



买入

26% ↑

目标价格: 人民币 10.06

600761.SS

原目标价格: 人民币 14.37

价格: 人民币 7.97

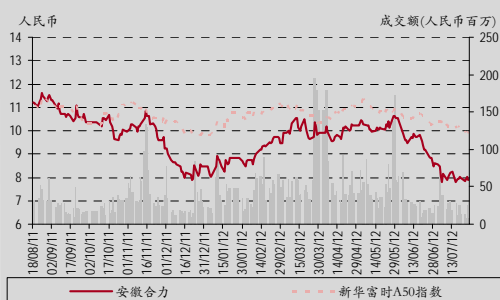
目标价格基础: 12 倍 2012 市盈率

板块评级: 中立

主要催化剂/事件

- 制造业和物流业投资放缓将影响叉车需求

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1)	1	(20)	(28)
相对新华富时 A50 指数	0	5	(10)	(16)

发行股数(百万)	428
流通股(%)	63
流通股市值(人民币 百万)	3,414
3 个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2012E)	17
主要股东(%)	
安徽叉车集团有限公司	37

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

安徽合力

中期净利润下滑 7%, 叉车销售下滑 11%

2012 年上半年公司实现收入 29.7 亿元, 同比下滑 10.7%, 归属于母公司的净利润实现 1.96 亿元, 同比下滑 6.8%。公司主要产品叉车上半年实现收入 28.5 亿元, 同比下滑 11.12%。装载机由于基数较低, 上半年实现收入 9,260 万元, 逆势保持了增长。由于成本下降, 公司整体毛利率上升了 1 个百分点。叉车产品受到下游物流业增速回落以及制造业投资的放缓, 内销出现下滑, 出口也受到欧债危机导致的全球经济不景气的影响, 但未来人工成本上升, 劳动力替代作为叉车行业长期发展的动力仍然存在。我们下调目标价至 10.06 元, 对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 按照车辆工业协会统计, 上半年公司叉车销售大约在 33,500 台, 同比下降 12.3%, 叉车销售收入下滑 11%, 收入下滑低于销量下滑是由于中高端产品占比提高所致。
- 上半年, 公司收入虽然出现下滑, 但公司三项费用仍出现了 2%-7% 的增长, 这体现了在需求下滑过程中, 市场竞争更为激烈, 销售费用增加, 同时由于应收账款的资金占用, 财务费用也有所增加。
- 我国职工平均工资可知我国工人工资年均增速保持在 10% 以上, 及时在过去的几次经济危机中, 工人工资增速有明显下降, 但均未低于 11%, 在劳动力成本不断上涨的背景下, 叉车的人工替代功能愈发受到重视, 这也给叉车行业的长期增长带来机遇。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的波动和制造业投资的下滑可能对下游的叉车产品需求产生较大的影响。

估值

- 2012 年叉车产品受到下游物流业增速回落以及制造业投资的放缓, 内销出现下滑, 出口也受到欧债危机的影响, 但未来人工成本上升, 劳动力替代作为叉车行业长期发展的动力仍然存在。我们下调了 2012-2014 盈利预测, 由于行业平均估值下移, 参考 12 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价从 14.37 元下调至 10.06 元, 对该股维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,084	6,291	5,839	6,710	7,703
变动(%)	63	24	(7)	15	15
净利润(人民币 百万)	362	386	359	403	465
全面摊薄每股收益(人民币)	0.845	0.901	0.838	0.942	1.086
变动(%)	224.5	6.5	(7.0)	12.4	15.4
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.06	1.14	1.30
调整幅度(%)	-	-	(21.1)	(17.1)	(16.5)
核心每股收益(人民币)	0.843	0.873	0.820	0.914	1.059
变动(%)	250.0	3.6	(6.1)	11.5	15.8
全面摊薄市盈率(倍)	9.4	8.8	9.5	8.5	7.3
核心市盈率(倍)	9.5	9.1	9.7	8.7	7.5
每股现金流量(人民币)	1.14	0.36	1.00	0.84	0.95
价格/每股现金流量(倍)	7.0	22.4	8.0	9.4	8.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.1	5.3	7.6	6.6	5.3
每股股息(人民币)	0.000	0.245	0.209	0.235	0.272
股息率(%)	0.0	3.1	2.6	3.0	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2012 年半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化(%)
营业收入	3,330.4	2,974.3	(10.7)
营业成本	(2,749.8)	(2,424.9)	(11.8)
营业税金及附加	(10.6)	(10.5)	(1.4)
销售费用	(129.0)	(132.3)	2.6
管理费用	(153.1)	(164.4)	7.4
财务费用	(1.7)	(1.9)	5.8
资产减值损失	(12.3)	(12.5)	2.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.1	6.6	112.9
营业利润	276.7	234.5	(15.2)
营业外收入	4.2	11.2	166.3
营业外支出	(0.8)	(0.1)	(92.8)
税前利润	280.1	245.6	(12.3)
所得税	(46.4)	(35.6)	(23.2)
净利润	233.7	210.1	(10.1)
少数股东损益	(23.2)	(13.8)	(40.4)
归属于母公司所有者的净利润	210.5	196.3	(6.8)

主要比率(%)	百分点变动		
毛利率	17.4	18.5	1.0
净利率	6.3	6.6	0.3

资料来源：公司数据

叉车内销收入下滑，装载机仍然亏损

2012 年上半年公司实现收入 29.7 亿元，同比下滑 10.7%，归属于母公司的净利润实现 1.96 亿元，同比下滑 6.8%。公司主要产品叉车上半年实现收入 28.5 亿元，同比下滑 11.12%。装载机由于基数较低，上半年实现收入 9,260 万元，逆势保持了增长。

公司 2012 年上半年综合毛利率为 18.5%，较上年上升 1 个百分点，上半年原材料价格保持稳定，将去年同期略有下降，叉车毛利率上升了 1.05 个百分点。装载机产品由于市场竞争激烈，公司产品又没有突出规模优势，导致盈利能力下降。

上半年，公司收入虽然出现下滑，但公司三项费用仍出现了 2%-7% 的增长，这体现了在需求下滑过程中，市场竞争更为激烈，销售费用增加，同时由于应收账款的资金占用，财务费用也有所增加。

图表 2.分产品收入

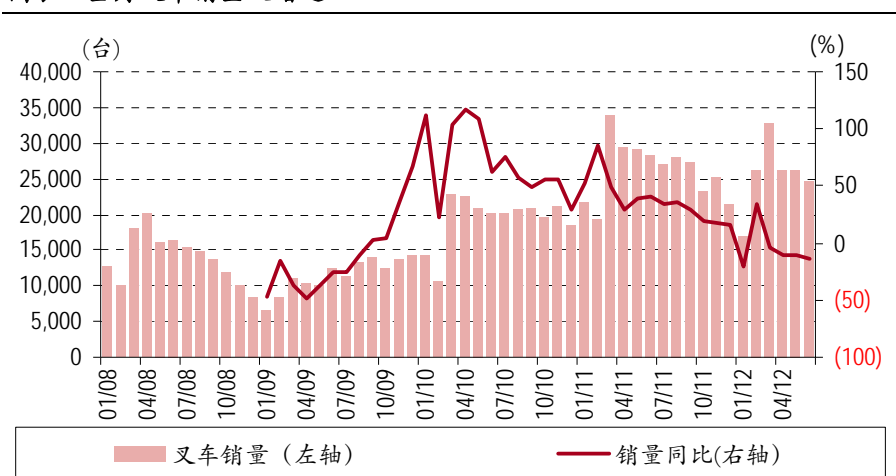
产品	2012 年上半年收入 (人民币, 百万)	收入增长率 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 百分点变化
叉车	2,850.7	(11.12)	18.79	1.05
装载机	92.6	15.17	1.51	(0.74)

资料来源：公司公告，中银国际研究

叉车市场短期难言乐观，人工替代给行业发展带来长期机遇

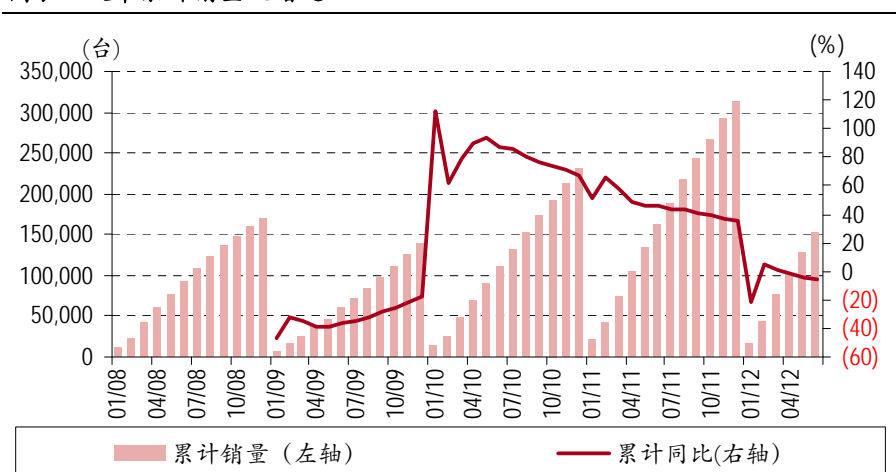
今年以来叉车行业结束了两年的高增长，在经济持续下行的压力下，叉车销量增速没能独善其身，6月份销量2.5万台，同比下降13.2%，1-6月份累计销售15.3万台，同比下降5.5%。从销量增速来看，除了2月份因为春节因素，同比数据大增外，叉车行业处于增速逐步放缓的趋势中。分析原因主要由于过去两年由于4万亿的刺激，国内经济的上升周期，经过连续两年的高增长，去年行业销量基数较大；而从去年下半年开始经济的下行趋势逐渐显现，物流、港口等下游行业受到较大冲击，销量增速逐步下降。由于叉车下游分散，部分需求和医药、食品等稳定行业相关，具有人工替代的特性，使得销量并没有像其他工程机械一样大幅下降。

图表 3. 当月叉车销量及增速



资料来源：CEIC、中银国际研究

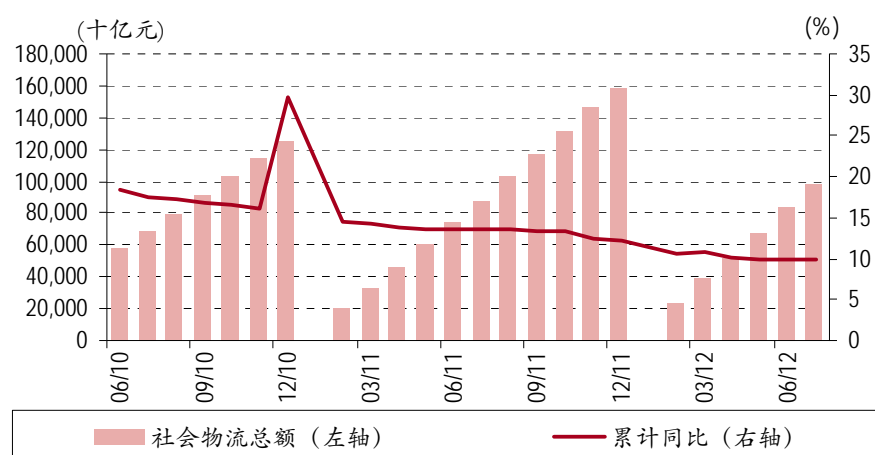
图表 4. 叉车累计销量及增速



资料来源：CEIC、中银国际研究

今年1-7月份全社会物流总额为98.3万亿元，同比增长9.8%，较上月下降0.2个百分点，较去年同期更是下降3.8个百分点。表明我国宏观经济的下行周期还未结束，物流业处于低速发展中。叉车行业的主要下游仍处于增速回落过程中，预计未来一段时间将会保持这一趋势。受此影响，叉车销量预计短期内也将难有起色。

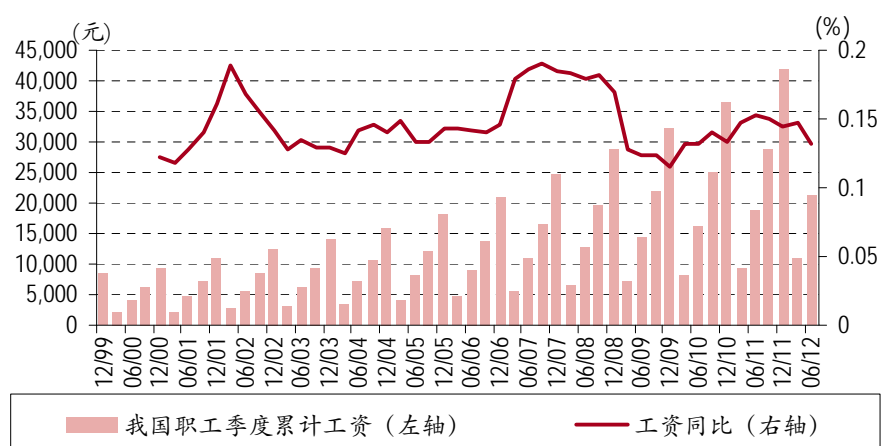
图表 5. 我国社会物流总额增速不断下滑



资料来源: CEIC、中银国际研究

对比我国职工平均工资可知我国工人工资年均增速保持在 10% 以上, 在过去的几次经济危机中, 工人工资增速有明显下降, 但均未低于 11%, 且在经济恢复的时候有加速增长的趋势。目前仍处于经济周期的底部, 短期内工资增速可能仍会放缓, 但绝对值上的增长是确定的。在劳动力成本不断上涨的背景下, 叉车的人工替代功能愈发受到重视, 这也给叉车行业的增长带来机遇。

图表 4. 我国职工工资保持增长趋势



资料来源: CEIC、中银国际研究

估值

2012 年叉车产品受到下游物流业增速回落以及制造业投资的放缓, 内销出现下滑, 出口也受到欧债危机的影响, 但未来人工成本上升, 劳动力替代作为叉车行业长期发展的动力仍然存在。我们下调 2012-2014 年盈利预测, 由于行业平均估值下移, 参考 12 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价从 14.37 元人民币下调至 10.06 元, 对该股维持 **买入** 评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,084	6,291	5,839	6,710	7,703
销售成本	(4,114)	(5,183)	(4,786)	(5,497)	(6,309)
经营费用	(376)	(482)	(567)	(678)	(785)
息税折旧前利润	594	627	486	536	610
折旧及摊销	(120)	(141)	(40)	(44)	(45)
经营利润(息税前利润)	474	485	447	491	565
净利息收入/(费用)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
其他收益/(损失)	6	28	21	29	29
税前利润	476	510	464	517	591
所得税	(71)	(80)	(75)	(83)	(95)
少数股东权益	(43)	(43)	(30)	(30)	(30)
净利润	362	386	359	403	465
核心净利润	361	374	351	391	453
每股收益(人民币)	0.845	0.901	0.838	0.942	1.086
核心每股收益(人民币)	0.843	0.873	0.820	0.914	1.059
每股股息(人民币)	0.000	0.245	0.209	0.235	0.272
收入增长(%)	63	24	(7)	15	15
息税前利润增长(%)	247	2	(8)	10	15
息税折旧前利润增长(%)	149	5	(22)	10	14
每股收益增长(%)	224	7	(7)	12	15
核心每股收益增长(%)	250	4	(6)	11	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	476	510	464	517	591
折旧与摊销	120	141	40	44	45
净利息费用	4	4	4	4	4
运营资本变动	(58)	(422)	(13)	(120)	(135)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(55)	(80)	(67)	(83)	(95)
经营活动产生的现金流	487	153	428	362	409
购买固定资产净值	(216)	(258)	(204)	(53)	(4)
投资减少/增加	2	6	0	0	0
其他投资现金流	(159)	(24)	(488)	15	15
投资活动产生的现金流	(373)	(276)	(692)	(38)	11
净增权益	0	4	0	0	0
净增债务	(50)	(2)	250	0	0
支付股息	0	0	(105)	(90)	(101)
其他融资现金流	(52)	(134)	(4)	(4)	(4)
融资活动产生的现金流	(103)	(132)	141	(93)	(104)
现金变动	11	(255)	(123)	230	316
期初现金	615	624	367	244	474
公司自由现金流	116	(122)	(264)	324	420
权益自由现金流	62	(127)	(18)	320	416

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	624	367	244	474	790
应收帐款	672	745	796	888	991
库存	797	1,096	995	1,143	1,312
其他流动资产	287	411	397	417	441
流动资产总计	2,380	2,619	2,432	2,923	3,534
固定资产	1,384	1,527	1,671	1,665	1,609
无形资产	164	163	163	163	163
其他长期资产	19	25	526	526	526
长期资产总计	1,567	1,715	2,360	2,353	2,297
总资产	3,947	4,333	4,792	5,276	5,831
应付帐款	1,112	1,153	1,084	1,213	1,356
短期债务	100	0	0	0	0
其他流动负债	83	116	105	117	134
流动负债总计	1,295	1,269	1,189	1,330	1,490
长期借款	18	117	367	367	367
其他长期负债	39	50	54	54	54
股本	357	428	428	428	428
储备	2,119	2,327	2,580	2,894	3,259
股东权益	2,476	2,755	3,009	3,322	3,687
少数股东权益	119	143	173	203	234
总负债及权益	3,947	4,333	4,792	5,276	5,831
每股帐面价值(人民币)	5.78	6.43	7.02	7.76	8.61
每股有形资产(人民币)	5.40	6.05	6.64	7.38	8.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.18)	(0.58)	0.29	(0.25)	(0.99)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.7	10.0	8.3	8.0	7.9
息税前利润率(%)	9.3	7.7	7.6	7.3	7.3
税前利润率(%)	9.4	8.1	7.9	7.7	7.7
净利率(%)	7.1	6.1	6.1	6.0	6.0
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.1	2.0	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	120.7	127.8	111.7	136.4	157.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	3.9	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5
估值					
市盈率(倍)	9.4	8.8	9.5	8.5	7.3
核心业务市盈率(倍)	9.5	9.1	9.7	8.7	7.5
目标价对应核心业务市	17.8	17.2	18.3	16.4	14.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	7.0	22.4	8.0	9.4	8.3
企业价值/息税折旧前利	5.1	5.3	7.6	6.6	5.3
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	62.8	66.7	79.7	71.0	71.0
应收帐款周转天数	39.5	41.1	48.2	45.8	44.5
应付帐款周转天数	66.1	65.7	69.9	62.5	60.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	27.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	15.7	14.8	12.5	12.7	13.3
资产收益率(%)	11.3	9.9	8.2	8.2	8.5
已运用资本收益率(%)	18.5	17.0	13.6	13.2	13.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371