



分析师

安徽合力 (600761)

中性(首次)

专用设备制造业



机械行业研究组 联络人 杜朴

电话: 010-88085971

Email: dupu@hysec.com

劳动力成本上升会使叉车需求超越经济周期吗? 答案是否定的

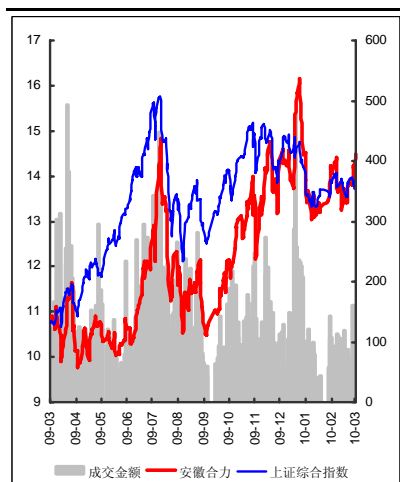
## 公司数据

总股本(万股)	35695
流通股(万股)	35695
每股净资产	6.02
主要股东	安徽叉车集团公司
主要股东持股比例	36.10%

## 交易数据

一年价格波动区间	9.77~14.7
半年绝对表现	31.16%
半年相对表现	24.81%
半年换手率	2.88%

## 市场表现



相关研究：

## 投资要点：

- **劳动力成本上升不能使叉车需求超越经济周期。**根据日本的历史数据分析，可以推断出我国目前叉车市场的结论如下：（1）经济经过连续多年高速增长后，国内叉车拥有量已经基本饱和；（2）短期内经济的周期波动影响企业投资（包括叉车采购）对叉车需求的影响力远大于劳动力成本上升；（3）劳动力成本上升对叉车需求的拉动是一个长期且缓慢的过程。
- **2010 年内销量将较大幅度增长，但对 2011 年保持谨慎。**预计 2010 年公司市场占有率将继续提升，公司内销量增速可能再次超越行业，达到 20%。
- **出口保持乐观。**世界各国需求变化的速度和幅度基本上是一致的，而经济恢复速度主要还看发达国家。我们预期欧美国家经济恢复将是一个曲折缓慢的过程，但低基数下叉车出口的弹性较大，预期公司未来两年出口量可以实现年均 30% 的增长。
- **毛利率可望保持平稳。**公司产品毛利率在降价竞争、原材料价格、高端产品收入占比、出口产品收入占比等因素此消彼长的影响下将基本保持稳定，但是已比较难恢复到 2008 年前的毛利率水平。
- **盈利预测和投资建议。**预测公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.481、0.532 元，目前股价基本合理，首次给予“中性”评级。
- **风险提示。**经济景气度回落，不仅降低叉车需求，并且可能加剧叉车市场恶性竞争；原材料价格上涨，对公司毛利率造成压力；出口增长不及预期。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	3628	3111	3838	4356
同比增长率	6.81%	-14.25%	23.35%	13.52%
净利润	208	129	198	219
同比增长率	-41.66%	-38.07%	53.83%	10.63%
每股收益(元)	0.528	0.313	0.481	0.532
净资产收益率	9.09%	5.19%	7.57%	7.91%

## 目录

1. 劳动力成本上升会使叉车需求超越经济周期吗？答案是否定的 .....	4
2. 销量：2010 年销量增长 20%，2011 年持谨慎态度.....	6
3. 出口：保持乐观.....	6
4. 毛利率：有望保持平稳.....	7
5. 盈利预测和投资建议 .....	9
6. 风险提示 .....	9

## 图表目录

表 1: 公司产品毛利率预测 .....	8
表 2: 安徽合力预测利润表 .....	10
表 3: 安徽合力预测资产负债表 .....	11
表 4: 安徽合力预测现金流量表 .....	11
图 1: 1970 年代随着日本劳动力增速拐点出现, 制造业劳动者薪酬快速上涨 .....	4
图 2: 1970 年代日本劳动力薪酬上涨的同时, 医保和养老金支出也快速上涨 .....	4
图 3: 进入 1970 年代后日本内销增速与 GDP 增速高度相关 .....	5
图 4: 我国劳动力零增长, 薪酬保持较高增速 .....	6
图 5: 2005 年后叉车内销量增速也与 GDP 相关 .....	6
图 6: 2009 年公司内销优于全行业 .....	6
图 7: 2009 年公司市场占有率回升 .....	6
图 8: 电动、内燃叉车出口占比 .....	7
图 9: 电动、内燃叉车的出口弹性接近 .....	7
图 10: 电动叉车出口地区构成 .....	7
图 11: 内燃叉车出口地区构成 .....	7
图 12: 安徽合力季度毛利率变化 .....	8
图 13: 中厚板 (6MM) 价格变化趋势 .....	8

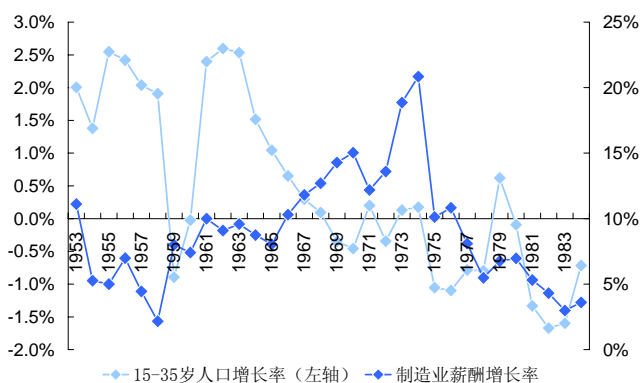
## 1. 劳动力成本上升会使叉车需求超越经济周期吗？答案是否定的

近几年来我国劳动力价格不断上涨，2010年初沿海地区还出现了用工荒，这是我国经济不断发展、财富分配结构持续改善的反映，同时这也是我国人口红利临近拐点时所出现的必然趋势。

叉车是具有替代人力功用的工业车辆，市场普遍预期，从节约成本的角度出发，叉车等工业车辆对人力的替代作用将为叉车需求提供额外的保障。通过对日本与我国经济发展阶段类似的1970年代的研究，我们发现劳动力成本上升产生的替代效应只是叉车需求中的次要因素，本国经济增长速度的涨落才是影响叉车需求的主要因素。

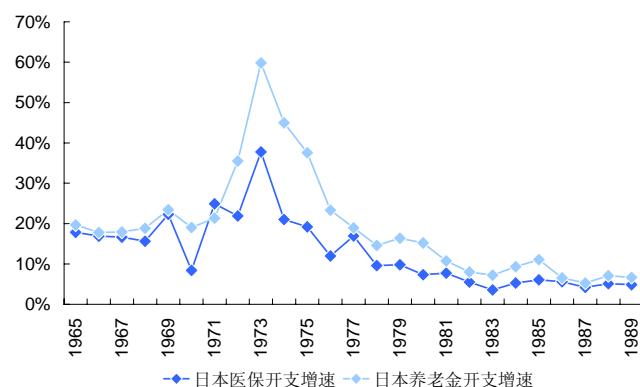
1963年日本劳动力人口（15-35岁）增速拐点确认，到1970年代初多年维持零增长，相较不断增长的经济规模，劳动力供给开始出现缺口，因此制造业劳动者薪酬、医保和养老金开支都出现了连续多年的高速增长，这些都是劳动力供给不足导致的结果。

图 1：1970 年代随着日本劳动力增速拐点出现，制造业劳动者薪酬快速上涨



数据来源：日本统计局、宏源证券研究所

图 2：1970 年代日本劳动力薪酬上涨的同时，医保和养老金支出也快速上涨



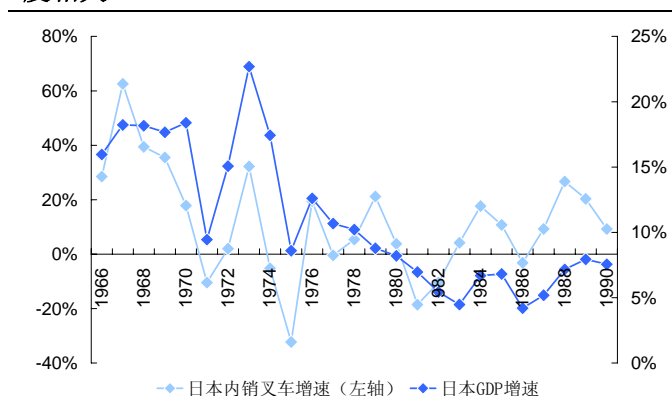
数据来源：日本统计局、宏源证券研究所

但是劳动力成本的快速提升并未给日本叉车内需提供明显的额外需求。在1960年代末叉车持续了多年40%左右的内销量增速，在劳动力成本快速增长的1970-1974年，日本叉车内销量增速表现出了与GDP增长高度的相关性，并且在GDP增速保持在15%正增长的情况下，叉车内销量就出现了连续的零增长。直到1980年代，日本GDP增速长期维持5%-8%的水平，而叉车内销量则连续多年实现了20%以内的正增

长。

这种局面体现出：（1）经济经过近 15 年连续高速的增长后，日本国内叉车拥有量已经基本饱和；（2）短期内经济的周期波动影响企业投资（包括叉车采购）对叉车需求的影响力远大于劳动力成本上升；（3）劳动力成本上升对叉车需求的拉动是一个长期且缓慢的过程。

**图 3: 进入 1970 年代后日本内销增速与 GDP 增速高度相关**



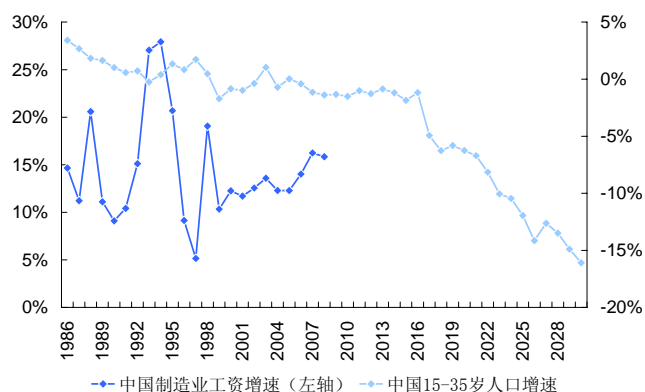
数据来源：日本工业车辆协会、日本统计局、宏源证券研究所

中国目前经济的发展阶段与日本 1970 年代初比较类似，经济经过了十几年的连续高速发展，劳动力人口增速从 2005 年开始出现微弱负增长，未来几年劳动力成本可能出现比较明显的上涨。

在叉车内销方面，我国的情况也与日本相近：2000 后我国经济高速增长，叉车内销量持续 30% 左右增长，从 2005 年开始，叉车销量开始表现出与 GDP 增速较高的相关度，2009 年 GDP 增长 8.7%，但叉车内销量仅零增长，说明我国叉车市场也已基本饱和。未来劳动力上涨对叉车需求的拉动也将是一个长期、温和的过程，经济周期将成为叉车需求的主要决定因素。

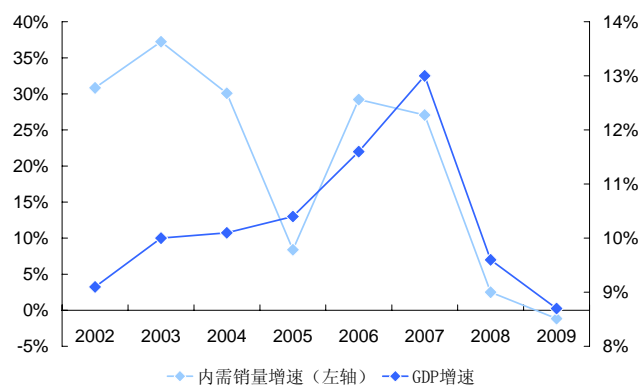
如同日本 1973 年出现的局面，2010 年中国叉车的内需销量也可能出现一个较高的增速，但是在全球滞胀、经济增长基础不稳固的局面下，这种高速增长也是不可持续的。我们预计 2010 年叉车内销量增长 16%，2011 年增长 5%。

图 4：我国劳动力零增长，薪酬保持较高增速



数据来源：统计局、劳动与社会保障部、宏源证券研究所

图 5：2005 年后叉车内销量增速也与 GDP 相关

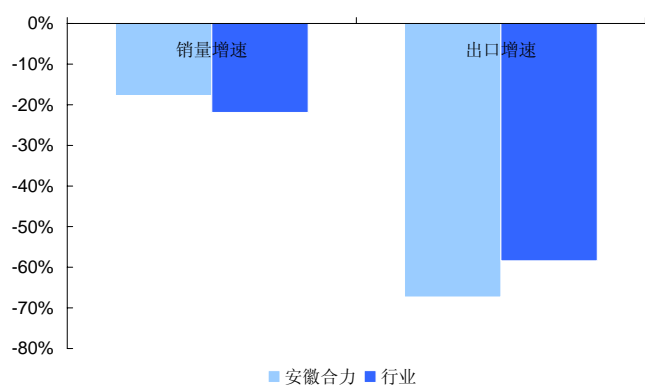


数据来源：工程机械协会、统计局、宏源证券研究所

## 2. 销量：2010 年销量增长 20%，2011 年持谨慎态度

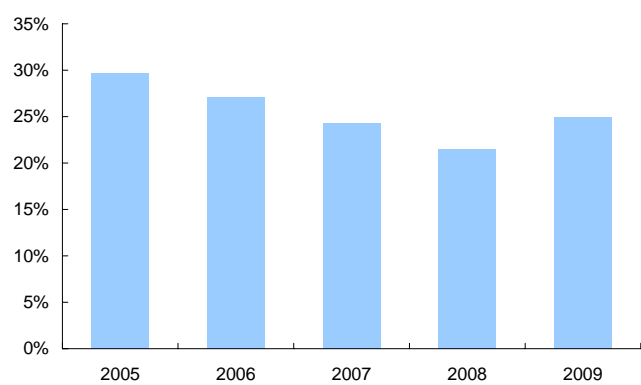
2009 年公司出口增速逊于全行业，但总销量增速优于行业，体现公司加大国内销售力度。实际上近几年公司市场占有率不断降低，因此公司在 2008 年制订了全力提升公司市场占有率的方案，公司策略在 2009 年已经收到了成效，预计 2010 年公司市场占有率将继续提升，公司销量增速可能再次超越行业，达到 20%。根据前文分析，我们认为叉车内销量持续高速增长的条件并不具备。

图 6：2009 年公司内销优于全行业



数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

图 7：2009 年公司市场占有率回升



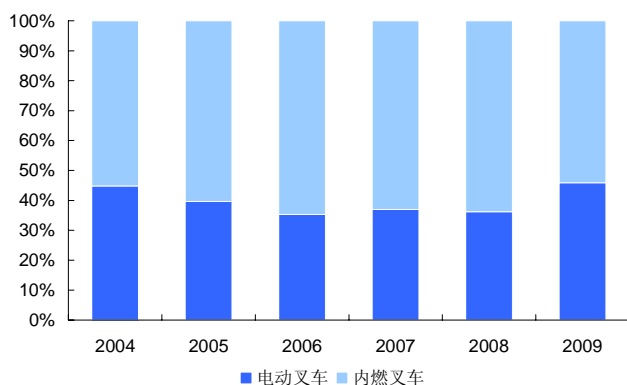
数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

## 3. 出口：保持乐观

公司出口产品多为高端高毛利率产品，出口目的地以欧美发达国家为主（电动叉车主要发往发达国家，内燃叉车约三分之一发往发达国家），因此 2009 年叉车出口受到的冲击很大，但从出口弹性来看，主要发往非发达国家的内燃叉车的弹性稍大，因此世界各国需求变化的速度和幅度基本上是一致的，而经济恢复速度主要还看发达国家。我们预期欧美国家经济恢复将是一个曲折缓慢的过程，但低基数下叉

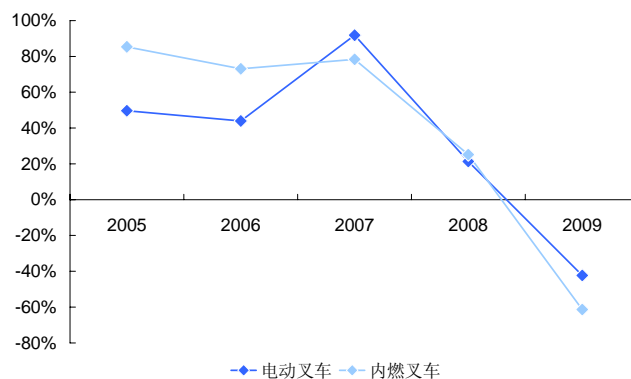
车出口的弹性较大，预期公司未来两年出口量可以实现年均 30% 的增长。

图 8：电动、内燃叉车出口占比



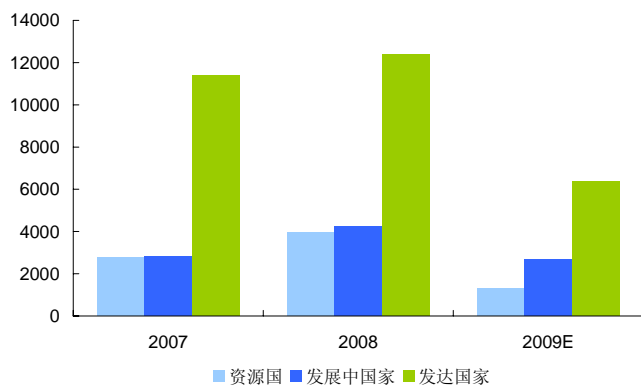
数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

图 9：电动、内燃叉车的出口弹性接近



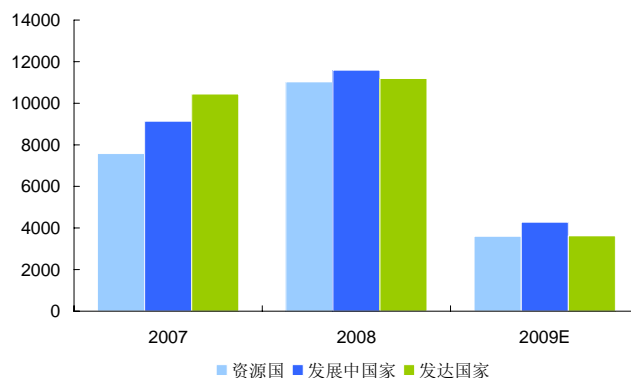
数据来源：工程机械协会、宏源证券研究所

图 10：电动叉车出口地区构成



数据来源：海关、宏源证券研究所

图 11：内燃叉车出口地区构成



数据来源：海关、宏源证券研究所

## 4. 毛利率：有望保持平稳

2007 年以来公司毛利率出现趋势性下降，其原因有四：

（1）行业出现恶性竞争。

叉车行业壁垒相对较低，新进入者较多，近两年低端产品出现降价抢占市场份额的局面。这种局面在需求萎缩的 2009 年更加突出，随着经济景气度的上升这种局面暂时有所缓解，但是如果未来再次出现行业产能过剩，这种恶性竞争的局面有可能再次出现。

（2）原材料价格上涨。

2008 年原材料价格出现大幅上涨，在出现降价竞争的市场局面下公司缺少转嫁

成本的能力。2009 年 4 季度公司高价原材料消化完毕，使毛利率回升，但是 2010 年钢材价格出现上涨的可能性很大，因此对于未来公司的原材料成本压力仍不能过于乐观。

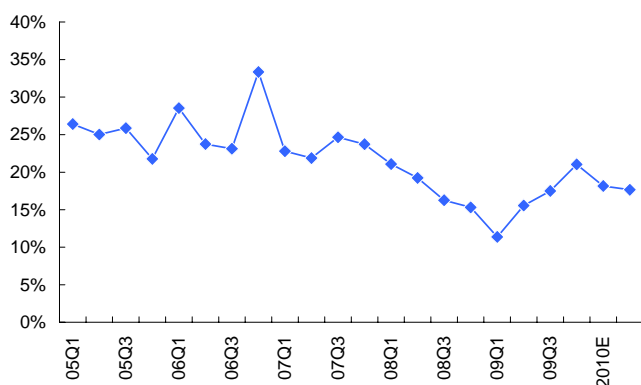
### （3）高毛利率产品占比下降。

由于经济危机的原因，企业纷纷削减投资，高端产品需求量下降造成 2009 年整体毛利率下滑，这种局面在 2009 年下半年出现改观，预期这种景气局面至少可以持续至 2010 年年中。

### （4）出口占比下降。

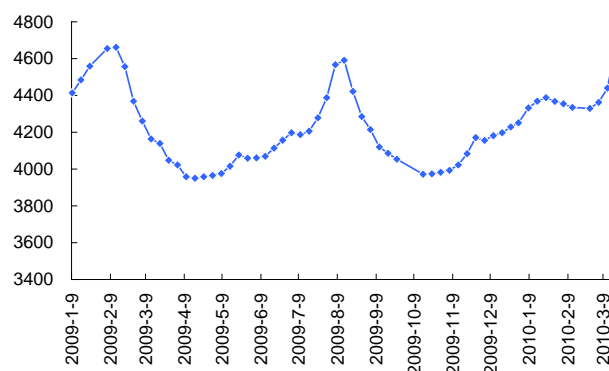
公司出口产品多为高端高毛利率产品，2009 年叉车出口受到的冲击很大，也因此拉低了公司毛利率水平。根据此前分析，预期公司未来两年出口量可以实现年均 30% 的增长，这将对公司总体毛利率起到正面作用。

图 12：安徽合力季度毛利率变化



数据来源：Wind、宏源证券研究所

图 13：中厚板（6mm）价格变化趋势



数据来源：钢铁工业协会、宏源证券研究所

表 1：公司产品毛利率预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E
叉车	内销	20.46%	15.50%	16.00%	18.00%	17.00%
	出口	25.00%	20.68%	21.00%	22.00%	22.00%
装载机		-27.77%	-27.23%	-12.60%	-5.00%	0.00%
其他		29.40%	19.97%	18.01%	19.00%	19.00%
综合毛利率		23.20%	18.23%	16.91%	18.15%	17.65%

资料来源：宏源证券研究所



## 5. 盈利预测和投资建议

我们认为在经济景气度提升的 2010 年公司叉车内销量可望实现 20%左右的增長，对 2011 年国内销售持谨慎态度。出口方面较为乐观，有望在低基数下实现 30% 的增长。装载机业务随着销量的增大将继续减少亏损。公司产品毛利率在降价竞争、原材料价格、高端产品收入占比、出口产品收入占比等因素此消彼长的影响下将基本保持稳定，但是已比较难恢复到 2008 年前的毛利率水平。劳动力成本上升对于叉车需求的拉动将是一个曲折、缓慢的过程，经济周期的波动仍是决定叉车需求的主要因素。

预测公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.481、0.532 元，合理估值区间在 20 倍 PE 左右，目前股价基本合理，首次给予“中性”评级。

## 6. 风险提示

经济景气度回落，不仅降低叉车需求，并且可能加剧叉车市场恶性竞争。

原材料价格上涨，对公司毛利率造成压力。

出口增长不及预期。

表 2：安徽合力预测利润表

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	3358	3595	3066	3838	4356
叉车	2487	2747	2473	3122	3481
装载机	52	33	60	76	108
其他	820	815	533	640	768
减： 营业成本	2609	2967	2585	3141	3587
营业税金及附加	15	14	12	15	17
销售费用	145	160	154	188	209
管理费用	190	269	224	269	296
财务费用	2	12	4	-6	-8
资产减值损失	15	8	13	10	10
加： 投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	424	197	120	220	244
加： 其他非经营损益	15	13	22	0	0
利润总额	439	210	142	220	244
减： 所得税费用	82	2	14	22	24
净利润	357	208	129	198	219
减： 少数股东损益	36	20	17	27	29
归属母公司所有者 的净利润	321	189	112	172	190
全面摊薄每股收益	0.900	0.528	0.313	0.481	0.532
增长率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	33.82%	6.81%	-14.25%	23.35%	13.52%
营业利润	17.77%	-42.99%	-44.33%	82.18%	10.63%
净利润	21.92%	-41.66%	-38.07%	53.83%	10.63%

数据来源：Wind、宏源证券研究所

表 3：安徽合力预测资产负债表

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	472	625	614	697
应收和预付款项	555	569	685	768
存货	837	618	664	830
其他流动资产	25	13	13	13
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1011	1200	1224	1206
无形资产和开发支出	135	165	141	117
其他非流动资产	2	1	1	0
<b>资产总计</b>	<b>3037</b>	<b>3191</b>	<b>3342</b>	<b>3631</b>
短期借款	150	150	120	111
应付和预收款项	699	763	799	936
长期借款	19	19	19	19
其他负债	12	22	22	22
<b>负债合计</b>	<b>880</b>	<b>955</b>	<b>960</b>	<b>1088</b>
股本	357	357	357	357
资本公积	714	713	713	713
留存收益	1004	1080	1199	1330
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2075</b>	<b>2150</b>	<b>2269</b>	<b>2400</b>
少数股东权益	83	87	113	143
<b>股东权益合计</b>	<b>2158</b>	<b>2237</b>	<b>2382</b>	<b>2543</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3037</b>	<b>3191</b>	<b>3342</b>	<b>3631</b>

数据来源：Wind、宏源证券研究所

表 4：安徽合力预测现金流量表

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E
经营现金流	206	420	286	343
投资现金流	-287	-185	-220	-200
融资现金流	-31	-48	-77	-60
现金及现金等价物净增加额	-118	187	-11	83

数据来源：Wind、宏源证券研究所

销售经理：万玮  
联系电话：010-88085990  
电子信箱：wanwei1@hysec.com

#### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上