

袁争光

021-50588666-8030
yuanzg@ccnew.com
2007年10月8日

继续受益于叉车行业快速增长

——安徽合力（600761）调研简报

投资评级：增持（短期）、买入（长期）

公司调研报告（中证研 20071004 号）

工程机械行业

盈利预测

年度	2006年	2007E	2008E
营业收入(亿元)	25.08	35.11	49.16
增长率(%)	43.57	40.00	40.00
净利润(亿元)	2.47	3.39	4.64
增长率(%)	70.40	37.24	36.87
每股收益(元)	0.69	0.95	1.30
市盈率	51.78	37.61	27.48

市场数据（2007年10月8日）

收盘价(元)	35.73
年内最高最低(元)	14.05/43.30
上证指数	5729.96
市净率	6.79
流通市值(亿元)	81.46

基础数据(2007年6月30日)

每股净资产(元)	5.26
净资产收益率(%)	9.04
每股经营现金流(元)	0.59
总股本(万股)	35695.45
流通股本(万股)	22807.64

个股相对上证综指表现



联系人：高喜阳

电话：021-50588666-8025 传真：021-50587779
地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F
邮编：200122

投资要点：

- 公司本部生产基地正在向合力工业园搬迁。本部2万台中小吨位内燃叉车已经搬迁到工业园，1万台叉车产能预计08年建成。4000台电瓶叉车生产线预计在年内搬迁完毕，并扩大产能为1万台。重装产品生产线已经建成，产能为100余台。配件产品产能正在扩大，预计3年内翻番。
- 公司堆高机和正面吊等重装产品前景较好。目前国内的需求主要依赖进口。与国外同类产品相比，公司产品性价比明显，公司该类产品配件的更换和维修优势十分明显，产品进口替代空间非常大，未来有望成为公司新的增长点。
- 公司通过增加高附加值产品出口、扩大整机和零部件出口、加大海外市场开拓和国际化进程等方式拓展出口业务。公司的各种措施将降低人民币升值对公司出口业务带来的不利影响。
- 配件业务是公司的核心竞争力之一。公司的配件产品自制率高，保障了整机产品的盈利能力。公司配件业务毛利率高于叉车产品整体约6个百分点。公司向其他厂商提供配件，一方面提高公司的营业收入，赚取叉车产品中利润较大的环节，另一方面对叉车行业具有一定的引领作用。公司希望配件业务未来能达到营业总收入的50%。
- 我们预计公司07-08年每股收益为0.95元、1.30元。目前股价相对于07年、08年的动态市盈率分别为37.61倍、27.48倍，估值较低。叉车行业抗周期性明显，作为行业的龙头公司，我们认为公司08年的动态市盈率为35倍较为合理，对应的目标价为45.5元，给予公司短期“增持”、长期“买入”的投资评级。
- 风险提示：人民币升值对公司出口业务带来一定影响；钢铁等原材料价格上涨将推动产品成本上升。

我们于 9 月 27 日对公司进行了调研，就公司的搬迁与产能扩张状况、重装产品的生产经营状况、出口业务状况和配件生产状况等问题与公司相关人员进行了交流。

1、本部搬迁与产能扩建进展顺利

目前，公司位于望江西路的本部生产基地正在向合力工业园搬迁，工业园南区规划为叉车整车及车桥等配件生产，北区规划为重装生产，西区规划为铸造及零配件生产。

公司本部 2 万吨的内燃叉车产品已经搬迁到新园区，园区新建 1 万台产能预计将于 08 年底建成，建成后公司的中小吨位内燃叉车产能将达到 3 万台；望江西路基地的 4000 台电瓶叉车生产线预计在年内搬迁完毕，并扩大产能为 1 万台；北区的重装产品生产线已完成建设，其中集装箱堆高机、正面吊的产能为 100 余台，装载机的产能为 2000 台，由于销量不足，产能利用率较低。工业园区产能总体上达产 80%。安庆、蚌埠两地生产零部件的企业及宝鸡生产基地的产能也在扩大，总体上预计 3 年内翻番。目前公司叉车的现有产能基本充分利用，扩建将打破产能对公司的约束。目前来看，公司的叉车产能还有进一步扩大的要求。公司新的工业园区仍有一定提升产能的潜力，未来也可能在其他地区设厂增加产能，不排除未来开展一些并购的可能，其中对零部件企业并购的兴趣较大。

公司本部望江西路生产基地的土地为公司和集团公司共有，望江西路基地占地面积大约为 400 多亩，股份公司拥有厂房等生产设施下面的土地，约占总面积的 1/3。合力工业园占地面积为 1500 亩，产权全部为股份公司所有。公司搬迁至工业园，一方面扩大了生产规模，另一方面原有基地土地也有较大的升值空间。老厂区土地的历史成本为 700 万，目前周边地价为 300 万元/亩以上。公司正与政府商谈老厂区的土地处置问题，可能会由政府回购规划为商业区。

2、重装业务延伸公司产品线

公司的重装业务主要包括大吨位叉车、集装箱堆高机、集装箱正面吊和装载机等产品。大吨位叉车，主要指装载能力在 10 吨以上的内燃叉车，其主要运用于室外重载荷作业。集装箱堆高机一般应用在集装箱制造和维修企业、集装箱中转站、港口等场所，进行集装箱空箱的搬运和堆垛。集装箱正面吊是一种用以完成集装箱装卸、堆码和水平运输作业的集装箱装卸搬运机械，它具有机动性强、作业效率高、安全可靠等优点，是一种比较理想的货场装卸搬运机械。

图 1：公司生产的堆高机产品



资料来源：公司网站

图 2：公司生产的正面吊产品



资料来源：公司网站

随着我国进出口贸易的快速增长，集装箱运输量增长迅速，堆高机和正面吊的市场需求较大，一个港口码头一般需要堆高机 5-8 台、正面吊数台。公司此类产品的成长空间较大。公司产品尤其是堆高机产品，采用国际主流的高配置部件，整车的主要技术参数、性能指标已与国际先进水平相当，在某些指标上甚至高于国外产品。公司堆高机和正面吊产品的价格大约为 160-200 万元/台，比国外同类产品便宜 30-40 万元/台，性价比优势比较明显。更为重要的是，这类产品一般产销量不大，基本为定单销售，配件不可能库存。国内企业选用进口产品后，配件的更换和维修的周期非常长，售后服务

也不方便。目前该类产品的国内需求主要依赖进口，公司产品用户已包括中集、上海港等公司，该类产品的进口替代空间非常大。

目前，该类产品的产销规模不大，产品处于成长初期，预计 07 年有 1.5 亿元左右的销售额。公司对此类业务的主要政策是先完善产品、开拓市场，再上量。公司在此类业务上上量不存在太多的障碍，如果该类业务顺利启动，公司会展开包括引进技术和战略投资者等在内的措施，增加投入，扩大产能。此类产品在目前产销规模较小的状况下，毛利率仍有 30%左右，高于公司普通叉车。产销量扩大后，毛利率将会提升。该类业务有望为公司未来业绩增长带来持续动力。

表 1：安徽合力主要重装产品与普通叉车产品的比较

产品	价值量	毛利率
堆高机	160 万元左右	33%左右
正面吊	200 万元左右	28%左右
大吨位叉车	几十万到一百多万，差异较大	30%左右
普通叉车	2-5 吨主导产品大约 8-18 万左右	平均 20%左右

资料来源：中原证券研究所

3. 多种措施应对人民币升值对出口业务的不利影响

06 年，公司的出口销售占主营业务收入的 25.23%，出口业务占比较大，对公司业绩有较大影响。今年上半年，公司出口业务同比增长 26.78%，增速低于主营业务收入 41.55%的增长速度。其中，人民币升值对公司出口业务带来一定影响。

为了应对人民币升值的不利影响，公司加大海外市场开拓和国际化进程。目前，“合力”商标已在海外 44 个国家和地区成功注册。公司通过增加高附加值产品出口，扩大整机和零部件出口等方式拓展出口业务。公司相继开发了高附加值的 G 系列环保型叉车、石材系列叉车、牵引车、堆高机、25t 叉车、18t 叉车等重装产品，以及符合欧美第三阶段要求的系列叉车和叉车属具等重大产品。其中，新一代环保型叉车销售在海外市场取得突破性进展。

公司对进出口业务采用和国内销售公司一样的激励措施，营销人员持有进出口公司的股权，公司持有进出口公司 40%的股权，另外托管 10.15%的股权，享有对进出口公司的控制权。这种模式有利于调动销售人员的积极性。公司在 72 个国家建立了代理关系，其中 80%的代理商在欧美地区。公司目前尚无海外建厂的计划。

公司产品价格在比国外同类产品低 20-30%的情况下，出口业务的综合毛利率仍达到 30%左右，性价比仍有较大的优势。公司逐渐采用多币种结算以规避人民币对美元升值的影响。公司的各种措施将降低人民币升值对出口业务带来的不利影响。

4. 配件业务是公司的核心竞争力之一

公司的配件业务包括铸造件、转向桥、驱动桥、属具产品、油缸、液力变矩器等产品。配件生产基地包括本部基地、月山机械厂、蚌埠液力机械厂等。其中本部主要生产铸造件等零部件，月山机械厂生产转向桥、驱动桥、属具等，蚌埠液力机械厂生产油缸、液力变矩器等。公司除了发动机和轮胎等产品需要外购以外，其他配件产品都是自制。其中，发动机主要向尼桑、康明思和潍柴等厂商采购，发动机产品占采购成本的 90%左右。

配件业务是叉车产品链中毛利率较高的环节。公司的配件产品自制率高，这也是公司净利润大幅高于收入规模相当的杭叉的主要原因。公司配件产品除了供给自己以外，还向其他整机生产厂商供货，配件业务的毛利率比叉车产品整体高出约 6 个百分点。公司向其他厂商提供配件，一方面提高公司的营业收入，赚取叉车产品中利润较大的环节，另一方面对叉车行业发展具有一定的引领作用。由于公司整机产品在技术、规模、营销渠道等方面具有较强的竞争实力，配件业务相对于整机的毛利率也更高，因此公司并不担心配件业务会培育竞争对手而损及自身利益。

公司的配件业务目前在国内市场基本没有太大的竞争对手，但多数厂商也会有一定的配件业务配套发展，该业务在国内市场的竞争程度也稍低。目前配件业务占公司的总收入的 20%左右，公司希望未来这一比例能达到 50%左右，可以说配件业务是公司未来发展的一个战略方向。目前公司的配件业务产能扩展速度慢于整车，预计这一块业务未来可能还会有产能扩张，不排除有收购的可能。

5. 装载机业务前景不乐观

公司的装载机业务主要定位于 3-5 吨装载机产品。装载机业务在技术上比较成熟，市场配套产品比较完善，且与叉车生产设备有部分重合，基于以上考虑公司进入了装载机生产领域。但目前国内装载机市场产能相对过剩，公司装载机产能只有 2000 台，销量只有几百台，与柳工、龙工等企业 2 万台的销售量相比差距甚大。目前装载机产品只有在上规模后才有可能有较大发展的市场环境下，公司这一块业务前景不乐观。

6. 目前业绩主要依赖叉车市场、出口状况和配件业务

公司目前的业绩增长仍然依赖于叉车产品，其中整车产品主要看市场整体增长状况以及海外业务的拓展状况。预计叉车整车产品销售增长与行业增长率保持基本一致，预计在 40%左右。叉车配件业务预计未来增长较快。重装产品的发展潜力较大，但目前规模还不大，对公司利润增长的影响还不明显，我们将对这一项目保持持续跟踪。而装载机业务预计近两年内仍将拖累公司业绩。

7. 盈利预测和投资评级

我们预计公司 07-08 年每股收益为 0.95 元、1.30 元。目前股价相对于 07 年、08 年的动态市盈率分别为 37.61 倍、27.48 倍，估值较低。叉车行业抗周期性明显，作为行业的龙头公司，我们认为公司 08 年的动态市盈率 35 倍较为合理，对应的目标价为 45.5 元，目前股价与目标价有 27% 的上涨潜力，给予公司短期“增持”、长期“买入”的投资评级。

表 2：公司 07-08 年盈利预测

(单位：万元)

年份	06 年	07E	08E
一、营业总收入	253833	351154	491615
其中：营业收入	250824	351154	491615
二、营业总成本	219898	304875	429684
其中：营业成本	183976	268773	363500
营业税金及附加	963	2025	2725
销售费用	12401	17358	24581
管理费用	19912	27592	39329
财务费用	89	-400	-700
减：投资收益	-19	25	0
汇兑收益	-168	-456	-604
三、营业利润	33935	46279	63331
加：营业外收入	138	0	0
减：营业外支出	611	0	0
四、利润总额	33599	46279	63331
减：所得税费用	4640	6479	8866
五、净利润	28959	39800	54465
归属于母公司所有者的净利润	24674	33910	46404
少数股东损益	4286	5890	8061
六、每股收益：			
基本每股收益（元）	0.69	0.95	1.30
稀释每股收益（元）	0.69	0.95	1.30

资料来源：中原证券研究所

8. 风险提示

人民币升值对公司出口业务带来一定影响；钢铁等原材料价格上涨将推动产品成本上升。

投资评级

买入： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内行业/公司相对大盘涨幅 - 5%至5%；
卖出： 未来6个月内行业/公司相对大盘跌幅大于5%。

*本评级标准中**短期**为6个月以内，**长期**为6个月以上

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。