

安徽合力(600761)

报告日期: 2023年04月23日

新能源+国际化持续共振, 叉车龙头走向全球

——安徽合力点评

投资要点

- 受益于新能源叉车及国际化业务, 2022年公司业绩表现亮眼, 有望持续向上**
 2022年公司整机销量同比下降5.08%, 但电动新能源产品和国际化业务实现快速发展。2022年公司电动平衡重乘驾式叉车(I类车)销量同比增长22.18%, 电动车销量占比提升至50.96%, 海外收入同比增长56.64%, 带动公司营收规模、归母净利润分别同比增长1.66%和42.62%, 毛利率、加权平均净资产收益率分别同比提升1.44和3.79个百分点, 实现行业龙头地位的持续巩固和核心竞争优势的不断提升, 未来公司业绩有望持续向上。
- 行业电动化趋势明显, 公司抓住机遇重点布局, 产品结构不断优化**
 行业方面, 2018-2022年我国工业车辆行业总销量中, 电动车销量占比由47%增长至64%, 2022年电动平衡重乘驾式叉车销量13万台, 同比增长17%, 销量占比13%, 内燃平衡重式叉车销量37万台, 同比下降15%, 销量占比36%, 行业电动化趋势明显。公司抓住机遇重点布局, 持续推进科技创新, 进一步提升锂电、氢燃料、大吨位混合动力等新能源产品和国四标准绿色内燃产品研发力度, 公司电动新能源车销量占比由2018年的30%增长至2022年的51%, 2022年公司电动平衡重乘驾式叉车实现销量2.78万台, 同比增长22%, 内燃平衡重式叉车实现销量12.79万台, 同比下降14%, 产品结构不断优化。
- 作为叉车龙头市占率稳步提升, 出口表现优于行业, 海外市场有望持续发力**
 2018年公司总销量为13.26万台, 至2022年已达26.08万台, 期间年复合增长率达18.30%, 公司市占率由22.2%提升到24.9%。2022年行业出口销量36.15万台, 同比增长14.5%。公司积极创新业务发展模式, 实现“合力号”合肥港首航发运, 进一步畅通国际物流通道; 同时, 公司持续完善海外市场布局, 分别投资设立合力中东中心、欧亚中心, 进一步提升海外营销服务能力, 公司实现出口销量7.78万台, 同比增长21.91%。出口表现优于行业, 海外市场有望持续发力。
- 围绕“电动化、智能化”发展方向, 统筹投融资工作, 不断促进高质量发展**
 2022年公司成功发行20.47亿元可转债, 通过产业投资实现在整机及智能制造环节的产业升级和关键零部件领域的强链补链, 围绕“电动化、智能化”发展方向, 加快新能源智能工业车辆产业园、合力智能网联工业车辆创新能力项目建设步伐; 结合上下游产业链协同发展需要, 通过国合智能制造产业基金累计完成投资7个项目。此外, 公司还开展衡阳合力、蚌埠液力等子公司增资以及国内外营销机构设立等股权投资项目。通过不断优化产业投资, 进一步贯彻新发展理念, 持续提升公司生产运营效率和规模制造能力。
- 投资建议:** 预计公司2023-2025年归母净利润为11.7亿、14.1亿、17亿元, 同比增长29%、21%、20%, 对应PE分别为13、11、9倍。维持买入评级。
- 风险提示:** 制造业恢复不及预期, 原材料价格波动, 出口不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 15673 | 18247 | 21141 | 24349 |
| (+/-)(%) | 1.66% | 16.42% | 15.86% | 15.18% |
| 归母净利润 | 904 | 1167 | 1413 | 1702 |
| (+/-)(%) | 42.62% | 29.10% | 21.04% | 20.47% |
| 每股收益(元) | 1.22 | 1.58 | 1.91 | 2.30 |
| P/E | 16.81 | 13.02 | 10.76 | 8.93 |

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

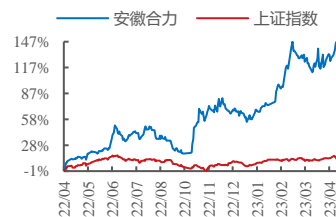
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘
hupiao@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 20.53 |
| 总市值(百万元) | 15,195.91 |
| 总股本(百万股) | 740.18 |

股票走势图

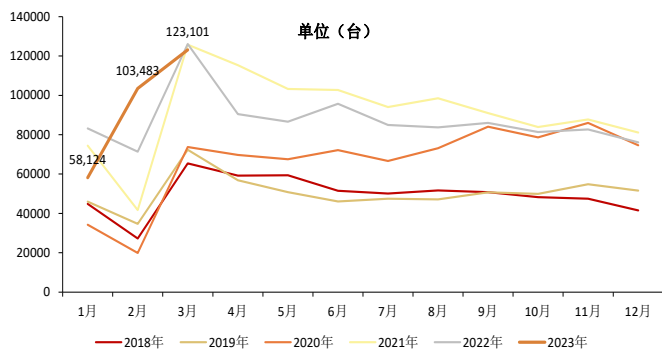


相关报告

- 《2022年预告业绩超预期, 新能源+国际化持续驱动——安徽合力点评报告》2023.01.31
- 《三季报业绩超预期, 行业需求有望边际改善——安徽合力点评报告》2022.10.20
- 《【安徽合力】2021年收入增长20%, 期待盈利能力企稳回升 - 【浙商机械】20220311》2022.03.11

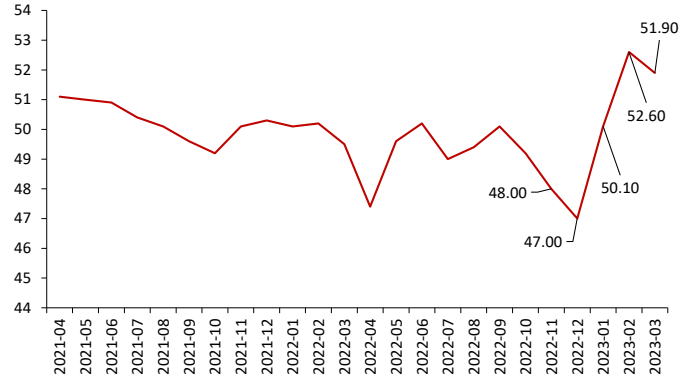
附录：行业销量及制造业 PMI 情况

图1：2023年3月叉车行业销量12.3万台，同比下降2.34%



资料来源：wind，浙商证券研究所

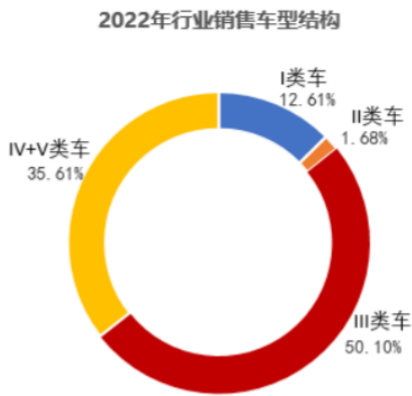
图2：2023年3月制造业PMI为51.9，连续3个月荣枯线以上



资料来源：wind，浙商证券研究所

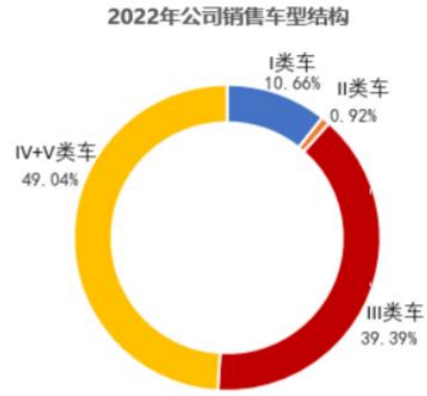
附录：行业及公司产品结构情况

图3：2022年行业I类车销量占比13%，IV+V类车占比36%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图4：2022年公司I类车销量占比11%，IV+V类车占比49%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图5：2022年我国电动工业车辆行业销量占比64%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所（销量单位：万台）

图6：2022年公司电动工业车辆销量占比51%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所（销量单位：万台）

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 10963 | 12018 | 14536 | 17410 |
| 现金 | 3472 | 5009 | 6500 | 8520 |
| 交易性金融资产 | 3341 | 2371 | 2677 | 2797 |
| 应收账款 | 1526 | 1574 | 1867 | 2221 |
| 其它应收款 | 46 | 50 | 55 | 67 |
| 预付账款 | 179 | 219 | 252 | 283 |
| 存货 | 2097 | 2287 | 2699 | 3092 |
| 其他 | 302 | 507 | 486 | 432 |
| 非流动资产 | 3811 | 3761 | 3966 | 4147 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 403 | 331 | 345 | 360 |
| 固定资产 | 2071 | 2151 | 2212 | 2271 |
| 无形资产 | 495 | 574 | 677 | 797 |
| 在建工程 | 271 | 235 | 220 | 206 |
| 其他 | 571 | 470 | 512 | 513 |
| 资产总计 | 14774 | 15780 | 18502 | 21557 |
| 流动负债 | 3885 | 4501 | 5166 | 5534 |
| 短期借款 | 502 | 345 | 458 | 435 |
| 应付款项 | 2479 | 3245 | 3633 | 4061 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 904 | 912 | 1076 | 1038 |
| 非流动负债 | 3509 | 2794 | 3445 | 4416 |
| 长期借款 | 1500 | 2000 | 2433 | 3144 |
| 其他 | 2009 | 794 | 1012 | 1272 |
| 负债合计 | 7394 | 7295 | 8611 | 9950 |
| 少数股东权益 | 605 | 802 | 1055 | 1328 |
| 归属母公司股东权 | 6774 | 7682 | 8836 | 10279 |
| 负债和股东权益 | 14774 | 15780 | 18502 | 21557 |

现金流量表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 770 | 1897 | 1566 | 1961 |
| 净利润 | 1025 | 1364 | 1666 | 1975 |
| 折旧摊销 | 226 | 156 | 169 | 181 |
| 财务费用 | (43) | 136 | 98 | 124 |
| 投资损失 | (73) | (59) | (66) | (62) |
| 营运资金变动 | (338) | 441 | 150 | 138 |
| 其它 | (28) | (141) | (450) | (395) |
| 投资活动现金流 | (1275) | 829 | (573) | (419) |
| 资本支出 | (243) | (181) | (195) | (206) |
| 长期投资 | (113) | 80 | (16) | (16) |
| 其他 | (919) | 930 | (362) | (196) |
| 筹资活动现金流 | 2380 | (1189) | 498 | 478 |
| 短期借款 | (24) | (158) | 113 | (23) |
| 长期借款 | 1200 | 500 | 433 | 711 |
| 其他 | 1204 | (1531) | (49) | (210) |
| 现金净增加额 | 1875 | 1537 | 1491 | 2019 |

利润表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 15673 | 18247 | 21141 | 24349 |
| 营业成本 | 13010 | 14951 | 17199 | 19689 |
| 营业税金及附加 | 93 | 114 | 127 | 148 |
| 营业费用 | 552 | 566 | 740 | 828 |
| 管理费用 | 426 | 425 | 495 | 584 |
| 研发费用 | 616 | 617 | 721 | 845 |
| 财务费用 | (43) | 136 | 98 | 124 |
| 资产减值损失 | 34 | 11 | 16 | 29 |
| 公允价值变动损益 | 41 | 24 | 29 | 31 |
| 投资净收益 | 73 | 59 | 66 | 62 |
| 其他经营收益 | 49 | 39 | 44 | 41 |
| 营业利润 | 1146 | 1548 | 1885 | 2238 |
| 营业外收支 | 18 | 21 | 21 | 20 |
| 利润总额 | 1165 | 1569 | 1905 | 2258 |
| 所得税 | 139 | 204 | 240 | 283 |
| 净利润 | 1025 | 1364 | 1666 | 1975 |
| 少数股东损益 | 121 | 197 | 253 | 273 |
| 归属母公司净利润 | 904 | 1167 | 1413 | 1702 |
| EBITDA | 1454 | 1865 | 2194 | 2576 |
| EPS (最新摊薄) | 1.22 | 1.58 | 1.91 | 2.30 |

主要财务比率

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 1.66% | 16.42% | 15.86% | 15.18% |
| 营业利润 | 30.68% | 35.03% | 21.75% | 18.73% |
| 归属母公司净利润 | 42.62% | 29.10% | 21.04% | 20.47% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 16.99% | 18.06% | 18.65% | 19.14% |
| 净利率 | 6.54% | 7.48% | 7.88% | 8.11% |
| ROE | 13.12% | 14.72% | 15.38% | 15.83% |
| ROIC | 11.68% | 14.17% | 14.37% | 14.58% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 50.05% | 46.23% | 46.54% | 46.16% |
| 净负债比率 | 31.60% | 37.00% | 39.04% | 39.86% |
| 流动比率 | 2.82 | 2.67 | 2.81 | 3.15 |
| 速动比率 | 2.28 | 2.16 | 2.29 | 2.59 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.19 | 1.19 | 1.23 | 1.22 |
| 应收账款周转率 | 11.50 | 11.86 | 12.45 | 12.11 |
| 应付账款周转率 | 6.86 | 7.07 | 6.95 | 7.10 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.22 | 1.58 | 1.91 | 2.30 |
| 每股经营现金 | 1.04 | 2.56 | 2.12 | 2.65 |
| 每股净资产 | 9.15 | 10.38 | 11.94 | 13.89 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 16.81 | 13.02 | 10.76 | 8.93 |
| P/B | 2.24 | 1.98 | 1.72 | 1.48 |
| EV/EBITDA | 4.13 | 6.13 | 4.81 | 3.61 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>