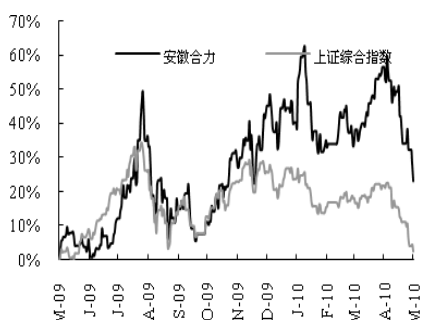



**机械行业**  
**Machinery industry**
**2010 年 5 月 12 日**
**市场数据**

当前价格 (元)	12.11
52 周价格区间 (元)	9.86 — 16.47
总市值 (百万)	4322.72
流通市值 (百万)	4322.72
总股本 (万股)	35695
流通股 (万股)	35695
日均成交额 (百万)	97
近一月换手 (%)	37.01
Beta (2 年)	1.29
第一大股东	安徽叉车集团有限 责任公司
公司网址	www.helichina.com

**收益率比较**

**相关报告:**

1. 安徽合力 (600761) 深度报告——业绩复苏趋势进一步增强 (2010.2.22)
2. 安徽合力 (600761) 2009 年年报点评 (2010.3.23)
3. 安徽合力 (600761) 2010 年一季报点评 (2010.4.29)

**王昕**
**刘伟 (协助)**
**+86- 0755 -21515596**
**liuwei@jyzq.cn**
**执业证书编号**
**王昕: S0370209020074**
**刘伟: S0370108110544**
**安徽合力 (600761) 调研报告**
**——短期业绩持续复苏**
**评级: 增持**

盈利预测	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	3628.17	3111.10	3969.10	4967.09
同比增长率	6.81%	-14.25%	27.58%	25.14%
净利润 (百万元)	188.61	111.61	215.50	303.51
同比增长率	38.23%	61.77%	43.06%	22.52%
EPS (元)	0.53	0.31	0.60	0.85
PE	26.46	44.71	20.18	14.24

资料来源: 金元证券研究所

**投资要点:**

- **内需持续强劲, 出口尚待恢复。**一季度公司的叉车销量超过 11000 台, 4 月份销量 5000 台左右。1-4 月份共出口 2000 多台。公司的现有产能仍处于满负荷生产的状态, 5 月份有望延续 3 月份和 4 月份的旺销态势, 下半年产销量在宏观经济向下的情况下会略有所下滑。我们预计全年公司叉车的销量超过前期预期的 40000 台, 其中出口约 6000 台, 离 08 年高点 10800 台还有一些距离, 出口正在逐步复苏。
- **市场占有率恢复到历史高位。**公司 4 月份的市场占有率约为 33%, 较 2009 年 1-11 月份的市场占有率 29% 又大幅提升了 4 个百分点。与主要竞争对手杭州叉车厂的市场占有率比较接近, 近几年两者的市场占有率基本相当。但由于公司的整个零部件产业链非常完善, 重要零部件除发动机之外都能自产, 而杭州叉车厂的零部件主要来自外购, 因而公司的毛利率高于杭叉几个百分点。
- **公司主要生产产品的生产周期短, 原材料采购方式较为灵活。**公司的主要生产产品的生产周期极短, 其中常规产品 (0.5 吨--5 吨叉车) 可以在 4-7 天生产出来最终产品, 即使是重装产品, 其生产时间也只需要半个月至一个月左右。因此公司应对原材料价格上涨的主要策略是储备一个月左右的钢材。我们认为, 在目前市场竞争激烈的态势下, 要大幅提价的可能性不大, 若下半年钢材价格有较大幅度的上涨, 则公司成本的上升将很大程度上吞噬公司的盈利, 从而拉低毛利率。
- **长期战略尚不清晰。**公司十一五规划实施同心圆战略, 即以叉车为核心实施多元化的扩张战略。多元化产品中装载机自 2006 年投产开始, 至今仍未实现盈亏平衡, 属于投资比较失败的品种。而重装产品虽然单价和毛利率都比较高, 但总的市场需求并没有大幅上升, 因而并未给公司的盈利带来较大的增长。公司近几年的

收入和净利润的增长主要依赖于叉车产品，近4年叉车产品所贡献的收入和净利润占公司的收入和净利润的比例均在60%以上，产品的过于单一，而且市场竞争非常激烈，给公司的持续稳健发展带来了巨大的风险。目前公司正在制定十二五规划，究竟是在政府的支持下采取并购的方式，进行省内的相关工程机械资产的整合还是继续多元化开拓新的产品，抑或积极走出去开拓国际市场等诸多方案都待论证。目前关于公司的长期发展战略尚不清晰，需要持续地跟踪分析。

- **老厂区搬迁基本完成。**公司老厂区的生产车间基本被搬至高新区了，只剩下锻铸厂的部分车间。新厂1590多亩地，分三个区，西区是铸造基地，主要生产平衡重、消失模铸件、部件壳体等。南区为叉车和牵引车制造基地。北区做重装叉车、堆高机和正面吊。设计产能为110台套，目前已经达到了预定设计产能。重装产品平均售价在100万至200万之间，毛利率为30%-40%，07年年初至今累积销售约200台，10年年初至4月底大约销售20台。
- **2010年或有的交易性机会。**我们参观了位于合肥市蜀山区望江西路15号的公司的老厂区。所有权属于上市公司的一块约156亩的工业用地极可能在2010年被政府收储作为商业用地。我们预计，这块土地若转为商业用地，其市价为600万/亩至700万/亩。我们按每亩650万元，和政府的分成比例为五五分成，同时征收20%的所得税进行测算，最终公司的卖地净收益为： $650 \times 156 \times 50\% \times (1-20\%) = 40560$ 万元，贡献EPS1.14元，约为我们预测公司10年每股收益（不考虑一次损益）的两倍。我们实地调研时发现公司基本将老厂区的生产车间搬至高新区了，只剩下锻铸厂的部分车间。我们预计正式收储在2010年极可能实施，但具体时间尚不确定，待公司公告相关事宜的时候，存在极佳的交易性机会，建议投资者重点关注相关公告。
- **估值及投资建议。**不考虑一次性收益的情况下，维持2010年和2011年盈利预测，每股收益分别为0.60元、0.85元。按目前股价计算，对应PE为20.18倍、14.24倍，给予增持评级。

附表 1、收入成本预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010E	2011E
<b>1.叉车产品</b>				
该产品收入	2,747.25	2,472.97	3,165.40	3,925.10
该产品成本	2,251.88	2,047.14	2,532.32	3,140.08
收入增长率	10.48%	-9.98%	28.00%	24.00%
毛利率	17.64%	16.84%	20.00%	20.00%
<b>2.其他产品</b>				
该产品收入	814.66	533.06	650.33	845.43
该产品成本	648.73	435.07	507.26	625.62
收入增长率	-0.63%	-34.57%	22.00%	30.00%
毛利率	19.97%	18.01%	22.00%	26.00%
<b>3.装载机</b>				
该产品收入	32.81	59.58	95.33	123.93
该产品成本	41.61	66.87	99.14	123.93
收入增长率	-36.29%	81.59%	60.00%	30.00%
毛利率	-27.23%	-12.60%	-4.00%	0.00%
<b>合计</b>				
营业收入	3,111.10	3,065.61	3,911.06	4,894.46
营业成本	2,585.04	2,549.08	3,138.72	3,889.63
营业收入增长率	-14.25%	-1.46%	27.58%	25.14%
毛利率	16.91%	16.85%	19.75%	20.53%

Source:wind、金元证券

附表 2、利润表预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010E	2011E
<b>一、营业收入</b>	3,628.17	3,111.10	3,969.10	4,967.09
减: 营业总成本	2,966.61	2,585.04	3,185.30	3,947.35
营业税金及附加	14.36	11.70	15.92	19.93
营业费用	160.46	153.66	180.27	225.60
管理费用	268.66	223.84	267.09	334.24
财务费用	12.28	3.71	3.70	(1.31)
资产减值损失	8.33	12.83	12.04	12.04
加: 公允价值变动收益/(损失)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	(0.00)	0.00	0.00
<b>二、营业利润</b>	197.47	120.31	304.78	429.24
加: 其他非经营损益	12.76	22.17	0.00	0.00
<b>三、利润总额</b>	210.23	142.48	304.78	429.24
减: 所得税	2.08	13.58	55.88	78.69
<b>四、净利润</b>	208.15	128.90	248.90	350.55
减: 少数股东损益	19.54	17.30	33.40	47.04
<b>五、归属于母公司的净利润</b>	188.61	111.61	215.50	303.51

Source:wind、金元证券

附表3、资产负债表预测(单位:百万元)

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	471.87	624.90	317.53	872.48
应收和预付款项	555.25	569.18	657.89	872.72
存货	836.81	617.64	1,135.40	1,037.03
其他流动资产	25.07	13.13	13.13	13.13
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1,011.31	1,199.75	1,037.75	875.75
无形资产和开发支出	134.95	165.04	165.04	165.04
其他非流动资产	2.20	1.37	1.37	1.37
<b>资产总计</b>	<b>3,037.46</b>	<b>3,191.01</b>	<b>3,328.12</b>	<b>3,837.52</b>
短期借款	150.00	150.00	84.72	0.00
应付和预收款项	698.95	763.33	782.94	1,119.66
长期借款	19.25	18.77	18.77	18.77
其他负债	11.60	22.40	22.40	22.40
<b>负债合计</b>	<b>879.80</b>	<b>954.50</b>	<b>908.84</b>	<b>1,160.83</b>
股本	356.95	356.95	356.95	356.95
资本公积	714.01	713.13	713.13	713.13
留存收益	1,003.70	1,079.61	1,228.98	1,439.35
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2,074.66</b>	<b>2,149.70</b>	<b>2,299.07</b>	<b>2,509.44</b>
少数股东权益	83.00	86.81	120.21	167.25
<b>股东权益合计</b>	<b>2,157.66</b>	<b>2,236.51</b>	<b>2,419.28</b>	<b>2,676.69</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,037.46</b>	<b>3,191.01</b>	<b>3,328.12</b>	<b>3,837.52</b>

Source:wind、金元证券

附表4、现金流量表预测(单位:百万元)

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E
经营性现金净流量	206.10	420.04	(179.26)	722.75
投资性现金净流量	(286.86)	(185.23)	0.00	0.00
筹资性现金净流量	(30.89)	(47.81)	(128.12)	(167.80)
<b>现金流量净额</b>	<b>(118.08)</b>	<b>186.53</b>	<b>(307.37)</b>	<b>554.95</b>

Source:wind、金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

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.