

安徽合力 (600761) 建筑、农业机 —业绩优良的叉车行业龙头

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	17.66	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

1. 公司是我国叉车业龙头，产销连续 19 年保持全国同行业第一，每年约占领三分之一以上的国内市场。2009 年，安徽叉车集团列世界叉车制造业第 8 位。
2. 国内叉车行业市场需求仍将保持较快增长，驱动叉车行业发展主要有两大因素：1. 经济发展所带来的全社会物流总额的增加。2. 劳动力成本的逐渐上升。我国的物流产业仍处于起步阶段，具有巨大的发展潜力，预计未来几年我国全社会物流总额仍将保持高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间，未来几年国内叉车行业将保持年均 20% 左右的增长。
3. 公司业绩强劲复苏，国内叉车行业高景气带动公司业绩大幅增长上半年国内叉车共销售 11121 台，同比增长 87.18%，带动公司销量创出历史新高，叉车业务实现销售收入 19.2 亿元，同比增长 82%。同时，毛利率大幅提升，上半年公司叉车产品毛利率达 20.29%，与去年同期相比大幅提升 6.65 个百分点。
4. 土地收储可能带来交易性机会，09 年 12 月公司发布了《公司老厂区土地收储前相关事宜的议案》的公告，公司老厂区位于合肥市望江西路 15 号的 156 亩工业用地，按照土地政策与政府规划要求，将由安叉集团公司牵头与市政府及相关部门商谈收储事宜。由于这块地目前的市价较成本价已经大幅上升，若土地收储顺利进行，因此会给公司带来较大的营业外收入，公司可能存在一定的交易性机会。
5. 经测算，预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.99 元、1.24 元、1.41 元，当前股价下，对应 2010 年、2011、2012 年动态市盈率水平分为 19、15、14 倍，处于较低的位置，给予公司“推荐”的投资评级。

盈利预测	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	3628	3111	5,010	6,058	7,068
同比增长率	7.00%	-14.25%	61.05%	20.92%	16.67%
净利润(百万)	189	112	354	443	502
同比增长率	-41.00%	-40.74%	216.16%	25.04%	13.27%
每股收益(元)	0.53	0.31	0.99	1.24	1.41
P/E	36	61	19	15	14

2010 年 10 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	19.09/11.24
上证指数/深圳成指	2971.16/12765.50
50 日均成交额(百万)	98.32
市净率(倍)	3.17
股息率	0.52%

基础数据

流通股(百万股)	356.95
总股本(百万股)	356.95
流通市值(百万元)	6814.26
总市值(百万元)	6814.26
每股净资产(元)	6.02
净资产负债率	44.44%

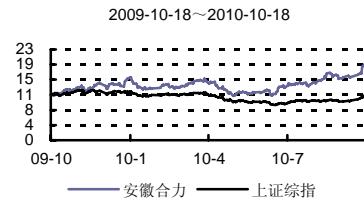
股东信息

大股东名称 安徽叉车集团有限责任公司

持股比例

37.25%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-安徽合力 600761 中报点评：国内外需求复苏共推公司业绩增

联系方式

研究员:	何鹏程
电 话:	021-51097188-1921
电 邮:	hepengcheng@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1. 1 公司简介	4
1. 2 公司主要产品	4
第 2 部分 叉车行业将保持稳定的增长	5
2. 1 物流业增长促进叉车市场需求增长	6
2. 2 劳动力成本提升促进叉车业发展	8
第 3 部分 公司主营业务分析	8
3. 1 主业稳步增长	8
3. 2 业绩强劲复苏	9
3. 3 将保持领先的市场占有率	11
第 4 部分 盈利预测和投资评级	13
4. 3 投资评级	14

图表目录

图 1. 公司营业收入构成.....	4
图 2. H2000 系列内燃叉车.....	5
图 3. G 系列内燃叉车.....	5
图 4. 叉车下游行业分布.....	6
图 5. 全社会物流总额与 GDP 具有高度的相关性.....	6
图 6. 叉车销量与物流总额具有高度的相关性.....	7
图 7. 2000-2009 年我国叉车销量及同比增长情况.....	7
图 8. 我国居民城镇平均工资增长情况	8
图 9. 近年公司营业收入构成及增长情况	9
图 10. 近年公司单季度营业收入及增长情况	10
图 11. 近年公司单季度毛利率及净利率情况	10
图 12. 公司叉车产品成本构成.....	11
图 13. 近年公司叉车产品销量及市场占有率.....	11
图 14. 我国叉车行业市场竞争格局.....	12
 表 1 、公司叉车产品系列.....	5
表 2 、公司主要产品产能.....	9
表 3 、2009 世界叉车生产商排名（亿美元）.....	12
表 4. 公司营业收入预测.....	13
表 5. 利润表预测.....	14

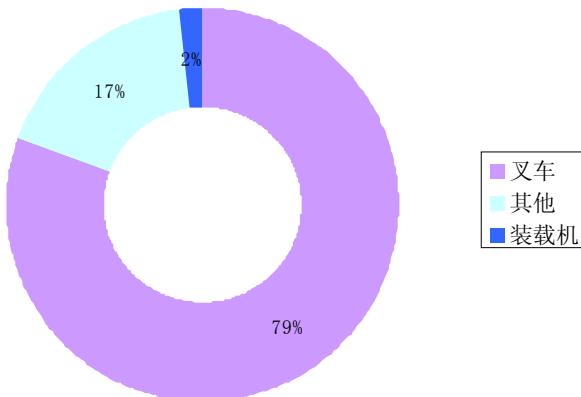
第1部分 公司概况

1.1 公司简介

安徽合力股份有限公司的前身是安徽叉车集团公司的核心层企业—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。

公司目前主要经营叉车、装载机、工程机械、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售。金属材料、化工原料（不含危险品）、电子产品、电器机械、橡胶产品销售；机械行业科技咨询、信息服务等业务；房产、设备资产租赁。公司的主导产品“合力”牌叉车及各类仓储机械广泛的应用于工矿企业、交通运输、仓储物流等行业的装卸及短距离搬运作业。

图1. 公司营业收入构成



数据来源：公司公告

公司是我国目前规模最大、效益最好的叉车制造企业和全国叉车生产、科研、出口基地，产销连续19年保持全国同行业第一，每年约占领三分之一以上的国内市场，还出口到世界40多个国家和地区，特别是大批出口到欧美市场。2009年，美国行业权威杂志《现代物流搬运》公布了最新世界叉车20强排名，安徽叉车集团有限责任公司由2008年世界叉车制造业第9位成功跻身第8位。

1.2 公司主要产品

叉车属于工业车辆的一种，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。叉车是物料搬运设备中的主力军，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。

公司自成立以来，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。2005年公司又推出了新一代环保型G系列叉车，进一步增强了公司在未来的竞争优势。

表1、公司叉车产品系列

产品类别	产品系列	市场定位
内燃叉车	α 系列	低端产品
	H2000系列	终端产品
	G系列	高端产品
蓄电池叉车	平衡重式四支点叉车	中端产品
	平衡重式三支点叉车	
仓储设备	托盘堆垛叉车	中低端产品
	托盘搬运叉车	
	前移式叉车	
集装箱及特种车辆	正面吊、侧面叉车	进口替代

数据来源：公司资料

图2. H2000系列内燃叉车



数据来源：公司网站

图3. G系列内燃叉车

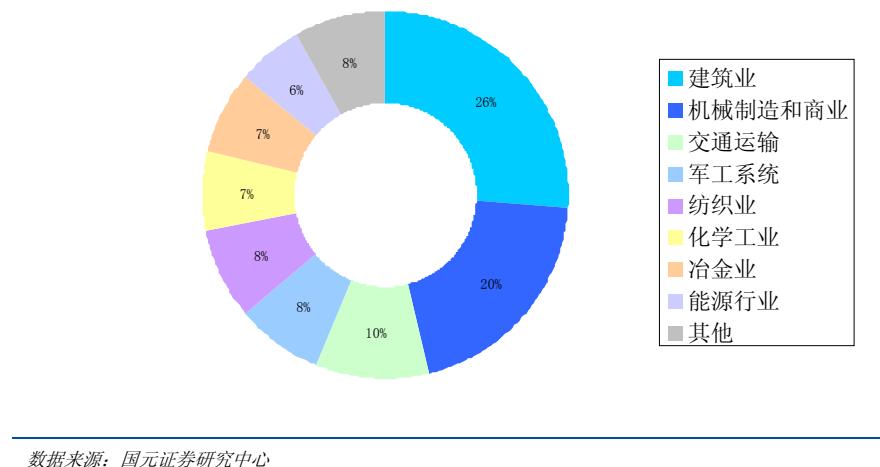


数据来源：公司网站

第2部分 叉车行业将保持稳定的增长

叉车属于物料搬运设备，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。不同于其他工程机械，叉车下游包括了机械制造、轻工业、建筑业、仓储物流服务业等众多行业，涉及面非常广泛。与全社会货运量环比正增长相匹配，因此其需求量与整个宏观经济的走势密切相关。

图 4. 叉车下游行业分布



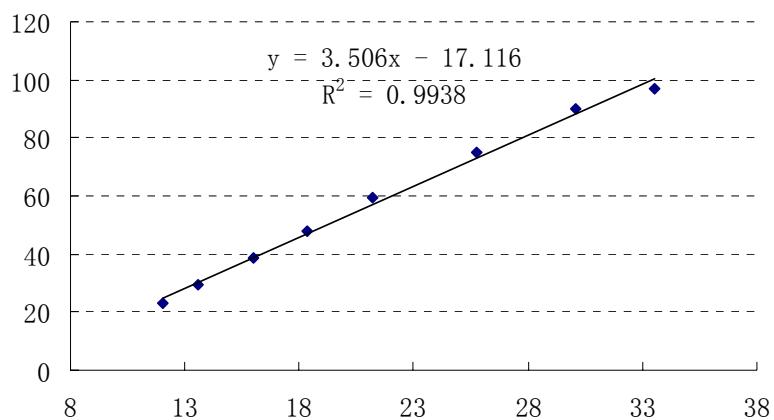
数据来源：国元证券研究中心

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，当一国的经济发展越成熟，相应地物流运行量越大，对物流运输设备叉车的需求也越大，另一方面随着劳动力成本的逐渐上升，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，驱动叉车行业发展主要有两大因素：1. 经济发展所带来的全社会物流总额的增加。2. 劳动力成本的逐渐上升。

2.1 物流业增长促进叉车市场需求增长

从我国 2002 年至 2009 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性，相关系数超过 0.99。2009 年国内生产总值总量为 34.05 万亿元，同比增长 9.1%，推动了社会物流需求的高速增长，据中国物流信息中心统计，09 年全社会物流总额达 96.65 万亿，同比增长 7.4%，为 2005 年物流总额的两倍，物流总值的高速增长表面经济增长对物流的需求量越来越大。

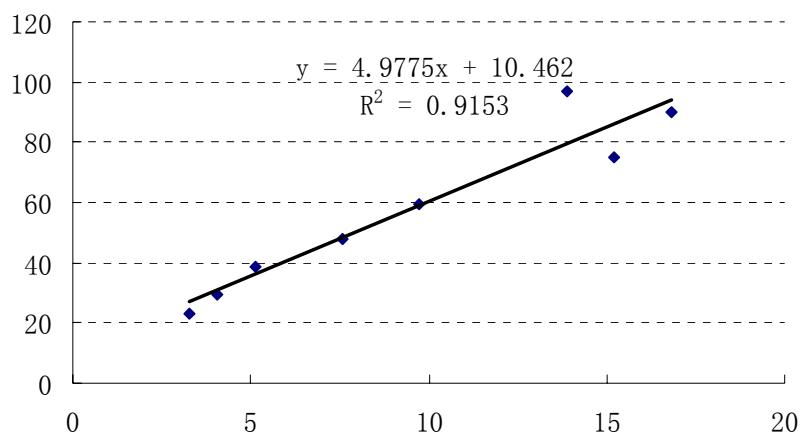
图 5. 全社会物流总额与 GDP 具有高度的相关性



数据来源：中国物流与采购协会，国元证券研究中心

叉车作为装卸、堆垛和短距离运输工具，同物流业有着密切的关系，通过分析2002-2009年我国叉车销量与物流总额之间的关系可以看出，两者具有高度的相关性，相关系数超过0.9。与发达国家相比，我国的物流产业仍处于起步阶段，具有巨大的发展潜力，预计未来几年我国全社会物流总额仍将保持高速增长，从而给叉车行业的发展带来广阔的需求空间。

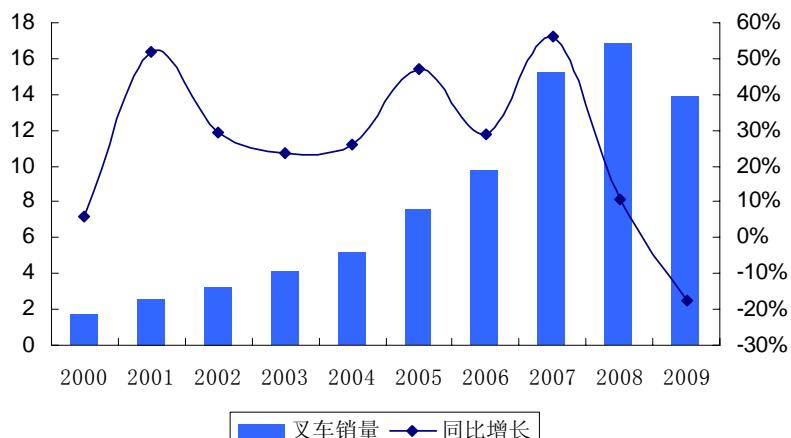
图6. 叉车销量与物流总额具有高度的相关性



数据来源：中国物流与采购协会，工程机械工业协会，国元证券研究中心

2000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，销量从2000年的1.68万台增长到了2009年的13.89万台，复合增长率达到24.66%，受全球金融危机的影响，2009年我国叉车销量出现了下滑，与08年相比同比下降了17.37%，今年上半年以来，随着全球经济逐步走出低谷，国外叉车市场需求在经历09年的急剧下滑后，今年上半年以来需求呈现逐步回暖态势。上半年国内叉车共销售11121台，同比增长87.18%，增速创了近年来的新高。

图7. 2000-2009年我国叉车销量及同比增长情况

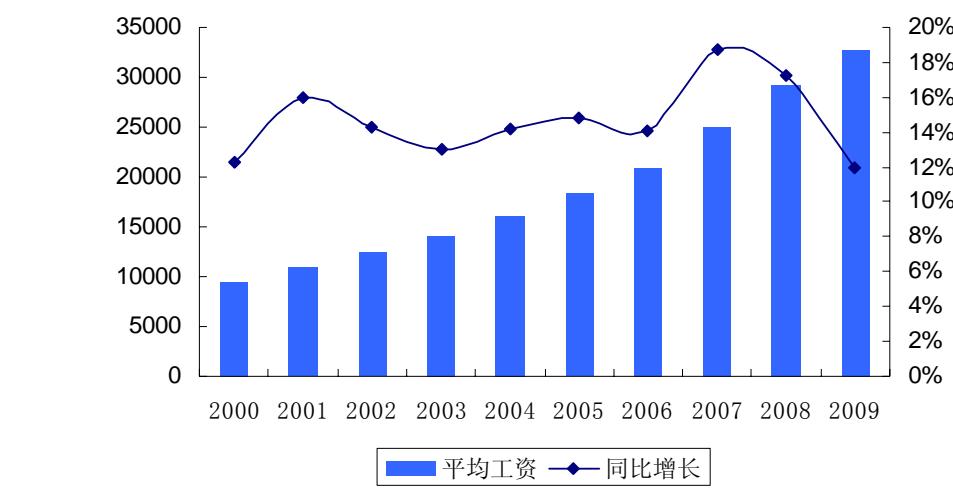


数据来源：工程机械工业协会

2.2 劳动力成本提升促进叉车业发展

1999 年至 2009 年期间，我国的平均工资由 8346 元上升到 32736 元，年复合增长率为 11.32%，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。同时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 8. 我国居民城镇平均工资增长情况



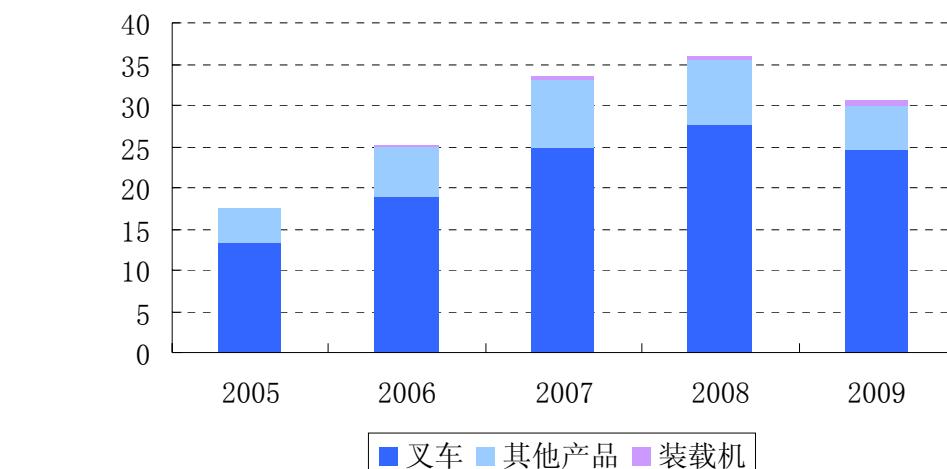
数据来源：国家统计局

第 3 部分 公司主营业务分析

3.1 主业稳步增长

公司的产品收入构成主要由叉车、装载机及其他产品构成，叉车占公司收入及利润的比例一直保持在 70%以上，且呈现不断上升的态势，是公司最主要的收入来源。其他产品则主要是一些特种车辆以及叉车零部件，随着我国叉车保有量的提升，原有叉车零部件的更换量将十分巨大，未来有望成长为公司另一大利润来源之一。装载机项目因产量原因，一直处于亏损阶段，但情况正在逐步好转。

图 9. 近年公司营业收入构成及增长情况



数据来源：公司公告

安徽合力叉车产能在国内排第一，共有接近 6 万台的叉车生产能力，其中 75%为内燃叉车。公司本部铲车产能约为 4 万台，陕西宝鸡有 1.5 万台，湖南衡阳有 5000 台。以 2009 年销量 36205 计算，公司的产能利用率只有 62.42%，处于较低水平。

表 2、公司主要产品产能

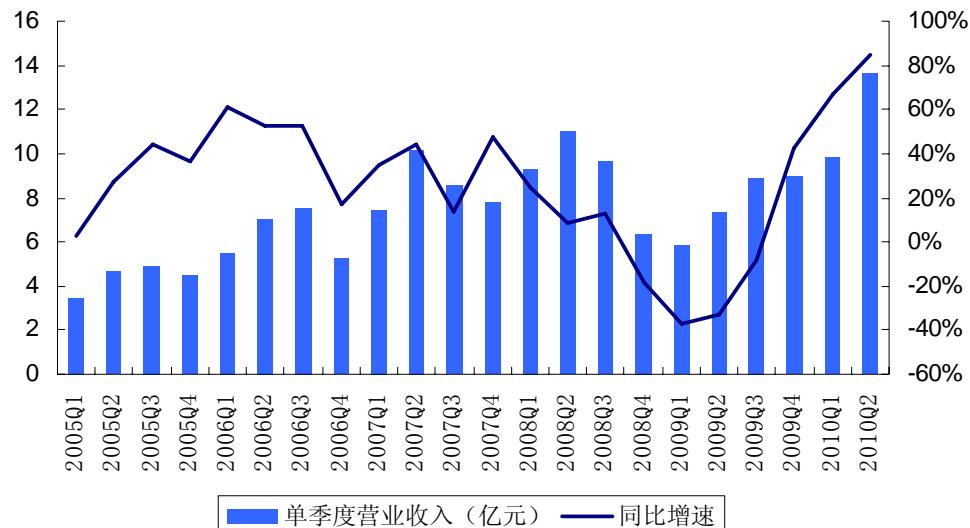
产品		产地	产能（台）
叉车	中小吨位内燃叉车(3 吨以下)	本部	30,000
		宝鸡	10,000
	大吨位内燃叉车	宝鸡	3,800
	电动叉车	本部	10,000
	防爆电动叉车	衡阳	5,000
合计			58,800
装载机		本部	2,000

数据来源：公司资料

3.2 业绩强劲复苏

国内叉车行业高景气带动公司业绩大幅增长，上半年国内叉车共销售 11121 台，同比增长 87.18%，带动公司销量创出历史新高，叉车业务实现销售收入 19.2 亿元，同比增长 82%。

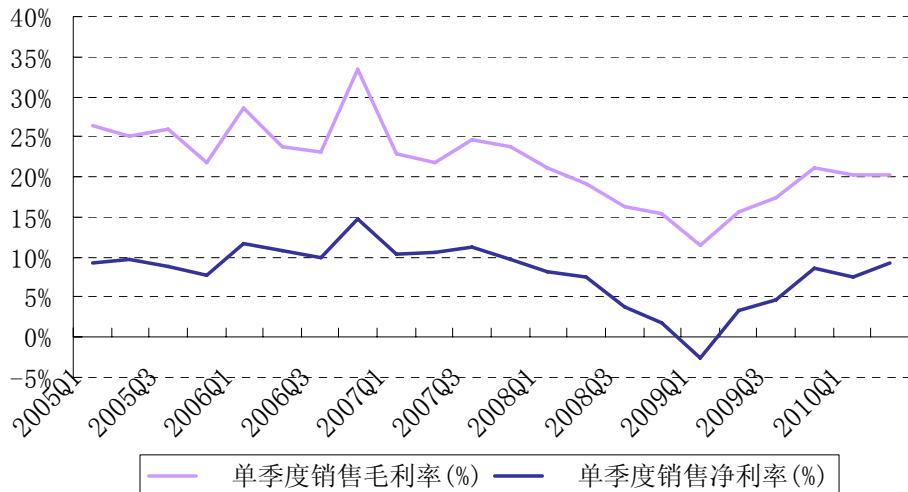
图 10. 近年公司单季度营业收入及增长情况



数据来源：公司公告

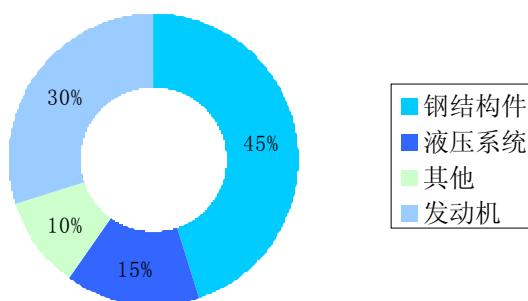
毛利率大幅提升，上半年公司叉车产品毛利率达 20.29%，与去年同期相比大幅提升了 6.65 个百分点，我们认为销量大增带来的规模效益以及钢材价格处于低位是公司毛利率提升的主要原因。

图 11. 近年公司单季度毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告

图 12. 公司叉车产品成本构成



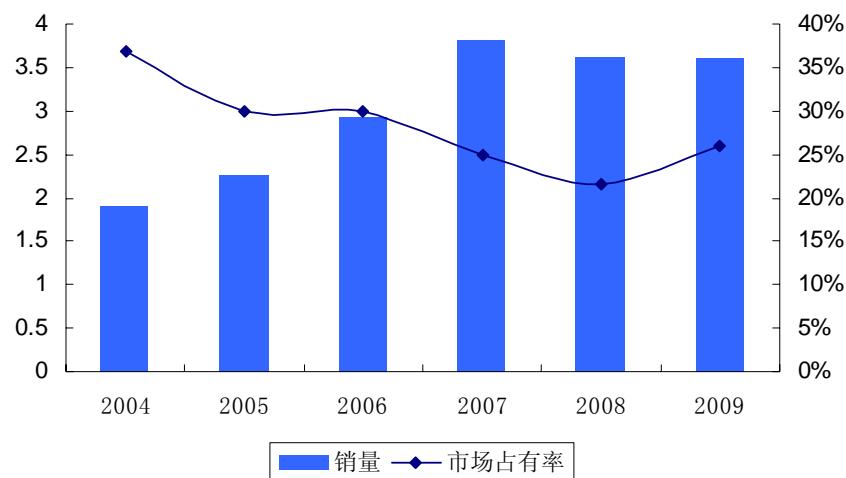
数据来源：公司资料

3.3 将保持领先的市场占有率

由于 2002-2007 年我国叉车需求快速提升，因此导致大量企业涌入了叉车制造行业，使得部分企业抢占了合力的市场份额，公司市场占有率出现下降。08 年公司市场占有率为 21.5%，09 年同比提升了 5.2 个百分点。

随着公司综合竞争力的不断提升，以及公司积极提升市场占有率发展战略的确定，未来公司市场占有率将不断恢复。未来两到三年内，公司正常市场占有率有望恢复到 30% 左右的水平。

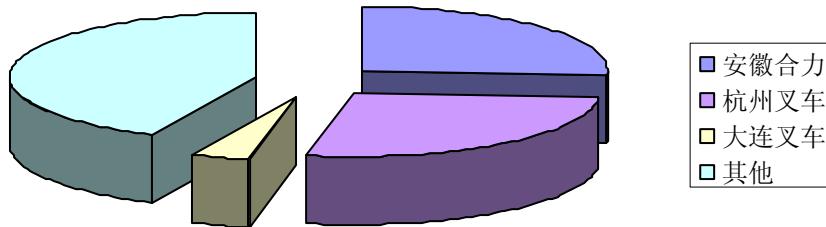
图 13. 近年公司叉车产品销量及市场占有率



数据来源：工程机械工业协会

目前我国叉车行业以中低端市场为主，全国约有 100 家叉车生产企业，大多规模偏小，年销量超过 5000 台的仅 6 家，年销量超过 3000 台的仅 12 家。2009 年叉车行业前 2 名安叉与杭叉的销量占比超过 50%，仍有超过 40% 的市场份额被小型企业占领。在中低端叉车市场，合力的主要竞争对手是杭叉，同杭叉相比，合力在销售网络、售后服务及核心部件自己能力具有明显的优势，将保持国内领先的市场地位。

图 14. 我国叉车行业市场竞争格局



数据来源：工程机械工业协会

2009 年，美国行业权威杂志《现代物料搬运》公布了最新世界叉车 20 强排名，安徽叉车集团有限责任公司由 2008 年世界叉车制造业第 9 位成功跻身第 8 位。

表 3、2009 世界叉车生产商排名（亿美元）

排名	公司	国家	收入
1	丰田	日本	46.0
2	凯傲	德国	41.0
3	永恒力	德国	23.0
4	科郎	美国	16.0
5	纳科	美国	15.0
6	三菱重工	日本	9.2
7	小松	日本	7.5
8	安叉集团	日本	6.9
9	日产	中国	6.2
10	TCM	日本	5.9

数据来源：公司网站

第4部分 盈利预测和投资评级

我们对公司的盈利预测主要是基于如下的假设前提：

1. 我国全社会物流总额仍将保持较高速度增长，国内叉车行业的市场需求保持 20% 左右的增长；
2. 公司叉车产品市场占有率保持目前 30% 左右的市场份额；
3. 钢材价格不出现大幅的上涨，涨幅不超过 20%，公司叉车产品价格稳定，毛利率不出现大的波动；
4. 装载机业务盈利能力逐步改善，2012 年开始实现逐步盈亏平衡

基于上述的基本假设前提，我们对公司的营业收入情况预测如下：

表 4. 公司营业收入预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
叉车	收入	2747.25	2472.97	4204.05	5044.86	5801.59
	收入增长率	10.50%	-9.98%	70.00%	20.00%	15.00%
	成本	2251.88	2047.14	3321.20	4035.89	4641.27
	毛利率	18.03%	17.22%	21.00%	20.00%	20.00%
装载机	收入	32.81	59.58	113.20	147.16	183.95
	收入增长率	-36.30%	81.59%	90.00%	30.00%	25.00%
	成本	41.61	66.87	119.99	153.05	183.95
	毛利率	-26.8%	-12.24%	-6.00%	-4.00%	0.00%
其他	收入	814.66	533.06	692.98	866.22	1082.78
	增长率	21.5%	-34.57%	30.00%	25.00%	25.00%
	成本	648.73	435.07	547.45	684.32	855.39
	毛利率	20.37%	18.38%	21.00%	21.00%	21.00%
合计	收入	3628	3111	5010.23	6058.24	7068.32
	增长率	7.00%	-14.25%	61.05%	20.92%	16.67%
	成本	2942.22	2549.08	3988.65	4873.25	5680.62
	毛利率	18.90%	18.06%	20.39%	19.56%	19.63%

数据来源：公司公告，国元证券研究中心

表 5. 利润表预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3628	3111	5010.23	6058.24	7068.32
营业成本	2966.61	2585.04	3988.65	4873.25	5680.62
营业税金及附加	14.36	11.70	19.34	23.08	27.11
营业费用	160.46	153.66	220.45	251.42	302.17
管理费用	268.66	223.84	340.70	357.44	431.17
财务费用	12.28	3.71	4.00	4.00	4.00
资产减值损失	8.33	12.83	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0	0	0
营业利润	197.00	120.00	437.10	549.06	623.26
营业外收入	18.00	23.00	15.00	15.00	15.00
营业外支出	5.00	1	5.00	5.00	5.00
利润总额	210.00	143.00	447.10	559.06	633.26
所得税	2.00	14.00	53.65	67.09	75.99
净利润	208.00	129.00	393.45	491.97	557.27
少数股东损益	20.00	17.00	39.34	49.20	55.73
归属母公司净利	189.00	112.00	354.10	442.77	501.54
EPS(元)	0.53	0.31	0.99	1.24	1.41

数据来源：公司公告，国元证券研究中心

经过模型测算，2010–2012 年公司将实现归属母公司净利润 3.54、4.43 和 5.02 亿元，分别对应每股盈利 0.99、1.24 和 1.41 元。

4.3 投资评级

预计公司 2010、2011 年每股收益分别为 0.99 元、1.24 元、1.41 元，当前股价下，对应 2010 年、2011、2012 年动态市盈率水平分为 19、15、14 倍，处于较低的位置，给予公司“推荐”的投资评级。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级	公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	A 公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	B 公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	C 公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn