



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

机械行业----工业机械子行业
Machinery industry

2010 年 2 月 22 日

安徽合力（600761）深度报告

——业绩复苏趋势进一步增强（评级：增持）

市场数据	2010 年 2 月 22 日
当前价格（元）	13.29
52 周价格区间（元）	9.33-16.47
总市值（百万）	4743.92
流通市值（百万）	4743.92
总股本（万股）	35695
流通股（万股）	35695
日均成交额（百万）	146
近一月换手（%）	65.39

与上证指数走势比较



表现（%）	1m	3m	12m
公司	-3.7	6.2	30.7
上证综指	-6.7	-6.0	31.7

财务科目（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,396.86	3,628.17	2,662.15	3,302.02	4,251.64
同比(%)	33.82%	6.81%	-26.63%	24.04%	28.76%
归属母公司的净利润	321.22	188.61	80.98	177.81	298.57
同比(%)	29.14%	-41.28%	-57.06%	119.57%	67.91%
毛利率(%)	23.20%	18.23%	16.15%	19.15%	21.29%
EPS	0.90	0.53	0.23	0.50	0.84
P/E	14.77	25.08	57.78	26.58	15.82

- **2010 年叉车行业将保持较快增长。**长期来看，我国叉车市场成长空间巨大，短期来看，“主要因子”+“辅助因子”分析方法显示短期行业的复苏趋势也进一步增强。我们预计 2010 年中国经济仍将保持 9% 左右的增长速度，相关下游行业也将保持较快的增长速度，从而拉动叉车行业保持较快增长，我们预计叉车行业保持约 20% 的增长速度。
- **2010 年出口极可能超预期。**世界银行 2010 年 1 月 20 日预测 2010 年全球经济增长 2.7%，认为金融危机最严重的阶段已经过去，全球经济的复苏已经上路。美国 2009 年四季度的 GDP 同比增长 5.7%，大幅超出预期，种种迹象表明，全球经济向好的趋势更加明显，因此 2010 年我国的叉车出口也极大可能超预期。从我们电话调研的情况来看，安徽合力目前的市场份额约为 29%，接近历史最好水平。1 月份销量超过 3000 台，出口约 400 台，预计全年销量超过 40000 台，出口超过 5500 台，较 2009 年均较大幅度增长。
- **2010 年或有的交易性机会。**公司老厂区位于合肥市蜀山区望江西路 15 号的一块约 156 亩的工业用地极可能在 2010 年被收储。由于这块地目前的市价较成本价已经大幅上升，我们预计，若土地的收储顺利进行，极可能给公司带来大幅高于同期主营业务收益一次性收益。收储的具体时间尚不确定，待公司公告相关事宜的时候，也是较好的交易性机会，建议投资者重点关注相关公告。
- **预计 2009 年、2010 年和 2011 年基本每股收益分别为 0.23 元、0.50 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 57.08 倍、26.00 倍和 15.48 倍。**公司的 PE 历史区间为 7.63-71 倍，目前的 PE 处于历史低位。鉴于国内叉车行业长期成长空间巨大，短期业绩也在复苏，公司作为行业龙头在业内具有强大的竞争优势，且估值较为合理，给予公司“增持”评级。

王昕

刘伟（协助）

+86- 0755 -21515596

liuwei@jyzq.cn

目 录

一、公司的业务简介及股权结构	2
(一) 公司业务简介----国内叉车行业的龙头企业	2
(二) 公司的股权结构	2
1. 上市公司其控股股东和实际控制人情况	2
2. 上市公司控股子公司及主要分支机构情况	3
二、公司 10 年、11 年业绩增长仍主要取决于叉车的发展	4
三、叉车产品分析	5
(一) 叉车的介绍----三大类，众多小分类	5
(二) 叉车行业目前的市场格局	7
(三) 叉车行业长期发展的驱动因素分析	10
(四) 下游行业的业绩复苏显示叉车行业短期复苏趋势进一步增强	12
四、公司的竞争优势分析	16
(一) 雄厚的研发实力	16
(二) 完善的产业链配套能力	17
(三) 产品系列完善且规模优势明显	17
(四) 极具竞争力的销售模式	18
五、公司的财务状况分析	18
(一) 营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分析	18
(二) 毛利率分析---总体呈下降态势	19
(三) 期间费用率分析--- 短期大幅上升	19
(四) 其他比率分析	20
六、盈利预测、估值及投资建议	21
(一) 盈利预测	21
(二) 估值及投资建议	21
(三) 2010 年或有的交易性机会	22
(四) 风险提示	22

一、公司的业务简介及股权结构

（一）公司业务简介----国内叉车行业的龙头企业

安徽合力股份有限公司（600761）的前身是安徽叉车集团公司的核心企业----合肥叉车总厂，始建于1958年。1993年9月，安徽叉车集团公司通过定向募集方式，独家发起设立了本公司，并于1996年10月9日在上海证券交易所挂牌上市。

公司目前主要经营叉车、装载机、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售。公司的主导产品“合力”牌叉车及各类仓储机械广泛应用于交通运输、冶金采矿、机械、化学化工、能源等行业，并可进入船舱、车厢和集装箱内进行托盘货物的装卸、搬运作业。

公司自1993年成立以来，就树立了“以高新技术改造传统产业”的经营理念，致力于叉车及配套零部件新产品的研究开发。陆续推出了X系列、α系列、H2000系列、G系列叉车产品以及绿色环保型的电瓶车、石油液化气叉车等新型系列产品。尤其是2000年推出的H2000系列叉车，具有性能优越、安全可靠、低噪音等优点，具备了与国际同类产品相抗衡的竞争优势，目前是公司主导产品。目前，公司的叉车和零部件产品在国内同行业中规格最全、规模最大，叉车的综合性能处于国内同行业领先地位，部分产品达到国际先进水平。公司拥有国内同行业最完整的产业体系，拥有国内叉车行业最大的消失模铸件生产基地、最大的油缸生产基地、最大的转向桥生产基地公司，具备国内领先的叉车设计开发生产制造和试验检测能力，各项主要经济指标连续19年高居全国同行业之首。

公司资质及所获荣誉：公司已通过ISO9001(2000)质量体系认证，进出口商品CE认证、ISO14001环境管理体系认证，被安徽省科技厅评定为国家高新技术园区内“高新技术企业”。“HELI”品牌先后荣获“中国叉车第一品牌”、“中国叉车行业最具影响力品牌”及国家商务部“重点培育和发展的出口名牌”、“中国驰名商标”等荣誉。公司是我国叉车科研、生产、出口基地。

（二）公司的股权结构

1. 上市公司其控股股东和实际控制人情况

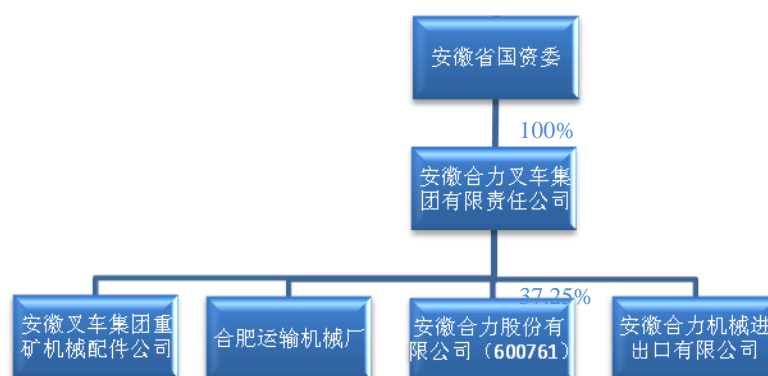
从安徽合力（600761）的股权结构来看，其控股大股东是安徽车集团有限责任公司，实际控制人是安徽省国资委。

安徽叉车集团有限责任公司始建于1958年，位于安徽省合肥市，公司注册资本1.3亿元，主营业务为叉车、工程机械及工程机械变速箱、驱动桥、转向桥、高品质铸件、工程油缸、变矩器等关键部件的研发、制造与销售，是目前我国规模最大、产业链最完整、综合实力和经济效益最好的工业车辆研发、制造与出口基地，公司以合肥为总部，并在安庆、蚌埠、宝鸡、衡阳设有工厂。

截止 2008 年底，公司资产总额约 35 亿元，净资产约 24 亿元，自 1991 年以来连续 19 年保持国内同行业第一，2008 年位居世界工业车辆行业第九位，为国内唯一进入十强的工业车辆企业。

安徽合力（600761）的大股东安徽合力叉车集团有限公司除拥有上市公司这家核心企业外，另外还控股安徽叉车集团重矿机械配件公司、合肥运输机械厂、安徽合力机械进出口有限公司等多家公司，集团的其他资产和上市公司现有业务有极强的互补性。

图 1、安徽合力（600761）的股权结构图



Source: 公司网站、金元证券

2. 上市公司控股子公司及主要分支机构情况

安徽合力（600761）目前共有 15 家控股子公司。其中注册资本在 1000 万元以上的有五家，分别为衡阳合力工业车辆有限公司、安徽合力工业车辆进出口有限公司、天津北方合力叉车有限公司、上海合力叉车有限公司、广东合力叉车有限公司，注册资本依次为 6000 万元、1800 万元、1000 万元、1700 万元和 1200 万元。子公司中，衡阳合力工业车辆有限公司的经营范围为叉车、牵引车制造及销售，安徽合力物流科技有限公司的经营范围为物流设备的研制，安徽合力工业车辆进出口有限公司的经营范围为进出口业务，其他子公司的经营范围均为批发零售叉车及配件。

图 2、安徽合力（600761）的主要控股分公司



Source: 公司 2009 年半年报、金元证券

此外，安徽合力（600761）目前共拥有 10 家分支机构，这些分支机构中包含了公司五大制造基地中的四个，分别分布在合肥市、安庆市、蚌埠市和宝鸡市，另外一大制造基地以分公司的形式设立在衡阳市。这些分支机构不仅生产叉车、装载机、工程机械、矿山起重机械等主机产品还生产铸锻件、液压件等零部件，公司的产业链在国内叉车行业中最是完善的。

表 1、安徽合力（600761）的主要分支机构

分支机构	营业地	经营范围
安徽合力股份有限公司合肥工厂	合肥市	叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械及配件等
安徽合力股份有限公司重型装备厂	合肥市	叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械及配件等
安徽合力股份有限公司合肥铸锻厂	合肥市	铸锻件、叉车、矿山机械及配件等
安徽合力股份有限公司铸造工厂	合肥市	铸锻件、叉车、工程机械、矿山起重运输机械及配件等
安徽合力股份有限公司配件分公司	合肥市	铸锻件、叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械及配件等
安徽合力股份有限公司安庆车桥厂	安庆市	叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械及配件等
安徽合力股份有限公司安庆月山机械厂	怀宁县	叉车部件、工程机械、矿山起重运输机械及配件制造、销售
安徽合力股份有限公司蚌埠液力机械厂	蚌埠市	叉车、液力机械、工厂机械配件制造及产品的销售等
安徽合力股份有限公司宝鸡合力叉车厂	宝鸡市	叉车、装载机、工程机械及零部件的制造、销售等
安徽合力股份有限公司滨渭工厂	宝鸡市	叉车、装载机、工程机械及零部件的制造、销售等

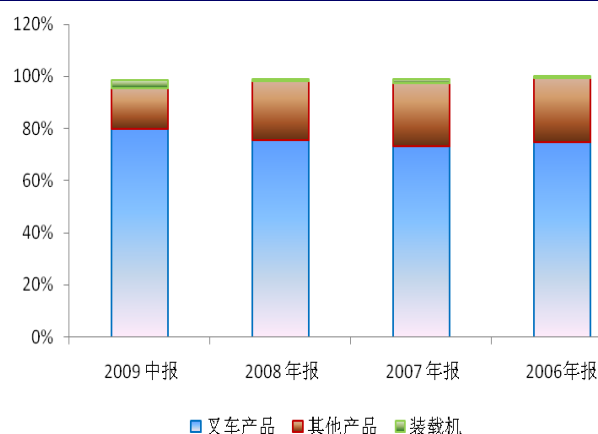
Source: 公司 2009 年半年报、金元证券

二、公司 10 年、11 年业绩增长仍主要取决于叉车的发展

从公司近四年的收入构成和毛利构成来看，叉车产品仍是公司收入和利润的主要贡献点，两者的贡献率均在 70% 以上，且逐年升高。装载机产品自从 2007 年培育开始，至目前尚未达到盈亏平衡点，一直处于亏损状态。

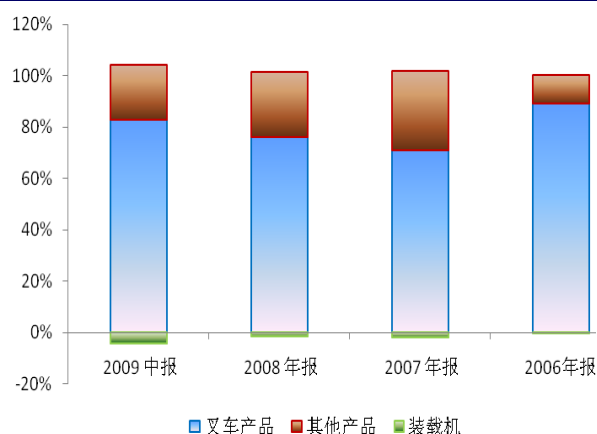
长期来看，公司为了分散主业过于集中带来的经营风险，开始在立足主业的基础上，尝试多元化之旅。目前主要开发的产品有装载机、正面吊等，但这些产品均处于培育阶段，且部分产品的国内竞争形势已经非常激烈，短期内这部分业务要成为公司重要的利润贡献点的可能性不大，我们预计未来两年叉车产品仍将是公司的收入和利润主要贡献点。我们此篇报告也将主要着力于对公司的叉车产品的分析。

图 3、安徽合力（600761）近四年收入构成



Source: wind、金元证券

图 4、安徽合力（600761）近四年中期毛利构成



Source: wind、金元证券

三、叉车产品分析

（一）叉车的介绍----三大类，众多小分类

叉车 (Forklift)，国际标准化组织 ISO/TC110 称为工业车辆，是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆。叉车在企业的物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军。

使用范围：叉车广泛应用于交通运输、冶金采矿、机械、化学化工、能源等行业，并可进入船舱、车厢和集装箱内进行托盘货物的装卸、搬运作业。

叉车分类：叉车通常可以分为三大类：内燃叉车、电动叉车和仓储叉车。按小分类来看内燃叉车又分为普通内燃叉车、重型叉车、集装箱叉车和侧面叉车；仓储叉车分为电动托盘搬运车、电动托盘堆垛车、前移式叉车、电动拣选叉车、低位和高位驾驶三向堆垛叉车等；此外还有电动牵引车（拖车）。本文仅就三大类的叉车予以介绍。

1. 内燃叉车，一般采用柴油、汽油、液化石油气或天然气发动机作为动力，载荷能力 1.2~8.0 吨，作业通道宽度一般为 3.5~5.0 米，考虑到尾气排放和噪音问题，通常用在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所。由于燃料补充方便，因此可实现长时间的连续作业，而且能胜任在恶劣的环境下（如雨天）工作。

图 5、安徽合力 α II 系列内燃叉车、H2000 系列内燃叉车、G 系列内燃叉车

Source: 公司网站、金元证券

2. 电动叉车，以电动机为动力，蓄电池为能源。承载能力 1.0~8.0 吨，作业通道宽度一般为 3.5~5.0 米。由于没有污染、噪音小，因此广泛应用于室内操作和其它对环境要求较高的工况，如医药、食品等行业。随着人们对环境保护的重视，电动叉车正在逐步取代内燃叉车。由于每组电池一般在工作约 8 小时后需要充电，因此对于多班制的工况需要配备备用电池。

图 6、安徽合力交流平衡重式蓄电池叉车、G 系列交流三点式蓄电池叉车、C-F 型平衡重式蓄电池叉车



Source: 公司网站、金元证券

3. 仓储叉车，主要是为仓库内货物搬运而设计的叉车。除了少数仓储叉车（如手动托盘叉车）是采用人力驱动的，其他都是以电动机驱动的，因其车体紧凑、移动灵活、自重轻和环保性能好而在仓储业得到普遍应用。在多班作业时，电机驱动的仓储叉车需要有备用电池。

图 7、交流电动托盘堆垛车、交流电动托盘搬运车、交流站式前移蓄电池叉车

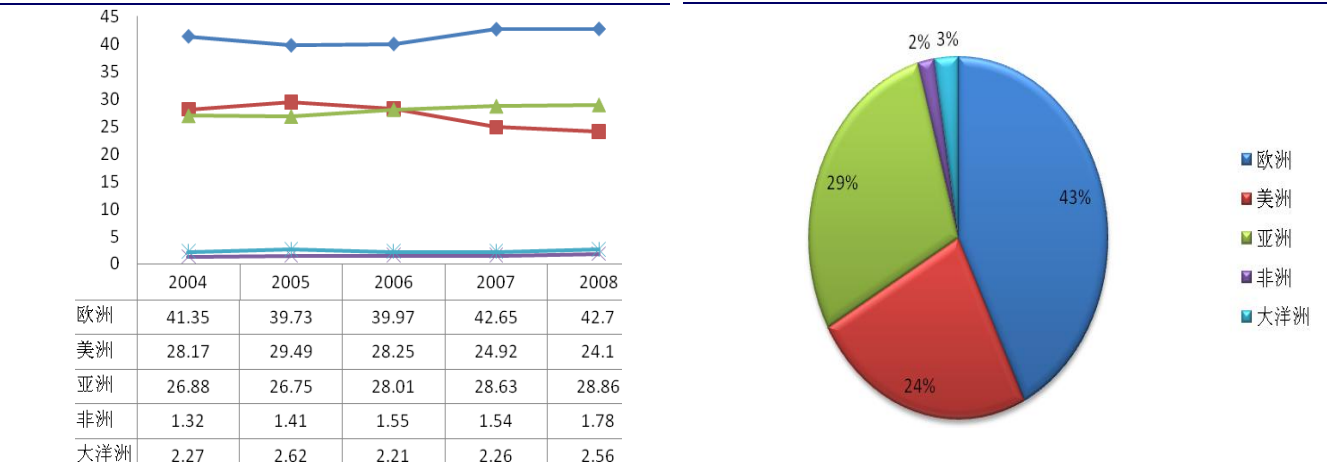


Source: 公司网站、金元证券

(二) 叉车行业目前的市场格局

从世界范围内来看，叉车的销售市场主要集中在欧洲、美洲和亚洲，欧洲近 5 年都是世界上最大的叉车销售市场，其占比维持在 40%以上，其次是亚洲和美洲，亚洲的销售量在 2007 年和 2008 年已经超过美洲，排第二位。

图 8、全球各大洲 2004-2008 年叉车市场份额（%） 图 9、2008 年各大洲叉车市场份额（%）



Source: 中国叉车网、金元证券

Source: 中国叉车网、金元证券

从全球前 10 大叉车制造商的排名来看，共分为三个梯队，主要由日本、美国以及欧洲的企业组成。第一梯队为日本丰田和德国凯傲，2008 年分别以 62.61 亿美元和 54.63 亿美元的销售额排列第一和第二；第二梯队成员为德国永恒力和美国纳科，2008 年年度两者的销售额分别为 22.85 亿美元和 22.37 亿美元，分列第三和第四；第三梯队的成员依次外为日本三菱重工、芬兰卡尔玛、美国科朗、日本小松、法国曼尼通和中国安徽合力，对应的 2008 年销售额分别为 17.04 亿

美元、17.01 亿美元、14.51 亿美元、13.92 亿美元、13.78 亿美元和 12.62 亿美元。前 10 大制造商的 2008 年年度销售额合计为 251.34 亿美元。其中最大的叉车制造商日本丰田的销售额占前 10 大企业的总销售额的比例为 24.91%，我国安徽合力的销售额占前 10 大企业的总销售额的比例为 5%，丰田的销售额约为安徽合力的 5 倍。我们预计未来十年金砖四国的经济仍旧有望保持较快的增长，另外再加上欧美旧叉车报废更新产生的高额需求以及伴随竞争力的不断提升，对国外竞争对手市场份额的挤占，使得我国叉车企业的成长空间依然巨大。

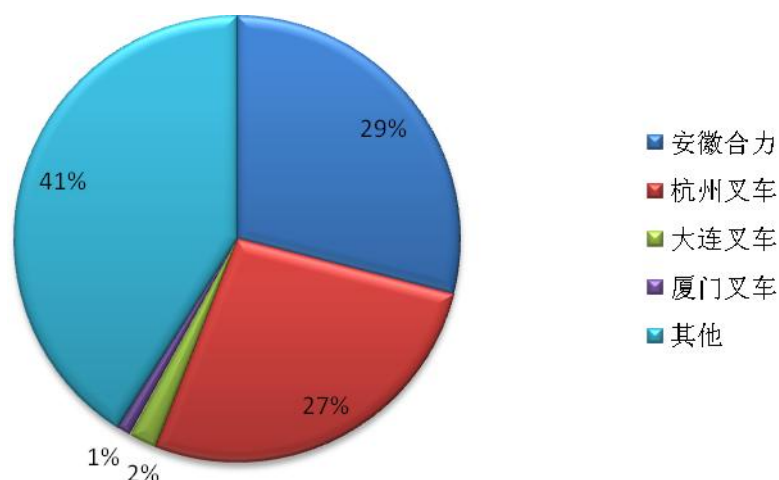
表 2、2008 年全球前 10 名叉车制造商排行榜

名次	公司及旗下品牌	销售额(亿美元)	在中国设厂情况	公司标志
1	日本丰田 TOYOTA、CESAB、 BT、RAYMOND	62.61	TOYOTA在昆山设有工厂。BT、RAYMOND通过代理在中国销售。2002年TOYOTA收购瑞典BT工业公司。	
2	德国凯傲 LINDA、 STILL、OM	54.63	LINDA和OM在厦门设有工厂，STILL通过代理在中国销售。	
3	德国永恒力 JUNGHEINRICH	22.85	在上海设有工厂，擅长仓储叉车。	
4	美国纳科 YALE、HYSTER、 SHINKO、SUMITOMO	22.37	HTSTER在上海设有工厂。1984年，纳科收购YALE,1989年再收购HYSTER。	
5	日本三菱重工 MITSUBISHI	17.04	MITSUBISHI在大连设有制造工厂。	
6	芬兰Cargotec KALMAR	17.01	在上海设有组装工厂。	
7	美国科朗 CROWN	14.51	2006年在苏州设立独资叉车制造工厂。	
8	日本小松 KOMATSU	13.92	在山东设有工厂。	
9	法国曼尼通 MANITOU	13.78	在杭州设有合资工厂和独资工厂。	
10	中国合力 HELI	12.62	在合肥、宝鸡、安庆、蚌埠和衡阳设有生产基地。	

Source: 中国叉车网、金元证券

从目前国内叉车的市场占有率来看,仍然是合力与杭叉占据了半壁江山。尽管 2009 年国内叉车市场的价格战较为激烈,但对于这些龙头企业来说,反而更加突出了其品牌优势和成本优势,以合力来看,市场占有率进一步得到了提升,基本恢复到历史最好水平附近。

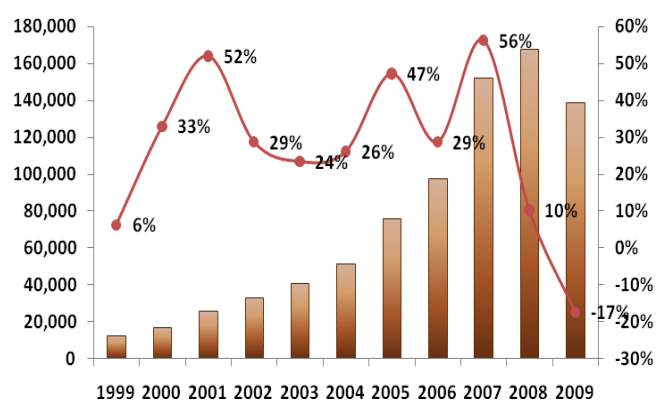
图 10、2009 年 1-11 月国内叉车市场占有率（产量）



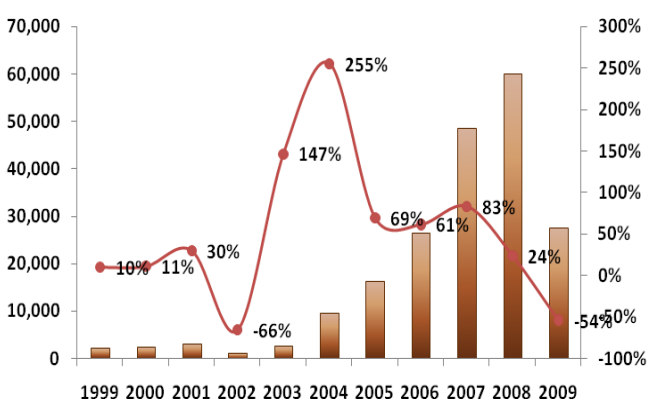
Source: 工程机械工业协会、金元证券

1999 年至 2009 年间，伴随着国民经济的迅速增长，我国叉车行业增长迅猛。从销量来看，2009 年我国共销售叉车 138,908 台，尽管与 2008 年同期的 168,119 台相比，下降了 17.38%，但与 1999 年的 12662 台销量相比，近 11 年我国叉车行业的销量年复合增长率为 24.33%；我国的叉车市场已经成为世界上举足轻重的一个市场。出口方面来看，2009 年叉车出口为 27,558 台，与 2008 年的 60,333 台相比，下降了 54.32%，金融危机对叉车行业的冲击在 2009 年才真正显示出来。但其与 1999 年的 2224 台相比，近 11 年我国叉车行业的出口量年复合增长率为 25.71%，叉车的出口复合增长率略高于国内销售的复合增长率也反映了我国叉车的竞争力在逐步提升，从出口的历史经验来看，2002 年曾出现同比-66%的增长，但在第二年便出现了同比增长 144%的局面。从世界范围来看，2009 年全世界叉车市场总销售量为 565,748 台，与 2008 年的 930,689 台相比，下降了 39.2%。

图 11、1999-2009 我国叉车销量（台）及同比增速（%）图 12、1999-2009 我国叉车出口量（台）及同比增速（%）



Source: 工程机械工业协会、金元证券



Source: 工程机械工业协会、金元证券

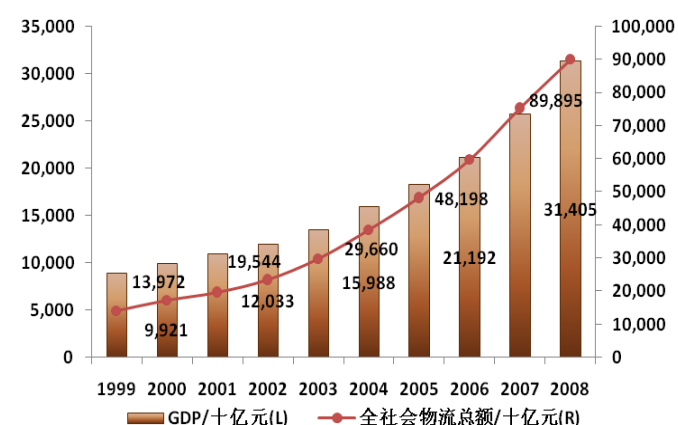
(三) 叉车行业长期发展的驱动因素分析

叉车是一种用来提高物流运行效率和降低企业运营成本的工具，其使用量与一国或地区的经济发达程度密切相关。主要逻辑就是，当一国的经济发展越成熟，相应地物流运行量和运行速度都有极大的提升，这在第一层面上增加了对物流运输设备---叉车的需求，另一层面就是当一国的经济发展程度越深，劳动力成本的价格也逐渐上升，出于降低成本和提高工作效率的考量，企业会越来越多地使用叉车等物流设备来替代日益昂贵的劳动力，从而增加对叉车的需求。

因此，我们认为支撑叉车行业的发展主要有三大驱动因素：1.经济发展所带来的全社会物流总额的增加，由此带来的对叉车的增量需求。2.人力等资源价格以及物流费用的上升，导致的企业运营成本的提高，降低物流成本的需求所带来的对叉车的增量需求。3.原有的巨额叉车保有量报废更新所带来的对叉车的增量需求。

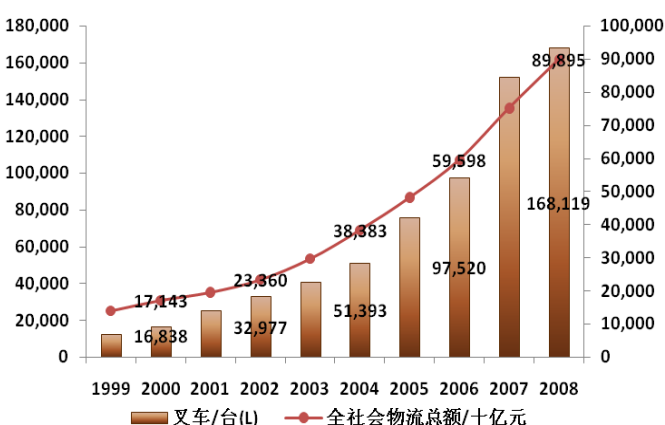
1.从我国 1999 年至 2008 年的 GDP 数量与全社会物流总额数量来看，两者表现出高度的相关，此外，1999 年至 2008 年我国叉车的销量与全社会物流总额也高度相关。也印证了我们关于经济发展所带来的全社会物流总额的增加，由此带来的对叉车的增量需求的判断。中国社科院在 2010 年 1 月 31 日预测，中国将在 2020 年前后完成首次真正现代化，并提前 10 年实现中国现代化“三步走”发展战略，在 2040 年成为中等发达国家。如果实现第三步战略目标，到时中国现代化水平大致表现为：人均国民收入超过 2 万美元，关键经济指标的排名进入世界前 40 名。而 2008 年中国的人均 GDP 是 2520 美元，至 2040 年人均 GDP 将有大致 8 倍的增长空间，未来我国 GDP 的高速增长，同样会带来全社会物流总额的高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间。从国外来看，我们预计未来十年，印度、巴西、俄罗斯以及非洲主要国家将保持较快的经济增长速度，其同样会促进当地的社会物流总额的迅速增长，从而带来对叉车产品的需求，而我国产品以良好的性价比可以获取较大的市场份额，带动出口的快速增长。

图 13、全社会物流总额与 GDP 高度相关



Source: wind、中国物流与采购协会、金元证券

图 14、叉车的销量与全社会物流总额高度相关

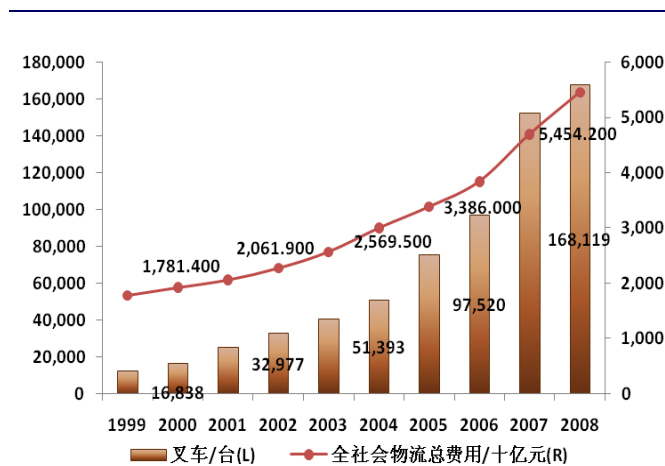


Source: 中国物流与采购协会、金元证券

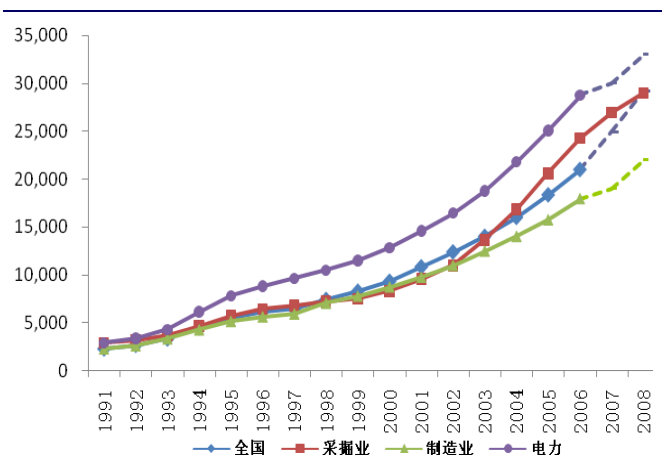
2. 伴随着人力以及其他资源价格的上升, 导致企业运营成本的提高, 反映在全社会物流费上, 就是其持续保持快速的增长。1999 年至 2008 年间, 我国物流费用从 17814 亿元上升至 54542 亿元, 10 年间的复合增长率为 11.84%, 高于同期 GDP 的 9.81% 的增长率, 物流费用的逐步上升, 增加了企业的成本压力, 因此增加了企业降低物流成本的需求, 从而带来对叉车的增量需求。从人力成本来看, 1999 年至 2008 年期间, 我国的平均工资由 8346 元上升到 29229 元, 年复合增长率为 13.35%, 高于 GDP 的增长率也高于物流费用的增长率, 从成本方面考虑, 日益上升的劳动力成本迫使企业用其他方案去替代。主要是伴随着社会分工的越来越细化, 对物流效率的要求也越来越高, 而使用人力作为物流工具的局限性越来越多。这些因素促使了企业增加对叉车等物流工具的使用, 在降低成本的同时又可以提高工作效率。

图 15、叉车销售与全社会物流总费用高度相关

图 16、全国平均工资和制造业、采掘业、电力行业平均工资



Source: 中国物流与采购协会、金元证券



Source: wind、金元证券（注：制造业、采掘业及电力行业 2007 年和 2008 年数据根据相关行业的薪资水平推算）

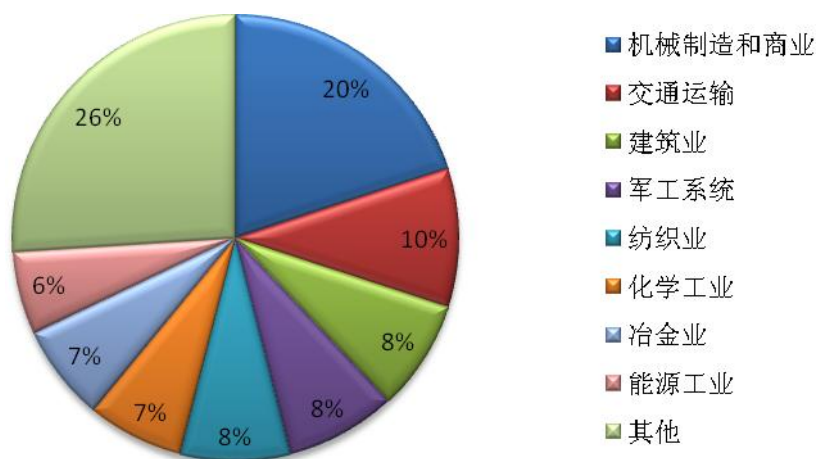
3. 截止到 2008 年底, 中国工程机械主要产品保有量约为 277 万~300 万台, 其中叉车约为 80 万台。(经行业协会走访相关施工部门, 他们认为政府有关部门规定的工程机械使用期为 10 年, 基本符合目前我国大部分工程机械的实际使用状况。由于 2000-2009 年间国内叉车的销售时间至今均在 10 年之内, 我们据此期间的总销量推算出国内叉车的保有量约为 80 万台)。从我国叉车的销量绝对值来看, 主要是从 2004 年开始大幅增长, 2004-2009 年的总销量占 2000-2009 年总销量的 85.49%, 我们预计未来几年, 在 2004-2009 年期间购置的这部分叉车产品报废更新的时候, 亦可以产生巨大的需求。

从世界范围来看, 仅 2007、2008 和 2009 年三年, 全球叉车总销量合计达 242.33 万台。近 10 年欧美市场叉车销量占全球叉车总销量的比例均在 60% 以上, 但欧美市场近 10 年的年均增长率都在个位数, 由此可以推算出近 10 年欧美拥有拥有庞大的叉车保有量, 这部分产品在未来报废更新时同样可以产生巨大的需求。

（四）下游行业的业绩复苏显示叉车行业短期复苏趋势进一步增强

叉车行业的下游相对较多，且主要行业的占比均相差不大，因此其业绩的波动受单个行业的影响相对不大，而与整个宏观经济的走势密切相关。

图 17、叉车的下游行业分布



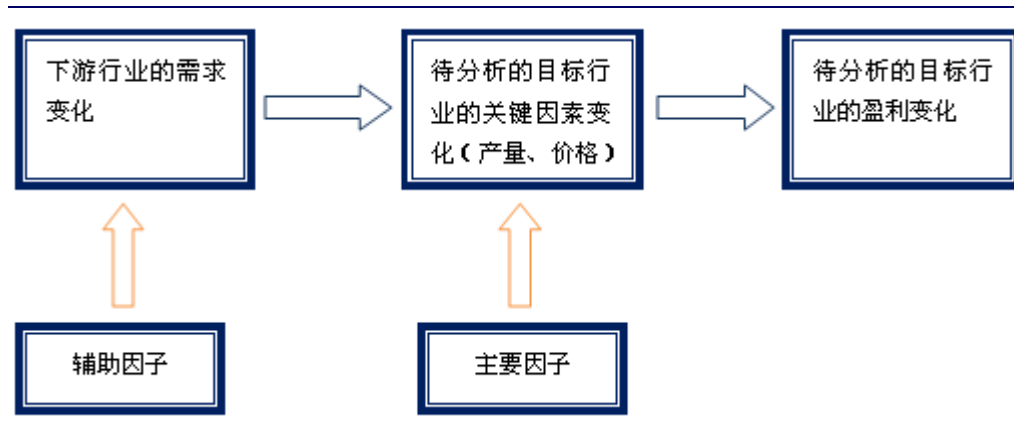
Source: CICC、金元证券

我们分析叉车行业的中短期业绩变化主要是从量的角度来考虑，由于叉车行业的产品种类繁多，而且价格相差较大，因此价的代表意义不明显。量主要看产量、销量以及进出口量，产量和销量紧密相关，由于目前我国叉车行业仍然是内销占主导，因而我们选择产量作为预测业绩的“主要因子”指标。

主要的分析思路：我们认为，待分析的目标行业的业绩变化主要受几个关键性因素的影响，这些因素我们称为“主要因子”，此外，待分析的目标行业的业绩还受下游行业的需求变化的影响，而能反映下游行业需求变化的一些关键性因素，我们称为“辅助因子”。“主要因子”的变化需要“辅助因子”的确认，当“主要因子”显示目标行业的业绩在逐步好转而同时“辅助因子”也趋好，这说明未来目标行业的业绩向好的概率逐步增大，反之亦然。

在“主要因子”显示行业运行趋势开始趋好的时候，我们根据国内外经济形势、行业的竞争格局以及“辅助因子”的确认等因素对行业的运行是否会进一步趋好进行预期。若行业运行趋势进一步趋好的可能性极大，我们便推断行业及重点公司的基本面极可能会有较大改观，而基本面的改善则意味着行业及重点公司的价值中枢会得到提升，这会进一步导致重点公司的估值的上升。我们在估值水平有较大的安全边际，且市场氛围尚可的时候，便对行业以及重点公司进行推荐。

图 18、“主要因子”+“辅助因子”分析思路



Source: 金元证券

具体到叉车行业，我们主要选择叉车的产量作为“主要因子”，而从其主要的下游行业中选择具有代表性的品种的产量作为“辅助因子”。如机械行业主要选择铲运机械、采矿机械和机床的产量作为“辅助因子”；交通运输行业主要选择港口货物吞吐量、客运总量、货运总量作为“辅助因子”；纺织业主要选择布和服装的产量作为“辅助因子”；化工行业主要选择 PVC、氮肥和尿素的产量作为“辅助因子”；冶金行业主要选择铜、铝、锌的产量作为“辅助因子”。

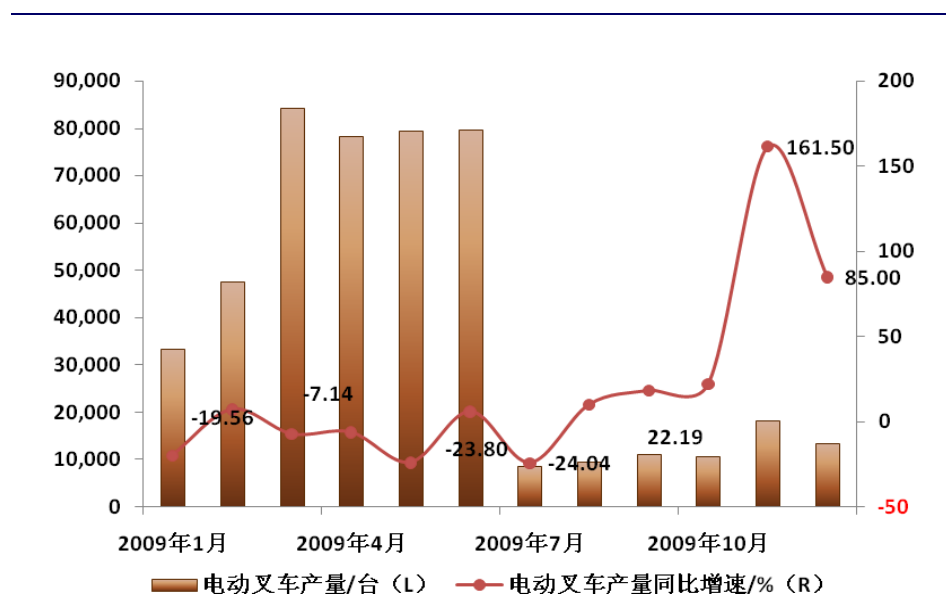
表 3、叉车行业分析的“主要因子”及“辅助因子”

分析的目标行业	主要因子	下游行业	辅助因子（产量）
叉车	叉车产量	机械行业	铲运机械、采矿机械、机床
		交通运输	货物吞吐量、客运总量、货运总量
		纺织服装	布、服装
		化工	PVC、氮肥、尿素
		冶金业	铜、铝、锌

Source: 金元证券

从“主要因子”因素叉车产量来看，电动叉车的产量从 2009 年 8 月份一举扭转了 2009 年年初以来的负增长局面，连续五个月出现正增长。而且近两个月出现了大幅的同比增长，业绩向好的趋势更为明显。我们关注的是业绩增长能否保持持续。

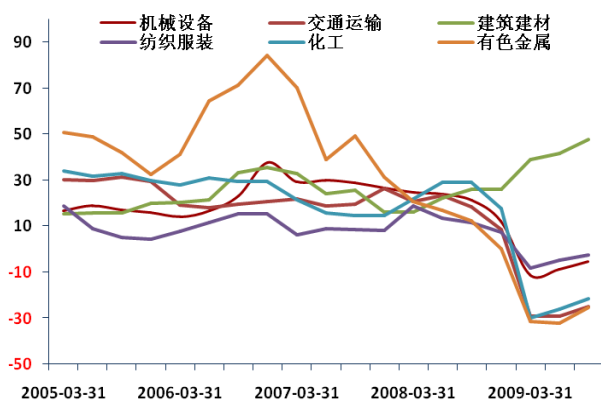
图 19、2009 年 1-12 月份电动叉车的产量及其同比增速 (%)



Source: wind、金元证券

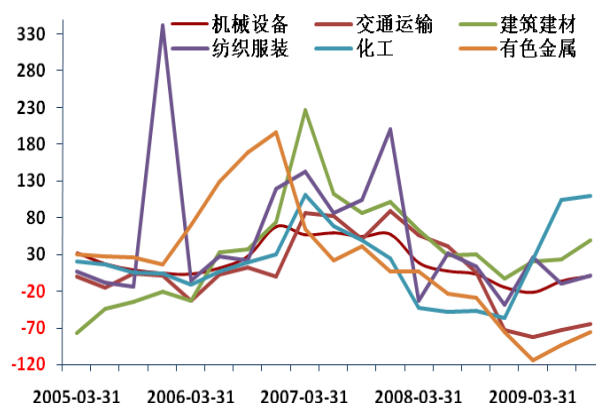
从我们统计的叉车下游行业的收入和净利润同比增速情况来看，从 2009 年一季度开始，各下游行业无论是收入还是利润都开始触底回升。下游行业的复苏就会增加物流量，从而增加对叉车产品的需求。如果业绩的复苏能持续，那对叉车行业来说就是持续的利好，这同样需要对“辅助因子”保持持续的跟踪分析。

图 20、叉车的下游行业收入同比增速 (%)



Source: wind、金元证券

图 21、叉车的下游行业净利润同比增速 (%)

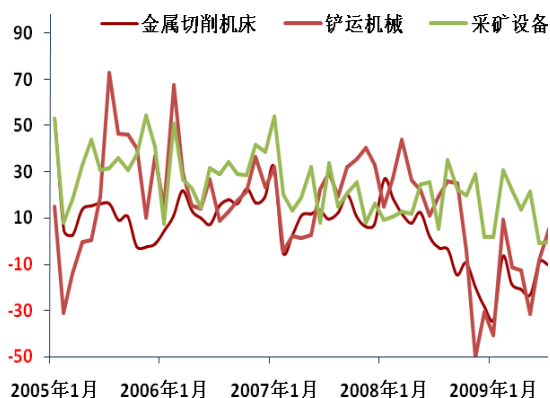


Source: wind、金元证券

从机械行业、交通运输行业、纺织服装行业、化学化工行业以及冶金行业的“辅助因子”来看，基本上是从 2009 年年初就开始触底回升，且同比增速总体来看是逐月上升，由此可以预见的是四季度相关行业的业绩也会相应大幅回升，

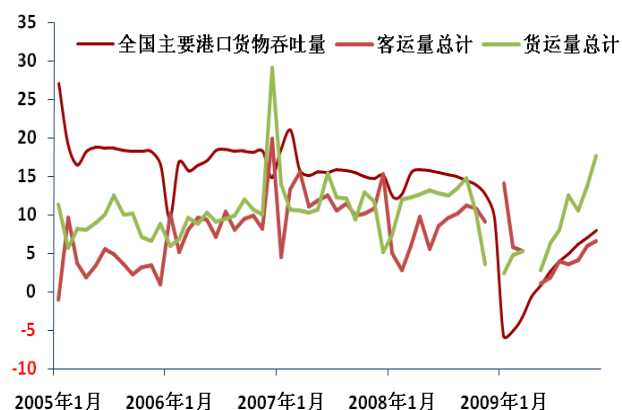
这也在另一层面上验证了，“主要因子”叉车产量的回升具有坚实的基础。我国政府通过一系列的经济刺激方案成功地实现了 2009 年中国经济的“保八”。从近期政府出台的一系列的调控房地产的措施来看，基本预示着我国经济复苏的根基相对比较稳固，我们预计 2010 年中国经济仍将保持 9% 左右的增长速度，因此相关下游行业也将保持较快的增长速度，从而拉动叉车行业保持较快增长，我们预计 2010 年叉车行业将保持约 20% 的增长速度。

图 22、机械行业重要产品产量同比增速 (%)



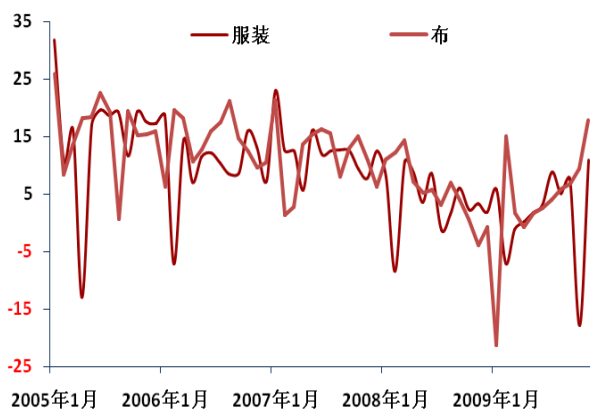
Source: wind、金元证券

图 23、交通运输行业重要产品产量同比增速 (%)



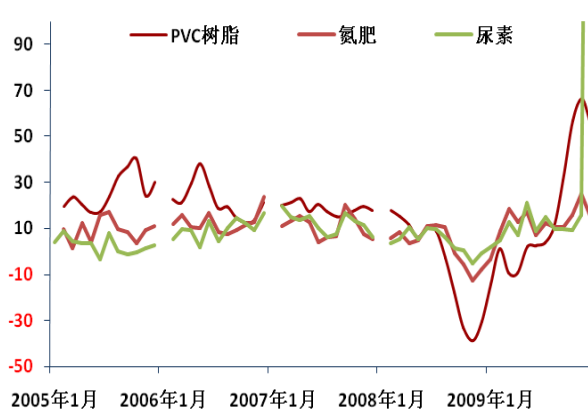
Source: wind、金元证券

图 24、纺织服装行业重要产品产量同比增速 (%)



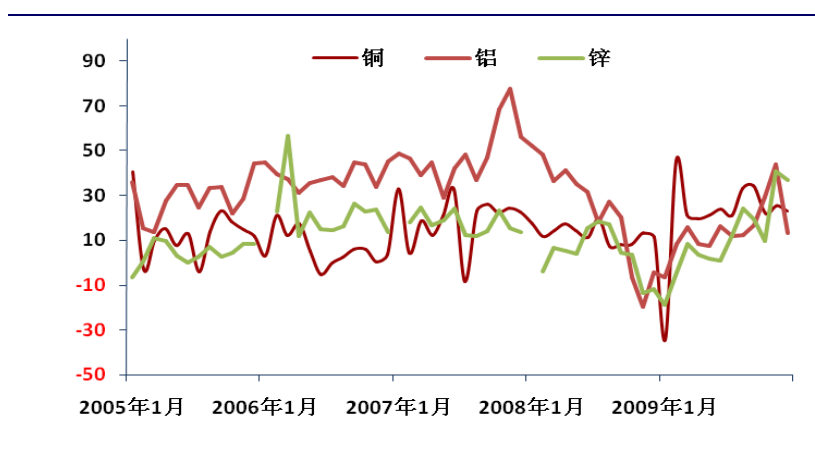
Source: wind、金元证券

图 25、化学化工行业重要产品产量同比增速 (%)



Source: wind、金元证券

图 26、冶金行业重要产品产量同比增速（%）



Source: wind、金元证券

此外从出口方面来看，世界银行 2010 年 1 月 20 日预测 2010 年全球经济增长 2.7%，认为金融危机最严重的阶段已经过去，全球经济的复苏已经上路。美国 2009 年四季度的 GDP 同比增长 5.7%，大幅超出预期，种种迹象表明，全球经济向好的趋势更加明显，因此 2010 年我国的叉车出口也极大可能超预期。从我们电话调研的情况来看，安徽合力目前的市场份额约为 29%，接近历史最好水平。1 月份销量超过 3000 台，出口约 400 台，预计全年销量超过 40000 台，出口超过 5500 台，较 2009 年均均有较大幅度增长。

综上所述，我们认为我国叉车行业长期来看具有广阔的市场空间，而短期行业的复苏趋势也进一步增强，具有竞争优势的企业将在马拉松长跑中最终胜出，并引领行业的发展。我们认为安徽合力具备继续引领行业发展的实力和竞争优势。

四、公司的竞争优势分析

（一）雄厚的研发实力

公司技术中心是 1995 年国家发改委等四部委首批认定的 100 家国家级“企业技术中心”之一，2005 年被科技部认定为首批 118 家国家级“企业技术中心”之一，是目前工业车辆行业唯一的国家级企业技术中心，从 2003 至 2008 年连续 6 年被评为“安徽省优秀企业技术中心”。技术中心下设 6 个职能研究所、1 个 CI 专业工作室和 1 个中试基地。从 2002 年到 2009 年 6 月共获得了 63 项专利，另有 3 项发明专利、2 项实用新型专利已获受理，暂未获得授权。公司 2005 年到 2008 年参与或主持制定了 10 项标准，其中国家标准 4 项，行业标准 6 项。近年来公司自主研发了多项新产品，都具有完全的自主知识产权，主要技术性能指标处于国内领先地位、达到国际先进水平，先后顺利通过安徽省科技厅的新产品鉴定。此外，公司持续加大科研经费投入的力度，2003-2009 年，公司累计投入研发经费约 10 亿元，用于自主技术创新工作。其研发费用占当年产品销售收入 5% 以上。

安徽合力的研发中心是一个集研究、开发、试制、实验与管理为一体，学科

齐全，基础设施雄厚，能从事超前研究的科研机构，其科技研发能力代表了国内同行业的最高水平。

（二）完善的产业链配套能力

工程机械关键部件不仅关系到整机技术先进性而且影响产品成本竞争优势。从目前国内工程机械行业的发展现状来看，核心系统和关键零部件成为行业发展最大的制约因素。合力在上世纪九十年代就开展了传动系统等关键零部件的研发工作，补充原理设计方法、试验技术、技术标准、制造工艺技术，进行深入研究。从最早的真空负压造型铸造技术，消失模铸造到研制各种叉车自动档变速箱、液力变矩器、液力离合器和各种叉车属具，通过不断研究和产业投资，现已形成3.5万台套变速箱、驱动桥，10万台套转向桥，7万台套整机用油缸，4.2万台套变矩器，2万多台套叉车属具，7万吨V法铸件和1万吨消失模铸件的年配套生产能力。公司拥有国内同行中最为完善的零部件配套体系，这也使得公司的产品相比行业内其他企业稳定性更高，整机性能更强以及相应的更高的利润率水平。

（三）产品系列完善且规模优势明显

公司目前共拥有本部、宝鸡、蚌埠、安庆以及衡阳四个生产基地，目前在产的500多个品种、1700多个型号的产品，全部拥有自主知识产权。“合力”拥有世界同行业内品种规格齐全、内涵丰富、实力雄厚的品牌。其目前产能在国内排第一，共有接近6万台的叉车生产能力，以及相应的零部件配套生产能力。而目前与合力市场份额比较接近的杭叉，其产能约为4万台。庞大的生产规模再加上相应的零部件配套体系，使得公司相比竞争对手拥有得天独厚的成本优势。目前来看，全球前九大叉车生产企业都在中国设厂生产，而安徽合力主要技术指标却仍能持续19年保持国内叉车行业第一，其竞争力可见一斑。

表4、安徽合力的产能分布

产品		产地	产能（台）
	（1）中小吨位内燃叉车（3吨以下）	本部	30,000
		宝鸡	10,000
1. 叉车	（2）大吨位内燃叉车	宝鸡	3,800
	（3）电动叉车	本部	10,000
	（4）防爆电动叉车	衡阳	5,000
合计			58,800
2. 零部件	（1）叉车制动器	宝鸡	20,000
	（2）叉车属具	安庆	26,500
	（3）转向桥	安庆	100,000
	（4）驱动桥	安庆	100,000
	（5）油缸	蚌埠	70,000
	（6）液力变矩器	蚌埠	42,000
3. 装载机		本部	2,000
4 重装产品	大吨位内燃叉车、集装箱堆高机、正面吊	本部	110
5. 特种车辆		宝鸡	200

Source: 金元证券

(四) 极具竞争力的销售模式

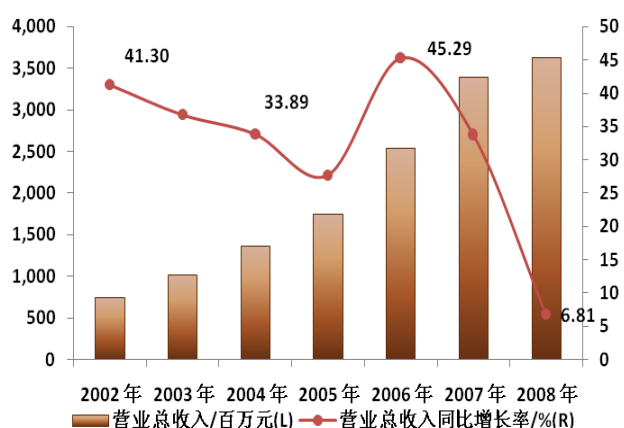
公司的 15 家控股子公司中, 有 12 家是销售类的分公司。公司对销售系统的控制采用了一种独具特色的方式: 销售公司的股权由母公司和销售人员共同持有, 公司的持股比例约为 35%, 其他的比例由销售人员持有。但是销售员在职期间对这些股份没有表决权, 只有分红权, 在保持公司对销售点有较强的控制力的情况下, 又能起到激励销售人员的作用, 这种销售模式极具竞争力。

五、公司的财务状况分析

(一) 营业总收入和归属于上市公司股东的净利润分析

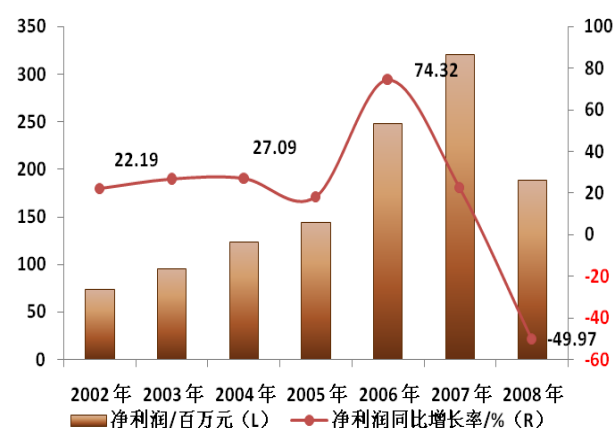
1.年度情况: 公司的营业总收入从 2002 年的 7.47 亿元上升至 2008 年的 36.28 亿元, 其中 2002-2007 年间复合增长率为 24.17%, 2002-2008 年间复合增长率为 25.35%; 归属于上市公司股东的净利润从 2002 年的 0.74 亿元上升至 2008 年的 1.88 亿元, 2002-2007 年间复合增长率为 23.32%, 2002-2008 年间复合增长率为 14.25%。2002-2007 年的收入和净利润均保持了较快的增长, 但 2008 年公司也受到了金融危机的巨大冲击, 导致 2008 年的收入增幅趋缓, 净利润出现了大幅的下降。

图 27、2002-2008 年营业总收入及其同比增速 (%)



Source: wind、金元证券

图 28、2002-2008 年净利润及其同比增速 (%)

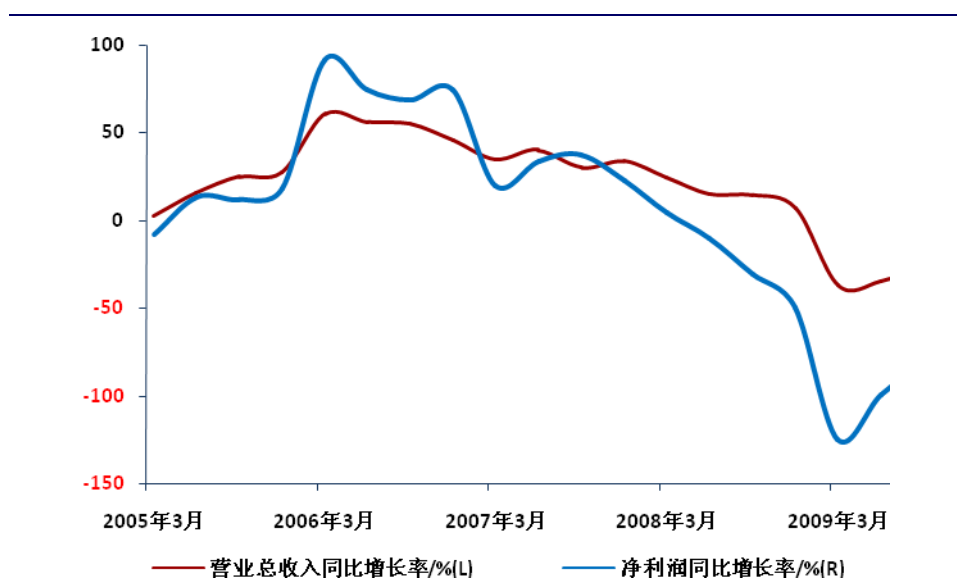


Source: wind、金元证券

2.季度情况: 公司的营业总收入和归属于上市公司股东净利润同比增速自

2009 年一季度触底以后，降幅开始趋缓。

图 29、2005-2009 年季度收入累计值和季度净利润累计值同比增速（%）

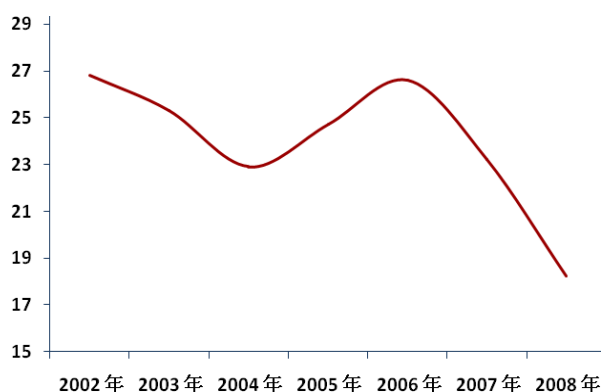


Source: wind、金元证券

（二）毛利率分析---总体呈下降态势

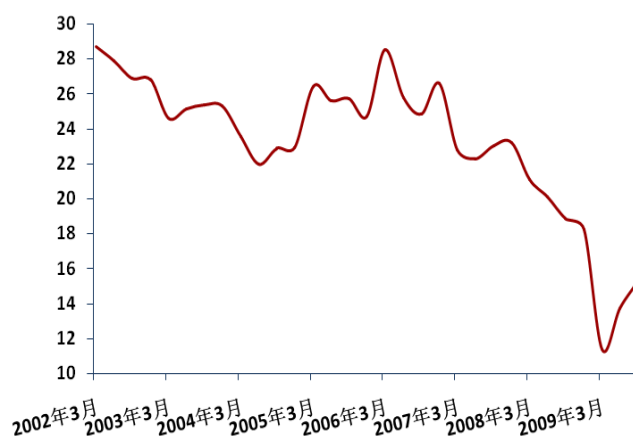
公司的毛利率自 2002 年以来，总体是呈下降态势，这与行业内的竞争越来越激烈密切相关。从细分的各报告期的毛利率走势来看，自 2009 年一季度毛利率触底后，在需求回升和钢材成本处于低位的双重利好影响下，开始快速回升。

图 30、2002-2008 年年度毛利率（%）



Source: wind、金元证券

图 31、2002-2008 年季度累计毛利率（%）



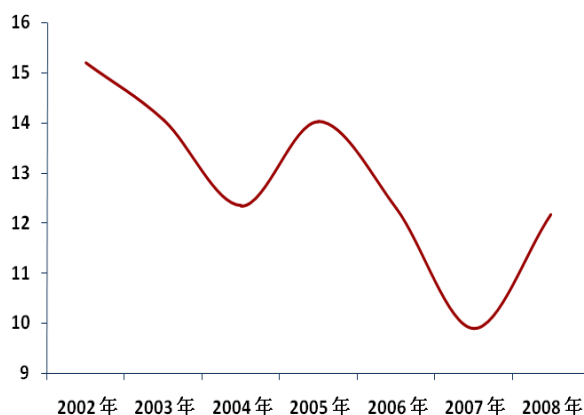
Source: wind、金元证券

（三）期间费用率分析--- 短期大幅上升

公司的期间费用率自 2002 年以来，总体也是呈下降态势，这显示了公司极强的管理能力和费用控制能力。从细分的各报告期的期间费用率走势来看，自

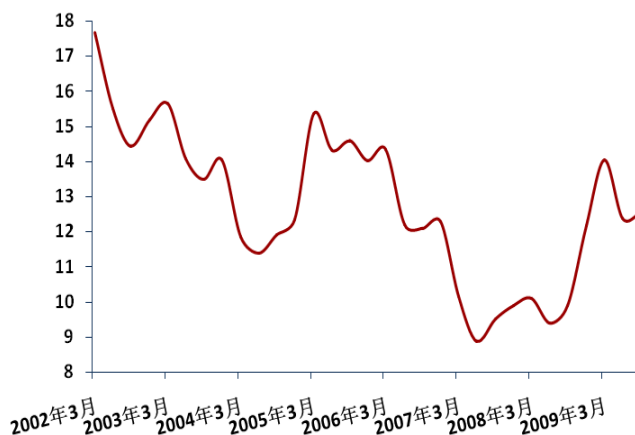
2008 年四季度见底之后，在管理费用大幅增加的情况下，期间费用率大幅提高。

图 32、2002-2008 年年度毛期间费用率 (%)



Source: wind、金元证券

图 33、2002-2008 年季度累计期间费用率 (%)



Source: wind、金元证券

(四) 其他比率分析

公司的存货周转率近几年维持较为正常的水平；应收账款周转率在 2008 年较 2007 年有了 1.34 个百分点的下降，但是相比 2004 年及其前几年，仍维持较高水平；流动比率和速动比率近两年有较大幅度的下降，公司的短期偿债能力有所下降；公司的资产负债率近几年变化不大，整体来说，负债尚处在正常的水平；净资产收益率在 2008 年大幅下降，说明金融危机极大地影响了公司的盈利能力。

表 5、公司 2002-2008 年的相关比率

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
存货周转率(次)	3.11	3.85	4.04	3.75	3.54	3.66	3.69
应收账款周转率(次)	5.88	7.38	9.05	11.46	13.94	13.29	11.95
流动比率	2.27	3.18	2.65	2.60	3.08	2.38	2.23
速动比率	1.51	1.99	1.56	1.33	1.84	1.39	1.22
资产负债率(%)	25.15	24.00	27.88	31.03	23.97	28.64	28.46
净资产收益率(%)	10.76	12.69	14.70	15.56	18.52	17.53	9.36

Source: wind、金元证券

六、盈利预测、估值及投资建议

(一) 盈利预测

主要的盈利预测假设

1.对于营业收入我们按分类产品做假设,我们假设 2009-2011 年,叉车产品、增长率分别为-25%、24%、28%,装载机产品的增长率分别为 120%、40%、40%和其他产品的增长率分别为-35%、22%和 30%。

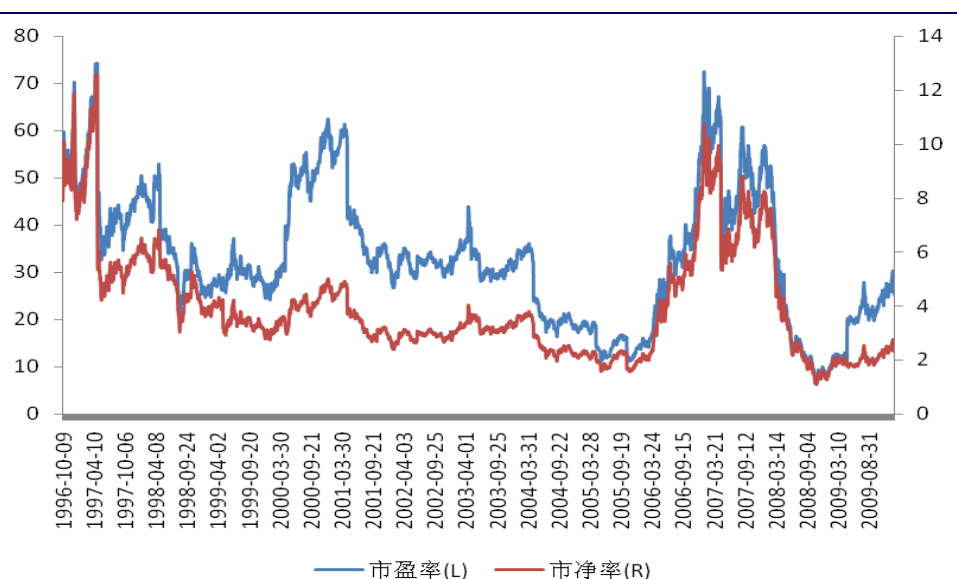
2.鉴于目前国内外的需求在回升,而且钢材价格处于历史的相对低位,我们预计未来三年国内销售的毛利率将逐步提高,总的销售毛利率分别为 16.15%、19.15%、22.29%。

3.对于装载机业务我们认为 2010 年仍有 40%左右的一个同比增长幅度,但尚难以实现盈利,预计 2011 年可能实现盈亏平衡。

(二) 估值及投资建议

预计 2009 年、2010 年和 2011 年基本每股收益分别为 0.23 元、0.50 元和 0.84 元,对应 PE 分别为 57.08 倍、26.00 倍和 15.48 倍。公司的 PE 历史区间为 7.63-71 倍, PB 为 2.29 倍,历史区间为 1.1-11.35 倍,目前的 PE 和 PB 处于历史低位。鉴于国内叉车行业长期成长空间巨大,短期业绩也在复苏,公司作为行业龙头在业内具有强大的竞争优势,且估值较为合理,给予公司“增持”评级。

图 32、公司目前的 PE 和 PB 均处于历史低位



Source: wind、金元证券

（三）2010 年或有的交易性机会

公司于 2009 年 12 月 16 日发布公告，通过了《公司老厂区土地收储前相关事宜的议案》。议案中主要提到的是公司老厂区位于合肥市蜀山区望江西路 15 号的一块约 156 亩的土地的出让问题。这部分土地穿插在集团的 295 亩划拨土地之中。按照土地政策与政府规划要求，目前由叉车集团公司牵头与市政府及相关部门商谈收储相关事宜。

由于这块土地目前的市价较成本价已经大幅上升，我们预计，若土地的收储顺利进行，其可以给公司带来巨额的一次性收益，且一次性收益贡献的 EPS 极可能大幅高于同期的主营业务收益。

我们认为，该收储事件在 2010 年极可能实施，具体时间尚不确定，待公司公告相关事宜的时候，也是较好的交易性机会，建议投资者重点关注相关公告。

我们在此次盈利预测过程中，只分析了公司业务的增长对盈利的影响，并未包含或有的土地收储事件对盈利的影响。

（四）风险提示

- 1.国内经济和国外经济出现“二次探底”，从而导致公司的收入增长幅度大幅低于预期。
- 2.原材料价格大幅上涨导致公司的盈利能力大幅下降。
- 3.行业原有的竞争格局发生大的不利于公司的变动，从而导致公司的市场份额大幅减小。

附表 1、营业收入各品种收入成本预测 (单位: 百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
1.叉车产品				
该产品收入	2,747.25	2,060.44	2,554.94	3,270.33
该产品成本	2,251.88	1,714.28	2,056.73	2,583.56
收入增长率	10.48%	-25.00%	24.00%	28.00%
毛利率	17.64%	16.80%	19.50%	21.00%
2.其他产品				
该产品收入	814.66	529.53	646.03	839.83
该产品成本	648.73	434.21	503.90	621.48
收入增长率	-0.63%	-35.00%	22.00%	30.00%
毛利率	19.97%	18.00%	22.00%	26.00%
3.装载机				
该产品收入	32.81	72.18	101.05	141.48
该产品成本	41.61	83.73	109.14	141.48
收入增长率	-36.29%	120.00%	40.00%	40.00%
毛利率	-27.23%	-16.00%	-8.00%	0.00%
合计				
营业收入	3,628.17	2,662.15	3,302.02	4,251.64
营业成本	2,966.61	2,232.23	2,669.77	3,346.51
营业收入增长率	6.81%	-26.63%	24.04%	28.76%
毛利率	18.23%	16.15%	19.15%	21.29%

Source: wind、金元证券

附表 2、利润表预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	3,396.86	3,628.17	2,662.15	3,302.02	4,251.64
减: 营业总成本	2,608.82	2,966.61	2,232.23	2,669.77	3,346.51
营业税金及附加	14.66	14.36	10.80	13.40	17.25
营业费用	144.84	160.46	120.44	149.39	192.35
管理费用	189.82	268.66	180.06	223.34	287.57
财务费用	1.72	12.28	(4.86)	(8.20)	(9.55)
资产减值损失	14.95	8.33	14.05	14.05	14.05
加: 公允价值变动收益/(损失)	2.15	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	424.20	197.47	109.43	240.28	403.47
加: 其他非经营损益	14.89	12.76	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	439.09	210.23	109.43	240.28	403.47
减: 所得税	82.28	2.08	20.06	44.05	73.97
四、净利润	356.81	208.15	89.37	196.23	329.50
减: 少数股东损益	35.59	19.54	8.39	18.42	30.93
五、归属于母公司的净利润	321.22	188.61	80.98	177.81	298.57

Source: 金元证券

附表 3、资产负债表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	545.00	471.87	880.34	527.17	1,167.63
应收和预付款项	538.87	555.25	183.05	721.19	432.50
存货	773.15	836.81	393.93	1,078.04	767.05
其他流动资产	0.00	25.07	25.07	25.07	25.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	889.37	1,011.31	907.65	803.99	686.89
无形资产和开发支出	91.56	134.95	133.88	132.27	130.11
其他非流动资产	1.62	2.20	2.16	1.79	1.10
资产总计	2,839.56	3,037.46	2,526.09	3,289.53	3,210.36
短期借款	80.00	150.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	684.77	698.95	269.42	883.21	552.76
长期借款	19.25	19.25	19.25	19.25	19.25
其他负债	13.00	11.60	11.60	11.60	11.60
负债合计	797.02	879.80	300.27	914.06	583.61
股本	356.95	356.95	356.95	356.95	356.95
资本公积	714.01	714.01	714.01	714.01	714.01
留存收益	886.48	1,003.70	1,063.47	1,194.70	1,415.06
归属母公司股东权益	1,957.44	2,074.66	2,134.43	2,265.66	2,486.02
少数股东权益	85.09	83.00	91.38	109.80	140.73
股东权益合计	2,042.54	2,157.66	2,225.81	2,375.47	2,626.75
负债和股东权益合计	2,839.56	3,037.46	2,526.09	3,289.53	3,210.36

Source: 金元证券

附表 4、现金流量表预测 (单位: 百万元)

现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	339.14	206.10	620.57	(270.32)	751.72
投资性现金净流量	(319.12)	(286.86)	(51.00)	(51.00)	(51.00)
筹资性现金净流量	(8.20)	(30.89)	(161.09)	(31.85)	(60.25)
现金流量净额	7.46	(118.08)	408.47	(353.17)	640.46

Source: 金元证券

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.