

业绩略低于预期 盈利能力将继续回升

安徽合力 (600761.SH)

推荐 维持评级

投资要点: 2012 年中报

1、事件

上半年公司实现营业收入 29.74 亿元, 同比下降 10.7%; 净利润 1.96 亿元, 同比下降 6.8%; EPS 为 0.38 元; 扣非后 EPS 0.35 元; ROE 为 6.9%, 同比下滑 1.3 个百分点。每股经营现金流 0.23 元, 同比下滑 43.9%。

2、我们的分析与判断

(1) 业绩略低于预期, 出口业务增速回落

上半年收入同比下降 11%, 分产品看, 收入占比 96% 的叉车及配件同比下降 11%, 收入占比 3% 装载机同比增长 15%。公司上半年叉车销量 35551 台, 同比下降 7%, 与行业增速持平, 市占率 23%, 同比下降 1 个百分点。上半年, 行业叉车出口金额同比增速 44%, 公司出口业务增长 4%, 增速大幅回落。

(2) 产品结构调整效果显现, 盈利能力有望进一步增强

二季度单季营业收入同比下降 15%, 净利润同比下降 9%。毛利率 18.2%, 环比下降 0.5 个百分点, 同比提升 0.8 个百分点; 净利率 7.2%, 环比提升 0.7 个百分点, 同比提升 0.6 个百分点。分产品看, 叉车及配件毛利率同比 1 个百分点, 装载机毛利率同比下降 0.7 个百分点。公司叉车产品毛利率回升, 我们认为公司高技术含量高毛利电动叉车销售比例的增加已经开始显示出对毛利率的正面促进作用, 随着电动叉车市场需求增加和公司在该方面核心技术以及规模优势的强化, 盈利能力有望进一步增强。公司经营现金流同比有所下降, 但仍大幅高于行业平均水平。

(3) 公司出口业务有望回升, 叉车行业全年增速预计持平

公司下半年将以拓展海外市场和提高市占率为重点, 出口业务和市场份额将有望回升。预计叉车行业下半年增速将趋稳, 全年行业增速预计零增长, 公司预计与行业持平。目前公司国资委的考核压力以及改制后将促使公司改变过去无为而治、缓慢发展的战略方向, 公司将比过去更加积极进取。

3、投资建议

我们预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.80/0.97/1.14 元, 对应当前股价 PE 分别为 8.8/6.9/6.1 倍。维持“推荐”评级。股价上涨的催化剂: 1、老厂区厂房的出售; 2、改制。风险提示: 原材料价格、汇率波动风险。

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ☎: (8621) 2025 7807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.8.20

A 股收盘价(元)	7.97
A 股一年内最高价(元)	11.54
A 股一年内最低价(元)	7.42
上证指数	2106.96
总股本(万股)	51401
实际流通 A 股(万股)	51401
流通 A 股市值(亿元)	40.97

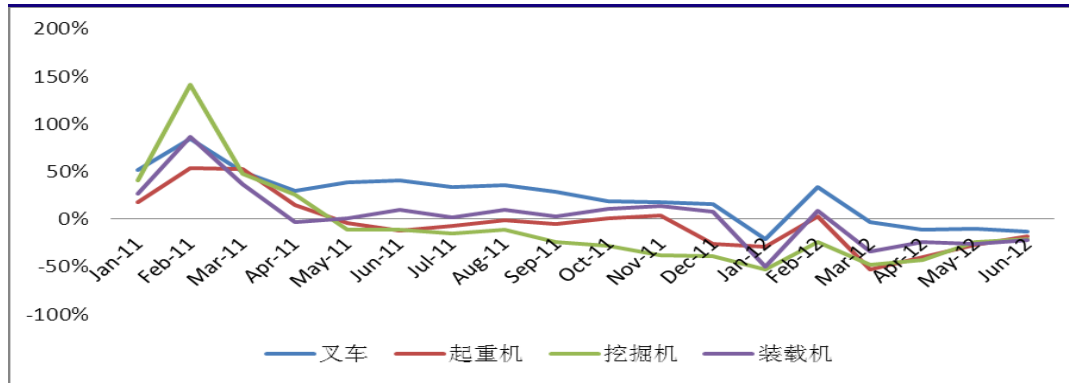
相关研究

公司点评——安徽合力(600761): 业绩基本符合预期 盈利能力有望增强 2012-4-28

公司点评——安徽合力(600761): 业绩基本符合预期 叉车产品稳步增长 2012-3-20

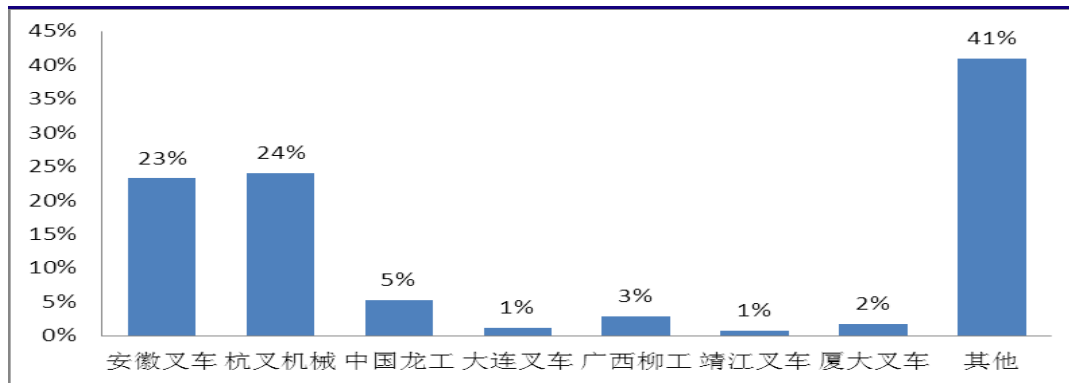
附录 1: 行业销量增速、市占率

图 1: 工程机械主要机种销量同比增速: 2011 年以来叉车行业表现好于其他工程机械机种



资料来源: 中国银河证券研究部, 中国工业车辆行业协会

图 2: 2012 年上半年叉车行业市占率



资料来源: 中国银河证券研究部, 中国工业车辆行业协会

附录 2: 分产品预测、盈利预测

表 1: 分产品预测表

单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入	3065.6	5051.1	6229.7	6251.7	7197.9	8287.7
叉车产品(百万元 人民币)	2,473.0	3,730.5	4,616.9	4616.89	5309.43	6105.84
其他产品(百万元 人民币)	533.1	1,218.7	1,466.3	1466.27	1686.21	1939.14
装载机(百万元 人民币)	59.6	101.9	146.5	168.52	202.22	242.67
营业收入增速	-14.7%	64.8%	23.3%	0.4%	15.1%	15.1%
叉车产品(%)	-10.0%	50.9%	23.8%	0.0%	15.0%	15.0%
其他产品(%)	-34.6%	128.6%	20.3%	0.0%	15.0%	15.0%
装载机(%)	81.6%	71.0%	43.8%	15.0%	20.0%	20.0%
营业收入构成						
叉车产品(%)	80.7%	73.9%	74.1%	73.9%	73.8%	73.7%
其他产品(%)	17.4%	24.1%	23.5%	23.5%	23.4%	23.4%
装载机(%)	1.9%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%	2.9%

毛利率	16.8%	18.9%	17.5%	18.5%	18.7%	19.0%
叉车产品(%)	17%	18%	16%	18.0%	18.2%	18.5%
其他产品(%)	18%	23%	24%	22.0%	22.0%	22.0%
装载机(%)	-12%	-2%	1%	1.0%	5.0%	8.0%
主营成本	2549.1	4094.5	5139.4	5096.4	5850.5	6712.0
叉车产品(百万元 人民币)	2047.1	3049.7	3874.1	3785.9	4343.1	4976.3
其他产品(百万元 人民币)	435.1	941.3	1120.6	1143.7	1315.2	1512.5
装载机(百万元 人民币)	66.9	103.5	144.7	166.8	192.1	223.3

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

表 2: 财务关键指标

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	63.43%	23.74%	0.35%	15.00%	15.00%
净利润增长率	224.48%	6.55%	6.69%	20.95%	17.79%
EBITDA 增长率	153.29%	6.40%	-11.18%	20.83%	17.85%
EBIT 增长率	263.90%	3.47%	13.85%	20.48%	17.29%
估值指标					
PE	11	11	10	8	7
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	7	9	7	6
EV/EBIT	7	9	9	7	6
EV/NOPLAT	8	10	11	8	7
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	19.08%	17.61%	18.50%	18.70%	19.00%
EBITDA 率	11.26%	9.68%	8.57%	9.00%	9.22%
EBIT 率	8.88%	7.42%	8.42%	8.82%	9.00%
税前净利润率	9.36%	8.10%	8.42%	8.88%	9.11%
税后净利润率 (归属母公司)	7.12%	6.13%	6.52%	6.86%	7.02%
ROA	10.27%	9.90%	8.82%	9.73%	10.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.62%	14.01%	13.36%	14.27%	14.89%
经营性 ROIC	14.78%	12.00%	12.60%	14.92%	14.98%
WACC	9.12%	9.14%	9.01%	9.12%	9.09%
ROIC-WACC	5.67%	2.86%	3.59%	5.80%	5.88%
资本结构					
资产负债率	34.26%	33.13%	36.26%	33.90%	32.03%
权益乘数	1.52	1.50	1.57	1.51	1.47
流动资产/总资产	60.30%	60.43%	66.79%	68.20%	69.90%
非流动资产/总资产	39.70%	39.57%	33.21%	31.80%	30.10%

有形资产/总资产	95.36%	95.66%	96.61%	97.02%	97.41%
流动负债/总负债	95.79%	88.37%	91.00%	88.63%	86.60%
非流动负债/总负债	4.21%	11.63%	9.00%	11.37%	13.40%
有息负债/总投入资本	4.55%	3.56%	9.03%	4.56%	5.08%
权益/总投入资本	99.89%	88.44%	91.00%	101.99%	99.23%
偿债能力					
流动比率	1.84	2.06	2.02	2.27	2.52
速动比率	1.22	1.20	1.18	1.40	1.55
归属母公司权益/有息债务	20.93	23.64	9.52	20.95	18.19
有形资产/有息债务	31.82	35.57	15.28	32.79	28.00
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)		896.82	51.88	109.05	1,197.00
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.70	0.75	0.80	0.97	1.14
每股红利	0.21	0.17	0.18	0.27	0.38
每股经营现金流	0.95	0.30	0.28	1.32	0.45
每股自由现金流(FCFE)	0.45	0.12	(0.07)	0.91	0.03
每股净资产	4.82	5.36	5.99	6.79	7.66
每股销售收入	9.89	12.24	12.28	14.13	16.24
每股 EBITDA	1.11	1.18	1.05	1.27	1.50
营运能力					
应收账款周转率	11.61	11.46	9.88	10.52	11.50
应收账款周转天数	31.00	31.41	36.42	34.21	31.30
存货周转率	5.82	5.48	4.07	4.08	4.30
存货周转天数	61.91	65.75	88.39	88.32	83.74
应付账款周转率	6.66	7.09	6.28	5.94	6.51
应付账款周转天数	54.04	50.74	57.31	60.64	55.28
营业周期	92.90	97.17	124.81	122.53	115.04
现金周期	38.87	46.42	67.50	61.89	59.76
总资产周转率	1.42	1.52	1.34	1.35	1.41
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	14.62%	14.01%	13.36%	14.27%	14.89%
归属母公司净利润占比	89.36%	89.93%	91.14%	90.87%	90.72%
销售净利率	7.97%	6.82%	7.15%	7.55%	7.74%
总资产周转率	1.42	1.52	1.34	1.35	1.41
权益乘数 (杜邦分析)	1.44	1.50	1.53	1.54	1.51
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	8.88%	7.42%	8.42%	8.82%	9.00%
资本效率-投入资本周转率	2.16	2.14	1.84	2.01	2.11
1-税率	85.11%	84.21%	85.00%	85.00%	85.00%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	93.96%	90.90%	98.12%	98.45%	98.69%

价值变动净收益/利润总额	0.92%	2.73%	1.88%	1.55%	1.31%
营业外收支净额/利润总额	5.12%	6.37%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	14.89%	15.79%	15.00%	15.00%	15.00%
现金流量					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	108.86%	32.96%	27.67%	106.58%	30.78%
自由现金流	232.00	59.35	(36.04)	469.29	12.87

资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（00317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）、陕鼓动力（601369.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼 上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层 深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn