

安徽合力 600761.SH

2009.11.18

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

踏准经济复苏节奏，向物流解决方案供应商转变

——安徽合力（600761）调研报告

事件：

近期，我们调研了安徽合力（600761），与公司董秘等进行了交流。

分析与点评：

1、叉车在此轮经济调整中没有体现出弱周期特征，下游行业趋于分散

叉车主要应用在工厂、仓库、车站、码头、港口、基建工地等领域进行成件货物的装卸、搬运及短途运输，通常认为，其下游领域分散因而可以部分规避行业调整、具备一定的弱周期特征。

但就全行业销量数据来看，去年12月销量下降超过60%，今年月度最大降幅接近50%。8月，行业实现销量13144台，同比减少10.9%，降幅逐月收窄趋势非常明显；1-8月累计销量为84027台，同比减少32.0%，整体来看，仍然需要一定时间才能回到增长水平。

此外，国家大规模投资主要集中在基建领域，而这在叉车销量占比有限，因此，未能明显受益于大规模基建投资。

由于叉车适用性广泛，下游行业趋于分散。值得一提的是，由于租赁市场逐步发展，模糊了下游行业的区分。

2、谨慎看好明年经济，对叉车行业长期发展持乐观态度

下游行业正处复苏进程，正面负面因素均有，而整个宏观经济明年能否大幅增长仍须观察，因此，公司对于明年经济谨慎看好。

近年来，中国叉车销量占全球的12-14%，对于日益增长的叉车需求，公司有信心和把握获得更多份额。

（1）就全球市场而言，公司产品凭借良好的性价比与日益成熟的技术正获得更多市场份额；

（2）就国内而言，经济发展、物流效率提升、劳动力成本上升、进口替代等因素驱动行业增长，未来空间广大。

公司特别提及经济发展、劳动力成本上升对于叉车的需求，即：为进一步提升生产效率、对日益“涨价”的劳动力的替代，一个例证是：国内叉车销量的地域分布上，发达的东部地区远高于中西部地区，珠三角长三角占销量比重最大（江浙沪占1/5、两广占1/10），而中西部地区开始快速增长（如成都60%以上的增幅），所以公司的增发（未实现）、扩大产能、加大技术研发投入等举措就是对行业长期发展持乐观态度的表现。

我们预计，未来3-5年，国内年销量将进入22-30万台区间。

工程机械

评级：推荐（维持）

上次评级：推荐

当前价格：¥13.20

2009.11.18

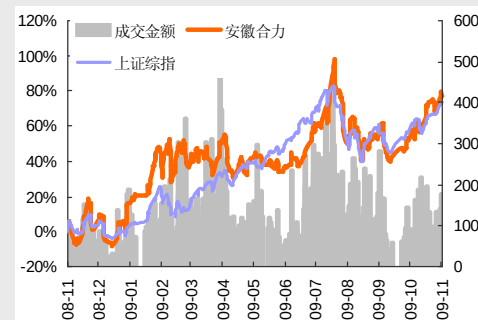
基础数据

总股本/流通A股（亿股）	3.57/3.57
总市值（亿元）	47.18
流通市值（亿元）	47.18
每股净资产（元）	5.82
净资产收益率（%）	1.96

交易数据

52周内股价区间（元）	8.58~14.86
PE（TTM，倍）	100
09动态PE（倍）	57.4
市净率（倍）	2.27

52周内股价走势



张欣 褚艳辉

行业研究员

电话

021-32229888*3507

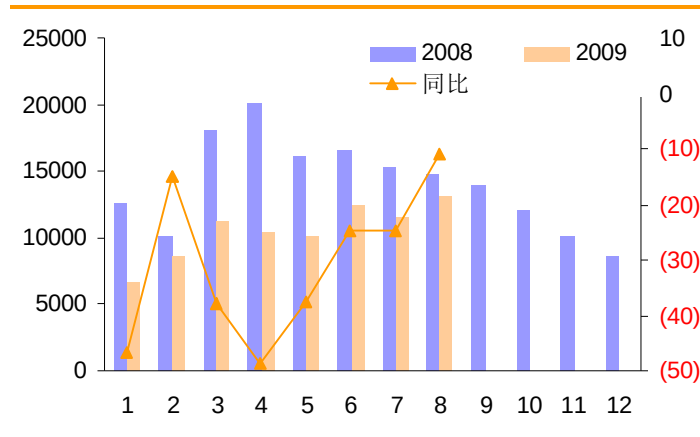
邮箱

chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

图 1：叉车月度销量及同比（台，%）



（数据来源：爱建证券）

3、α 系列占销量比重提升

今年以来，一方面，受经济形势影响，客户需求水平下降；另一方面，公司主动适应市场，在保持价格平稳的基础上，加大促销力度，α 系列占比超过 50%，以往这一比重在 30%左右。以后来看，将逐步降低 α 系列占比，而 H2000 系列将是主打产品，该系列产品的优点在于：根据人机工程学原理进行优化设计，节能、减振、降噪技术先进。

公司希望降低 α 系列占比的另一个原因在于：由于竞争激烈，市场上大部分产品均与 α 系列形成竞争关系，导致毛利率较低。

4、销量下降，但市场占有率提升约 5 个百分点

前三季度，公司产品在国内市场销量下降约 30%+，国外市场下降约 40%+，随着近期销量的提升，我们预计国内全年下降约 25%-30%；就营业总收入来看，前三季度下降约 26%，预计全年下降 20%左右。

尽管行业调整，但公司与杭叉的市场占有率都增加了约 5 个百分点，可见，公司加大促销力度、抢占市场的举措取得成效。

5、出口具备弹性

根据以往情况，出口收入占总收入比重约 30%，而上半年仅占 11.25%（同比大幅下降 75.63%），因此今明两年业绩很大程度上还要看出口情况。公司相信，出口已经触底，但回升尚不明显，处于 U 型右侧，待经济完全好转后，出口会恢复到原来水平。

公司表示，产品出口与国内毛利率相差不多；由于税率透明，出口退税政策几乎不起作用。

今年下半年出口已经有所好转，月均 330-350 台，9 月最多，达到 380 台，我们预计明年出口同比增长 40%以上，有望接近 6000 台，即月均约 500 台。

公司在应对措施上，除了积极关注国外市场复苏进度，还积极拓展新的市场。

6、短期危机带来长期发展机遇

公司抓住短期危机的机会，适时调整经营管理，表现在：

- （1）管理上，注重精益生产、精益研发
- （2）更加注重营销布局和海外拓展
- （3）公司抓住经济低迷期投资成本较低的时机，积极推进重点项目建设，大吨位事业部、牵引车事业部、门架事业部、衡阳生产基地等一批新建项目陆续建成投产。

各产业园叉车总产能（含宝鸡、衡阳）合计为 6 万台，含电动叉车 1 万台。我们注意到，公司各项目的建成期基本集中在 09 年底和 2010 年，因此，一旦下游需求启动，产能会很快释放。从接单到出货流程

来看，国内市场一般需要 2-4 天，而海外市场由于海运问题需要 2 个月。

7、重装产品目前对利润贡献有限

重装产品包括重型叉车、装载机、2-8 层集装箱堆高机和正面吊，在重装工厂生产。公司营业收入及利润中，重装产品与零部件合计占比不足 20%，因此重装产品对公司利润贡献有限。

大吨位事业部已建成投产，公司致力于开发大吨位叉车换代产品，现在大叉产量在 12 台/天，尚不能满足需求，排产较满。

装载机产能在 4000 台，今年以来销量为 300+台，尽管已超过去年全年 140+台的水平，但距离盈亏平衡点尚有较大差距。装载机产品拖累公司业绩是业已存在的历史遗留问题，公司已经采取了加大推广力度、利用现有渠道促销、与银行合作按揭销售等方式，但仍需要花费一定时间开拓市场。

正面吊是继堆高机之后又一款技术要求极高的产品，为了保证整机运行的稳定性、可靠性，底盘及主要配件均来自进口：发动机来自瑞典 Volvo 公司、电控控制变速箱来自美国 Dana 公司、重载驱动桥来自德国 Kessler 公司、吊具来自瑞典 Elme 公司、液压系统来自 Parker 公司，成本上升带来终端价格较高，高于其他厂商约 20%的水平。

正面吊市场竞争逐步激烈，大连叉车进入较早，三一占据了市场约 50%的份额，中联重科也已进入这一领域。

8、核心零部件是公司一大优势

多品种、小批量、个性化需求多是叉车行业的典型特征，因此发展核心零部件可以大大增强核心竞争力。公司产品线围绕叉车、相关工程机械产品和核心零部件这三大支柱产品延伸，核心零部件是一大优势。

公司拥有完整的叉车产业体系，消失模铸件生产基地、油缸生产基地、转向桥生产基地均为国内叉车行业最大。

叉车关键零部件包括泵、阀、油缸、变速箱、液压件等，变速箱是核心部件之一公司是国内做的最好的之一，采用自制变速箱后，车价有所提高。

发动机采用外购，进口发动机约 2-3 万，占小吨位车价约 30%。液压件、阀采用配套外购。

零部件自产后，产品产业链延长，质量可以更好控制，整机毛利率会上升，但也一定程度上抑制成本转移能力。

9、三大竞争优势确保行业龙头地位

公司三大竞争优势在于：合理的价格、可靠的质量和优秀的售后服务。车价在国产车中属于最高一类，但比进口车便宜约 20%。

由于叉车行业门槛不高，利润率尚可，因此近年来新进入者不少，竞争主要针对低端的 α 系列，部分对手为获得渠道、打开市场不惜采用价格战，这也是 α 系列价格上不去的原因之一。公司认为，新的进入者进入行业问题不大，但要想做好还是比较难的，特别是达到一定规模之后。除新进入者之外，公司在国内的主要内资品牌竞争对手为杭叉，外资品牌为丰田和韩系品牌。

10、今年以来毛利率逐季提高，费用率仍有下降空间

今年，由于加大促销和经济车型（α 系列）销量占比提升，叉车毛利率较去年出现下降，但逐季提高；公司认为，由于制造行业属性，毛利率不可能大幅提高。整体看，电动和内燃叉车毛利率相差不多，在 18%左右。

我们预测，在钢价稳定前提下（钢材占整个采购成本约 40%），毛利率有望回升，达到 17-20%，但不太可能回到 07 年以前的情形。

近年来，公司注重研发投入，实施精益研发，因此管理费用率相对较高（前三季度 7.66%），这一部分将来有望下降，而销售费用率和财务费用率一直较低，体现出公司优异的管理能力。

图 2：管理费用率仍有下降空间

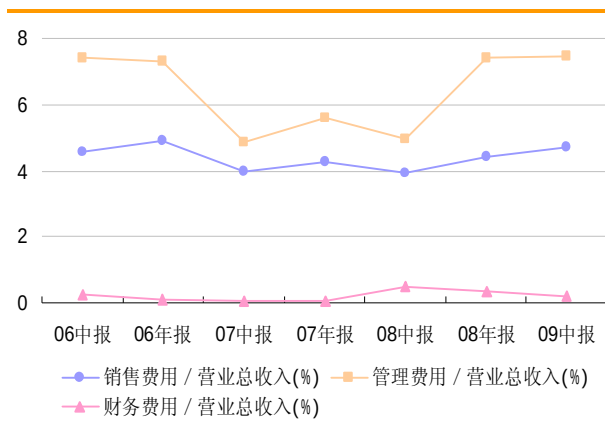
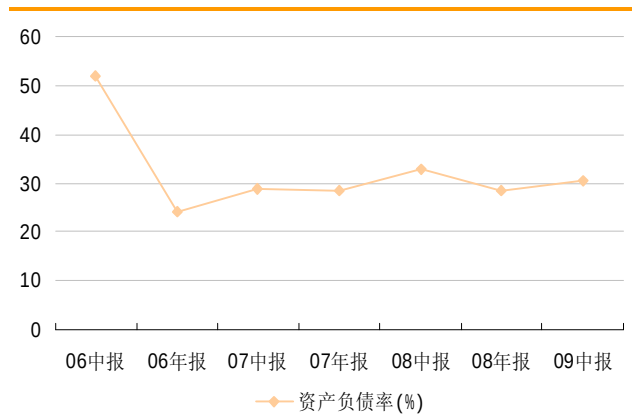


图 3：资产负债率一直处于较低水平



11、投资建议：公司向物流解决方案供应商转变

叉车行业在国外已经发展成熟，产品通常 5 年更新一次，而国内为 8-10 年，长期来看，“新增+更新”需求强劲，公司已经并正在享受着国内工业化进程带来的“盛宴”。

公司在叉车行业龙头地位稳固，连续十余年位居行业首位，合力在全球叉车销量达到前十名（目标是进入前五名）；多年来积淀了国有企业稳健的经营作风，2000 年以来营业收入和归属于股东的净利润年均增长率为 30%和 20%。

公司在 09 年末至 2010 年进入产能释放的新阶段，我们判断这将踏准经济复苏的节奏。随着经济复苏、行业重归景气、市场占有率进一步提升、产品结构优化，公司将重回增长轨道。根据规划：公司最终将由物流产品制造商转变为物流解决方案供应商。我们认为，这将进一步提升产品附加值，打开公司发展空间。

预计今年实现营业收入 29.5 亿（小幅低于年初规划约 8.5%），预计 09、10 年 EPS 为 0.23 元、0.50 元。给予“推荐”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。