

安徽合力 (600761) / 4.90 元

受惠于潜力巨大的物流装备市场

王海涛

86-10-82295577-673

Wanghaitao@ccs.com.cn

周期性投资品 · 叉车

估值区间: 6.20-6.90 元

强烈推荐 A(调高)

公司目前股价反映的是作为“工程机械”行业上市公司的价值,缘于投资者对公司行业的不清晰界定。而作为“物流装备业”,公司的股价被低估、远未反映出其真实价值。

- **股价低估。**股票自 04 年 8 月首次推荐以来,下跌 14%,同期大盘下跌 31%,股票相对大盘涨幅为 16%;虽然走势强于大盘,但我们认为股价处于被低估状态。
- **行业界定。**我们发现投资者依然习惯将公司划入“工程机械行业”去考虑,惧怕宏观调控的负面影响,股价因此长期被低估。实际上叉车确切的应归属于“物流装备业”。
- **物流业的飞速发展为叉车业提供了广阔的发展前景。**近年来物流业的发展促进了叉车的的市场需求,我国物流业刚刚起步,未来发展前景广阔,作为物流装备的主要品种,物流业的腾飞给叉车行业带来了发展契机。
- **估值。**世界上排名前 10 位的叉车企业的平均 PE 是盈率为 14.54 倍,计算出安徽合力的合理价位为 6.97 元。国内没有相同产品的其他上市公司,我们将其与工程机械行业的重点公司比较,工程机械行业重点公司的 PE 为 10 倍,考虑叉车行业稳定的成长性,我们给予一定的溢价;同时我们用 DCF 方法进行绝对估值,得出公司的合理股价应该在 6.76 元左右。
- **投资建议**目前股价跌为 4.90 元,我们相信随着投资者对公司的了解加深,股价将回归应有的价位,建议择机买入。我们坚信安徽合力未来的走势将依然强于大盘,但大盘下跌的系统风险提请广大投资者注意。

上证指数: 1010

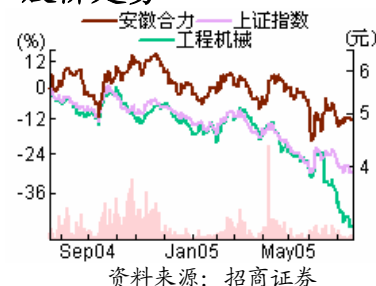
股本数据

A 股总股本(万)	30695.45
流通 A 股(万)	14133.05
流通市值(亿)	6.93

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月 (%)	-15.52	-0.06%
6 个月 (%)	-10.26	7.13%
1 年 (%)	-14.34	16.15%
52 周波动(元)	4.39-6.75	

股价走势



相关研究

立足技术和管理创新、打造世界级民族品牌

8/6/2004

盈利与预期相符、维持原投资评级

2/22/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	136,790	164,148	183,846	205,907
同比增长率(%)	33.89%	20.00%	12.00%	12.00%
营业利润(万元)	14,743	17,025	19,538	22,373
同比增长率(%)	28.25	15.48	14.76	14.51
净利润(万元)	12,349	14,604	16,769	19,185
同比增长率(%)	29.68	18.26	14.82	14.41
主营利润率(%)	22.66	22.21	22.39	22.58
营业利润率(%)	10.78	10.37	10.63	10.87
净利润率(%)	9.03	8.90	9.12	9.32

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.4023	0.4758	0.5463	0.6250
每股净资产(元)	2.87	3.35	3.89	4.52
净资产收益率(%)	14.00	14.21	14.03	13.83
每股股息(元)	-	-	-	-
股息收益率(%)	-	-	-	-
负债率(%)	27.88	25.21	23.79	23.26
P/E(倍)	12.18	10.30	8.97	7.84
P/B(倍)	1.71	1.46	1.26	1.08
EV/EBITDA(倍)	10.14	8.51	7.58	6.74

投资要点

- 叉车是一种有一定技术含量，价格优势比较明显的物料搬运工具，国际上将该产品划入“工业用车辆”行业。
- 实际上，叉车作为物流装备的主要品种，其发展受固定资产投资的直接影响相对较小，而与国家宏观经济形势的走势更贴近，与物流业的发展息息相关，近年来物流业的飞速发展给叉车行业带来了广阔的发展前景。
- 我国物流业刚刚起步，社会物流需求高速增长、社会经济发展对物流的依存度加大、物流成本仍远远高于发达国家，发展空间巨大；《物料搬运机械行业“十一五”发展规划》预计 2005 年，行业年增长率 21.1%；预计到 2010 年，行业年均增长率为 10%；“2010-2020”年间，国内市场需求仍将保持高位增长态势，预测到 2020 年国增长率保持在 4%左右。
- 作为物流装备的主要品种，目前我国经济总量在稳步提高，预计 05 年 GDP 的增速为 8.5%，工业化程度不断提高，社会经济发展的各个领域都在全面繁荣，全社会使用“叉车”的意识在不断提高；目前我国叉车的市场需求量在 5.1 万台左右，业内专家预测在近 3 年内需求量将逐步上升到 8 万台左右，并将保持在 20%左右的增长速度。
- 安徽合力是我国叉车行业的龙头企业，多项指标连续 14 年排名国内第一；产品销售收入稳步增长，连续 4 年增幅在 30%以上，自 1999 年至 2004 年复合增长率为 29.75%。预计未来几年仍将保持 20%以上的增长速度，预计 05 年、06 年产品销售收入分别为 16、18 亿元，EPS 分别为 0.48、0.55 元。

风险因素

- 中国叉车业猛烈的市场需求不断吸引众多的国际知名品牌来中国设厂，目前这些厂商的产品定位在高端产品，暂时与国内企业的产品细分市场不同，但对国内企业的威胁已日益加重。
- 大盘持续下跌的系统性风险。

投资建议

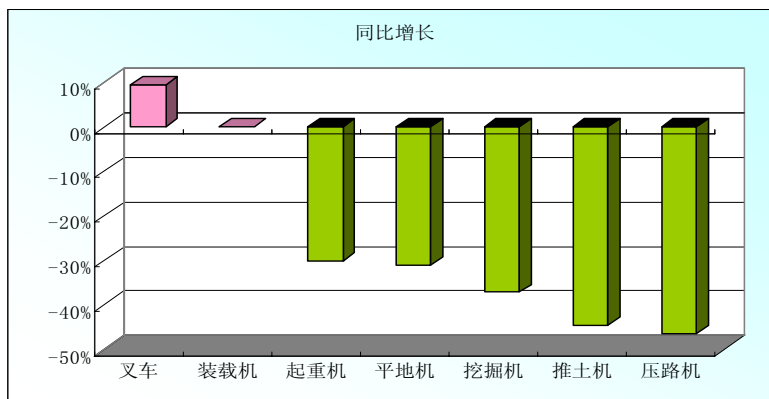
- 由于投资者一直将公司纳入“工程机械行业”去考虑，因此企业价值未得到充分体现，股价处于低估状态。我们调高了公司的预测评级，将谨慎推荐 A 调整为“强烈推荐 A”。
- 我们坚信股价未来的走势将依然强于大盘，但大盘下跌的系统风险提请广大投资者注意。建议投资者关注大盘走势、择机买入。

一、叉车行业应界定为“物流装备业”

（一）叉车业的发展比其他工程机械产品稳定

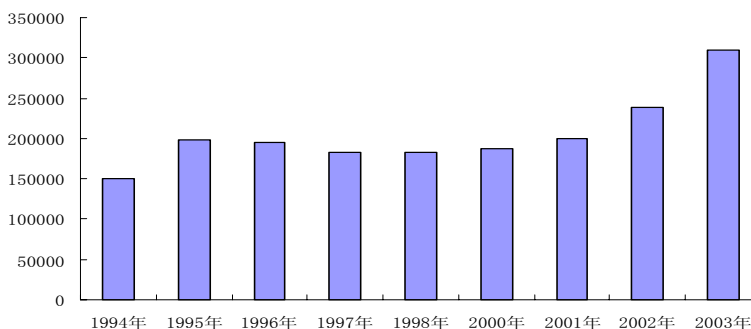
我国证监会将叉车归属于“工程机械行业”，然而从历史数据不难发现叉车的发展状况比其他工程机械产品稳定的多：90年代初，国家经济增长几乎完全依靠基建投资拉动，因此其他工程机械产品都在短期内得到了飞速发展，惟独叉车起色不大（叉车的应用领域非常广泛，而经济各领域的发展很不均衡，因此局部的繁荣对叉车产业发展促进不大）；而1994-1998年宏观调控时工程机械的寒冬期内，叉车业的市场需求亦没有象其他工程机械产品那样大起大落。应该说，叉车较之其他工程机械产品发展的波动性小，04年4月开始的新一轮宏观调控以来，叉车行业的发展再次显示了其独特性：04年工程机械行业产品大多呈现负增长的态势，而叉车同比增长为32.5%；05年1-4月工程机械其他产品需求大幅度下降，而叉车仍然保持了正常的增长（见图1）。

图1、05年1-4月工程机械各细分产品的销量同比增长情况



数据来源：内部交流资料、招商证券

图2、1994-2003年叉车行业销售收入增长情况

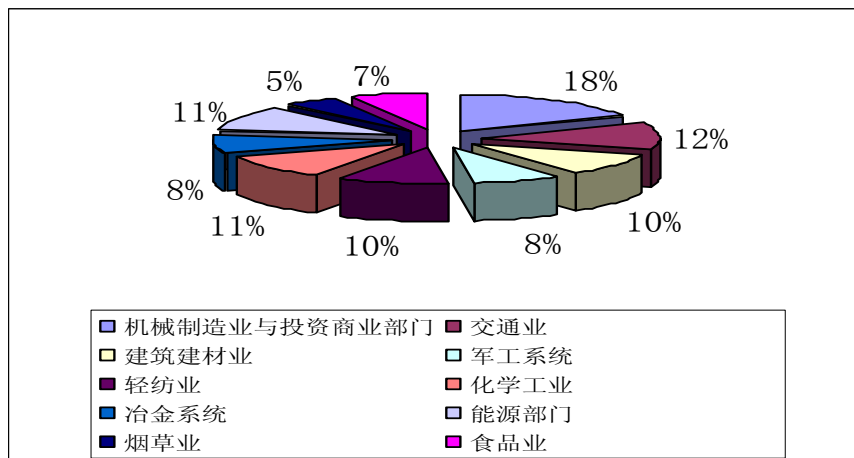


数据来源：中国叉车协会、招商证券

（二）叉车业应归属于“工业用车辆”不单纯是“工程机械”

叉车的使用范围非常广泛，几乎遍及全社会的各个行业(见图 3)，相对于土石方机械来说叉车使用范围要广的多，土石方使用仅占叉车使用的 10%左右。因此严格意义上讲，叉车应归属于“工业用车辆”而不是“工程机械”行业。

图 3：叉车的主要用户群

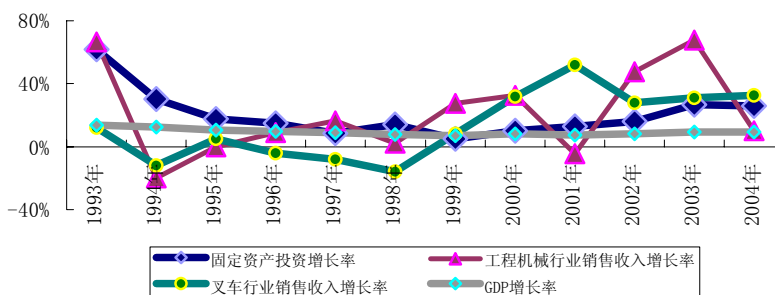


资料来源：中国叉车协会，招商证券

（三）叉车业的成长与国家宏观经济形势的走势更贴近

我们前面介绍了叉车业的发展相比其他工程机械行业产品稳定的多，叉车业的发展主要受以下四大因素的影响：一是国家经济发展水平、二是工业化程度、三是国家经济增长的“动力源”、四是社会的叉车使用意识。叉车行业的发展受固定资产投资的直接影响相对较小，而与国家宏观经济形势的走势更贴近（见图 4）。

图 4、1993-2004 年叉车行业销售增长率、固定资产投资增长率、GDP 增长率对比图



数据来源：中国叉车协会，招商证券

目前我国经济总量在稳步提高，预计 05 年 GDP 的增速为 8.5%，工业化程度不断提高，社会经济发展的各个领域都在全面繁荣，全社会使用“叉车”的意识在不断提高；叉车是一种有一定技术含量，价格优势比较明显的物料搬运工具，因此物流产业的飞速发展将带给叉车行业广阔的发展前景。

二、物流业的大发展为叉车带来发展契机

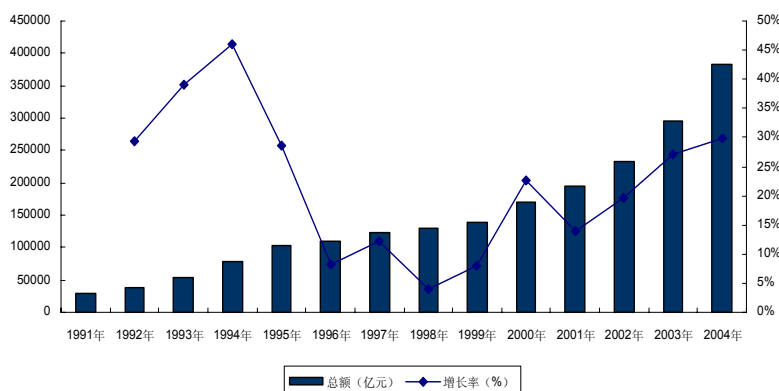
叉车主要应用于工矿企业、港口码头、机场、建筑施工、商业、仓储行业的装卸及短距离搬运作业，还可以进入船舱和集装箱内进行装卸作业。近两年港口运输业、物流仓储业的发展对叉车需求量大幅增长，未来国内叉车行业还将随着物流业的兴起而蓬勃发展。

随着科学技术的进步，市场经济的发展，物流设备在经济发展中的地位和作用越来越明显，叉车普及率将越来越高。与发达国家相比，我国的物流产业仍处于起步阶段，这几年，我国促进国民经济从粗放型向集约型转轨的政策决定了发展现代物流是中国经济发展的必然选择，加上市场自身存在的巨大潜力，和不断改善的软硬件环境，未来中国物流业的腾飞将指日可待。

（一）社会物流需求高速增长

04 年我国经济高速发展，国内生产总值增长 9.5%，规模以上工业销售产值增长 31.2%；全社会固定资产投资增长 25.8%，进出口贸易增长 35.7%，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，04 年全社会物流总额达 38.4 万亿元，同比增长 29.9%，增幅比上年同期高 2.9 个百分点，为最近 10 年最快的一年，进入 21 世纪以来，随着我国工业化进程的加快，社会物流需求增长加速，2004 年物流总额比 2001 年增长了一倍。物流总值的高速增长表明经济增长对物流的需求量越来越大，对物流的依存度也越来越高。

图 5：1991-2004 年物流总额及增长率



数据来源：中国物流信息中心、招商证券

（二）社会经济发展对物流的依存度加大

04 年 GDP 总量与物流总额相比的物流系数为 2.8，表明我国每单位 GDP 产出需要 2.8 个单位的物流总额支持，这一系数明显高于“八五”时期的平均值 1.6 和“九五”时期的平均值 1.7 的水平。

表 1：1991-2004 年单位 GDP 物流需求系数

年份	系数
1991	1.4
1992	1.5
1993	1.6
1994	1.7
1995	1.7
1996	1.6
1997	1.7
1998	1.6
1999	1.7
2000	1.9
2001	2.0
2002	2.3
2003	2.5
2004	2.8

数据来源：国家统计局、招商证券

（三）物流用固定资产投资加速，物流基础条件继续改善

进入新世纪以来，随着我国工业化进程的加快，社会对物流需求增长加速，从而物流用固定资产投资不断加速：2004 年，国内物流相关行业固定资产投资额为 7283 亿元，同比增长 24.3%，增幅比去年提高 13 个百分点，也是 2000 年以来增幅最高的一年。

表 2：1992-2004 年物流用投资增长率

年份	物流用投资增长率（%）
1992	81.80%
1993	65.50%
1994	42.00%
1995	12.90%
1996	17.20%
1997	17.10%
1998	43.70%
1999	3.90%
2000	0.60%
2001	11.30%
2002	15.10%
2003	11.30%
2004	24.30%

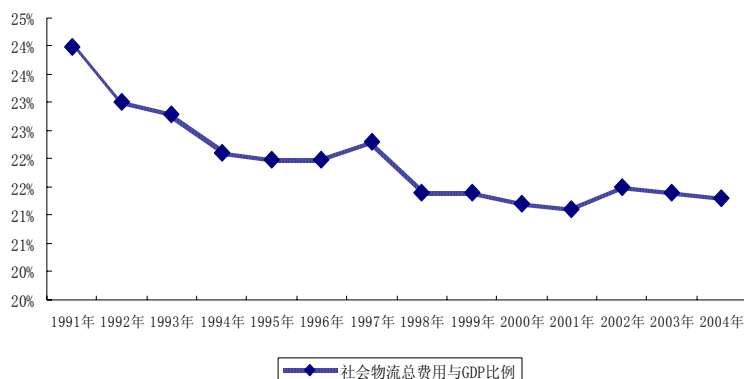
数据来源：国家统计局、招商证券

（四）物流总费用占 GDP 的比例呈现下降趋势

国际物流界通常将社会物流总费用与 GDP 的比例作为衡量一个国家物流发展水平的标志，2004 年我国物流总费用与 GDP 的比例为 21.3%，比 03 年降低 0.1 个百分点，比 1991 年降低 2.7 个百分点，社会物流总费用与 GDP 的比例呈现逐渐降低的趋势（图 6）。在物流需求规模增长明显快于 GDP 增长的情况下（见图 7），这一比例逐渐降低的趋势，表明我国

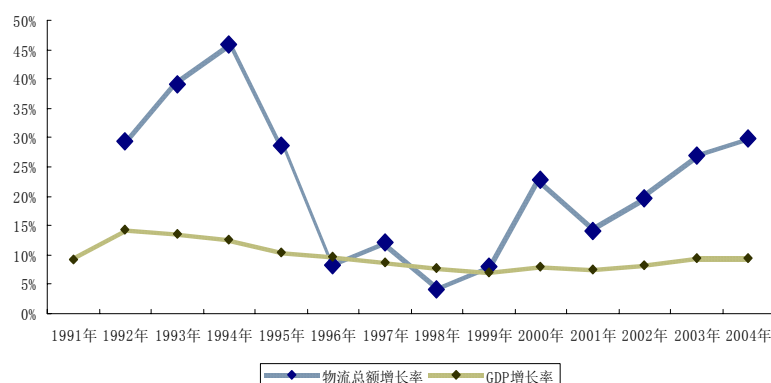
物流业的运行质量有所提高，意味着社会物流直接经济效益在不断增加，以 2004 年为例，我国物流成本每降低 1 个百分点，就可以增加 1300 亿元左右的社会经济效益。

图 6、1991-2004 年社会物流总费用占 GDP 的比例呈下降趋势



数据来源：国家统计局、招商证券

图 7、1991-2004 年我国物流总额增长率高于 GDP 增长率

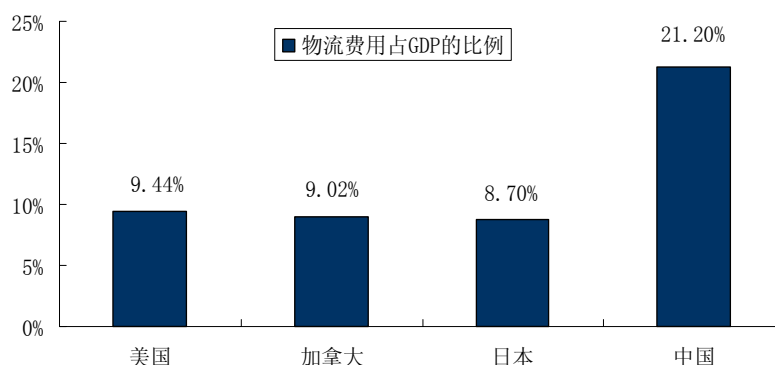


数据来源：中国物流信息中心、招商证券

（五）物流成本仍远远高于发达国家，发展空间巨大

物流业的发展水平成为综合国力的重要标志，在国际上，发达地区的市场经济国家，物流成本占 GDP 的比重在 10% 左右。我国同欧美发达国家相比，物流总费用与 GDP 的比例要高出 10 个百分点以上（见图 8），我国物流成本比发达国家高一倍多；物流成本规模小，经济运行中物流含量偏低：2002 年美国第一、第二产业 GDP 是我国的 2.4 倍，但其物流成本却是我国的 3.5 倍。这说明，美国相当于用我国 3.5 倍的物流费用，支撑相当于我国 2.4 倍的经济总量，其经济运行中的物流含量明显高于我国。

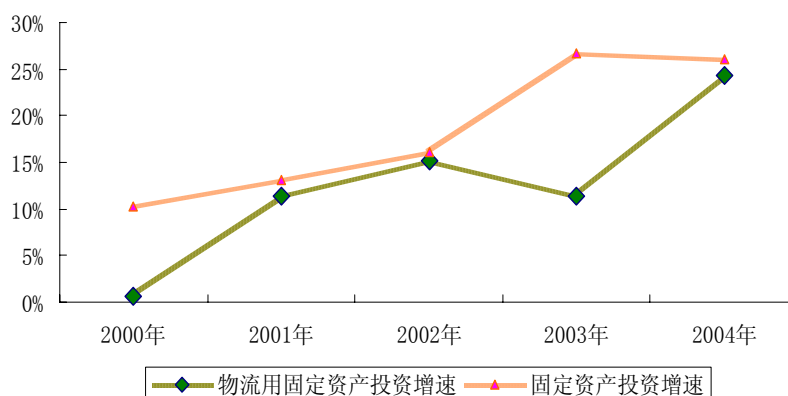
这说明我国当前物流发展水平不高、效率偏低，根源是整个经济运行里的粗放式经营，即我国现阶段企业大而全小而全的方式，还未建好供应链的体系，因此库存成本高；我国传统物流产业还很落后，发展现代物流已经成为加快服务业发展、经济结构调整的重要途径，物流业的发展方兴未艾，我国物流成本巨大，但其下降的空间也巨大，物流业势必将成为我国经济新的增长点。

图 8、我国“物流总费用与 GDP 的比例”与欧美发达国家的比较


数据来源：中国物流信息中心、招商证券

（六）国家将大力发展物流业

近 5 年来，物流用固定资产投资一直低于全国固定资产投资水平（见图 9），04 年我国出现的煤电油运紧张局面，一方面是需求大幅增加，另一方面也是多年来物流发展欠缺的叠加，从发达国家工业化进程来看，物流发展要适度超前。

图 9、近 5 年我国物流用固定资产投资增速低于全国固定资产投资增速


数据来源：国家统计局、招商证券

目前，如何降低物流成本和提高物流速度已成为我国企业最为头疼的问题，据 EIU（英国经济学家情报社）2001 年的报告：中国制造企业有 90% 的时间花费在物流上，只有 10% 用于制造，也就是说，中国企业物流仓储成本占据了总销售成本的 30%-40%，再根据摩根斯坦利公司《中国物流报告》：中国每年的物流费用超过 2000 亿美元，但大多数的物流是企业自营的。未来，中国在物流方面的需求将越来越大。

提高我国物料搬运的机械化和自动化的发展空间巨大，且从科学发展观和价值工程观出发，占 GDP1/5 以上的物料搬运费用必然应引起足够重视，在关注发展国家重大技术成套装备的同时，也重视发展国民经济各行各业的物质流通中所需求的物料搬运装备，对提高经济运行的质量和效益是十分有效的。

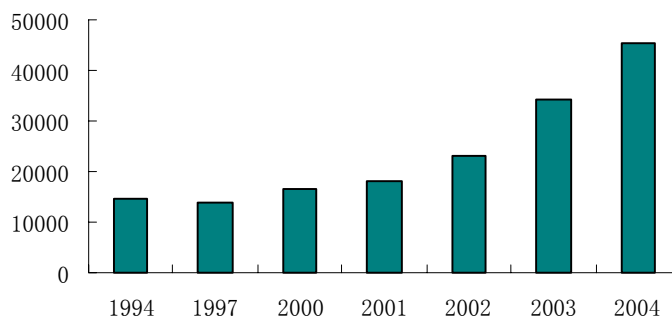
根据我国《物料搬运机械行业“十一五”发展规划》：预计 2005 年，行业的工业总产值为 1100 亿元，年增长率 21.1%；预计到 2010 年，行业的工业总产值为 1800 亿元，平均年增长率为 10%；“2010-2020”年间，国内市场需求仍将保持高位增长态势，预测到 2020 年国内市场需求将达到 2830 亿元，增长率保持在 4%左右。

三、我国叉车行业的现状

（一）10 年来我国叉车销量快速增长

我国叉车行业发展历史短，但发展迅速。自 1994 年销售 1.5 万台到 2004 年销售 4.5 万台，我国叉车行业 10 年来销量增长 3.07 倍，复合增长率为 11.91%（见图 10）。

图 10、10 年来我国叉车行业销量情况

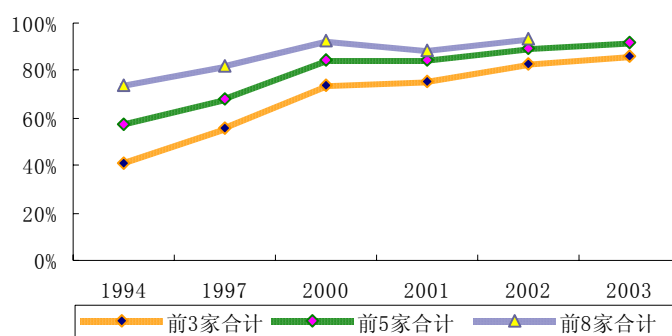


数据来源：中国叉车网、招商证券

（二）行业格局分化、集中度不断提高

我国叉车产业自 20 世纪 50 年代末起步，70 年代初具规模，到目前已有 50 多家叉车企业。但大多数企业产业结构质量低下、生产规模偏小，强势企业屈指可数，我国叉车企业两极分化明显，实力相差悬殊。

统计数据显示，前 3 家企业的市场占有率已由 1994 年的 41.2% 提高到了 2003 年的 86.1%，前 5 家企业的市场占有率已由 1994 年的 57.5% 提高到了 2003 年的 91.8%，而其余企业的市场占有率不足 10%，行业格局明显分化、集中度不断提高（见图 11）。随着集中度的提高，规模经济逐渐开始发挥作用，由此带来的厂家议价能力、品牌忠诚度、核心竞争能力等将进一步挤压中小企业的生存空间。

图 11、我国叉车行业（本土）集中度变化情况


数据来源：中国叉车网、招商证券

（三）国内前三名的企业市场占有率比较

从国内叉车市场每年销售统计看，安徽叉车集团公司、杭州叉车股份有限公司、大连叉车总厂位列前三名；并在中档产品上具有了很强的市场竞争力。安徽合力的多项指标连续 13 年在国内排名第一。

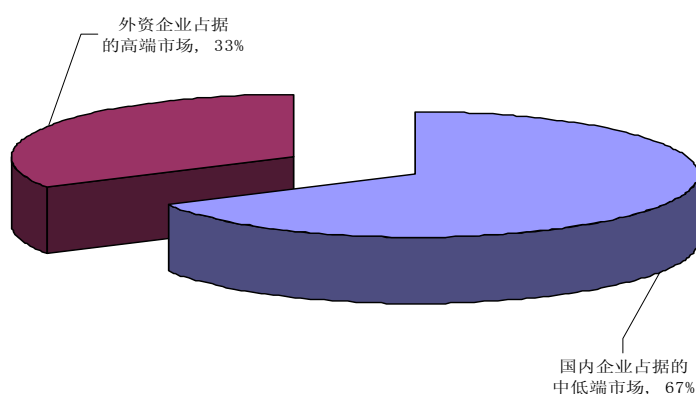
表 3: 2004 年各企业市场占有率一览表

排名	企业名称	市场占有率
1	安徽叉车集团公司	41.94%
2	杭州叉车股份有限公司	38.89%
3	大连叉车总厂	7.27%

数据来源：工程机械协会、招商证券

（四）产品市场细分：国内企业占据中低端市场、外资占领高端市场

从国内目前的市场结构来看，国内企业的竞争优势及市场主要集中在中低档产品线上，在高档市场上，国外巨头企业则占了先机国内企业在叉车的中端、低端产品上竞争优势明显（见图 12）。

图 12：我国叉车产品细分市场


数据来源：中国叉车网、招商证券

叉车使用专业性强，用户普遍比较成熟、识别能力强、多为具备一定实力的社会商业组织、整体购买力相对较高，特别是近年来数量与日俱增的外资企业，不仅叉车使用意识强，而且倾向于中高档产品，再加上叉车使用范围广泛，用户群层次多样、使用场合如仓储等很多应用领域对叉车的排放、噪音等要求较高，另外叉车产品本身绝对价值较低，高低端产品价格差异不大，高端用户对价格及价格差异均易于接受。因此中高档产品（进口及合资产品）有相当的市场需求；故而数倍于本土产品价格的外资高档产品也能够找到足够的细分市场得以迅速发展。

经过 10 年的时间，目前我国独资、合资叉车生产企业已有 10 余家，而且都是在世界工业车辆排行榜上有名的制造商，如德国的林德公司、美国的海斯特公司都是世界上工业车辆领域内数一数二的企业。

（五）品牌竞争、可靠性竞争、价格竞争、规模竞争将进一步突出

叉车用户多数都是“单位”而不是“个人”，这些用户的最大特点就是成熟，他们对国内的几个叉车生产企业非常熟悉，几个主要品牌已“深入人心”，已经形成了品牌效应，对其他企业来讲，这几家企业已经形成了品牌障碍。而这几家企业之间品牌竞争也相当激烈，尤其是市场重合度较高的前两名之间。国内外叉车除了林德产品外技术基本相似或雷同，那么竞争就只有“拼可靠性、拼价格”这是不言而喻的。而规模竞争实际支撑的是价格竞争、品牌竞争和渠道竞争。

（六）全行业出口大幅度增长

2004 年我国国内企业开始将目光投向国际市场，出口已经成为国内企业新的利润增长点，尤其是 2004 年叉车出口大幅增加（见表 4）。

表 4、我国 2004 年叉车进出口情况

	进口	同比增长	出口	同比增长
电动叉车	6134	22.1%	4336	177.8%
未列名叉车	4915	-23.1%	822223	49.6%
机动叉车	3676	-4.6%	5331	67.0%

数据来源：工程机械协会、招商证券

04 年与出口的高速增长相比，进口数量却增长缓慢，进口最多的电动叉车仅增长 22.1%；由此看来，04 年我国叉车出口数量继续呈现了快速增长，而进口则逐渐下降，随着出口产品的增加和进口产品占国内市场份额不断降低，显示我国叉车企业竞争力正在不断加强。

（七）我国叉车业未来几年将保持 20% 的增长速度

目前我国叉车的市场需求量在 5.1 万台左右，业内专家预测在近五年内需求量将逐步上升到 8 万台左右，并仍将保持在 20% 左右的增长速度。

（八）国内叉车行业普遍缺乏核心竞争力

我们前面分析了我国叉车行业目前的局面是“行业集中度高”，这实际上反映出的是我国大多数叉车生产企业缺乏核心竞争力已被逐步淘汰。

从历史看，我国叉车技术几乎全部为“舶来品”，全行业普遍缺少核心技术，叉车行业

的核心技术主要体现在“关键零配件”的设计制造能力、整机的可靠性等方面。许多小企业由于缺乏核心技术，靠外购零配件组装为生，就会导致这些企业的产品电器故障较多、传动件噪声较大、操作设施简陋，设备可靠性差，几乎没有技术附加值和品牌附加值，所得收益几乎全部来自于单纯的加工利润，通俗说就是“辛苦钱”。

叉车规格分级特别细，因而关键零配件（如减速器、制动器、电控设备等）的规格也很多，自制率的提高有很高的难度，新进入的企业若没有核心技术、没有规模依托、不仅做不到关键零配件的自制，而且提高自制率反而不经济，而主要零配件全部外购又会导致企业的成本居高不下，从而快速失去竞争力。现阶段我国叉车行业两极分化，前 5 位企业市场占有率高达 92%，而其余 30 多家企业市场占有率不到 10%，整个叉车市场“马太效应”明显，众多小企业已经失去了生存的空间和意义。

四、安徽合力的核心竞争力

叉车行业的核心力缘于拥有“核心技术”和较高的“零配件自制率”，对于制造企业来说没有核心技术和自主品牌就没有竞争力。

（一）核心技术自主控制权达到 90% 以上不惧外资进入

我国很多制造企业由于没有核心技术，扮演的只是加工厂的角色，利润的大头源源不断的让国外产业拿走了。没有核心技术仅仅依靠“国际化配套”，一旦外资企业大举进入中国的时候，本土及外资企业的原材料成本和人力成本站在同一水平上，那么技术、品牌就成为竞争的主要因素。核心技术是企业立足之本。

随着我国经济融入世界的速度加快，原创成了我国企业说不出的痛，**制造企业若没有核心技术和自主品牌，就会失去竞争能力。**

安徽合力通过合作、合资实现了快速成长的目标，在 20 多年的发展中，安徽合力坚持以自主品牌走向市场，在吸收外企先进的技术与管理的同时，严格认真地消化引进技术，注重培养人才；强调以我为主、不断创新；坚持以自主品牌走向市场，保留了自主创新的原动力，安徽合力的“核心技术自主控制权”达到 90% 以上，**叉车的泵、阀、缸、变速箱、液压件等关键另部件均由企业自己生产**，扭转了过去叉车关键另部件几乎完全依赖进口的被动局面，企业的技术创新已从“仿创”走向“原创”。是自主知识产权、自主品牌、自主原创让“合力”的品牌站稳了脚跟，使企业始终保持和谐的发展轨道上。

（二）“合力”品牌是中国叉车第一品牌

品牌的重要性不言而喻，“合力”品牌已有 25 年的历史，是中国叉车的第一品牌，在叉车行业是我国在国际上最知名的民族品牌；“合力”不仅在国内闻名遐尔，在世界经销商和用户中的知名度也很高，目前“合力”品牌已成为商务部“重点培育和发展的出口品牌”。公司这些年来一直在向国外申请 HELI（合力）商标的注册工作，到目前为止已在美国、欧盟等 25 个国家注册成功，另有近 30 个国家正在注册中。

（三）行业内配套最完善、自制率最高、成本控制最有效的企业

在叉车行业，如果整机企业具备一定的规模，**提高自制率是进行成本控制的有效方法**，如果从理论上解释就是“降低交易成本”和“截留附加值”。

这两者是相当可观的，特别是“交易成本”最值得关注，对于具有一定规模的整机企业来说，从那些“五脏俱全、规模小、效率低、不具备基本研发能力的‘专业’配套企业”配套和自己上关键配套件项目相比，效果有显著的不同，尽管理论上这样做是不可取的，但现实当中它可以帮助我们“少花冤枉钱”，实际就是“结构效益”、“资源配置效率决定经济性”问题。

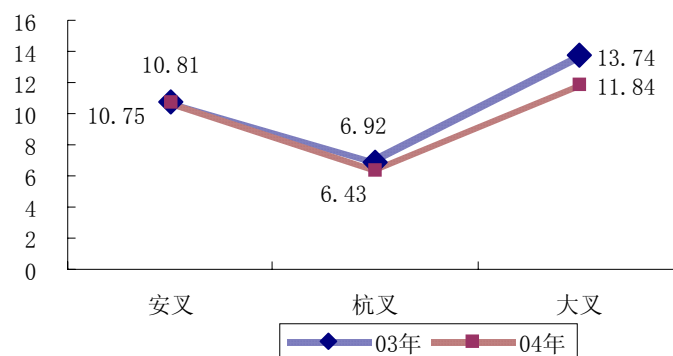
对于一些意欲“做大”的企业，更应该明确的规划关键配套件的发展了。

叉车行业提高自制率的**重点对象是传动件**，不同的是叉车规格分级特别细，在销量比较大的1-4吨产品中，共有1、1.2、1.5、1.7、2、2.5、3、3.5、4九种规格，因此传动件规格也很多，提高自制率有一定的难度，而如果没有规模依托，提高自制率反而不经济，但对于具备了一定规模的企业来说可以通过提高变速箱、驱动桥生产的柔性程度在一定程度上缓解这一矛盾。

公司在1999-2002年进行了多项并购和大规模技改，实现了完善内部配套体系、增强质量、成本的可控性，从而提高质量、降低成本；通过并购垄断了行业优质配套资源、培植了竞争优势。并购了：宝叉四厂项目、收购蚌埠液力机械厂、收购安庆车桥厂项目。

合力目前是我国行业内自制率最高的企业。通过对比我们可以发现，合力的产品与杭叉相比属于同种类型的产品但市场占有率和价格均高于杭叉。（见图13，大连叉车厂主要产品是大吨位的叉车，因而单价高于安叉、杭叉）

图13、国内排名前三位的叉车生产企业叉车平均销售单价比较

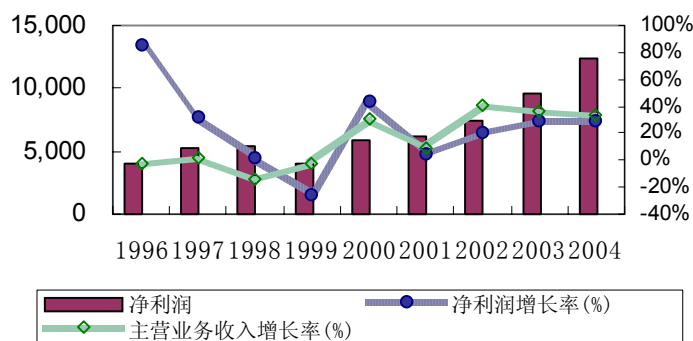


数据来源：工程机械协会、招商证券

（四）经营风格稳健、规模效益显现

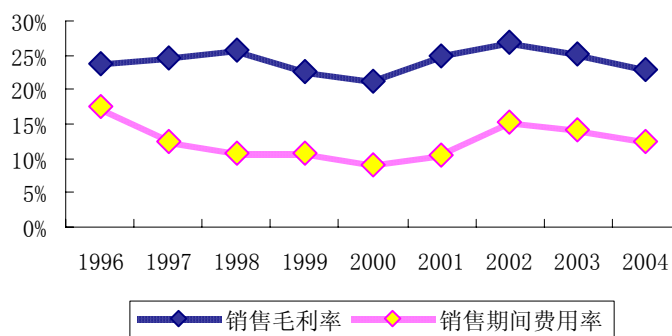
公司经营风格稳健，自成立以来40多年从未亏损；近年来公司产品销售收入连续3年保持33%以上的增长速度、净利润连续3年保持了20%以上的增长速度（见图14），随着公司的快速发展，规模效益显现：公司的三项费用持续走低，在钢材涨价的前提下，公司的销售毛利率基本保持了稳定（见图15）。

图 14: 1996-2004 公司销售收入、净利润增长情形



数据来源：公司年报、招商证券

图 15: 1996-2004 年公司产品的销售毛利率和期间费用率比较



数据来源：公司年报、招商证券

（五）设备国内一流、拥有“亚洲第一线”的叉车总装线

中国最大的叉车研发、生产和出口基地，主要经济指标连续 14 年名列全国第一，是中国机械工业核心竞争力三十佳企业，拥有全国叉车行业惟一的国家级技术中心。公司多年来坚持技术创新，抓好事关企业内涵扩大再生产的技术改造，增添了以加工中心为代表的数控设备 70 多台套，使设备新度系数达 70% 以上，建立堪称“亚洲第一线”的叉车总装线及各种生产线与组装线十余条，使工艺装备水平一步跃入国际先进水平。

（六）世界领先的“消失模”铸造技术

安徽叉车集团公司为应对国际市场竞争，坚持抓好传统产业的结构调整，用世界顶尖的高新技术嫁接传统产业，在一些零部件生产和零部件市场上有了突破性的发展。他们针对一些国家，尤其是发达国家对冷加工投入的人、财、物较大，而对热加工却由于耗能、污染、占地、劳动强度高而少有投入的状况，该公司反其道行之，研究开发出一次成型、精密度较高的“消失模”高科技铸造技术，迎合了国际市场对产品铸造件尤其是薄壁铸件精、巧、细的要求，国内外市场前景非常广阔，不仅救活了一个快要破产的千人老铸造厂，

使中国铸造技术跨入到国际铸造技术先进行列，同时也使自身叉车产品的铸件品质达到了全面的提升。

五、财务状况良好且注重投资者回报

（一）财务状况良好

表 5：公司主要财务指标

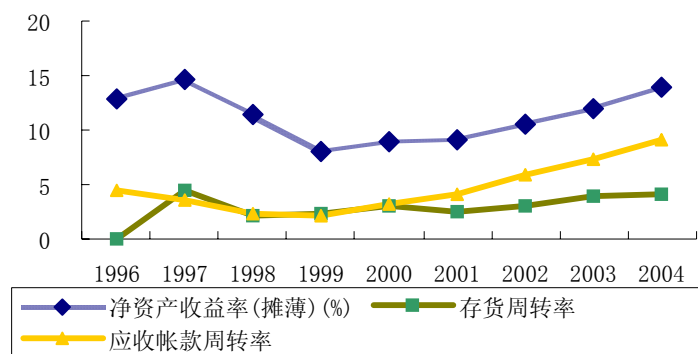
主要财务指标	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
净利润（亿元）	0.61	0.74	0.95	1.23
每股收益（元）	0.30	0.36	0.31	0.40
每股净资产（元）	3.27	3.44	2.60	2.87
主营业务利润率（%）	24.14	26.32	24.97	22.66
净资产收益率（%）	8.64	9.93	11.93	14.00
流动比率	1.86	2.27	3.18	2.65
资产负债率（%）	33.56	25.15	24.00	26.92
应收帐款周转率	4.06	5.88	7.38	9.05
存货周转率	2.56	3.10	3.85	4.04
每股经营现金净流量（元）	0.31	0.57	0.28	0.55

数据来源：上市公告书、招股说明书、招商证券

从财务数据来看，公司应收帐款周转率、存货周转率三年来呈现逐年上升的趋势，应收帐款和存货周转速度逐年加快；公司的每股经营现金流量在 2004 年达到了 0.55 元。

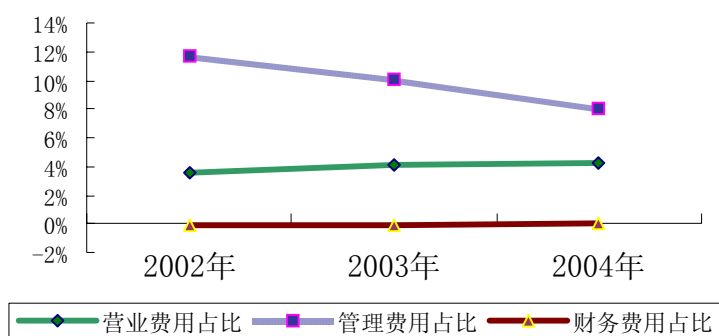
公司净资产收益率从 2001 年的 8.64% 上升到了 2004 年的 14.00%；企业盈利能力逐步增强，公司的三项费用三年来呈现稳步下降的态势（见图 16、图 17），公司的资产负债率三年来维持在 30% 较低的水平，公司的财务数据显示公司经营状态良好、财务状况稳健。

图 16：1996-2004 公司财务指标比较



数据来源：公司年报、招商证券

图 17: 2002-2004 公司三项费用比较



数据来源: 公司年报、招商证券

(二) 注重回报、上市以来“现金分红”充足

公司上市以来在自身取得快速发展的同时也十分重视对投资者的回报, 7 年中有 5 年是现金分红, 累计现金分红 2.53 亿元, 送红股 1130 万股, 资本公积转增 1.59 亿股。

公司对投资者的良好回报使其入选了 2005 年度“上证红利 50 指数”的样本股。

表 6: 1997-2004 年公司分红一览表

报告期	每股收益 (元)	分配方案 (每 10 股)				现金红利发放比例
		派现金 (税前)	实派 (税后)	送红股	转增股	
2004	0.40	1.50	1.20			37.50%
2003	0.31	1.50	1.20			48.39%
2002	0.36	2.00	1.60		5	55.56%
2001	0.30	2.00	1.60			66.67%
2000	0.29	3.00	2.40			103.45%
1998	0.30	3.50	2.80			116.67%
1997	0.55			1	5	

数据来源: 公司年报

(三) 具备含权价值

公司正在进行可转换债券的申请事宜, 因此股权分置改革必须尽快落实, 公司有可能成为安徽省第一家实施股权分置改革的上市公司, 从这个意义上讲, 公司具备含权价值。

六、未来新的利润增长点

(一) “大型集装箱堆高机”将成为公司新的利润增长点

随着市场经济发展和物资流通、商品流通存储的加快, 大型集装箱将会成为运输的主

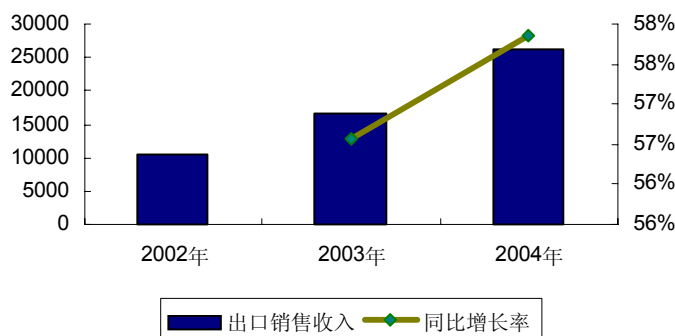
流，且由于城市场地紧张，大型超市的增加，堆放货物需要向空间发展，这些都需要无污染、能举高的**电瓶叉车**，物流设备越来越显示其重要性，公司抓住这一机遇，加大了投入，致力于物流机械的研制，**重点放在大的（如集装箱机械）、高的（用于举高的电瓶叉车）**产品，并已在国内大企业建立了若干个示范仓储设备。

集装箱叉车技术含量高，制造难度大，但价格、利润也相对较高。目前安徽合力“高、大、新”的标志性产品有**40英尺集装箱7层堆高机**（已小批量销往中集集团、上海港口等）该产品替代了日本产品，在效率上甚至高于日本产品、具有很高的性价比，**我国港口对该产品的需求十分旺盛**，公司目前正在合力工业园区里进行“提升大型工程机械关键核心制造能力”的项目建设，达产后将形成规模化的**集装箱堆高机生产组装线**，以更多的替代进口，产品未来发展前景广阔。

（二）不断挖掘新的市场、出口大幅度增长

公司近几年将叉车出口作为产品结构调整的主要方向，公司主导产品出口80%销往欧美等发达国家和地区，2003年同比增长56.56%、2004年同比增长57.87%（见图18），公司出口产品每近三年来复合增长率为57.21%，且毛利率一直维持在27%以上的较高水平；2005年1-5月出口叉车1624台，出口创汇1970万美元、出口销售收入18126万元，增长51.9%、59.2%、63.7%。随着出口产品比例的提高，公司综合毛利率水平将会小幅提高。

图 18：2002-2004 年公司出口销售收入



数据来源：工程机械协会、招商证券

（三）拟发行可转债项目——将借合力工业园跻身世界叉车十强

安徽合力董事会日前通过了拟发行6亿元转债的议案。

安徽合力此前已通过上市及两次配股进行融资，其募集资金使用效率高：1998年公司配股募集资金投入的“消失模铸造技术和工艺”已经达到国际先进水平，所铸造的“MTD箱体”连续两次获中国国际铸造、锻压及工业炉展览会金奖，产品批量出口欧美并向国内汽车行业供货。2000年的配股募集资金项目电瓶叉车、托盘搬运车技改、驱动系统生产技改、油缸基地生产技改项目也都取得了良好的收益，加快了公司产品自制率的提升。

安徽合力此次发行可转债的发展目标是巩固“合力”中国叉车第一品牌地位，并全力打造世界级民族品牌；目前全世界叉车年销量在1万台以上的只有12家企业，合力的工业园的建成将充分发挥专业化规模生产优势，增强公司核心竞争能力。

表 7：发行可转债投资项目

	投资项目
1	提升大型工程机械关键核心制造能力技术改造
2	提升 20000 台叉车生产能力技术改造
3	高强度铸件扩大生产能力技术改造
4	扩大 V 法平衡重生产能力技术改造
5	扩大“消失模”铸件生产能力技术改造
6	扩大工程油缸生产能力技术改造
7	扩大叉车转向桥生产能力技术改造
8	宝鸡合力叉车厂提升产品生产能力技术改造

表 8：募集资金达产后产品新增产能

	产品	数量
1	小吨位平衡式内燃叉车	20000 台
2	电动叉车	12000 台
3	牵引车	2500 台
4	大型装运设备	9000-14000 台
5	备料件	8 万吨
6	其他 关键核心零部件	13 万台套

四、估值分析

（一）与国际同行业上市公司的估值比较（P/E、P/B 法）

表 9：与国际排名前 10 位的叉车公司比较

公司名称	EPS (05)	EPS (06)	EPS (07)	股价	每股净资产	单位	PE (05)	PB (05)
1. 丰田 (Toyota)	365.691	363.353	402.741	4190.00	2767.67	日元	11.46	1.51
2. 林德 (Linde)	3.772	4.22	4.469	56.58	33.88	欧元	15.00	1.67
3. 北美纳科 (NACCO)				110.65	83.76	美元		1.32
4. 永恒力 (JUNGHEINRICH)	1.550	1.694	1.883	未上市	11.52	欧元		
5. 皇冠 (Crown)								
6. 小松 (Komatsu)	156.35	61.3		707	817.31	日元	5.23	0.87
7. 三菱/卡特彼勒 (Mitsubishi/Cat)	3.318	2.579	4.669	289	390.44	日元	87.10	0.74
8. 日产 (Nissan)	122.25	125.358	133.575	1140	604.59	日元	9.33	1.89
8. 曼尼托 (Manitou)	1.884	2.133	2.389	32.09	10.89	欧元	17.03	2.95
10. TCM	12.51	8.46		249	163.21	日元	19.90	1.53
平均*							14.54	1.81
安徽合力	0.48				3.35			

注：在计算平均 PE 值时，我们剔除了样本中明显偏于常态的两家公司（小松和三菱）。

国际排名前列的知名公司的平均 PE 是 14.54 倍，计算出安徽合力的合理价位为 6.97 元 ($14.54 \times 0.48 = 6.97$)；国际知名公司的平均 PB 是 1.81，计算出安徽合力的合理价位为 6.06 元。

(二) 国内相近上市公司比较

表 10 工程机械行业重点上市公司估值表

重点公司	EPS04	EPS05E	EPS06E	EPS07E	PE04	PE05E	PE06E	PE07E	最新价
安徽合力	0.40	0.48	0.51	0.56	12.25	10.21	9.61	8.75	4.90
三一重工	1.36	1.20	1.30	1.50	9.71	11.00	10.15	8.80	13.2
中联重科	0.75	0.70	0.75	0.80	7.47	8.00	7.47	7.00	5.60

数据来源：招商证券

叉车在国内尚无第二家上市公司，我们权且用工程机械的上市公司作为参考，工程机械的上市公司 PE 在 10 左右，考虑到叉车使用范围广泛、受宏观调控的影响远远小于工程机械行业其他产品，我们将安徽合力的 PE 值上浮 40%，这样估算出的合力的合理定位也在 6.72 元。

(三) DCF 法估值

根据 DCF 方法估值，得出安徽合力的合理价位为 6.76 元。

表 11: DCF 法估值相关参数

指标	数值
行业平均 Beta	0.989
无风险利率	3.60%
风险溢价	8.00%
行业平均权益成本 (Ka)	11.51%
公司股价 (元)	4.90
发行在外股数	30695.45
股票市值 (E)	150407.69
债务总额 (D)	10407.30
公司长期贷款利率 (Kd)	5.94%
所得税率	16.00%
债务成本	4.99%
股票 Beta	0.839
公司权益成本	10.31%
资本结构中权益的比例 (E/(D+E))	93.53%
资本结构中负债的比率 (D/(D+E))	6.47%
加权平均资本成本 (WACC)	9.97%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FCF	10,144.5	9,451.1	5,283.3	(4,916.5)	8,770.3	19,778.0	20,341.8	32,257.5	25,836.0
终值									290,986.2

表 11: DCF 估值结果

股权价值 (亿元)	20.76
P (元)	6.76

数据来源: 招商证券

(四) 盈利预测表

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	24414	32135	42449	50170
应收帐款净额	15313	18472	25646	28724
其他应收款净额	745	722	971	1087
存货净额	29840	35809	40008	55080
流动资产合计	72980	90361	112683	139824
固定资产合计	43195	41083	38350	35271
资产总计	123888	138988	158408	182301
短期借款	4500	1500	1500	3000
应付帐款	16534	19741	21771	24321
预收帐款	1254	1274	1423	1590
应付福利	957	1035	1162	1455
其他应付款	1772	1800	1900	2000
流动负债合计	27588	28143	30794	35502
长期负债合计	6955	6895	6895	6895
负债合计	34543	35038	37689	42397
少数股东权益	1164	1164	1164	1164
股本	30695	30695	30695	30695
资本公积金	24424	24424	24424	24424
股东权益合计	88182	102786	119555	138740
负债股东权益合计	123888	138988	158408	182301

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	16661	14016	13544	9473
投资活动现金流量净额	18	(3002)	(3002)	(3002)
筹资活动现金流量净额	162	(3293)	(228)	1250
现金期末余额	36742	32135	42449	50170
现金期初余额	19900	24414	32135	42449
现金净增加额	16841	7721	10314	7721

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	136790	164148	183846	205907
减: 主营业务成本	105460	127362	142297	158960
主营业务税金及附加	332	328	386	453
主营业务利润	30998	36457	41163	46494
加: 其他业务利润	629	690	830	900
营业费用	5757	6894	7703	8607
管理费用	10995	12935	14524	16164
财务费用	132	293	228	250
营业利润	14743	17025	19538	22373
加: 投资收益	15	18	25	26
营业外收入	121	125	130	140
减: 营业外支出	394	202	230	250
利润总额	14882	17386	19963	22839
减: 所得税	2386	2782	3194	3654
净利润	12349	14604	16769	19185

财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	22.90%	22.41%	22.60%	22.80%
销售净利率	9.03%	8.90%	9.12%	9.32%
净资产收益率	14.00%	14.21%	14.03%	13.83%
负债能力				
流动比率	2.65	3.21	3.66	3.94
速动比率	1.56	1.94	2.36	2.39
资产负债比率	0.28	0.25	0.24	0.23
现金流量				
每股经营现金流	0.54	0.46	0.44	0.31
净利润现金含量	1.35	0.96	0.81	0.49
营运能力				
应收账款周转率	904.57%	971.73%	833.43%	757.42%
存货周转率	404.48%	388.01%	375.37%	334.34%
发展能力				
主营业务收入增长率	33.89%	20.00%	12.00%	12.00%
净利润增长率	29.68%	18.26%	14.82%	14.41%
净资产增长率	17.22%	16.56%	16.31%	16.05%
总资产增长率	17.94%	12.19%	13.97%	15.08%

五、主要风险

（一）钢材涨价的影响

叉车产品的总重量中，钢材重量占了 60% 左右，钢材的价格波动无疑对公司盈利能力有重要影响。但在材料构成中，除钢材外还有配置动力、发动机、底盘、轮胎、传动系统配置、驱动桥，可配置自动换档、半自动系统，转向系统以及工作液压系统、驾驶室，冷暖空调等其他原材料，钢材在采购成本中比重约占到采购成本的 20% 左右。

钢材价格的上涨还带动其他以钢材为原材料的零配件（铆焊件、铸件）的售价上涨，我们这里只讨论钢材作为直接原材料，因其价格上涨对叉车的采购成本的影响以及进而对毛利率的影响。

企业的成本变化因素不是单一的、是比较复杂的，因此我们在此讨论的钢材涨价对叉车的毛利率影响敏感性分析仅做为参考。

表 12、钢材涨价对合力产品毛利率影响的敏感性分析

钢材价格变动 产品价格变动	10%	15%	20%	25%	30%
-5%	17.68%	17.20%	16.72%	16.24%	15.75%
0	21.74%	21.29%	20.83%	20.37%	19.91%
3%	23.99%	23.55%	23.10%	22.66%	22.22%
5%	25.42%	24.98%	24.55%	24.11%	23.68%
8%	27.46%	27.04%	26.62%	26.19%	25.77%
10%	28.76%	28.35%	27.93%	27.52%	27.10%

（二）外资大举进入中国市场对国内企业的威胁

欧洲两大著名叉车生产商上海建立销售公司：一家是意大利的 OM 公司，一家则是芬兰著名的电动叉车和自动导向车辆制造商 Rocla（罗卡）公司；与此同时，韩国叉车制造商帅成（SOOSUNG）公司准备在山东威海建立合资的叉车生产和研发基地；重汽集团专用汽车公司与具有百年历史的韩国克拉克叉车公司签订了合作生产叉车的协议。根据协议规定，今年重汽集团专用汽车公司将完成 800 台叉车的 CKD（进口散件）组装；2006 年将在完成 2000 台 CKD 组装的基础上，再完成 1000 件叉车结构件，实施 SKD（结构半散件）生产；2007 年在完成 2000 台 CKD 组装的基础上，完成 3000 件叉车结构件，实施 SKD 生产。

以上这些消息表明中国叉车市场国际化的特征越来越明显，而且呈现加速之势。这些国外著名叉车品牌的进入带来了资金、技术和先进的管理理念，在一定程度上促进了中国叉车行业的快速发展，同时也给我国的叉车制造企业带来了严峻的挑战。

虽然目前的格局是外商独资和合资企业占领的是叉车中的中高端市场、国内企业占据的是叉车的中低端市场；各自的细分市场不同。但毕竟外资的大举进入对我国企业的威胁是潜在存在的，而一旦外资开始进入中低端市场那么中国企业就将面临严峻考验。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。