛利率（合力9%、龙工10%）使得价格战趋于尾声，预计在龙工等民企强势进入该行业后，行业竞争将趋于稳定，价格战重灾区——低端产品毛利率将在10%的基础上缓慢回升。同时，受益于经济形势好转及用户盈利回升，内燃H系列等中高端产品需求不断上升。初步判断，中高端产品占比有望在目前50%的基础上升至明年65%以上，相应地，毛利率将升至18%。
- 公司底部复苏预期确定、明年业绩高弹性，建议给予“21元”目标价。基于需求复苏、盈利回升的判断，公司明年呈量价齐升态势，业绩将爆发式增长，EPS达0.70元。对于底部复苏、业绩高弹性的企业，建议给予较高估值，经DCF估值，公司合理股价为20.29-22.15元，股价还有50%的上行空间，上调公司评级至“增持”。

评级:

增持

上次评级: 减持

目标价格:

¥21.00

上次预测: ¥10.00

当前价格:

¥13.92

2009.12.11

交易数据

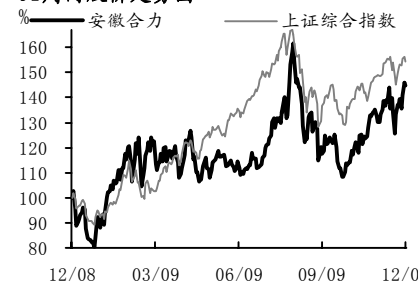
52周内股价区间(元)	6.80 ~ 14.86
总市值(百万元)	4,969
总股本/流通A股(百万股)	357/357
流通B股/H股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量(百万股)	12.7
日均成交值(百万元)	140.4

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	2.3
资产负债率	28.46%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.21	-0.04
Q2	0.22	0.05
Q3	0.08	0.09
Q4	0.02	0.05
全年	0.53	0.24

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9.3	19.4	41.5
相对指数	7.3	8.6	-14.3

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,397	3,628	2,666	4,300	5,548
(+/-)%	33.8%	6.8%	-26.5%	61.3%	29.0%
经营利润(EBIT)	426	210	86	292	444
(+/-)%	26.4%	-50.8%	-58.8%	238.2%	51.7%
净利润	321	189	85	249	364
(+/-)%	29.1%	-41.3%	-55.1%	194.7%	45.8%
每股净收益(元)	0.90	0.53	0.24	0.70	1.02
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%	7.9%	10.5%	11.3%
净资产收益率(%)	16.4%	9.1%	4.0%	10.6%	13.7%
投入资本回报率(%)	27.1%	11.2%	4.6%	12.8%	17.2%
EV/EBITDA	9.2	15.3	22.1	10.3	7.4
市盈率	15.0	25.6	57.1	19.4	13.3
股息率(%)	1.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2009.12.11

股票研究

机械制造业

专用设备制造业

安徽合力(600761)

评级: 增持

上次评级: 减持

目标价格: ¥21.00

上次预测: ¥10.00

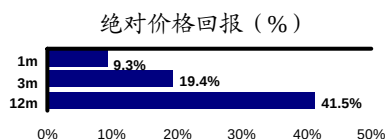
当前价格: ¥13.92

公司网址:

www.helichina.com

公司简介

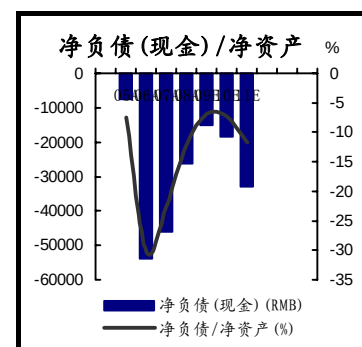
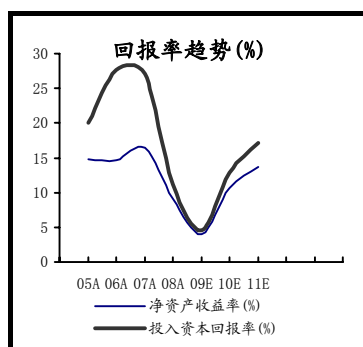
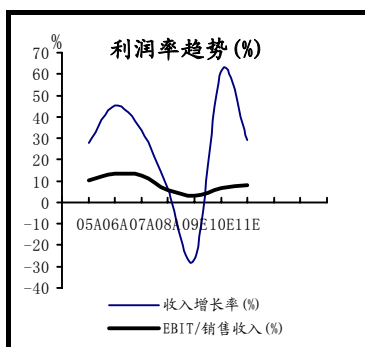
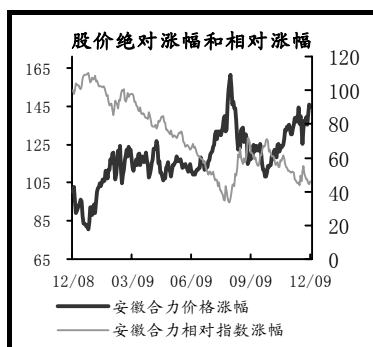
国内最大叉车企业。



52 周价格范围 6.80~14.86
市值 (百万) 4,969

财务预测 (单位: 百万元)

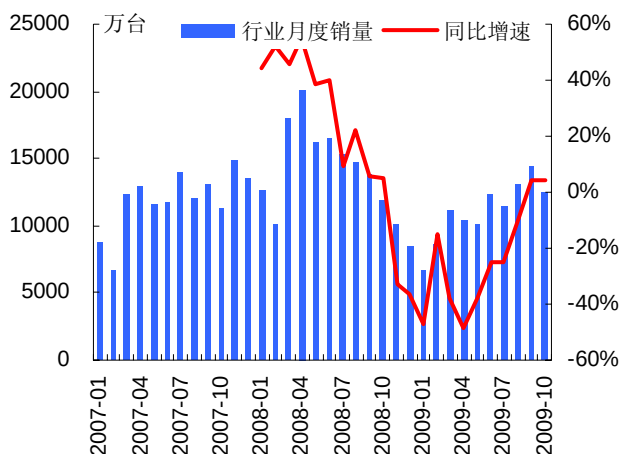
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
营业收入	1,747	2,538	3,397	3,628	2,666	4,300	5,548
营业成本	1,315	1,863	2,609	2,967	2,261	3,526	4,515
税金及附加	10	10	15	14	11	18	22
营业费用	103	124	145	160	107	172	222
管理费用	142	185	190	269	187	279	333
EBIT	184	337	426	210	86	292	444
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0	0
财务费用	0	3	2	12	-8	-1	9
营业利润	184	334	424	197	94	293	434
所得税	31	43	82	2	10	31	45
少数股东损益	10	44	36	20	9	26	38
净利润	145	249	321	189	85	249	364
资产负债表							
货币资金、交易性金融	233	558	559	431	402	612	784
其他流动资产	594	954	1,312	1,417	1,091	1,702	2,179
长期投资	4	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	566	769	889	1,011	1,244	1,293	1,320
无形及其他资产	71	59	102	157	156	183	207
资产合计	1,468	2,339	2,862	3,016	2,893	3,791	4,490
流动负债	318	527	787	827	644	1,288	1,639
长期负债	137	36	32	31	33	32	32
股东权益	1,013	1,777	2,043	2,158	2,215	2,471	2,819
投入资本(IC)	920	1,221	1,571	1,873	1,876	2,276	2,577
现金流量表							
NOPLAT	153	293	346	208	78	263	399
折旧与摊销	57	65	79	94	124	158	181
流动资金增量	41	128	200	139	(239)	344	268
资本支出	134	203	120	122	350	200	200
自由现金流	385	690	746	562	313	965	1,048
经营现金流	164	215	332	196	455	106	338
投资现金流	(163)	(225)	(319)	(287)	(374)	(234)	(234)
融资现金流	(12)	336	(8)	(31)	(110)	338	68
现金流净增加额	(12)	326	5	(121)	(29)	210	171
财务指标							
成长性							
收入增长率	27.7%	45.3%	33.8%	6.8%	-26.5%	61.3%	29.0%
EBIT 增长率	23.8%	83.0%	26.4%	-50.8%	-58.8%	238.2%	51.7%
净利润增长率	17.3%	71.8%	29.1%	-41.3%	-55.1%	194.7%	45.8%
利润率							
毛利率	24.7%	26.6%	23.2%	18.2%	15.2%	18.0%	18.6%
EBIT 率	10.5%	13.3%	12.5%	5.8%	3.2%	6.8%	8.0%
净利润率	8.3%	9.8%	9.5%	5.2%	3.2%	5.8%	6.6%
收益率							
净资产收益率(ROE)	14.8%	14.6%	16.4%	9.1%	4.0%	10.6%	13.7%
总资产收益率(ROA)	9.9%	10.6%	11.2%	6.3%	2.9%	6.6%	8.1%
投入资本回报率	20.0%	27.6%	27.1%	11.2%	4.6%	12.8%	17.2%
运营能力							
存货周转天数	96	103	100	100	123	89	96
应收账款周转天数	34	28	29	32	39	27	29
总资产周转天数	283	274	279	296	404	284	272
净利润现金含量	1.13	0.86	1.03	1.04	5.37	0.43	0.93
资本支出/收入	7.68%	7.98%	3.54%	3.36%	13.13%	4.65%	3.61%
偿债能力							
资产负债率	31.0%	24.1%	28.6%	28.5%	23.4%	34.8%	37.2%
净负债率	-7.5%	-30.3%	-22.5%	-12.1%	-6.8%	-7.4%	-11.7%
估值比率							
PE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	4.9	2.8	2.5	2.3	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	19.3	11.6	9.2	15.3	22.1	10.3	7.4
P/S	2.76	1.90	1.42	1.33	1.81	1.12	0.87
股息率	1.1%	1.5%	1.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



1. 叉车销量反季节回升、复苏迹象明显

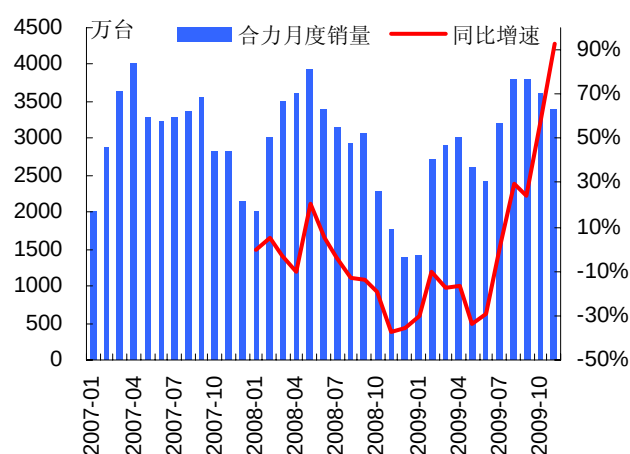
四季度本来是销售淡季，但9月份以来行业销量淡季不淡，大幅好于传统旺季3-6月份表现（图1）。行业领先公司安徽合力表现更为出色，10月和11月销量分别实现3600台和3400台，接近历史最好月度销量（图2）。

图1：叉车行业销量四季度淡季不淡



数据来源：中国工程机械工业协会。

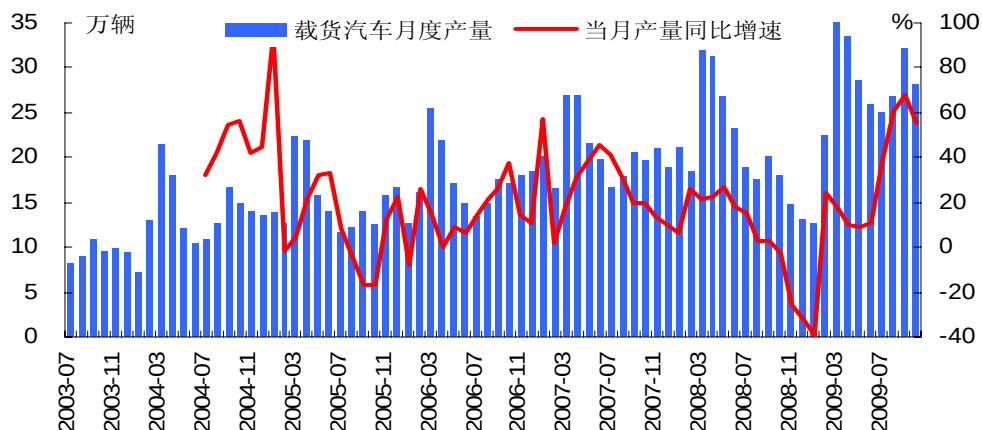
图2：合力9月份以来销量反季节上升



数据来源：中国工程机械工业协会。

作为企业内部物流装备，叉车需求同企业开工率密切相关，而企业开工率同宏观经济保持一致，因此在宏观经济回升背景下，叉车需求将会迎来复苏。同叉车需求逻辑类似，企业间或企业到用户间的物流装备——重卡销量在今年四季度销量也出现显著回升，接近二季度销量顶峰，从另一个侧面印证了我们对叉车需求复苏的判断（图3）。

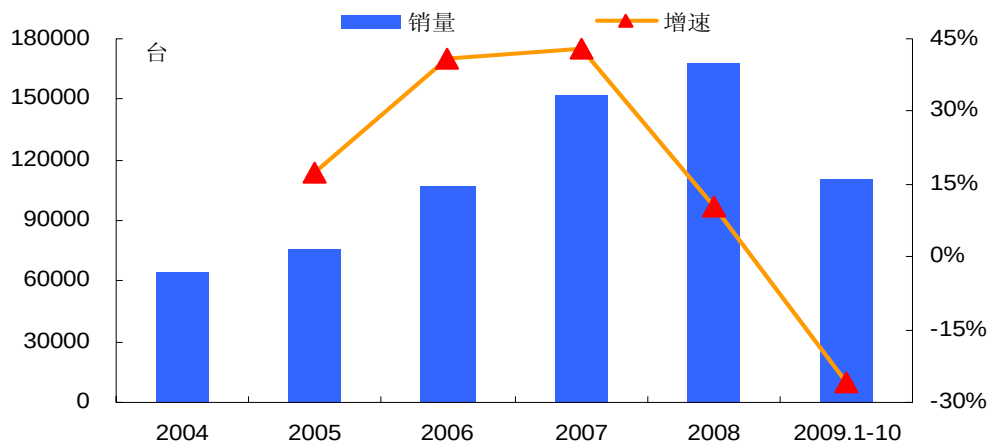
图3：载货汽车销量下半年同样反季节上升



数据来源：Wind 资讯。

由于叉车处于成长期，所以在行业复苏的时候，增速非常可观，根据02-07年行业表现，在经济景气背景下，行业增速保持在30%左右，我们据此判断叉车2010年销量增速为25%（图4）。

图 4：景气复苏后，叉车行业将会再次迎来高成长

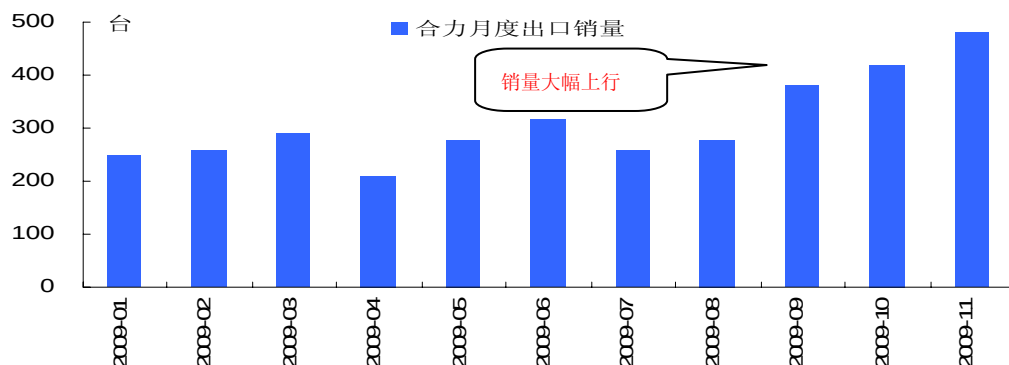


数据来源：中国工程机械工业协会。

2. 出口已现复苏迹象、明年业绩锦上添花

公司出口销量在近两个月环比大幅上升，10 月和 11 月销量分别达 420 台和 480 台（图 5）。目前主要是库存下滑带动较大的补库存需求，预计明年上半年将受益于欧美经济的复苏进程，另外，新兴市场如南美的拓展也初见成效，明年存在超预期因素。

图 5：9 月份以来反季节上升、预示出口即将复苏

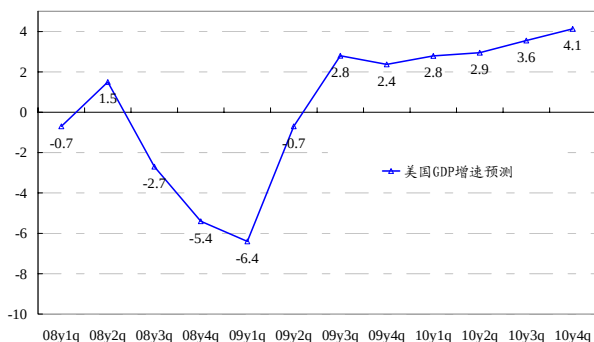


数据来源：Wind 资讯。图中净利润为机械行业 118 家上市公司净利润之和。

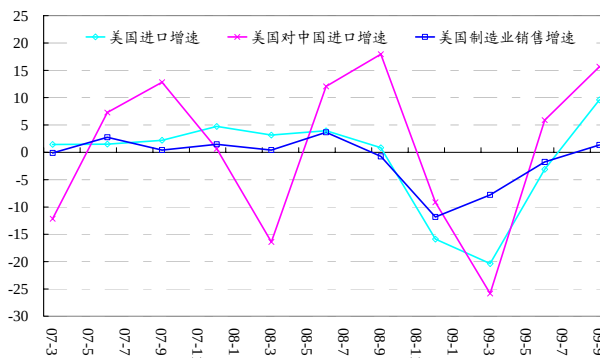
基于国泰君安宏观研究结论，我们认为欧美经济已经进入复苏阶段（图 6）。如美国经济复苏已经确立，则中国出口有望在明年取得显著增长（图 7）。

图 6：美国经济年底之后进入显著复苏阶段

图 7：美国经济复苏将带动我国出口大幅上行



数据来源：国泰君安证券。



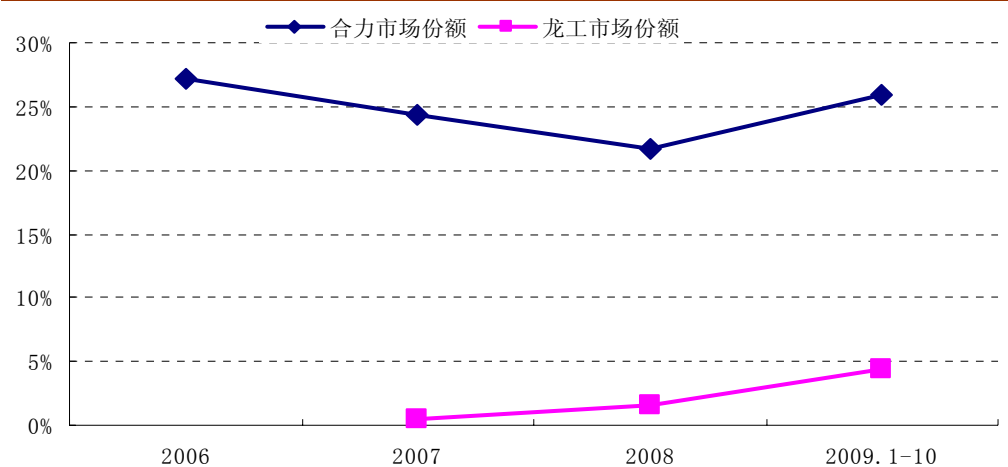
数据来源：国泰君安证券。

3. 竞争格局好转、产品结构优化推动毛利率回升

在需求萎缩、竞争格局恶化的背景下，叉车行业在过去两年经历充分的深幅调整，去年年底前后，新进入者如龙工降价抢占市场份额，其产品毛利率仅为 10%，为了应对竞争压力，安徽合力也对低端产品进行降价，降价后的毛利率低至 9%。

多重因素使得我们判断行业竞争形势出现反转：（1）超低的毛利率水平对叉车企业形成很大经营压力，已有的和新进入的主要叉车企业均表示不会继续降价，部分优势企业甚至会考虑在需求好转时对部分产品提价；（2）叉车非同质化产品，品质也是客户考虑的重要因素；（3）需求好转有利于行业竞争压力缓解；（4）经过需求萎缩及竞争加剧的洗礼后，国企民企共存的叉车行业竞争格局将趋于稳定，优势企业如合力市场份额已经开始企稳回升（图 8）。

图 8：新进入者龙工市场份额上升，但不改合力市场份额回升态势



数据来源：中国工程机械工业协会。

毛利率回升的另一大因素来自于产品结构优化。合力叉车可以分为两类：中高端产品 H2000 系列、G 系列及低端产品阿尔法系列，其中低端产品单价 4-5 万元/台、中高端产品单价 9 万元/台。公司目前产品中，中高端降至 50%，相对于去年的 70% 有显著下滑，主要因于客户购买力下滑及低端产品降价促销所致。

但在叉车景气周期中，受益于经济形势好转及用户盈利回升，内燃 H2000 系列等、G 系列等中高端产品需求不断回升，初步判断，中高端产品占比有望在目前 50% 的基础上升至 2010 年的 65% 以上，相应地，公司明年毛利率预计升至 18%。

4. 底部复苏态势明朗、目标价 21 元

我们对公司各业务预测如表 1 所示:

表 1: 公司盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
叉车内销量 (万台)	2.31	2.21	3.20	3.84	4.61
平均价格 (万元/台)	6.96	7.29	5.60	7.50	7.75
叉车收入 (亿元)	16.08	16.11	17.92	28.80	35.71
毛利率	20.46%	15.50%	15.00%	17.80%	18.13%
叉车出口量 (万台)	0.99	1.19	0.40	0.64	0.86
平均价格 (万元/台)	9.27	9.55	8.50	9.00	9.00
叉车收入 (亿元)	9.18	11.36	3.40	5.76	7.78
毛利率	25.0%	20.68%	20.0%	22.0%	22.0%
叉车总销量 (万台)	3.30	3.40	3.60	4.48	5.47
平均价格 (万元/台)	7.65	8.08	5.92	7.71	7.95
合计叉车收入 (亿元)	25.26	27.47	21.32	34.56	43.49
毛利率	22.11%	17.64%	15.80%	18.50%	18.82%
装载机收入 (亿元)	0.51	0.33	0.86	1.72	2.57
增速	240.00%	-35.29%	160.00%	100%	50%
毛利率	-27.77%	-27.23%	-15.00%	0.00%	10.00%
其它产品收入 (亿元)	8.20	8.15	4.48	6.72	9.41
增速	33.55%	-0.61%	-45%	50%	40%
毛利率	29.40%	20.00%	18.00%	20.00%	20.00%
销售收入总计 (亿元)	33.97	35.95	26.66	43.00	55.48
增长率	33.85%	5.83%	-25.84%	61.29%	29.01%
毛利率	23.12%	17.76%	15.18%	18.00%	18.61%

数据来源: 国泰君安证券。

考虑到公司收入弹性大, 叉车销量及产品结构都将对公司收入有决定性的影响, 我们将销量增速及中高端产品占比作为因子来测算公司叉车收入增速 (表 2)。

表 2: 公司收入增速敏感性分析

2010 年叉车收入增速	2010 年叉车中高端产品占比				
2010 年叉车销量增速	55.00%	60.00%	66.70%	70.00%	75.00%
14.44%	40.49%	44.20%	50.28%	51.63%	55.35%
19.44%	46.57%	50.45%	56.19%	58.22%	62.10%
24.44%	52.65%	56.70%	62.10%	64.80%	68.86%
29.44%	58.72%	62.95%	68.01%	71.39%	75.61%
34.44%	64.80%	69.19%	73.92%	77.97%	82.36%

数据来源: 国泰君安证券。

在收入快速增长态势下，毛利率是决定公司业绩的另一大因素，我们对公司明年业绩敏感性分析如表 3 所示。

表 3: 公司 2010 年业绩敏感性分析

2010 公司 EPS 预测	2010 年叉车业务毛利率				
2010 年叉车收入增速	17.50%	18.00%	18.50%	19.00%	19.50%
50.28%	0.59	0.63	0.67	0.70	0.74
56.19%	0.61	0.64	0.68	0.72	0.76
62.10%	0.62	0.66	0.70	0.74	0.78
68.01%	0.63	0.68	0.72	0.76	0.80
73.92%	0.65	0.69	0.73	0.78	0.82

数据来源：国泰君安证券。

对于底部复苏、业绩高弹性的企业，建议给予较高估值，经 DCF 估值，公司合理股价为 20.29-22.15 元（表 4），对应 2010 年业绩 30 倍 PE，相对于目前股价，还有 50% 的上行空间，上调公司评级至“增持”。

表 4: 公司 DCF 估值敏感性分析

DCF 估值敏感性分析	永续增长率 Gn (%)			
WACC	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
7.59%	25.77	28.63	32.50	38.07
8.59%	21.86	23.88	26.51	30.07
9.59%	18.82	20.29	22.15	24.57
10.59%	16.40	17.50	18.85	20.56
11.59%	14.43	15.27	16.29	17.53

数据来源：国泰君安证券。

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