

2010-03-12

建筑、农业机械与重型卡车

600761.SH

调升

增持

当前价格	13.59 元
目标价格	15 元
目标期限	6 个月

分析师:

恽敏(执业证书编号: S0930206110104)

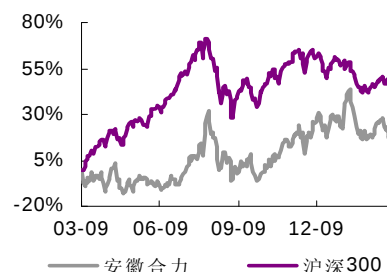
021-22169162

yunmin@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	357
总市值(百万元)	-
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	16.47/9.42
近 3 月日均成交量(百万股)	8.34
主要股东	安徽叉车集团 有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.66	4.73	-23.94
绝对收益	3.10	-4.84	21.98

销售势头迅猛，盈利将超预期

◇ 调研地点: 安徽合肥合力厂区

◆ 叉车销售势头迅猛，超出普遍预期

公司销售状况超出市场普遍预期。前两月累计实现销售 5823 台, 同比增长 18%, 3 月销售势头迅猛, 截止 3 月 12 日当月累计实现销售 2200 台, 预计 3 月销售量 4800 台, 同比增幅将超过 50%, 而历史单月最好销售记录为 5500 台。公司销售复苏强劲, 预计全年销量增长接近 25%, 其中内需销量增速 20%, 由于 09 年的低基数, 外需增幅更是高达 100%。

◆ “民工荒” 加快提升生产效率设备的需求, 物流效率提升带来叉车等现代物流发展必需搬运装备的需求

民工荒带来的生产效率提升要求, 叉车作为提高运输和存储效率的装备符合提升生产效率的产业升级发展方向。物流业作为十大振兴产业之一, 国内社会物流总费用占 GDP 的 18.1% 远高于发达国家 10%, 物流效率提升势在必行, 随着经济复苏推进社会物流额不断增长, 叉车作为现代物流发展必需搬运装备, 存在较大需求空间。

◆ 内外需两引擎支撑销售增长

内需市场有较大成长空间。目前国内企业销售仅占全球销售的约 14%。内资叉车企业成长空间很大。安叉作为行业龙头将不断提升份额, 预计内销市场占有率从 25% (2009E) 提升到 28% (2010E)。外销也将逐步转好。从 09 年月出口量 100-200 台/月恢复到目前的 300-500 台/月。出口收入占比将逐步提升, 从 11% (2009E), 逐步提升到 15% (2010E), 20% (2011E), 30% (2012E)。欧美经济体作为公司叉车产品主要出口地, 其经济复苏状况对公司出口复苏进程产生间接影响, 需要密切跟踪外需变化状况。

◆ 公司盈利超市场普遍预期, 预计 2010 年盈利同比增长 165%, 调升评级至“增持”。

根据公司销售增长情况, 不考虑税收优惠, 政府补贴, 以及土地收储补偿等情况, 2009E-2012E 的 EPS 分别为 0.21、0.51 和 0.70 元。考虑到公司原厂区土地收储将有 1-5 亿/年的营业外收入和增值税抵扣, 研发补助以及土地使用税的先增后返, 大约可以增厚公司 0.07-0.10 元/股 EPS, EPS 由此提升至 0.28、0.60 和 0.80 元。公司作为物流设备效率提升的必需设备, 需求前景看好, 出口市场成为未来增长点, 给予公司 10 年 25 倍估值, 15 元目标价。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3,397	3,628	2,998	3,886	4,596
营业收入增长率	33.82%	6.81%	-17.38%	29.63%	18.28%
净利润(百万元)	321	189	101	215	285
净利润增长率	29.14%	-41.28%	-46.32%	112.63%	32.22%
EPS(元)	0.90	0.53	0.28	0.60	0.80
EPS(不考虑补贴)	0.9	0.53	0.21	0.51	0.7
ROE(归属母公司)	16.41%	9.09%	4.73%	9.27%	11.20%
P/E	15	26	48	23	17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- 1、原材料钢材成本在 2010 年涨幅低于 20%
- 2、公司产品价格 2010 年下滑 10%以内
- 3、所得税率 2009-2012E 按 15%征收

我们为什么与市场普遍观点不同

我们与市场的不同点主要有三点。

第一，根据企业实地销售状况调研，我们认为公司销售状况复苏状况好于市场普遍预期，我们的盈利预测 09-11 年 EPS 分别为 0.28、0.6、0.8 元，高于市场普遍预期。

第二，我们看好叉车行业的需求前景。在民工荒成为未来一段时间内常态趋势推动下，叉车这种提升装卸运输和物流效率的装备更符合产业结构升级的发展趋势。

第三，叉车行业符合物流振兴规划发展对提升物流效率设备的需求，与其他工程机械产品受固定资产投资波动影响较大不同，叉车主要与物流总额息息相关，属于通用机械设备。其需求状况随着出口复苏逐步转好，而企业盈利状况则需要更多关注行业竞争格局变化。

估值和目标价格

根据公司销售增长情况，不考虑税收优惠，政府补贴，以及土地收储补偿等情况，2009E-2012E 的 EPS 分别为 0.21、0.51 和 0.70 元。考虑到公司原厂区土地收储将有 1-5 亿/年的营业外收入和增值税抵扣，研发补助以及土地使用税的先增后返，大约可以增厚公司 0.07-0.10 元/股 EPS，EPS 由此提升至 0.28、0.60 和 0.80 元。公司作为物流设备效率提升的必需设备，需求前景看好，出口市场成为未来增长点，给予公司 10 年 25 倍估值，15 元目标价，给予“增持”评级。

股价上涨的催化因素

- 1、土地收储补贴到位。土地收储已经完成，但具体资金到位规模存在较大区间 2-15 亿。土地收储补贴超预期将增厚业绩。
- 2、其他补贴到位。公司积极争取包括土地使用税返还等各项优惠政策
- 3、欧美经济体复苏状况好于预期。目前对欧元区经济的不确定性对公司出口状况存在不确定性，欧美经济复苏好于预期利好公司出口状况

投资风险

行业竞争格局恶化超出预期，公司价格竞争策略后市场份额扩展进程低于预期可能。

叉车销售势头迅猛，超出普遍预期

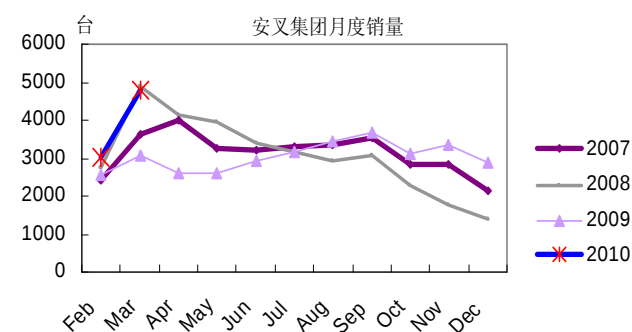
◆ 公司销售复苏强劲

前两月累计实现销售 5823 台，同比增长 18%，3 月销售势头迅猛，截止 3 月 12 日当月累计实现销售 2200 台，预计 3 月销售量将达到 4800 台，接近历史单月销售量最高值 5500 台（08 年 3 月），同比和环比增幅均超过 50%。

预计全年销量增长接近 25%，其中内需销量增速 20%，由于 09 年的低基数，外需增幅更是高达 100%。

图表 1：，3 月销售同比和环比增速迅猛

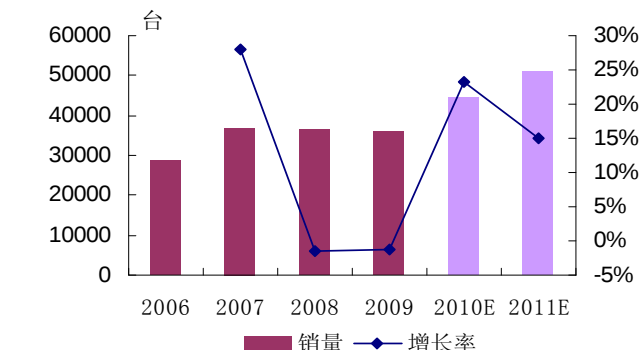
安叉集团月度销量



资料来源：光大证券研究所

图表 2：四季度增长减缓（图表结论）

季度增长对比图（图表概述）



资料来源：光大证券研究所

内需复苏推动销量增长，外需成未来重要看点

◆ 内需市场有较大成长空间。

安叉作为行业龙头将不断提升份额，预计内销市场占有率从 25%（2009E）提升到 28%（2010E）。

◆ 出口状况逐步转好。

目前单月出口量从 09 年 100-200 台/月逐步恢复到 300-500 台/月。出口收入占比将逐步复苏：11%（2009E）—15%（2010E）—20%（2011E）—30%（2012E）。

2009 年出口下滑显著，出口呈现量价齐跌格局，随着外围经济走好，出口逐步复苏，目前出口代理商补库存阶段进入尾声，后续外围经济复苏状况成为出口增长的关键。欧美经济体作为公司叉车产品主要出口地，其经济复苏状况对公司出口复苏进程产生间接影响，需要密切跟踪外需变化状况。

看好叉车需求前景

◆ “民工荒”加快提升生产效率的需求

农民工人口红利的逐步消失成为民工荒的重要因素，一方面适婚年龄的农民工返回农村，另一方面很难再见农民工人口大规模提升，2010-2017 年将成为农民工人口红利消失期，劳动力供应将陷入长期不足的状态，大约到 2017 年中国新增劳动人口转为下降，人口红利消失。人工成本上涨成为必然的趋势。提高生产效率成为中国制造业大国的重要途径。而叉车作为提升运输、装卸效率的设备符合产业升级发展方向。

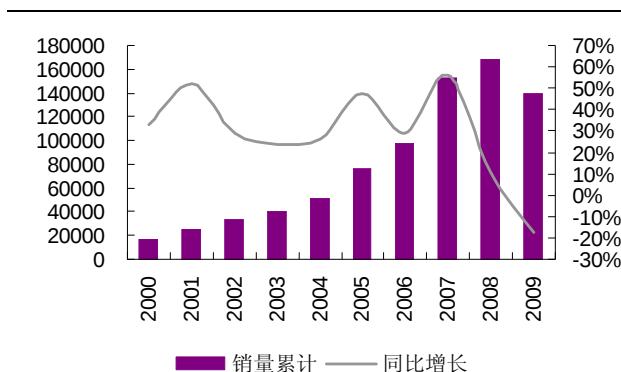
◆ 物流效率提升带来叉车等现代物流发展必需搬运装备的需求

我国社会物流总费用占 GDP 的 18.1% 远高于发达国家 10%，即我们多消耗在物流上的费用达 2.7 万亿人民币。作为十大振兴产业之一物流业其提升效率势在必行。由此带来叉车等现代物流发展必需的搬运装备的增长空间。同时我们观察到叉车销售与全社会物流息息相关，随着下游需求复苏，09 年全社会物流总额增速已经由负转正，目前全社会物流总额的稳步增长，叉车行业也将带来需求的稳步提升。

内需市场有较大成长空间。目前国内企业销售仅占全球销售的约 14%。内资叉车企业成长空间很大。预计 2010 年行业销售增速将达 20%。

图表 3：叉车行业销售将走出低谷稳步增长

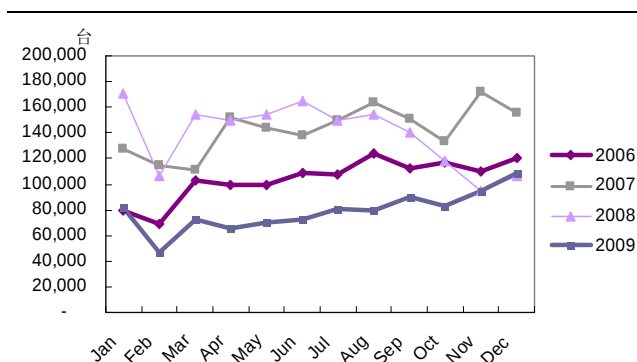
国内叉车行业销量和增长率



资料来源：光大证券研究所

图表 5：2009 年出口呈现量价齐跌格局

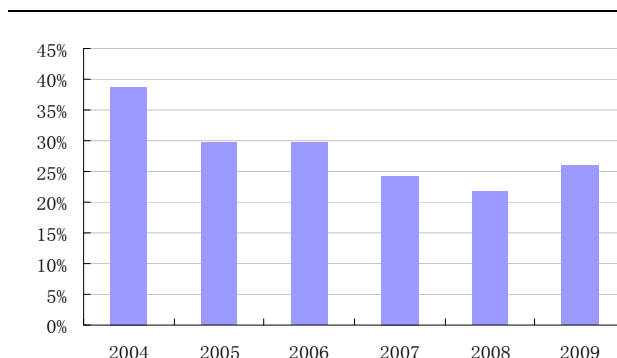
国内叉车行业出口量



资料来源：光大证券研究所

图表 4：抢占市场份额成为 2010 年第一要务

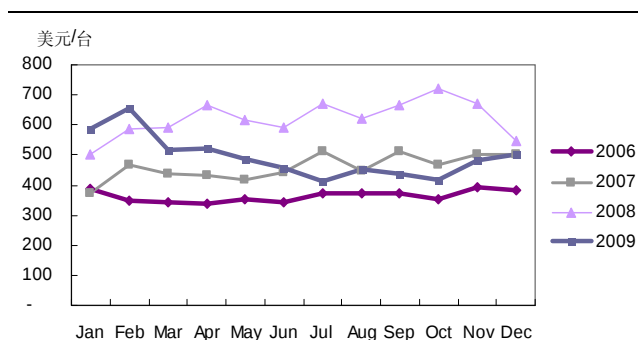
安叉集团国内市场占有率



资料来源：光大证券研究所

图表 6：2009 年出口呈现量价齐跌格局

国内叉车行业出口单价



资料来源：光大证券研究所

盈利分析：量升、价降、毛利稳定

◆ 规模化生产，提高产能利用率是提升盈利的重要方式

◇ 行业特性决定规模化重要性。叉车产品属标准化产品，规模化生产要求较高，中低端产品由于产能快速扩张呈现供过于求状况。

◇ 09 年国内叉车销售 13.9 万台，公司市场占有率 25.6%，而产能利用率仅为 60%，扩大销售规模，抢占市场份额成为 2010 年公司的主要方向。

◆ 内部挖潜，提高运营效率成为盈利提升的重要方面

◇ 钢材占成本比重约 45%，其大幅过快上涨将挤压公司盈利。我们预期钢材价格在 2010 年上涨是大概率事件，光大钢材分析师对钢材价格预测 2010 年涨幅在 10% 左右，对公司而言基本能承受。

◇ 对叉车产品公司拟采用价格竞争策略，公司期望通过竞争将市场占有率从目前的 25% 提高到 28%。

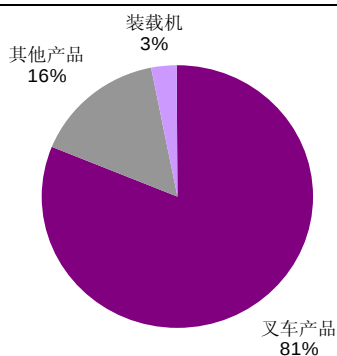
◇ 装载机在生产规模远未达盈亏平衡点（约 3000 台）仍将处于亏损状态。而零配件等其他业务也在经历 09 年大幅下滑后将快速回升，进而稳步增长阶段。

◇ 新增产能转固将带来新增 6000 万元的折旧。

◇ 税收返还和财政补贴等相关政策的获得将有效增厚盈利。

图表 7： 叉车产品是收入和利润的主要来源

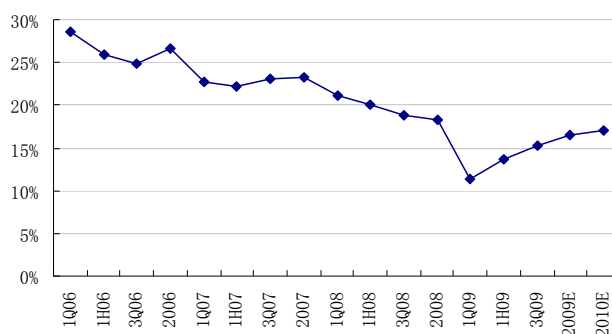
收入结构图（2009 年中报）



资料来源：光大证券研究所

图表 8： 量升、价降，毛利将维持稳定

综合毛利率图



资料来源：光大证券研究所

盈利预测

关键假设

- 1、原材料钢材成本在 2010 年涨幅低于 20%。
- 2、公司产品价格 2010 年下滑 10% 以内。
- 3、所得税率 2009-2012E 按 15% 征收。
- 4、叉车行业市场增长 20%，公司市场占有率达 28%
- 5、重装业务在 2012 年后逐步盈亏平衡
- 6、零配件装配业务稳步增长

投资评价和建议

根据公司销售增长情况，不考虑税收优惠，政府补贴，以及土地收储补偿等情况，2009E-2012E 的 EPS 分别为 0.21、0.51 和 0.70 元。考虑到公司原厂区土地收储将有 1-5 亿/年的营业外收入和增值税抵扣，研发补助以及土地使用税的先增后返，大约可以增厚公司 0.07-0.10 元/股 EPS，EPS 由此提升至 0.28、0.60 和 0.80 元。公司作为物流设备效率提升的必需设备，需求前景看好，出口市场成为未来增长点，给予公司 10 年 25 倍估值，15 元目标价，给予“增持”评级。

图表 9：盈利预测表

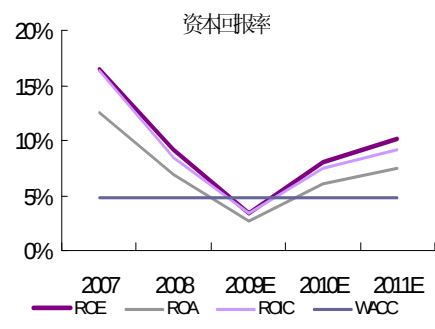
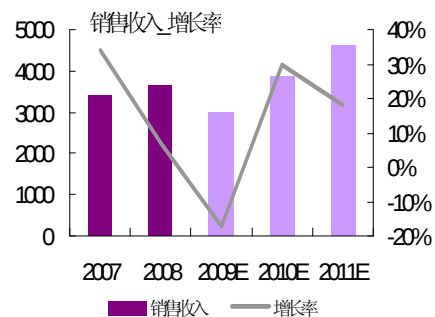
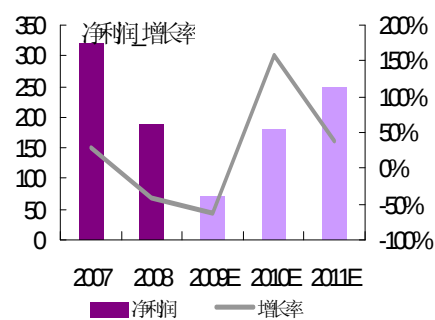
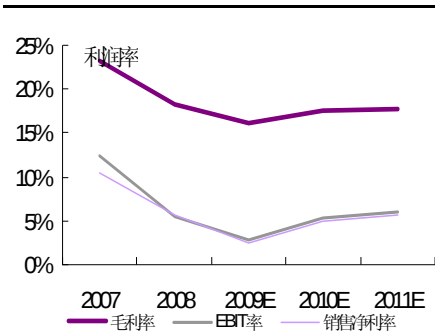
	2007	2008	2009	2010E	2011E
叉车					
销售数量（台）	36,992	36423	35990	44400	51060
其中：出口（台）		10400	3000	6000	10000
内销（台）		25600	32000	38400	41000
销量增长率（Y0Y）	28%	-2%	-1%	23%	15%
销售收入（万元）	248,666	274,725	244,313	292,361	329,491
增长率（Y0Y）	32.4%	10.5%	-11.1%	19.7%	12.7%
毛利率	22.1%	18.0%	16.0%	16.5%	17.0%
毛利（万元）	55,061	49,537	39,090	48,240	56,013
占总销售额比重	73.2%	75.7%	81.5%	75.2%	71.7%
占主营业务利润比重	69.9%	74.9%	81.1%	70.6%	68.8%
营业收入	339,686	362,817	299,755	388,581	459,608
yoy	33.8%	6.8%	-17.4%	29.6%	18.3%
毛利	78,804	66,156	48,210	68,357	81,456
综合毛利率	23.2%	18.2%	16.1%	17.0%	17.7%

风险分析

- ◇ 行业竞争格局恶化超出预期，公司价格竞争策略后市场份额扩展进程低于预期可能。
- ◇ 欧美经济复苏进程低于预期，对出口造成影响

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.82%	6.81%	-17.38%	29.63%	18.28%
净利润增长率	29.14%	-41.28%	-46.32%	112.63%	32.22%
EBITDA 增长率	26.02%	-33.09%	-43.00%	66.34%	22.16%
EBIT 增长率	26.24%	-53.21%	-60.17%	149.66%	33.07%
估值指标					
PE	15	26	48	23	17
PB	2.5	2.3	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	10	15	25	15	12
EV/EBIT	12	24	57	23	17
EV/NOPLAT	14	25	65	28	21
EV/Sales	1.4	1.4	1.6	1.2	1.0
EV/IC	2.3	2.1	2.2	2.0	1.9
盈利能力 (%)					
毛利率	23.20%	18.23%	16.08%	17.59%	17.72%
EBITDA 率	14.22%	8.91%	6.38%	8.19%	8.46%
EBIT 率	12.42%	5.44%	2.79%	5.37%	6.04%
税前净利润率	12.93%	5.79%	3.98%	6.82%	7.59%
税后净利润率 (归属母公司)	9.46%	5.20%	3.38%	5.54%	6.19%
ROA	12.47%	6.90%	3.71%	6.99%	8.27%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.41%	9.09%	4.73%	9.27%	11.20%
经营性 ROIC	16.39%	8.51%	3.44%	7.40%	9.21%
偿债能力					
流动比率	2.38	2.23	2.97	2.93	2.99
速动比率	139.39%	122.21%	175.39%	169.65%	175.48%
归属母公司权益/有息债务	19.72	12.26	111.18	120.71	131.98
有形资产/有息债务	27.81	16.89	142.19	160.91	180.11
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.90	0.53	0.28	0.60	0.80
每股红利	0.20	0.10	0.09	0.19	0.25
每股经营现金流	0.93	0.55	1.00	0.46	0.76
每股自由现金流(FCFF)	0.74	0.69	1.03	-0.11	0.22
每股净资产	5.48	5.81	6.00	6.51	7.12
每股销售收入	9.52	10.16	8.40	10.89	12.88

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,397	3,628	2,998	3,886	4,596
营业成本	2,609	2,967	2,515	3,202	3,782
折旧和摊销	61	126	108	110	111
营业税费	15	14	12	16	18
销售费用	145	160	138	163	188
管理费用	190	269	255	291	326
财务费用	2	12	7	4	4
公允价值变动损益	0	0	8	20	35
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	424	197	84	225	309
利润总额	439	210	119	265	349
少数股东损益	36	20	5	10	12
归属母公司净利润	321.22	188.61	101.25	215.29	284.65

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	2,862	3,016	2,867	3,221	3,585
流动资产	1,871	1,848	1,807	2,250	2,705
货币资金	559	431	576	666	813
交易型金融资产	0	0	0	20	55
应收账款	299	308	254	329	389
应收票据	23	14	12	16	18
其他应收款	44	34	34	38	35
存货	773	837	740	946	1,119
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	773	899	842	777	705
无形资产	92	135	128	122	116
总负债	820	858	639	800	934
无息负债	720	689	620	781	915
有息负债	99	169	19	19	19
股东权益	2,043	2,158	2,228	2,422	2,651
股本	357	357	357	357	357
公积金	935	954	970	1,004	1,048
未分配利润	666	763	813	963	1,135
少数股东权益	85	83	88	98	110

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	332	196	358	166	273
净利润	321	189	101	215	285
折旧摊销	61	126	108	110	111
净营运资金增加	196	170	-212	306	245
其他	-246	-288	361	-465	-367
投资活动产生现金流	-319	-287	-20	-40	-55
净资本支出	-92	-135	20	20	20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-228	-152	-40	-60	-75
融资活动现金流	-8	-31	-193	-35	-71
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	80	70	-150	0	0
无息负债变化	177	-31	-69	161	134
净现金流	5	-121	145	90	147

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

恽敏，南京大学金融工程硕士，目前任机械行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。