



高景气度延续 注意产能扩张风险

——安徽合力业绩预增点评

近1年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本(百万股)	356.95
实际流通A股(百万股)	356.95
实际流通A股市值(亿元)	49.58

近期报告:

2010.4.19 《高景气延至2季度 黄金土地政府收储将带来巨额收入——安徽合力调研报告》

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 章琪

电话 (025)83367888-3205

邮箱 qzhang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级: 推荐

事项: 公司日前发布业绩巨幅预增公告, 预计公司2010年上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长27-32倍。由于去年同期归属于母公司所有者的净利润为5,918,770.84元, 每股收益0.017元。原因是公司主导产品产销两旺, 生产经营延续了2010年一季度恢复增长的态势。

➤ 2季度高景气持续, 预计上半年EPS0.5元

按公告直接计算上半年公司EPS将有0.46-0.54元。而按照09年的半年报的净利润591.9万元, 用增长30倍估算今年上半年净利润为1.77亿元, 扣除一季报的6766万元, 二季度的净利润超过1亿元。对应2季度EPS为0.31元。我们预计公司上半年EPS为0.50元, 二季度业绩较一季度(一季度EPS为0.19元)环比增长接近62%。

合力一季度叉车销售11930台, 二季度符合我们前期报告中给出的高景气预期, 继续热销。我们估计上半年总销量在27000台左右, 上半年累计同比增长79.8%。预计三季度将会出现季节性回调, 下半年进入平稳增长。

➤ 出口平稳复苏, 依旧谨慎乐观

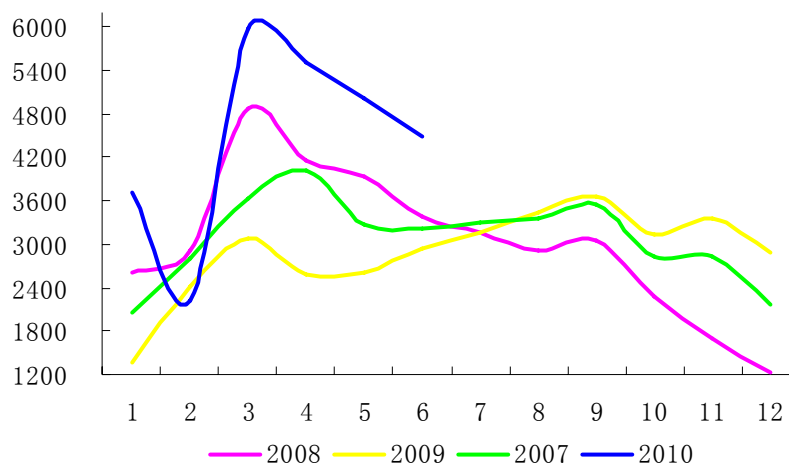
目前公司叉车出口维持我们4月份调研的情况, 即每月400-500台, 虽已从09年上半年持续多月的两、三百台走出, 但依然低于08年之前每月1000台以上的水平。和工程机械其他机种出口至发展中国家不同, 合力产品主要出口对象为欧美发达地区, 短期看, 欧美经济复苏力度稍慢, 公司管理层对3季度前的出口保持谨慎乐观, 目前叉车出口比例占收入的14%-15%, 预计2010年出口数量达到2008年的一半, 达到6000台, 同比09年增加一倍。

➤ 营销力度增加、新产能投产力图扩大市场份额

通过参股国内民营和对旗下网点的增资，公司占据更多销售话语权，营销业绩提升明显。同时，公司完善营销网点股权动态分配机制以优化激励，并不断增加中西部地区的销量减少市场覆盖盲区。根据中国工业车辆协会统计，公司 09 年国内叉车市场占有率提高了 5.2 个百分点至 26%。

衡阳生产基地（一期）、宝鸡渭滨工厂（一期）等项目已陆续正式投产。衡阳基地总设计年产 5000 台防爆叉车，一期产能 2000 台。预计 2010 年生产叉车从 09 年的数十台跃至 300-500 台，开始盈利。目前安徽合力总产能为各类叉车 6 万台，新项目全部投产后将达 7 万台，强大的生产能力将是公司力图不断扩大市场份额的保证。

图1 安徽合力月度销量图



资料来源：工程机械协会，南京证券

➤ 内销中 α 系列经济型产品将继续占据主导，以H和G高端产品为主的出口回升有助维持公司综合毛利率稳定

公司叉车从性能、单价、环保等从低到高依次可分为 α 、H、G 系列。金融危机以来，公司中高端产品在内外销方面均下滑严重，经济型产品 α 系列则成为主导，目前销量占比从往年的 30-40% 提升到了 50% 以上。往年销售主力 H 型产品则降低至 30-40%，毛利率 18%；具有 22% 以上高毛利率的 G 型销售占比继续弱于 10%。由于国内经济恢复阶段及叉车的劳动力替代需求明显，经济型产品销售火爆并仍将占据主导地位。安徽合力叉车出口以 H 和 G 系列为主，我们预计出口的逐步回升将对公司综合毛利率的稳定带来利好。

表 1 安徽合力 2010 年叉车产品结构

	α 系列	H 系列	G 系列
毛利率	14-15%	18%	22-23%
单价（载重量 3t）	6-7 万元	9 万元	12-13 万元
总销量占比	50-60%	30-40%	<10%
出口占比	10%	45%	45%
产品性质及	低端	中高端	
该性质产品厂家	100 余家，竞争激烈	合力、杭叉、林德（合资），壁垒较高	

资料来源：公司资料，南京证券

➤ 黄金土地政府收储将带来巨额收入

公司拟将老厂区位于合肥市蜀山区望江西路约 156 亩土地实现政府收储。据我们了解，该地块穿插分布在控股股东安叉集团 295 亩土地当中，从周围已拍地块价格数据来看，公司土地价值已达 700 万/亩以上。除去股份公司将可能保留的十几亩地，公司拥有土地总值约 9.8 亿元。土地出让后，如果按照较保守估计的政府 30-40%比例返还给公司计算，公司将至少获得 2.94 亿元收入。而本部生产车间已全部搬迁至经济技术开发区新址。我们认为最迟明年将达成协议。

➤ 2011年后行业产能扩张风险加大

从目前来看，由于叉车行业进入门槛相对不高，各大工程机械厂商纷纷加入生产计划。2011年后，合力产能将有7万台，杭叉约8万台、山河智能3万台，此外奇瑞、柳工、厦工、龙工、山推皆有1万台以上的产能规划，我们预计2010年产能即将达到27万台。叉车企业近年来普遍的开工率不足现象将更为明显，我们担忧叉车行业出现装载机一样的竞争格局，届时行业毛利率将承受较大压力。

➤ 投资建议

我们上调了公司盈利预测，预计公司 10-12 年净利润分别增长 150.35%、23.09%、28.10%。每股收益为 0.783、0.963、1.234（见附表 2、表 3），分别对应动态 PE 为 17.7、14.4 和 11.3 倍。而 2 年内土地收储将至少给公司业绩增厚 0.8 元。由于明年行业产能会进一步释放，我们认为这对合力估值构成一定压力。维持公司“推荐”评级。

表2 安徽合力分业务盈利预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
叉车						
收入	2,486.66	2,747.25	2,472.97	3,783.64	4,162.01	4,744.69
(+/-)	32.40%	10.5%	-10.0%	53%	10%	14%
成本	1,936.05	2,251.88	2,047.14	3042.05	3329.61	3795.75
毛利率%	22.14%	17.64%	16.84%	19.6%	20%	20%
装载机						
收入	51.5	32.81	59.58	113.20	147.16	191.31
(+/-)	235.3%	-36.3%	81.6%	90%	30%	30%
成本	65.8	41.61	66.87	122.26	154.52	191.31
毛利率%	-27.77%	-27.23%	-12.60%	-8%	-5%	0%
其他产品						
收入	819.84	814.66	533.06	703.64	823.26	963.21
(+/-)	33.5%	-0.6%	-34.6%	32%	17%	17%
成本	578.79	648.73	435.07	555.87	650.37	751.31
毛利率%	29.40%	19.97%	18.01%	21%	21%	22%
合计						
总收入	3,396.86	3,628.17	3,111.10	4,600.49	5,132.43	5,899.21
(+/-)		6.8%	-14.3%	47.9%	11.6%	14.9%
总成本	2,974.81	3,430.70	2,990.79	3,720.18	4,134.50	4,738.37
毛利率%		18.2%	16.9%	19.1%	19.4%	19.7%

表3 安徽合力预测利润表

利润表预测					
利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3628.17	3111.10	4600.49	5132.43	5899.21
减: 营业成本	2966.61	2585.04	3720.18	4134.50	4738.37
营业税金及附加	14.36	11.70	15.00	17.00	19.00
营业费用	160.46	153.66	207.02	220.69	247.77
管理费用	268.66	223.84	328.47	359.27	389.35
财务费用	12.28	3.71	6.97	6.85	3.83
资产减值损失	8.33	12.83	12.00	12.00	12.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	197.47	120.31	310.84	382.12	488.90
加: 其他非经营损益	12.76	22.17	20.00	20.00	20.00
利润总额	210.23	142.48	330.84	402.12	508.90
减: 所得税	2.08	13.58	31.43	38.20	48.35
净利润	208.15	128.90	299.41	363.92	460.55
减: 少数股东损益	19.54	17.30	20.00	20.00	20.00
归属母公司股东净利润	188.61	111.61	279.41	343.92	440.55

EPS(元)

0.528

0.313

0.783

0.963

1.234

南京证券上市公司投资评级标准:

强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;

推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;

中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;

回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。