

# 叉车业务保持稳定增长 国企改革将提升公司估值水平

投资要点：2014 年半年报

## 1、事件

2014H1 收入 36 亿元，同比 8%；净利润 3.8 亿元，同比 53%，扣非后净利润 2.8 亿元，同比 16%；EPS 为 0.61 元，扣非后 EPS0.45 元。

## 2、我们的分析与判断

### (1) 业绩符合预期，叉车销量保持稳定增长

业绩大幅增长主要来自于土地补贴 1 亿元，扣非后净利率同比 16%，基本符合预期。2014H1 叉车行业销量 18.6 万台，同比 13%；合力集团销量 4.6 万台，同比 13%；上市公司叉车销量 4.15 万台，同比 12%；装载机销量 531 台，同比 37%。分项收入看，叉车收入同比 12%，装载机收入同比-8%。预计公司全年收入增速约 15%。

### (2) 毛利率同比略微提升，期间费用率控制良好

H1 毛利率为 20.4%，同比提升 0.8pct；期间费用率为 10.1%，同比上升 0.2pct；其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 4.6%、5.5%和 0%，同比变化分别为为+0.4pct、0pct 和-0.3pct。公司全年费用率控制目标约在 10.8%左右，与 2013 年持平。分产品看，叉车毛利率 19.8%，同比提升 1pct，装载机毛利率 0.6%，同比下降 0.9PCT。扣非后 ROE7.75%，同比提升 0.15pct。

### (3) 受益国企改革和大物流发展，估值水平将获得提升

江汽集团整体上市拉开了安徽国资改革的大幕，预计安徽地方政府国企改革指导意见将陆续出台，安徽合力有望成为国企改革排头兵。集团改革改制后将促使公司管理改善，对公司发展产生积极影响。

未来我国经济增长和结构升级将带动机械替代人工与物流行业加速发展，叉车需求仍将稳定增长，我们维持叉车行业未来三年年均增速 10%预测，预计安徽合力市占率将持续小幅提升，收入增速超越行业 3-5 个百分点。

## 3、投资建议：

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.06 元、1.06 元、1.17 元（其中预计 2014 年土地补贴折 EPS0.16 元，扣非后 EPS 约为 0.90 元），对应 PE 分别为 11 倍、11 倍、10 倍，维持“推荐”评级。

安徽合力（600761.SH）

推荐 维持评级

陈显帆 机械军工行业分析师

☎：（8621）2025 7807

✉：chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514020002

王华君 机械军工行业分析师

☎：（8610）6656 8477

✉：wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513050002

## 市场数据 时间 2014.8.18

A 股收盘价(元)	11.26
A 股一年内最高价(元)	11.63
A 股一年内最低价(元)	5.98
上证指数	2240
总股本（万股）	61682
实际流通 A 股（万股）	61682
流通 A 股市值(亿元)	70

## 相关研究

公司点评——安徽合力（600761）：大额土地补贴助业绩翻番 关注公司国企改革进展 2014-04-30

公司点评——安徽合力（600761）：业绩超预期 单季度净利润增速维持高增长 2013-10-24

公司点评——安徽合力（600761）：业绩超预期，上调 2013 年业绩 2013-3-19

公司点评——安徽合力（600761）：2012 年业绩符合预期，预计 2013 年将恢复正增长 2013-3-19

公司点评——安徽合力（600761）：业绩基本符合预期 大股东增持提振信心 2012-10-24

公司点评——安徽合力（600761）：业绩略低于预期 盈利能力将继续回升 2012-8-21

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

## 附录 1: 行业和主要公司销量

图 1: 安徽合力集团销量增速保持领先

	全行业				安徽合力集团					杭叉机械				
	当月销量	同比	环比	行业累计同	当月销量	同比	环比	安徽合力 销量累计 同比	当月市占率	当月销量	同比	环比	杭叉销量 累计同比	当月市占 率
Jan-11	21615	52%	17%	30%	4434	19%	5%	19%	21%	4816	36%	27%	36%	22%
Feb-11	19463	85%	-10%	29%	4434	99%	0%	49%	23%	4816	63%	0%	48%	25%
Mar-11	34033	49%	75%	26%	9695	62%	119%	56%	28%	7523	25%	56%	37%	22%
Apr-11	29274	30%	-14%	24%	7344	27%	-24%	46%	25%	6767	14%	-10%	30%	23%
May-11	29222	39%	0%	23%	6423	28%	-13%	42%	22%	6670	31%	-1%	30%	23%
Jun-11	28328	41%	-3%	21%	5937	32%	-8%	41%	21%	6134	21%	-8%	28%	22%
Jul-11	26916	34%	-5%	18%	5515	16%	-7%	37%	20%	6232	20%	2%	27%	23%
Aug-11	28011	36%	4%	16%	6205	20%	13%	35%	22%	6178	16%	-1%	26%	22%
Sep-11	27162	29%	-3%	12%	5605	3%	-10%	31%	21%	5384	4%	-13%	23%	20%
Oct-11	23283	19%	-14%	7%	4499	-4%	-20%	27%	19%	5148	10%	-4%	22%	22%
Nov-11	25091	18%	8%	4%	4975	-1%	11%	24%	20%	4750	-2%	-8%	20%	19%
Dec-11	21449	16%	-15%	-4%	5775	37%	16%	25%	27%	3766	-1%	-21%	18%	18%
Jan-12	17061	-21%	-20%	-21%	3260	-26%	-44%	-26%	19%	5115	6%	36%	6%	30%
Feb-12	26115	34%	53%	5%	6456	46%	98%	10%	25%	6078	26%	19%	16%	23%
Mar-12	32847	-3%	26%	1%	8585	-11%	33%	-1%	26%	7565	1%	24%	9%	23%
Apr-12	26168	-11%	-20%	-2%	5563	-24%	-35%	-8%	21%	6228	-8%	-18%	4%	24%
May-12	26180	-10%	0%	-4%	6271	-2%	13%	-7%	24%	6066	-9%	-3%	2%	23%
Jun-12	24592	-13%	-6%	-6%	5416	-9%	-14%	-7%	22%	5726	-7%	-6%	0%	23%
Jul-12	23981	-11%	-2%	-6%	5579	1%	3%	-6%	23%	5412	-13%	-5%	-2%	23%
Aug-12	23687	-15%	-1%	-7%	6332	2%	13%	-5%	27%	5430	-12%	0%	-3%	23%
Sep-12	25566	-6%	8%	-7%	6008	7%	-5%	-4%	23%	5416	1%	0%	-3%	21%
Oct-12	21408	-8%	-16%	-7%	5293	18%	-12%	-2%	25%	4952	-4%	-9%	-3%	23%
Nov-12	23615	-6%	10%	-7%	5917	19%	12%	-1%	25%	4802	1%	-3%	-3%	20%
Dec-12	20113	-6%	-15%	-7%	3943	-32%	-33%	-3%	20%	3254	-14%	-32%	-3%	16%
Jan-13	22681	33%	13%	33%										
Feb-13	17112	-34%	-25%	-8%	9008	40%	#DIV/0!	-7%	53%	10429	72%	#DIV/0!	-4%	61%
Mar-13	36788	12%	115%	1%	10609	24%	18%	7%	29%	8340	10%	-20%	-2%	23%
Apr-13	30970	18%	-16%	5%	8149	46%	-23%	16%	26%	7031	13%	-16%	-1%	23%
May-13	30384	16%	-2%	7%	7789	24%	-4%	18%	26%	6938	14%	-1%	0%	23%
Jun-13	27431	12%	-10%	8%	6377	18%	-18%	18%	23%	6558	15%	-5%	0%	24%
Jul-13	27957	17%	2%	9%	6930	24%	9%	19%	25%	6344	17%	-3%	1%	23%
Aug-13	28140	19%	1%	10%	7083	12%	2%	18%	25%	6160	13%	-3%	2%	22%
Sep-13	27731	8%	-1%	10%	7141	19%	1%	18%	26%	6181	14%	0%	2%	22%
Oct-13	25545	19%	-8%	11%	6221	18%	-13%	18%	24%	5731	16%	-7%	3%	22%
Nov-13	26507	12%	4%	11%	4926	-17%	-21%	15%	19%	5630	17%	-2%	3%	21%
Dec-13	27518	37%	4%	13%	5048	28%	2%	16%	18%	6846	110%	22%	6%	25%
Jan-14	22734	0%	-17%	12%	5771	#DIV/0!	14%	24%	25%	5869	#DIV/0!	-14%	10%	26%
Feb-14	24744	45%	9%	14%	6339	-30%	10%	18%	26%	6188	-41%	5%	7%	25%
Mar-14	39744	8%	61%	13%	11045	4%	74%	16%	28%	8971	8%	45%	7%	23%
Apr-14	35830	16%	-10%	13%	8619	6%	-22%	15%	24%	7349	5%	-18%	7%	21%
May-14	32196	6%	-10%	13%	7322	-6%	-15%	14%	23%	7727	11%	5%	7%	24%
Jun-14	30576	11%	-5%	13%	6884	8%	-6%	13%	23%	6825	4%	-12%	7%	22%

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: 主要财务指标预测

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-5.02%	9.67%	14.14%	12.93%	13.15%
净利润增长率	-9.44%	43.69%	30.26%	-0.38%	10.86%
EBITDA增长率	-7.80%	28.74%	-4.43%	14.47%	15.23%
EBIT增长率	-13.36%	35.05%	24.02%	13.98%	14.92%
<b>估值指标</b>					
PE	20	14	11	11	10
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	11	9	10	8	7
EV/EBIT	16	11	10	9	7
EV/NOPLAT	18	13	12	10	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	18.06%	19.59%	19.59%	19.62%	19.62%
EBITDA率	9.40%	11.03%	9.24%	9.36%	9.53%
EBIT率	6.77%	8.34%	9.06%	9.14%	9.29%
税前净利润率	7.56%	9.71%	10.92%	9.77%	9.63%
税后净利润率 (归属母公司)	5.85%	7.66%	8.74%	7.71%	7.56%
ROA	8.15%	10.66%	12.01%	10.65%	10.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.58%	14.71%	16.72%	14.72%	14.53%
经营性ROIC	10.13%	12.84%	15.33%	16.82%	18.11%
WACC	8.83%	8.88%	8.92%	8.89%	8.87%
ROIC-WACC	1.30%	3.95%	6.41%	7.93%	9.24%
<b>资本结构</b>					
资产负债率	32.14%	29.63%	28.88%	29.05%	29.14%
权益乘数	1.47	1.42	1.41	1.41	1.41
流动资产/总资产	57.69%	60.86%	64.22%	67.34%	70.10%
非流动资产/总资产	42.31%	39.14%	35.78%	32.66%	29.90%
有形资产/总资产	95.24%	95.28%	96.11%	96.72%	97.22%
流动负债/总负债	82.60%	93.24%	90.91%	89.46%	88.41%
非流动负债/总负债	17.40%	6.76%	9.09%	10.54%	11.59%
有息负债/总投入资本	6.39%	2.99%	1.63%	2.85%	3.87%
权益/总投入资本	94.15%	98.77%	109.37%	119.69%	126.74%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.17	2.20	2.45	2.59	2.72
速动比率	1.36	1.46	1.66	1.80	1.93
归属母公司权益/有息债务	14.05	31.59	63.83	39.76	30.83
有形资产/有息债务	20.68	44.73	90.61	57.23	44.91
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	64.57	101.70	NA	NA	NA
<b>每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.57	0.81	1.06	1.06	1.17
每股红利	0.18	0.25	0.23	0.28	0.38
每股经营现金流	0.59	1.07	1.12	1.12	1.09
每股自由现金流(FCFF)	0.71	0.69	0.31	0.80	0.77
每股净资产	4.89	5.53	6.34	7.17	8.06
每股销售收入	9.69	10.62	12.13	13.70	15.50
每股EBITDA	0.91	1.17	1.12	1.28	1.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	9.84	9.75	10.19	10.89	11.42
应收账款周转天数	36.58	36.93	35.34	33.04	31.53
存货周转率	4.66	5.14	5.37	5.34	5.35
存货周转天数	77.23	70.03	66.98	67.36	67.35
应付账款周转率	6.93	6.84	6.91	7.07	7.08
应付账款周转天数	51.97	52.61	52.09	50.92	50.86
营业周期	113.80	106.96	102.32	100.40	98.88
现金周期	61.83	54.36	50.23	49.49	48.02
总资产周转率	1.33	1.35	1.38	1.37	1.36
<b>杜邦分析</b>					
ROE (归属母公司)	11.58%	14.71%	16.72%	14.72%	14.53%
归属母公司净利润占比	91.88%	92.88%	94.24%	92.87%	92.33%
销售净利率	6.36%	8.25%	9.28%	8.30%	8.18%
总资产周转率	1.33	1.35	1.38	1.37	1.36
权益乘数 (杜邦分析)	1.49	1.43	1.39	1.40	1.41
<b>ROIC分解</b>					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	6.77%	8.34%	9.06%	9.14%	9.29%
资本效率-投入资本周转率	1.89	1.88	2.03	2.21	2.37
1-税率	84.17%	84.92%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>收益质量</b>					
经营活动净收益/利润总额	87.45%	83.83%	84.08%	95.15%	96.74%
价值变动净收益/利润总额	3.21%	2.87%	0.00%	0.00%	0.00%
营业外收支净额/利润总额	9.34%	13.30%	15.92%	4.85%	3.26%
所得税/利润总额	15.83%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>现金流量</b>					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	92.38%	124.16%	100.30%	87.95%	75.63%
自由现金流	434.93	426.36	190.58	494.56	477.79
资料来源: 银河证券、上市公司					

## 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。

**陈显帆、王华君，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。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn