

安徽合力 (600761)

公司研究/深度报告

专注叉车主业，打造全球巨头

—叉车系列深度研究

深度研究报告/机械

2021年02月25日

报告摘要:

● 国内份额持续提升，海外市场拓展加速

国内制造业景气度持续提升，叉车行业高景气度可持续。国内叉车行业长期成长空间广阔，短期、中期和长期都有增长的驱动力。公司作为国内叉车龙头，有望获得优于行业的增速，公司将持续受益于行业空间+市占率提升。目前公司叉车订单饱满，部分叉车已经从3-5%的涨价幅度，提升到5%-8%的幅度，公司盈利能力和空间持续改善。此外，公司拥有完善的产品营销网络、产品线及电动化智能化技术储备，行业地位稳固，随着海外渗透率的不断提高以及公司叉车性能的持续优化，公司全球市占率将进一步提升，有望成为叉车行业的国际性巨头。

● 制造业景气度高，国内叉车行业成长空间广阔

国内叉车长期市场空间广阔，短期迎来高增长。短期来看，行业高增长的原因主要包括：1) 疫情后国内需求逐步恢复，制造业回暖；2) 国外疫情持续恶化，国内出口需求实现较快增长，驱动制造业景气度进一步提升；3) 行业景气度较高的背景下，增购及置换叉车需求增加。

长期来看，我们认为叉车行业可以持续增长的原因包括：1) 国内人工成本上升，搬运等体力工人供给严重缺乏，叉车对人工的替代是长期逻辑；2) 过去5年电动叉车占比逐步提升，目前国内份额已经占到50%左右，未来仍将长期对燃油叉车进行替代；3) 智能仓储的渗透率提升，驱动AGV应用的逐步提升；4) 国内目前每百亩工业厂房叉车数量相比美国和日本显著较低，未来可提升空间仍然巨大；5) 国内叉车出口占比不到25%，海外渗透率可提升空间大。

● 行业集中度加速提升，高景气度可持续

2013-2019年，公司的市场份额保持在20%以上的水平，并且保持稳步增长，2020年公司国内的市场份额提升到27.5%左右，行业集中度进一步提升，连续30年保持国内第一。2020年二季度，疫情对公司销量逐步消除，部分滞后的销量需求开始释放，4月销量同比增速达到30%以上，并且在6月达到80%以上，8月和9月的销量同比增速达到约97%，明显优于行业的平均增速，行业集中度加速提升。

2020年四季度，由于行业的高景气度，供需关系趋于紧张，公司对部分叉车产品实施3-5%的涨价措施，到年底涨价幅度达到5-8%。我们认为，由于国内制造业的持续回暖、海外需求的增加以及人力替代等原因，国内叉车行业的高景气度是可持续的，公司作为行业龙头，有望获得超越行业的增速，业绩和销量的边际改善可期。

● 对标国际巨头，海外拓展可期

长周期内，公司将对标国际前六的龙头企业，主要通过几个维度：1) 持续增加研发投入，增厚公司的技术壁垒；2) 积极布局锂电叉车、混动叉车和LNG/LPG等新能源叉车，以及智能化方向的布局；3) 数字化赋能提升公司品牌力，增加品牌宣传的力度和广度；4) 逐步拓展海外经销商渠道，提升海外市场的份额。

公司目前海外市场份额可提升空间仍然很大，目前公司的全球品牌力、海外经销商渠道以及物流等问题是海外市场拓展的难点，随着公司在智能化和新能源方向的布局、品牌宣传上的发力以及海外经销商网络的完善，海外市场的拓展可期。

推荐

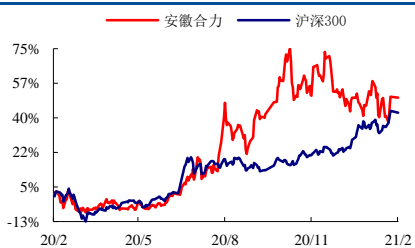
首次评级

当前价格：14.91元

交易数据 2021-2-24

近12个月最高/最低(元)	16.56/9.01
总股本(百万股)	740
流通股本(百万股)	740
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	112

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：徐昊

执业证：S0100520090001
电话：021-60876739
邮箱：xuhao_yj@mszq.com

研究助理：关启亮

执业证：S0100120030002
电话：021-60876757
邮箱：guanqiliang@mszq.com

研究助理：张建业

执业证：S0100120080003
电话：010-85127604
邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

● 投资建议

预计 2020-2022 年，公司实现营业收入 125.24/145.75/170.24 亿元，实现归母净利润为 7.92/10.61/12.83 亿元，当前股价对应 PE 为 14/10/9 倍。我们参考行业内 5 家可比公司的估值情况，2021 年平均估值约为 15 倍，安徽合力 2021 年的估值约为 10 倍，估值明显低于行业平均水平，考虑到公司为叉车行业龙头，销量和业绩确定性强，估值仍有较大的提升空间。

从 PB 的角度看，公司目前 PB 不足 2.5 倍，明显低于叉车行业内可比公司的 PB 水平，公司估值提升空间仍较大。综上所述，从 PE 和 PB 的角度，参考行业内可比公司的估值情况，结合公司的行业地位，公司估值仍有提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

国内制造业景气度不及预期风险，叉车行业景气度不及预期风险，叉车行业集中度提升不及预期风险，叉车出海不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,130	12,524	14,575	17,024
增长率 (%)	4.8%	23.6%	16.4%	16.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	651	792	1,061	1,283
增长率 (%)	11.8%	21.5%	34.1%	20.8%
每股收益 (元)	0.88	1.07	1.43	1.73
PE (现价)	16.94	13.94	10.40	8.60
PB	2.22	1.91	1.62	1.36

资料来源：合力集团公告、民生证券研究院

目录

1 制造业景气度高，国内叉车行业成长空间广阔	4
1.1 国内叉车销量快速增长，出口量持续增长	4
1.2 制造业景气度提升，叉车需求持续增加	6
1.3 电动叉车占比提升，AGV 叉车发展迅速	8
2 行业集中度加速提升，高景气度可持续	13
2.1 销量稳健增长，盈利能力持续改善	13
2.2 产品型号完善，海外布局空间大	16
2.3 锂电池价格持续走低，锂电叉车降本趋势明确	19
3 对标国际巨头，海外市场拓展可期	21
3.1 项目建设持续投入，产能持续扩张	21
3.2 加速布局叉车电动化、智能化，持续优化产品结构供给	21
3.3 海外营收快速增长，有望成为全球叉车巨头	22
4 估值简析与投资建议	25
5 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 制造业景气度高，国内叉车行业成长空间广阔

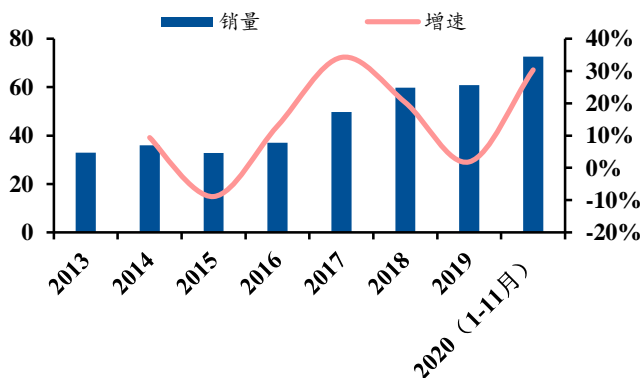
1.1 国内叉车销量快速增长，出口量持续增长

国内叉车长期市场空间广阔，短期迎来高增长。短期来看，行业高增长的原因主要包括：1) 疫情后国内需求逐步恢复，制造业回暖；2) 国外疫情持续恶化，国内出口需求实现较快增长，驱动制造业景气度进一步提升；3) 较为宽松的流动性环境下，叠加需求较好的背景，增购及置换叉车需求增加。

长期来看，我们认为叉车行业可以持续增长的原因包括：1) 国内人工成本上升，搬运等体力工人供给严重缺乏，叉车对人工的替代是长期逻辑；2) 过去5年电动叉车占比逐步提升，目前国内份额已经占到50%左右，未来仍将长期对燃油叉车进行替代；3) 智能仓储的渗透率提升，驱动AGV应用的逐步提升；4) 国内目前每百亩工业厂房叉车数量相比美国和日本显著较低，未来可提升空间仍然巨大；5) 国内叉车出口占比不到25%，海外渗透率可提升空间大。

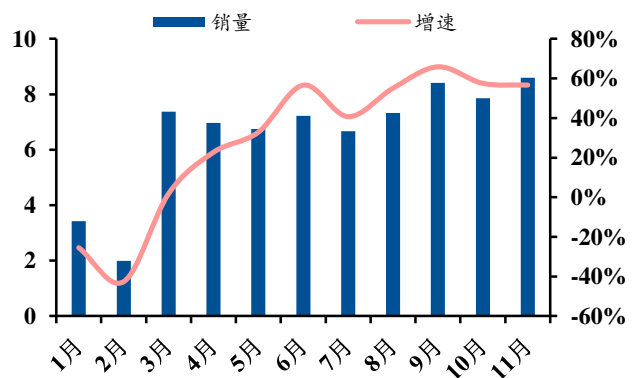
叉车行业高速发展，国内叉车销量增速较快。销量从2013年的32.9万辆增长至2019年的60.8万辆，CAGR超过10%，行业波动上行。2020年1-11月国内叉车销量约73万辆，同比增长30.3%；2020年，一季度国内叉车行业景气度低谷之后，二季度销量出现明显回暖，4月/5月/6月销量同比增速分别为23%/33%/57%，三季度景气度进一步提升，行业同比增速稳定在40%-70%的区间内，持续高增长。

图 1：国内叉车销量（单位：万辆）



资料来源：中国叉车网，民生证券研究院

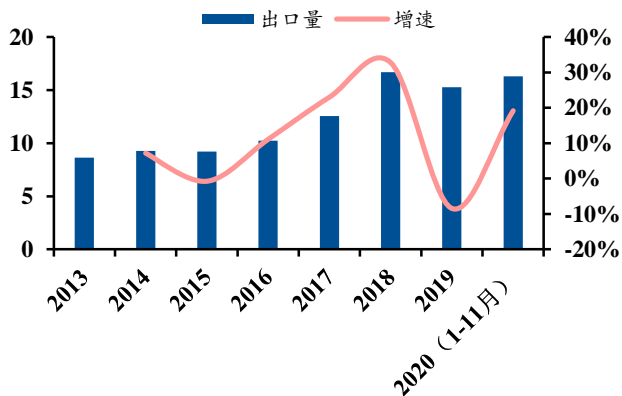
图 2：2020 年国内叉车销量（单位：万辆）



资料来源：中国叉车网，民生证券研究院

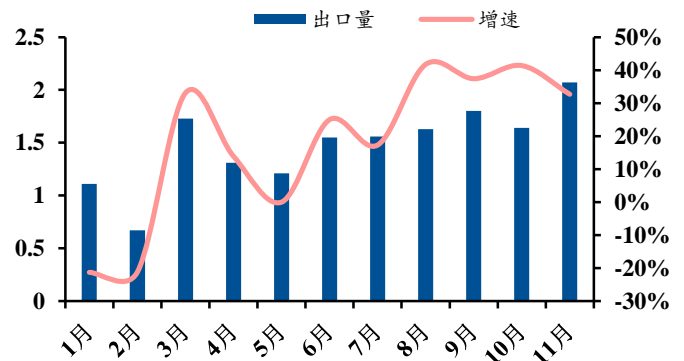
国内叉车出口量持续增长，海外市场竞争力不断增强。国内叉车出口量从 2013 年的 8.7 万辆增长至 2019 年的 15.3 万辆，CAGR 约达 10%。2020 年 1-11 月国内叉车出口量 16.3 万辆，同比增长 19.2%；其中 6 月叉车出口量逐步回暖，8-11 月增速显著提升，平均增速达 38.3%。

图 3: 国内叉车历年出口量 (单位: 万辆)



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

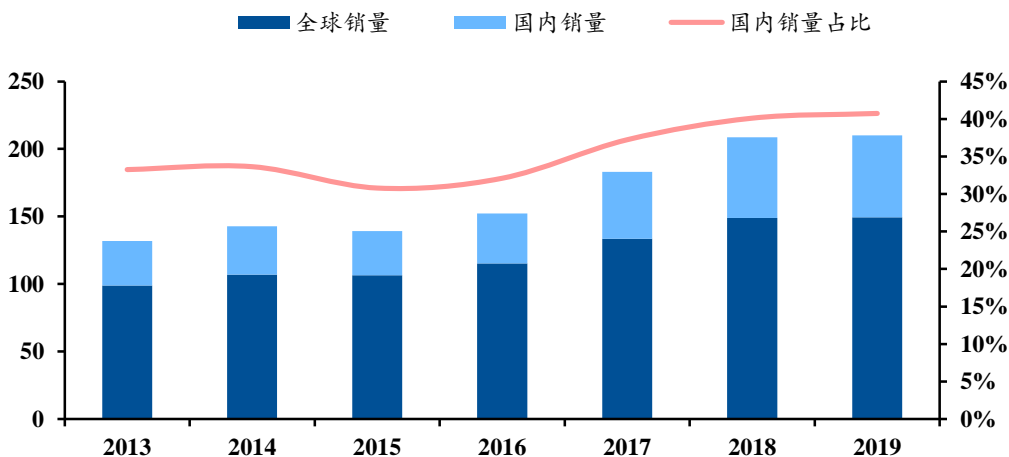
图 4: 2020 年国内叉车出口量 (单位: 万辆)



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

全球叉车销量实现稳健增长, 国内叉车销量占比逐步提升。全球叉车销量从 2013 年的 98.9 万辆增长至 2019 年的 149.3 万辆, CAGR 为 7.1%。全球叉车销量增速低于国内, 国内叉车行业的份额进一步提升, 成为世界叉车主要消费市场。海外疫情加重, 导致部分订单转向国内, 中短周期内, 国内和国外的增速差异可能进一步拉大。

图 5: 国内叉车销量占比情况 (单位: 万辆)



资料来源: 世界工业车辆统计协会, 中国叉车网, 民生证券研究院

海外叉车龙头销售收入实现稳定增长, 日本丰田销量领先。从全球范围看, 海外叉车龙头为日本丰田、德国凯傲集团和德国永恒力。2019 年 3 个海外叉车龙头企业的销售收入都实现稳定增长, 日本丰田销售收入同比增长 0.5%; 凯傲集团销售收入同比增长 8.1%; 德国永恒力销售收入同比增长 4.9%。销量方面, 2019 年日本丰田全球销量同比增长 7%, 全球销量排名第一, 市场占有率超过 25%; 凯傲集团和德国永恒力销量分别同比下降 2.1% 和 7%, 其中凯傲亚太业务增长 3.9%, 德国永恒力新叉车业务增长 6%。

日本丰田是销量世界排名第一的叉车制造商, 在全球拥有 100 多个总代理商, 超过 700 个经销商和 9 个生产基地; 凯傲集团是销量世界排名第二的叉车制造商, 在全球 100 多个国家设有分支机构; 德国永恒力是全球最大的电动叉车制造商, 在全球 30 多个国家和地区设有销售和售后

服务公司。

表 1: 国外叉车龙头企业概况

公司名称	国家	简介	销量情况	售后
丰田	日本	日本丰田成立于 1926 年，总部位于日本爱知县。叉车产品包括内燃平衡重式叉车、电瓶平衡重式叉车、前移叉车、电动托盘车、电动堆高车、牵引车及叉车属具等。	2019 年实现销售收入 133.56 亿美元，同比增长 0.5%；销售量同比增长 7%。全球销量第一，占有率超过 25%，在日本市场份额超过 40%。	日本丰田是世界排名第一的叉车制造商，在全球拥有 100 多个总代理商，超过 700 个经销商和 9 个生产基地。
凯傲	德国	凯傲集团成立于 1904 年，总部位于德国威斯巴登，是全球领先的专注于叉车、仓储设备和其他工业车辆的供应商。叉车产品包括内燃平衡重式叉车、蓄电池平衡重式叉车、托盘搬运车、托盘堆垛车、前移式叉车、拣选叉车、防爆叉车及牵引车等。	2019 年实现销售收入 71.73 亿美元，同比增长 8.1%；在全球销售量下降 2.1%。其中北美市场销售量下降了 7.6%，但在亚太业务增长了 3.9%。	凯傲集团是欧洲第一、全球第二的叉车制造商，在全球 100 多个国家设有分支机构。
永恒力	德国	德国永恒力成立于 1953 年，总部位于德国汉堡。叉车产品包括内燃平衡重式叉车、电动平衡重式叉车、拣选叉车、前移式叉车、牵引车、电动堆垛机、电动托盘车、手动托盘车等。	2019 年实现销售收入 45.76 亿美元，同比增长 4.9%；销售量同比下降 7%。新叉车业务增长 6%。	德国永恒力是全球最大的电动叉车制造商，在全球 30 多个国家和地区设有销售和售后服务公司。

资料来源：中国叉车网，民生证券研究院

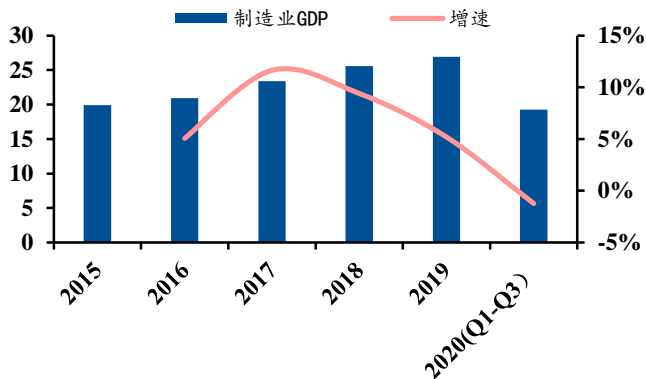
表 2: 全球前 10 名叉车制造商排名

2019 排名	公司	2016 年收入	2017 年收入	2018 年收入	2019 年收入
1	日本丰田自动织机株式会社	85.5	113.9	132.9	133.6
2	德国凯傲集团案	58.8	67.6	66.3	71.7
3	德国永恒力集团	32.5	41.2	43.6	45.8
4	日本三菱力至优叉车公司	34.1	38.3	42.7	41.5
5	美国科朗设备集团	29.1	30.8	34.8	37.2
6	美国海斯特-耶鲁物料搬运设备公司	25.7	28.9	31.7	32.9
7	中国安徽合力	9.3	13.5	14.1	14.4
8	中国杭叉集团	7.7	10.8	12.3	12.7
9	韩国斗山工业车辆公司	7.8	9.5	11.2	11.7
10	韩国克拉克物流搬运公司	7.4	7.8	7.9	7.8

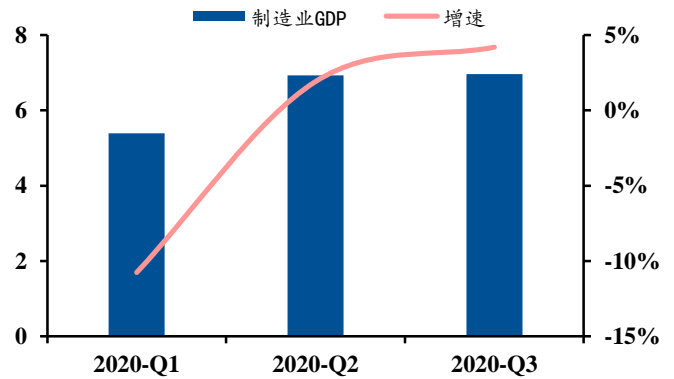
资料来源：《现代物流搬运杂志》，民生证券研究院

1.2 制造业景气度提升，叉车需求持续增加

国内制造业 GDP 持续增长，疫情后行业回暖。国内制造业 GDP 从 2015 年的 19.9 万亿元增长至 2019 年的 26.9 万亿元，CAGR 为 7.8%。2020 年前三季度国内制造业 GDP 为 19.3 万亿，疫情后国内需求逐步恢复，制造业回暖，增速显著提升。叉车的需求与制造业紧密相关，过去 10 年，国内的制造业 PMI 基本保持在 50% 的分位之上，制造业在全球化的驱动下，持续扩张，对叉车的需求持续增加。

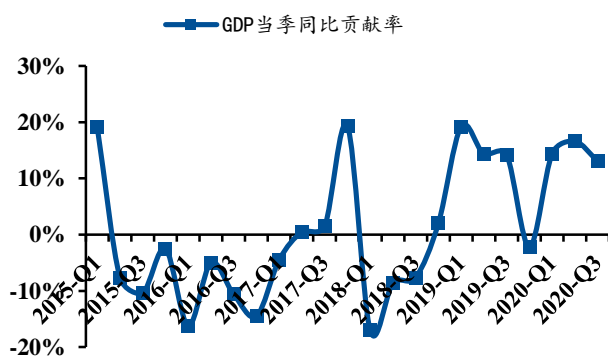
图 6: 国内制造业 GDP (现价) (单位: 万亿元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

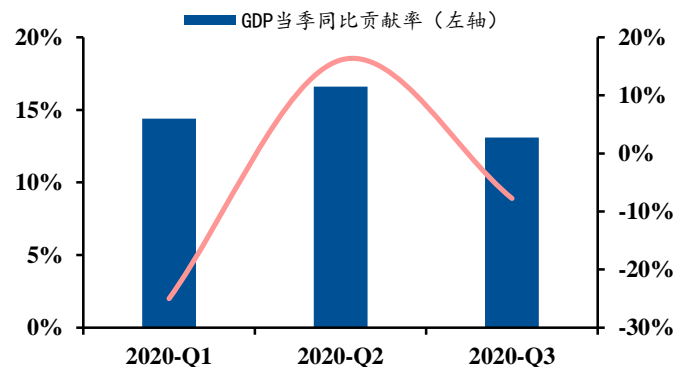
图 7: 2020 年国内制造业 GDP (现价) (单位: 万亿元)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

国内出口需求增长, 驱动制造业景气度进一步提升。货物和服务净出口的 GDP 当季同比贡献率于 2020 年第一季迅速增长, 之后的两个季度也持续处于高位。在疫情的影响下, 海外制造业受到较大影响, 需求转向国内, 国内制造业出现高景气度, 海外疫情控制仍需时日, 且疫情控制后的复工复产也需要一定的时间周期, 中短期来看, 国内制造业的高景气度仍然可持续。

图 8: 国内 GDP 当季同比贡献率: 货物和服务净出口


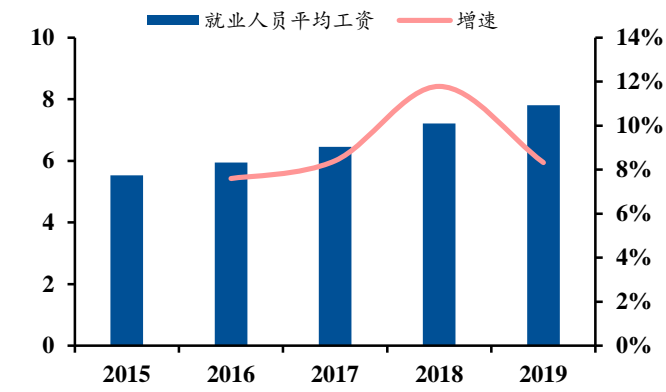
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 9: 2020 年国内 GDP 当季同比贡献率: 货物和服务净出口


资料来源: Wind, 民生证券研究院

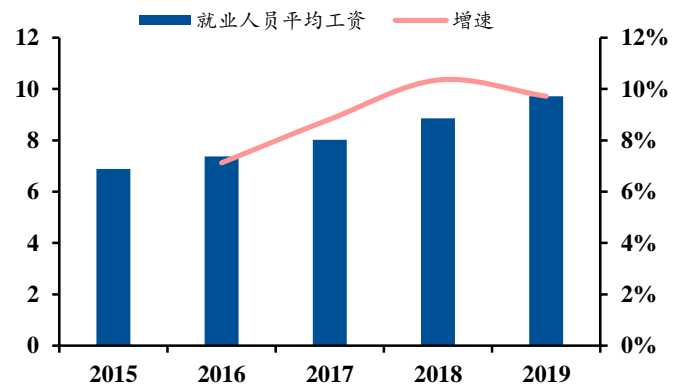
国内人工成本上升, 叉车对人工的替代是长期逻辑。国内制造业就业人员平均工资从 2015 年的 5.5 万元增长至 2019 年的 7.8 万元, CAGR 为 7.1%, 于 2019 年开始增长放缓; 国内交通运输、仓储和邮政业的就业人员平均工资从 2015 年 6.9 万元增长至 2019 年的 9.7 万元, CAGR 为 7.1%, 于 2019 年开始增长放缓。随着国内老龄化问题的突出, 人口红利逐步褪去, 人工成本上升显著, 制造业景气度提升, 供需关系变得紧张, 人工成本将持续上升。

图 10: 国内就业人员平均工资: 制造业 (单位: 万元/年)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 国内平均工资: 交通运输、仓储和邮政业 (单位: 万元/年)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 电动叉车占比提升, AGV 叉车发展迅速

国内第一辆内燃叉车在 1958 年诞生于大连叉车厂。国内叉车行业在 1996 年进入加速扩张阶段, 并在 2006 年成为仅次于美国的全球第二大叉车销售市场。2017 年, 公司的年销量超过 10 万辆, 市场份额超过 20%, 价值量市占率超 25%, 行业分化加剧, 集中度加速提升。

电动化: 国内锂电电动叉车在 2016 年开始应用于市场, 并在 2019 年进入高速发展期。2018 年, 适用于叉车的燃料电池模组开始研发, 公司开始积极布局燃料电池叉车。2020 年, 公司全面推进系列产品的升级换代, 混合动力、锂电叉车、LNG/LPG 等新能源叉车批量上市, 智能化 AGV 车辆及车队管理系统全面推向市场, 新产品的产值同比增加超过 13%。

表 3: 国内传统燃油叉车发展历程

时间	事件
1958	国内第一辆内燃叉车在大连叉车厂诞生, 命名为 W-5 型“卫星号”。
1996	合力在上交所成功上市, 国内叉车行业进入加速扩张阶段。
2006	中国成为仅次于美国的全球第二大叉车销售市场。
2007	合力、杭叉、台励福和大众 4 家中国企业名列 2006 年世界叉车制造商前 20 名。
2016	国内锂电电动叉车开始应用于市场, 进入布局及探索阶段。
2017	叉车龙头合力、杭叉集团的年销量均超 10 万辆, 两大龙头销量市占率超 40%, 价值量市占率超 50%, 形成双寡头格局。
2018	潍柴动力与加拿大巴拉德签订协议成立子公司, 共同研发包括适用于叉车的燃料电池模组; 叉车龙头合力、杭叉集团等积极布局燃料电池叉车。
2019	国内锂电电动叉车进入快速发展期。

资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

目前电动叉车和内燃叉车优缺点较为明显。电动叉车可分为电动平衡重叉车、电动乘驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车, 内燃叉车主要类型为内燃平衡重式叉车。相较于内燃叉车, 电动叉车 1) 噪音小、耗能低, 更环保; 2) 适用于狭窄场地, 室内外兼用, 更灵活; 3) 维修简单且成本低, 更耐用; 4) 操作简单, 更易学。

电动叉车的缺点主要包括: 1) 价格相对较高; 2) 充电时间较长; 3) 动力和爬坡能力相对较差; 4) 对路面要求较高, 爬坡能力相对较差。

表 4: 电动叉车与内燃叉车优缺点比较

类别	优点	缺点
电动叉车 电动平衡重叉车 电动乘驾式仓储叉车 电动步行式仓储叉车	环保, 噪音小、耗能低; 灵活, 适用于狭窄场地, 室内外兼用; 故障率低, 维修简单且成本低; 操作简单, 易学	动力不足, 速度慢, 爬坡能力差; 路面要求高; 充电时间长; 购置成本高
内燃叉车 内燃平衡重式叉车	动力大, 速度快, 爬坡能力强; 路面要求低; 加油速度快; 购置成本低	噪音大, 排放废气, 耗能高; 灵活性差, 只适用于室外; 结构复杂, 维修难度大且成本高, 故障率高; 操作前需培训

资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

售价上来看, 3吨的电动叉车单价约 15 万元, 显著高于内燃叉车单价约 7 万元。使用成本上来看, 电动叉车每小时使用成本为约 6 元, 内燃叉车每小时使用成本约 32 元, 电动平衡重叉车两年运营成本约 17 万, 相比内燃叉车两年的运营成本接近 20 万元, 仍有一定优势。国四排放标准预计于 2021 年实施, 内燃机叉车销售均价的提升的同时, 电动叉车的市场份额有望持续提升。

表 5: 3 吨电动叉车和 3 吨内燃叉车不含保养费综合使用成本比较 (单位: 元)

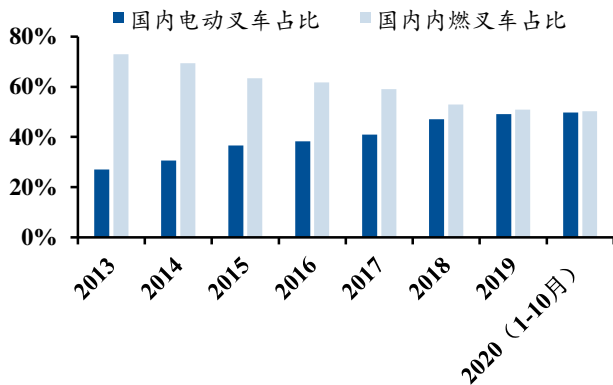
	电动叉车	内燃叉车
采购单价	150,000	70,000
每小时耗电/油耗	7.7 度	6L
度电/油价	0.8	5.3
每小时成本	6.1	31.8
8h/天工作一年成本	12,737	66,398
一年总成本	162,737	136,398
两年总成本	175,474	202,797

资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

国内及出口电动叉车占比逐步提升, 未来仍将长期对燃油叉车进行替代。国内叉车销量结构中, 内燃叉车占比从 2013 年的 73% 下降至 2019 年的 50.9%; 电动叉车占比从 2013 年的 27.1% 提升至 2019 年的 49.8%。2020 年 1-10 月国内电动叉车占比达 49.8%, 接近于同期内燃叉车占比 50.2%, 电动叉车的占比迅速提升。

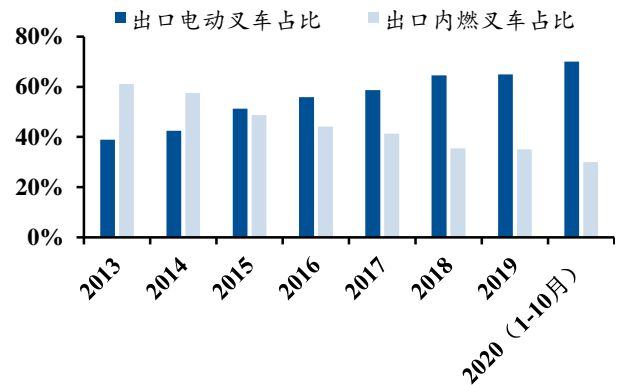
此外, 出口电动叉车从 2013 年的 39% 提升至 2019 年的 65%, 2020 年 1-10 月出口电动叉车占比达 70%, 高于出口内燃叉车占比 30%。同时, 出口电动叉车的占比提升快于国内电动叉车, 电动化趋势的确定性进一步增强。

图 12: 国内电动叉车占比



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

图 13: 出口电动叉车占比



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

氢能叉车: 首款氢能叉车已经推出, 氢燃料叉车拥有电动叉车相同, 零排放和污染, 但是目前制氢成本以及氢能叉车价格仍然较高。

图 14: 氢燃料电池叉车



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

智能化: 随着企业中仓储系统的不断发展, 自动化立体仓库的建立, AGV 无人叉车的发展能够解决工业生产中物流信息量大、人工搬运工作强度大的问题。2019 年以来, 叉车行业增长出现分化, 传统内燃叉车虽仍占有一席之地, 但电动叉车, 特别是电动仓储车保持增长, AGV 需求不断涌现, 现在已经有部分电动叉车代理商开始重视并率先向 AGV 叉车领域积极转型。智能仓储业务将增加叉车的应用场景和跟新叉车的产品置换迭代, 贡献新的增量需求。

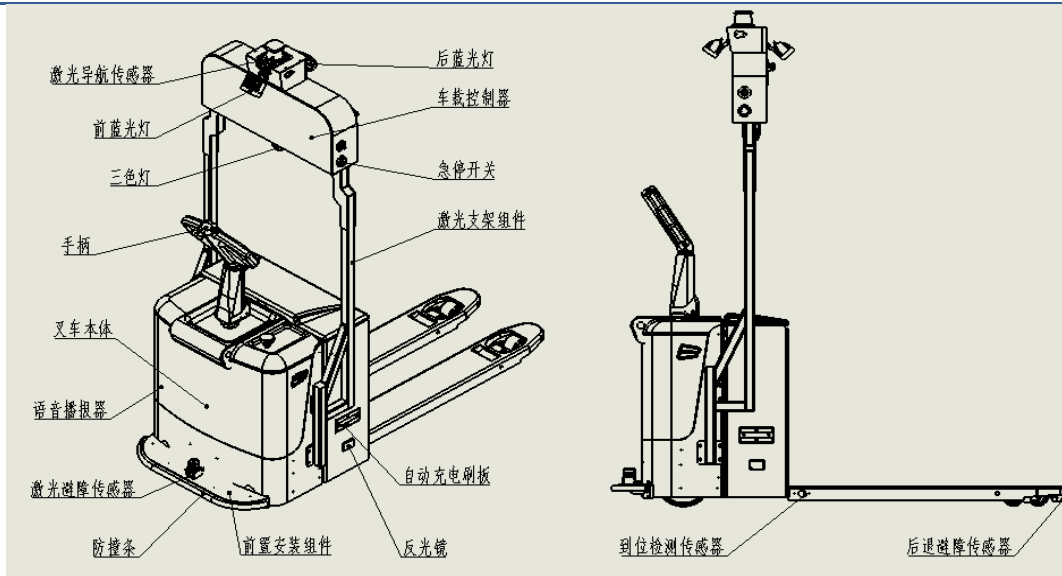
图 15: 无人叉车应用场景



资料来源：第一工程机械网，民生证券研究院

激光叉车整车主要分叉车主体、外部加工件、外部电气元器件三大部分。通过在叉车本体上加装前置安装组件和激光支架，将电气元器件安装并固定在车身上。在激光叉车运行期时，各路传感器和其他配件配合发挥各自的作用，将采集的信号传输给控制器，进而控制整车的运行和调度。AGV 叉车可实现自动分配任务、自动装载和卸载托盘、自动搬运物料至目标站点。

图 16: 激光叉车的整体结构示意图



资料来源：中国 AGV 网，民生证券研究院

随着物流业等行业的发展，叉车正在逐渐从手动向自动化叉车方向升级，通过产品的技术迭代增加产品单位价值量，仓储叉车销量有望进一步提升，成为行业新兴增长点。传统的人工仓储和机械化仓储主要靠人工和搬运车、堆垛机等设备实现物资的搬运、存储和管理；自动化仓储在机械仓储的基础上引入 AGV/RGV、自动货架等先进设备系统；集成自动化仓储可实现整个系统有机协作，智能自动化仓储可实现对仓储进行执行控制。

表 6: 仓储物流发展阶段

发展阶段	特点
人工仓储	物资的搬运、存储和管理主要靠人工实现
机械化仓储	用搬运车、堆垛机等设备来部分取代人工
自动化仓储	在机械仓储的基础上引入 AGV/RGV、自动货架等先进设备系统
集成自动化仓储	以系统集成作为特征, 实现整个系统有机协作
智能自动化仓储	运用互联网技术、自动分拣技术、光导技术、射频识别等对仓储进行执行控制

资料来源: Wind, 民生证券研究院

综合来看, 国内叉车行业长期成长空间广阔, 短期、中期和长期都有增长的驱动力, 中短期主要受到因素包括: 1) 国内疫情后制造业复苏; 2) 海外疫情影响产能, 需求转向国内, 出口回暖; 3) 疫情后的人工替代; 4) 宽松的流动性环境; 5) 行业集中度提升。

长期来看, 叉车行业将在电动化和智能化的变革下, 国内龙头有望依托国内高速增长的市场, 并在全球范围内持续提升份额, 逐步成长为具有强竞争力的全球巨头。

2 行业集中度加速提升，高景气度可持续

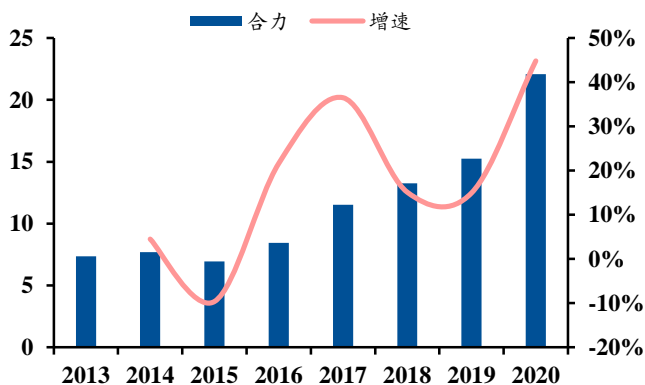
2.1 销量稳健增长，盈利能力持续改善

公司叉车销量增长稳健，市场份额逐步提升。公司叉车销量从 2013 年的 7.4 万辆增长至 2019 年的 15.2 万辆，CAGR 为 12.7%。2020 年公司叉车销量为 22.1 万辆，同比增长 44.9%，2020 年销量增速显著超出市场预期的 15% 左右的增速。

2013-2019 年，公司的市场份额保持在 20% 以上的水平，并且保持稳步增长，2020 年公司国内的市场份额提升到 27.5% 左右，行业集中度进一步提升，连续 30 年保持国内第一。2020 年二季度，疫情对公司销量逐步消除，部分滞后的销量需求开始释放，4 月销量同比增速达到 30% 以上，并且在 6 月达到 80% 以上，8 月和 9 月的销量同比增速达到约 97%，明显优于行业的平均增速，行业集中度加速提升。

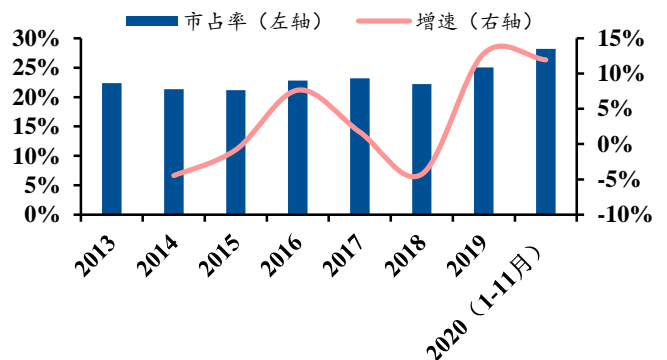
2020 年四季度，由于行业的高景气度，供需关系趋于紧张，公司对部分叉车产品实施 3-5% 的涨价措施，到年底涨价幅度达到 5-8%。我们认为，由于国内制造业的持续回暖、海外需求的增加以及人力替代等原因，国内叉车行业的高景气度是可持续的，公司作为行业龙头，有望获得超越行业的增速，业绩和销量的边际改善可期。

图 17: 安徽合力叉车销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司集团公告, 民生证券研究院

图 18: 合力集团国内市占率

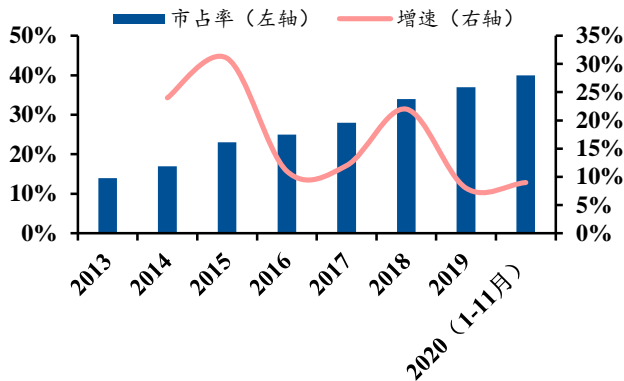


资料来源: 公司集团公告, 民生证券研究院

三类叉车市占率稳步提高, 电动化渗透率提升。三类叉车市占率从 2013 年的 14% 增长至 2019 年的 37% 万辆, CAGR 超过 10%。2020 年 1-11 月三类叉车叉车市占率为 40%, 同比增长 9%。公司叉车均价从 2013 年的 8.6 万元下降到 2019 年的 6.6 万元; 2020 年前三季度叉车均价为 6.7 万元, 同比下降 4.7%。

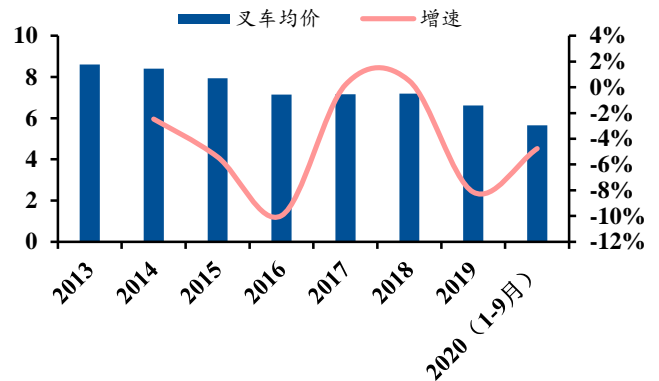
三类叉车是目前电动化渗透率提升的主要驱动因素, 由于三类叉车为小型的电动叉车, 单车价格相对较低, 占比提升导致公司单车售价小幅下降。一类和二类叉车目前占比仍然不足 20%, 随着电池成本的下降以及电动叉车部分性能上的改善, 一类和二类叉车的份额可提升空间仍然很大。

图 19: 国内三类叉车市占率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

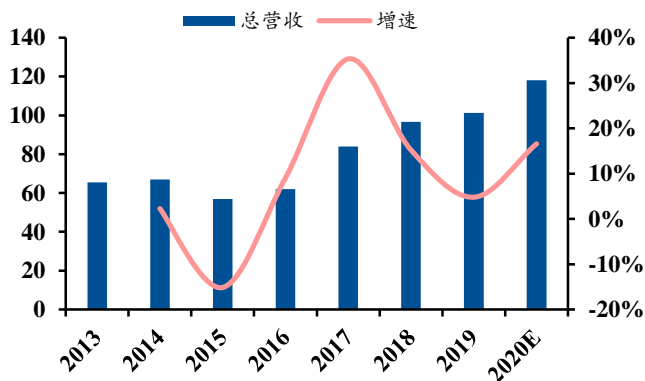
图 20: 公司叉车均价 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

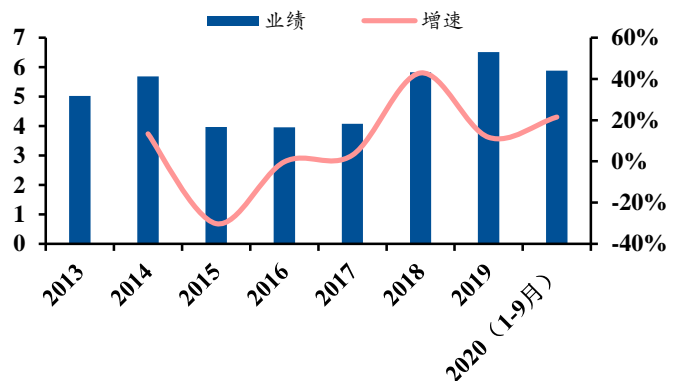
公司业绩增长速度高于营收, 盈利能力持续改善。公司营收从 2015 年的 56.9 亿元增长至 2019 年的 101.3 亿元, CAGR 为 15.5%, 营收稳步上升; 公司业绩从 2017 年的 4.1 亿元增长至 2019 年的 6.5 亿元, CAGR 为 25.9%, 业绩增长速度高于营收; 二季度国内制造业的回暖以及海外需求的增长, 国内叉车行业景气度持续提高, 公司 2020 年前三季度公司营收为 90.7 亿元, 同比增长 21.2%, 单三季度营收实现 36.4 亿元, 同比增长 47%, 单三季度业绩实现 2.12 亿元, 同比增长超过 30%, 随着四季度公司部分产品的涨价, 公司盈利能力有望持续改善。

图 21: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

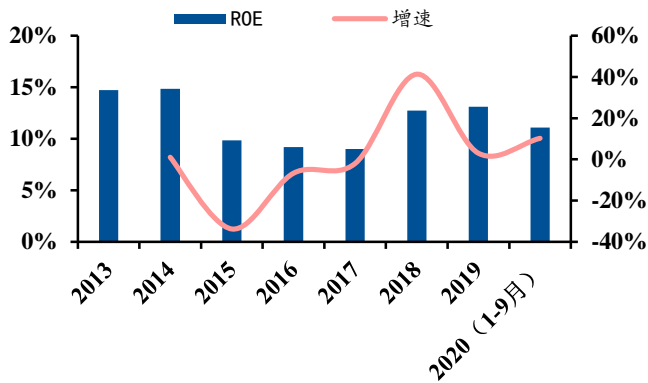
图 22: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

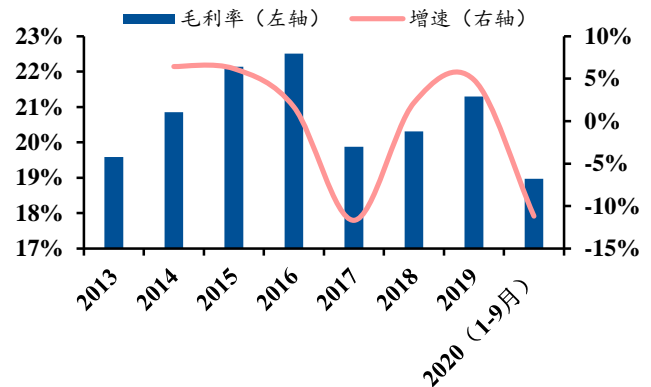
公司 ROE 稳定增长, 研发投入占比逐年上升。公司 ROE 从 2017 年的 9% 增长至 2019 年的 13.1%, CAGR 为 20.6%; 2020 年前三季度, ROE 为 11.1%, 同比增长 10.2%。2017-2019 年, 净利率、毛利率同步增长, 公司财务状况良好。2017 年-2019 年, 公司的研发投入分别为 3.1 亿元、3.9 亿元、4.9 亿元, 研发投入占营收比例逐年上升, 研发投入的持续增长, 是公司核心技术壁垒确立的关键。

图 23: 公司 ROE



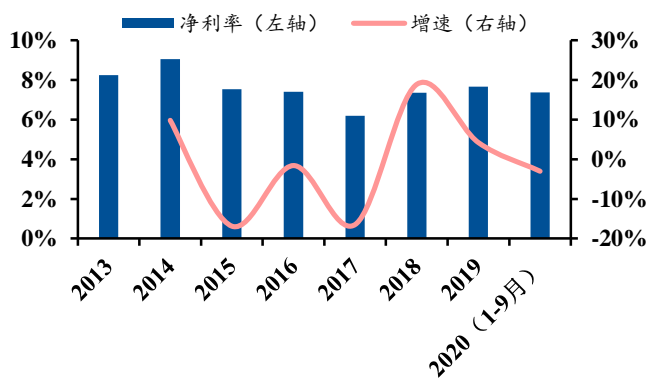
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24: 公司毛利率



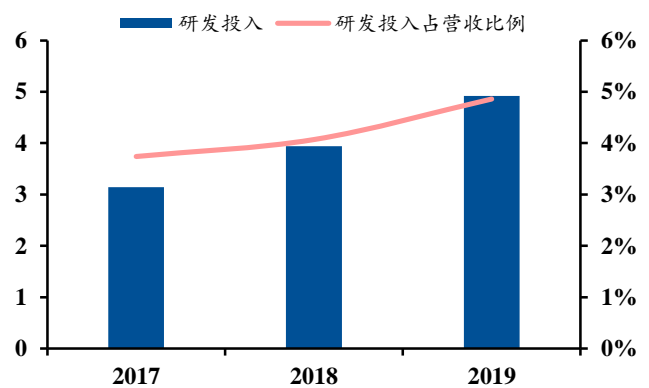
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 25: 公司净利率



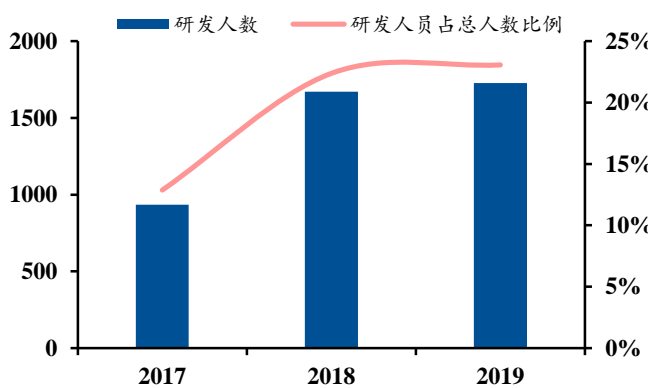
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 26: 公司研发投入 (单位: 亿)



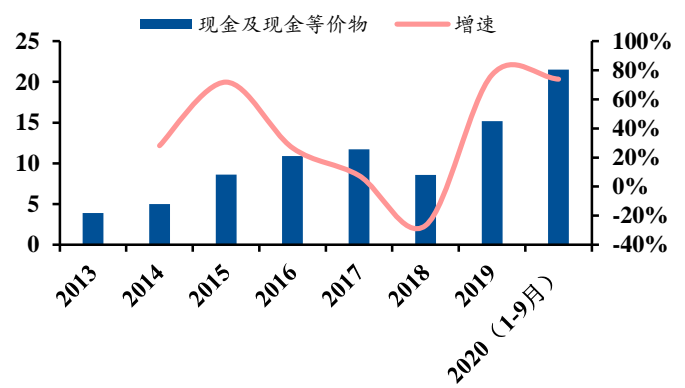
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 27: 公司研发人数 (单位: 人)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 28: 公司现金及现金等价物 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司现金流充裕, 产能持续扩张。公司 2020 年前三季度现金及现金等价物为 21.5 亿元, 同比增长 73.9%, 公司现金流不断增加, 财务风险逐步降低, 助力公司稳步扩产。

2.2 产品型号完善，海外布局空间大

公司内燃叉车共有六个系列：1) K 系列为 10 吨以下的内燃、柴油重式叉车；2) K2 系列主要为 5 吨以下的内燃平衡重式叉车；3) H2000 系列为 10 吨以下柴油/汽油/液化气平衡重式叉车，12 吨的内燃平衡重式叉车；4) H3 系列为 5 吨以下的内燃、柴油/汽油/液化气/天然气、小轴距汽油/液化气平衡重式叉车；5) G 系列为 10 吨以下的柴油/汽油/液化气平衡重式叉车，12 吨以上的内燃平衡重式叉车；6) G2 系列为 2-3.5 吨、20-32 吨内燃平衡重式叉车。

表 7：公司内燃叉车产品系列

吨数	K 系列	K2 系列	H2000 系列	H3 系列	G 系列	G2 系列
1-1.8 吨	内燃平衡重式叉车		柴油/汽油/液化气平衡重式叉车	内燃平衡重式叉车	柴油/汽油/液化气平衡重式叉车	
2-3.2 吨				小轴距汽油/液化气平衡重式叉车		
2-3.5 吨		内燃平衡重式叉车	柴油/汽油/液化气平衡重式叉车	柴油/汽油/液化气/天然气平衡重式叉车	柴油/汽油/液化气平衡重式叉车	内燃平衡重式叉车
3-3.8 吨	内燃平衡重式出租叉车					
4-5 吨		内燃平衡重式叉车		内燃、小轴距液化气平衡重式叉车		
5-7 吨	柴油平衡重式叉车		柴油/汽油/液化气平衡重式叉车		柴油/汽油/液化气平衡重式叉车	
7.5 吨	柴油平衡重式叉车 (含石材车)					
8-10 吨			柴油平衡重式叉车			
8.5-10 吨	柴油平衡重式叉车				柴油平衡重式叉车	
6/8/10 吨			柴油平衡重式进箱叉车			
12 吨			内燃平衡重式叉车、出租叉车			
12-13.5 吨					内燃平衡重式叉车 (中配、经济型配置)	
12-16 吨					内燃平衡重式叉车 (高配)	
14-16 吨					内燃平衡重式叉车 (国产化)	
14-18 吨					内燃平衡重式叉车 (东南亚专用)	
15-16 吨					内燃平衡重式叉车 (经济型配置)	
20-25 吨					内燃平衡重式叉车	
20-32 吨						内燃平衡重式叉车
28-32 吨					内燃平衡重式叉车	
34-36 吨					内燃平衡重式叉车	
38-46 吨					内燃平衡重式叉车	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

蓄电池、锂电池叉车产品共有六个系列：1) H系列为 1-1.5 吨的窄车身蓄电池平衡重式叉车、6-7 吨蓄电池平衡重式叉车；2) H3 系列为 3.5 吨以下的蓄电池、锂电池平衡重式叉车，1.5-3.5 吨的蓄电池平衡重式冷库专用叉车；3) G 系列主要为 10 吨以下的蓄电池、小轴距蓄电池、后驱三支点蓄电池、锂电池、升级型锂电池平衡重式叉车；4) EFG 系列为 1.6-2 吨的 M 系列蓄电池平衡重式叉车；5) G2 系列为 1.5-2 吨的前驱三支点蓄电池平衡重式叉车、锂电池叉车；6) G3 系列为 3-5 吨的蓄电池、锂电池平衡重式叉车。

表 8：合力集团蓄电池平衡重式叉车、锂电池叉车产品系列

吨数	H 系列	H3 系列	G 系列	EFG 系列	G2 系列	G3 系列
1-1.5 吨	窄车身蓄电池平衡重式叉车					
1-1.8 吨		蓄电池平衡重式叉车	蓄电池、锂电池平衡重式叉车			
1-2.5 吨		锂电池平衡重式叉车				
1.25-1.5 吨			后驱三支点蓄电池平衡重式叉车			
1.5-2 吨					前驱三支点蓄电池平衡重式叉车、锂电池叉车	
1.5-3.5 吨		蓄电池平衡重式冷库专用叉车				
1.6-2 吨				M 系列蓄电池平衡重式叉车		
2-2.5 吨		蓄电池平衡重式叉车	蓄电池、锂电池平衡重式叉车			
2-3.2 吨			小轴距蓄电池平衡重式叉车			
3-3.5 吨		蓄电池平衡重式叉车	蓄电池、锂电池、升级型锂电池平衡重式叉车			蓄电池平衡重式叉车
4-5 吨			蓄电池平衡重式叉车			蓄电池、锂电池平衡重式叉车
6-7 吨	蓄电池平衡重式叉车					
8.5-10 吨			蓄电池、锂电池平衡重式叉车			

资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司叉车结构科学，工作性能好，部分叉车技术水平领先行业。公司叉车在载荷中心距、额定起重量、整机大小等参数上与其他品牌叉车相近，在叉车重量、最小转弯半径等指标上具有一定优势，综合来看拥有很好的工作性能。

车身重量即叉车自重，适当减少车身重量可以防止叉车在过弯时发生侧飘，并小幅度提高加速性能。各个吨位的公司叉车在叉车重量上整体均较低，有利于叉车的起步和提速，增加过弯时的安全性。最小转弯半径是叉车在无载重低速行驶、打满方向盘转弯时，车体至转弯中心的最小距离。最小转弯半径越小，则叉车转弯时需要的地面面积越小，说明机动性越好。额定起重量 3 吨以上的公司叉车，普遍具有较小的最小转弯半径，表明其机动性能更好，便于灵活的换向作业，能够应用到更丰富、更多样的使用场景，提升了叉车操作的便捷程度和灵敏程度，有更舒适的操

作体验。

表 9：合力集团叉车技术参数与价格

吨数	技术参数	
额定起重量 3 吨及以下	载荷中心距(mm)	500
	额定起重量(kg)	1000
	叉车重量(kg)	2220
	行驶速度(km/h)	-
	整机长度(mm)	2171
	整机宽度(mm)	1070
	最小转弯半径(mm)	2285
	价格 (万元)	
额定起重量 3 到 5 吨间	载荷中心距(mm)	500
	额定起重量(kg)	3500
	叉车重量(kg)	4700
	行驶速度(km/h)	-
	整机长度(mm)	2713
	整机宽度(mm)	1225
	最小转弯半径(mm)	2420
	价格 (万元)	
额定起重量 5 吨及以上	载荷中心距(mm)	500
	额定起重量(kg)	5000
	叉车重量(kg)	900
	行驶速度(km/h)	-
	整机长度(mm)	3154
	整机宽度(mm)	1480
	最小转弯半径(mm)	2800
	价格 (万元)	

资料来源：铁甲网，民生证券研究院

公司国内经销渠道完善，海外布局空间大。公司在国内通过直接设立销售子公司与授权经销商代理相结合的模式，负责相应区域的产品销售和售后服务。经过长期的发展之后，产品线布局、经销商体系、技术路线已经基本成熟，出口的比例逐年提升。

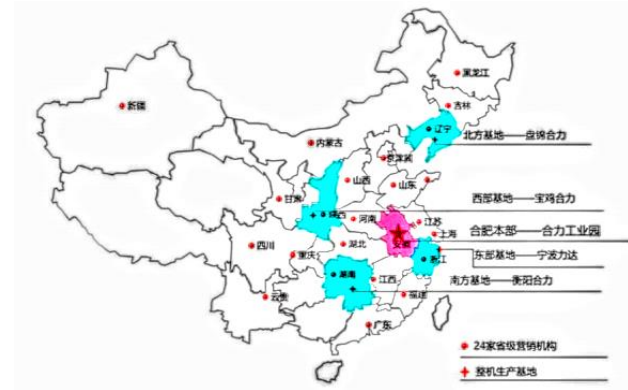
公司在法国、泰国、美国分别设立了“公司欧洲中心”、“公司东南亚中心”、“公司北美中心”，拥有完善的营销服务体系。公司产品性价比高，但由于海外经销商出厂价较高，目前公司产品在海外竞争力较低。未来公司计划每年设置一个海外中心，主要以市场支持、物流支持、政策支持、技术支持、服务支持方式开拓海外市场。

表 10: 合力集团销售模式和经销渠道

公司集团	
销售模式	公司在国内通过直接设立销售子公司与授权经销商代理相结合的模式，负责相应区域的产品销售和售后服务；在海外则通过设立区域中心及经销商代理销售模式运营。公司拥有完善的营销服务体系，能够通过整车销售、车辆租赁、融资租赁、电商平台等方式为各类客户提供多样化采购解决方案。
经销渠道	公司拥有遍布全国的 24 家省级机构和 400 余家分支机构组成的营销网络，为用户提供全方位、全价值链的增值市场服务。在海外，公司拥有强大的国际贸易拓展能力，在全球 80 多个国家建立了销售代理关系，产品远销 150 多个国家和地区；并分别在法国、泰国、美国设立了“公司欧洲中心”、“公司东南亚中心”、“公司北美中心”。

资料来源：合力集团公告，民生证券研究院

图 29: 合力集团国内生产基地和营销网点



资料来源：合力集团官网，民生证券研究院

图 30: 合力集团海外中心布局

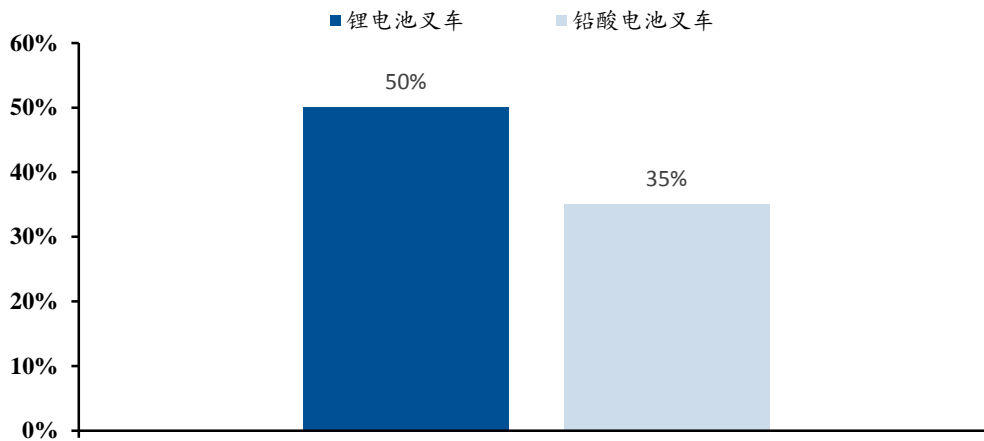


资料来源：合力集团官网，民生证券研究院

2.3 锂电池价格持续走低，锂电叉车降本趋势明确

电动叉车的电池可分为两种，包括铅酸电池和锂电池。锂电叉车电池成本占比约 50%，铅酸电池叉车电池成本占比约 35%。锂是密度最低、电化学电位和能量重量比最大的金属。低原子量和小尺寸的离子加速了锂的扩散，表明其是制造电池的理想材料。虽然目前锂电池成本占比仍较高，但锂电池相比铅酸电池优势显著：1) 充电密度高，充电时间短；2) 使用寿命长，耐用性高；3) 放电温度区间大，适用性强；4) 运营效率高。在叉车电动化趋势加速和铅酸行业监管愈加严格等因素驱动下，动力锂电池价格持续走低。公司积极布局锂电叉车产品，目前公司锂电叉车单价约 11 万元，未来随着锂电池成本逐步降低，锂电叉车价格有望逐步降低，渗透率有望进一步提高。

图 31: 电动叉车电池成本占比



资料来源: 中国叉车网, 民生证券研究院

3 对标国际巨头，海外市场拓展可期

3.1 项目建设持续投入，产能持续扩张

2019年7-8月，公司建设“新能源电动叉车及智能化提升项目”和“新能源车辆及关键零部件建设项目”，达产后分别新增5000台电动工业车辆产能和4万台电动仓储车辆及叉车关键零部件产能，进一步提升公司电动及新能源车辆生产及配套能力。

2020年10月，公司投资设立合力铸造有限公司，拟建设一个具备完整生产功能的专业铸造工厂，达产后可形成各类铸件约20万吨，公司整机产品核心铸件的生产配套能力提升。合力铸造公司的设立将满足公司在“十四五”期间工业车辆整机配重铸件、箱/壳体类铸件等核心铸件的生产配套能力，掌握关键零部件的核心制造能力和质量，同时满足公司之外其他客户对高品质铸件的需求，为公司实现未来中长期战略规划目标奠定良好的基础。

表 11：合力集团扩产项目

时间	事件	产能扩张
2019年7月	公司在陕西宝鸡投资6000万元，建设“新能源电动叉车及智能化提升项目”。	达产后公司将新增5000台电动工业车辆产能。
2019年8月	公司投资建设“新能源车辆及关键零部件建设项目”。	达产后公司可形成年产4万台电动仓储车辆及叉车关键零部件的生产能力。
2020年10月	公司决定投资设立合力铸造有限公司，主要经营范围为铸锻件、叉车、矿山机械及配件制造、加工、销售，热处理加工等。	合力铸造公司及拟投资合力高端铸件及深加工研发制造基地项目总用地面积约370亩，拟建设一个具备完整生产功能的专业铸造工厂，达产后能够形成各类铸件约20万吨。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 加速布局叉车电动化、智能化，持续优化产品结构供给

2018年12月，公司以2.5亿元现金收购叉车集团及宁波力达66%的股权，宁波力达主要从事电动物流设备产品的研发及制造。公司收购宁波力达股权，有利于强化公司的电动叉车的生产能力，进一步增强主业核心竞争力，提升公司经营业绩。

2019年9月，公司以2300万元参股杭州鹏成新能源科技有限公司23%的股权，杭州鹏成主要研发、生产非道路车辆的动力电池系统，由宁德时代提供技术支持，主要客户为国内外知名龙头企业。公司增资入股杭州鹏成将助力公司产品结构调整，加速叉车电动化进程。

2020年10月，公司以5526.9万元现金方式受让浙江加力仓储设备股份有限公司17.5%的股权，浙江加力主要研发、生产及销售电动仓储车辆。公司收购浙江加力股权，有利于更好地整合国内工业车辆行业优质资源，加速布局电动仓储车辆，打造经济型电动仓储车辆研发、生产、制造基地，进一步提升公司经营业绩，巩固行业龙头地位。

表 12: 公司电动化战略

时间	事件	电动化战略
2018年12月	公司以2.5亿元现金收购叉车集团及宁波力达66%的股权。	宁波力达主要从事电动物流设备产品的研发及制造。2017年,公司购销宁波力达商品产生的日常关联交易额达2.4亿元,占当年日常关联交易总金额的47.6%,完成收购后上市公司的日常关联交易金额将显著降低。 根据行业协会数据统计,行业仓储叉车规模增长迅速。2017年,全行业仓储车辆年销量(含出口)超过15万台,同比增长48%。收购宁波力达股权,有利于公司强化电动叉车的生产能力,进一步做大、做强工业车辆主业,提升经营业绩。
2019年9月	公司以2300万元参股杭州鹏成新能源科技有限公司23%的股权,成为该公司的第四家股东。	杭州鹏成主要研发、生产非道路车辆的动力电池系统,由宁德时代提供技术支持,主要客户为国内外知名龙头企业。公司参股杭州鹏成股权,有利于公司强化电动叉车的生产能力,加速叉车电动化进程。
2020年10月	公司以5526.9万元现金方式受让张汉章等13名自然人股东合计持有的浙江加力仓储设备股份有限公司17.5%的股权。	浙江加力自成立以来一直致力于电动仓储车辆的研究、生产及销售。本次股权收购有利于公司更好地整合国内工业车辆行业优质资源,抓住电动仓储车辆发展机遇,打造经济型电动仓储车辆研发、生产、制造基地,进一步增加公司经营业绩,巩固行业龙头地位。

资料来源:公司公告,民生证券研究院

公司加速布局智能化叉车,国内首例5G+无人驾驶AGV合力叉车亮相合肥。2019年4月,公司与中国移动安徽公司合作开发国内首个5G AGV解决方案。公司5G AGV系统基于物联网的无人驾驶叉车打造,结合自动化物流与工业制造。通过智能物流搬运,降低人力成本、提高作业效率、缩短物流周期,是未来5G技术全面商用、无人物流搬运装卸的最佳解决方案,目前已经得到应用的车型有牵引型AGV、搬运型AGV、堆垛型AGV、平衡重型AGV等工业车辆。通过云平台实现与企业ERP、MES、WMS、WCS等管理信息系统的无缝对接,将用户信息化系统与物料搬运执行系统集成。

表 13: 公司智能化战略

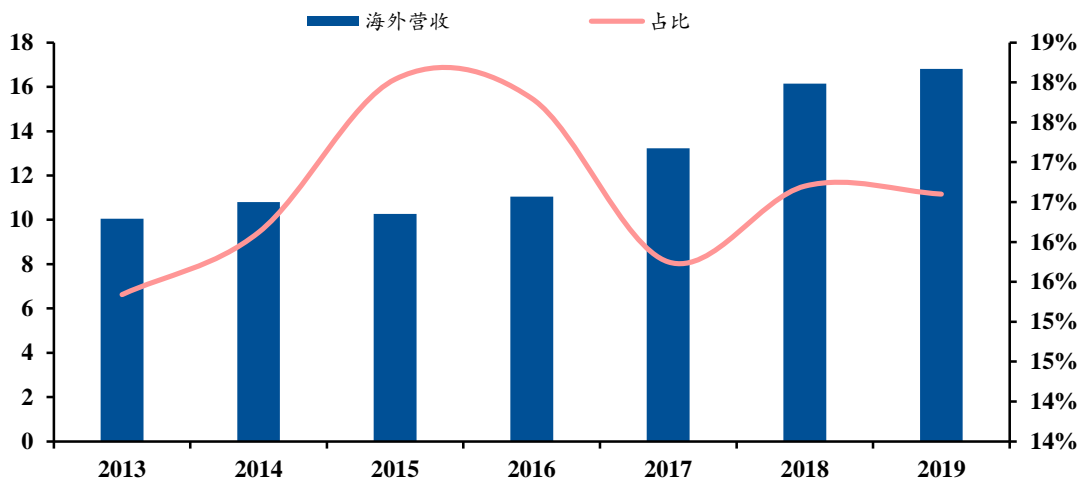
时间	事件	智能化战略
2019年4月	公司与中国移动安徽公司合作开发国内首个5G AGV解决方案。	公司5G AGV系统基于物联网的无人驾驶叉车打造,将自动化物流与工业制造完美结合。通过智能物流搬运,降低人力成本、提高了作业效率、缩短了物流周期,是未来5G技术全面商用、无人物流搬运装卸的最佳解决方案。

资料来源:公司公告,民生证券研究院

3.3 海外营收快速增长,有望成为全球叉车巨头

公司海外营收从2013年的10.1亿元增长至2019年的16.8亿元,CAGR为8.9%;公司海外营收占比从2013年的15.3%增长至2019年的16.6%,CAGR为1.4%。2016-2019年,在全球前10名叉车制造商营收排名中,公司稳居全球第七,国内第一。公司拥有较为完善的产品营销网络、产品线及电动化智能化技术储备,未来将重点搭建海外销售渠道,逐步在全球建立公司品牌力,全球市占率有望进一步提升,有望成为叉车行业国际性巨头。

图 32: 合力集团海外营收及占比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

表 14: 全球前 10 名叉车制造商营收排名 (单位: 亿元)

2019 排名	公司	2016 年收入	2017 年收入	2018 年收入	2019 年收入
1	日本丰田自动织机株式会社	85.5	113.9	132.9	133.6
2	德国凯傲集团案	58.8	67.6	66.3	71.7
3	德国永恒力集团	32.5	41.2	43.6	45.8
4	日本三菱力至优叉车公司	34.1	38.3	42.7	41.5
5	美国科朗设备集团	29.1	30.8	34.8	37.2
6	美国海斯特-耶鲁物料搬运设备公司	25.7	28.9	31.7	32.9
7	中国安徽合力	9.3	13.5	14.1	14.4
8	中国杭叉集团	7.7	10.8	12.3	12.7
9	韩国斗山工业车辆公司	7.8	9.5	11.2	11.7
10	韩国克拉克物流搬运公司	7.4	7.8	7.9	7.8

资料来源:《现代物流搬运杂志》, 民生证券研究院

公司与国外巨头强强联合, 加速全球化进程。2015 年 12 月, 公司与德国永恒力集团全资子公司联合设立永恒力合力公司, 双方各持股 50%, 子公司主要从事工业车辆及相关设备租赁等业务, 有利于持续优化合力产业结构, 促进后市场服务业务收入增长, 加强与国际一流企业合作, 提升综合竞争力提升。

2018 年 2 月, 公司与采埃孚中国在合肥联合发起设立中德合资企业采埃孚合力传动技术有限公司, 采埃孚中国的母公司德国采埃孚集团是全球领先的传动系统、悬挂系统和车桥系统供应商。双方的合资合作将进一步促进合力工业车辆整机产业升级与技术进步, 特别是在高品质及电动工业车辆变速箱、驱动桥等领域实现战略协同和互补, 进一步增强公司在整机及关键零部件领域的核心竞争力。此外, 公司与合力进出口、合泰租赁三方共同投资设立“合力东南亚(泰国)中心”有助于提高公司在东南亚市场的品牌知名度及市场占有率, 提升国际竞争力。

2019 年 10 月, 公司与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司以现金方式共同出资 600 万美元投资设立合力北美中心, 增强公司的国际化运营能力, 进一步提升国际竞争力。

国内叉车龙头在海外市场的拓展, 主要难点在于: 1) 品牌力的建立和强大, 2) 经销商体系的逐步搭建和完善, 3) 海外后市场维护方面的提升, 4) 贸易壁垒的限制等。公司龙头壁垒已建

立, 行业地位稳固。海外疫情控制仍需一段时间, 海外制造业中短期内大概率无法回到正常水平, 国内制造业的高景气周期中短期内仍可持续。公司作为国内叉车龙头, 拥有较为完善的产品营销网络、产品线及电动化智能化技术储备, 未来将重点搭建海外销售渠道, 逐步在全球建立公司品牌力, 公司全球市占率将进一步提升, 有望成为全球叉车巨头。

表 15: 公司与国外巨头合作情况

时间	事件	全球化进程
2015 年 12 月	公司与德国永恒力集团全资子公司 JungheinrichBeteiligungs-GMBH 联合发起设立永恒力合力公司, 双方各持股 50%, 主要从事工业车辆及相关设备租赁等业务。	持续优化产业结构, 后市场服务业务收入逐步增长, 加强与国际一流企业合作, 公司综合竞争力提升。
2018 年 2 月	公司与采埃孚中国在合肥联合发起设立中德合资企业采埃孚合力传动技术有限公司。	由于采埃孚中国的母公司德国采埃孚集团是全球领先的传动系统、悬挂系统和车桥系统供应商, 而公司是国内领先的工业车辆整机及关键部件研发、制造与销售基地, 双方的合资合作将进一步促进公司工业车辆整机产业升级与技术进步, 特别是在高品质及电动工业车辆变速箱、驱动桥等领域实现战略协同和互补, 进一步增强公司在整机及关键零部件领域的核心竞争力。
2018 年 2 月	公司与合力进出口、合泰租赁三方共同投资设立“合力东南亚中心”暨关联交易的总投资额为不超过 1 亿泰铢 (约 2000 万人民币)。	该投资项目是公司落实国际化战略重要举措, 其主要业务包括技术服务、配件与整机批发销售以及与国际贸易相关的服务等, 有助于提高公司在东南亚市场的品牌知名度及市场占有率, 提升国际竞争力。
2019 年 10 月	公司决定与控股子公司安徽合力工业车辆进出口有限公司以现金方式共同出资 600 万美元 (约人民币 4200 万元), 投资设立合力北美中心。	进一步增强公司的国际化运营能力, 提升国际竞争力。

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

长周期内, 公司将对标国际前六的龙头企业, 主要通过几个维度: 1) 持续增加研发投入, 增厚公司的技术壁垒; 2) 积极布局锂电叉车、混动叉车和 LNG/LPG 等新能源叉车, 以及智能化方向的布局; 3) 数字化赋能提升公司品牌力, 增加品牌宣传的力度和广度; 4) 逐步拓展海外经销商渠道, 提升海外市场的份额。

公司目前海外市场份额可提升空间仍然较大, 目前公司的全球品牌力、海外经销商渠道以及物流运输等问题是海外市场拓展的难点, 随着公司在智能化和新能源方向的布局、品牌宣传上的发力以及海外经销商网络的完善, 海外市场的拓展可期。

4 估值简析与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 125.24/145.75/170.24 亿元, 实现归母净利润 7.92/10.61/12.83 亿元, 对应 EPS 分别为 1.1/1.4/1.7 元/股, 目前股价对应 PE 为 14/10/9 倍。

我们参考行业内 5 家可比公司的估值情况, 2021 年平均估值约为 15.2 倍, 安徽合力 2021 年的估值约为 10.4 倍, 估值明显低于行业平均水平, 考虑到公司为叉车行业龙头, 销量和业绩确定性较强, 估值仍有较大的提升空间。此外, 公司目前部分产品已经涨价, 年底涨价幅度在 5-8%, 考虑到涨价后对盈利的支撑。

从 PB 的角度看, 公司目前 PB 不足 2.5 倍, 明显低于叉车行业内可比公司的 PB 水平, 公司估值提升空间仍较大。综上所述, 从 PE 和 PB 的角度, 参考行业内可比公司的估值情况, 结合公司的行业地位, 公司估值仍有提升空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 16: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 2月24日	EPS			PE			PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019
600761	安徽合力	14.91	0.88	1.07	1.43	16.94	13.93	10.40	2.27
603298	杭叉集团*	22.40	1.04	0.94	1.13	21.54	23.83	19.82	3.21
603611	诺力股份*	13.41	0.91	1.02	1.34	14.74	13.15	10.01	2.23
600031	三一重工	42.85	1.33	1.71	1.9	32.22	25.06	22.55	8.12
000157	中联重科	13.72	0.56	0.94	1.04	24.50	14.60	13.19	2.78
平均值						21.99	18.11	15.19	3.72

资料来源: Wind、标*公司数据取自 Wind 一致预期, 民生证券研究院民生证券研究院

5 风险提示

国内制造业景气度不及预期风险，叉车行业景气度不及预期风险，叉车行业集中度提升不及预期风险，叉车出海不及预期风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,130	12,524	14,575	17,024
营业成本	7,973	10,019	11,368	13,279
营业税金及附加	81	100	114	134
销售费用	493	526	670	766
管理费用	344	357	452	511
研发费用	492	564	700	766
EBIT	747	958	1,271	1,568
财务费用	3	2	3	4
资产减值损失	(3)	(4)	(3)	(3)
投资收益	96	75	128	128
营业利润	882	1,056	1,434	1,735
营业外收支	25	27	18	20
利润总额	907	1,083	1,452	1,755
所得税	130	152	203	246
净利润	777	931	1,249	1,509
归属于母公司净利润	651	792	1,061	1,283
EBITDA	937	1,101	1,415	1,711
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,519	2,357	3,142	4,414
应收账款及票据	822	966	1,004	1,174
预付款项	104	130	136	159
存货	1,102	1,385	1,572	1,836
其他流动资产	1,882	1,895	1,909	1,927
流动资产合计	5,429	6,734	7,764	9,510
长期股权投资	229	269	319	364
固定资产	1,598	1,718	1,848	1,948
无形资产	214	235	262	285
非流动资产合计	2,507	2,726	3,051	3,321
资产合计	7,936	9,459	10,814	12,830
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,679	2,094	2,149	2,565
其他流动负债	744	922	973	1,065
流动负债合计	2,423	3,016	3,122	3,630
长期借款	1	0	0	0
其他长期负债	132	132	132	132
非流动负债合计	133	132	132	132
负债合计	2,556	3,148	3,255	3,762
股本	740	740	740	740
少数股东权益	408	548	735	962
股东权益合计	5,380	6,311	7,560	9,069
负债和股东权益合计	7,936	9,459	10,814	12,830

资料来源: 安徽合力公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	23.6%	16.4%	16.8%
EBIT 增长率	6.9%	28.2%	32.6%	23.4%
净利润增长率	11.8%	21.5%	34.1%	20.8%
盈利能力				
毛利率	21.3%	20.0%	22.0%	22.0%
净利率	7.7%	7.4%	8.6%	8.9%
总资产收益率 ROA	8.2%	8.4%	9.8%	10.0%
净资产收益率 ROE	13.1%	13.7%	15.6%	15.8%
偿债能力				
流动比率	2.24	2.23	2.49	2.62
速动比率	1.74	1.73	1.94	2.07
现金比率	0.63	0.78	1.01	1.22
资产负债率	32.2%	33.3%	30.1%	29.3%
经营效率				
应收账款周转天数	29.54	28.00	25.00	25.00
存货周转天数	50.47	50.47	50.47	50.47
总资产周转率	1.28	1.32	1.35	1.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.07	1.43	1.73
每股净资产	6.72	7.79	9.22	10.95
每股经营现金流	1.15	1.48	1.49	2.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	16.94	13.94	10.40	8.60
PB	2.22	1.91	1.62	1.36
EV/EBITDA	10.59	8.25	5.87	4.11
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	777	931	1,249	1,509
折旧和摊销	190	143	144	144
营运资金变动	(9)	123	(142)	30
经营活动现金流	854	1,095	1,103	1,532
资本开支	(209)	(294)	(358)	(311)
投资	257	(40)	(90)	(78)
投资活动现金流	154	(256)	(318)	(261)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	(1)	0	0
筹资活动现金流	(351)	(1)	0	0
现金净流量	661	838	785	1,272

插图目录

图 1: 国内叉车销量 (单位: 万辆)	4
图 2: 2020 年国内叉车销量 (单位: 万辆)	4
图 3: 国内叉车历年出口量 (单位: 万辆)	5
图 4: 2020 年国内叉车出口量 (单位: 万辆)	5
图 5: 国内叉车销量占比情况 (单位: 万辆)	5
图 6: 国内制造业 GDP (现价) (单位: 万亿元)	7
图 7: 2020 年国内制造业 GDP (现价) (单位: 万亿元)	7
图 8: 国内 GDP 当季同比贡献率: 货物和服务净出口	7
图 9: 2020 年国内 GDP 当季同比贡献率: 货物和服务净出口	7
图 10: 国内就业人员平均工资: 制造业 (单位: 万元/年)	8
图 11: 国内平均工资: 交通运输、仓储和邮政业 (单位: 万元/年)	8
图 12: 国内电动叉车占比	10
图 13: 出口电动叉车占比	10
图 14: 氢燃料电池叉车	10
图 15: 无人叉车应用场景	11
图 16: 激光叉车的整体结构示意图	11
图 17: 安徽合力叉车销量 (单位: 万辆)	13
图 18: 合力集团国内市占率	13
图 19: 国内三类叉车市占率	14
图 20: 公司叉车均价 (单位: 万元)	14
图 21: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)	14
图 22: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)	14
图 23: 公司 ROE	15
图 24: 公司毛利率	15
图 25: 公司净利率	15
图 26: 公司研发投入 (单位: 亿)	15
图 27: 公司研发人数 (单位: 人)	15
图 28: 公司现金及现金等价物 (单位: 亿元)	15
图 29: 合力集团国内生产基地和营销网点	15
图 30: 合力集团海外中心布局	19
图 31: 电动叉车电池成本占比	20
图 32: 合力集团海外营收及占比 (单位: 亿元)	23

表格目录

表 1: 国外叉车龙头企业概况	6
表 2: 全球前 10 名叉车制造商排名	6
表 3: 国内传统燃油叉车发展历程	8
表 4: 电动叉车与内燃叉车优缺点比较	9
表 5: 3 吨电动叉车和内燃叉车不含保养费综合使用成本比较 (单位: 元)	9
表 6: 仓储物流发展阶段	12
表 7: 合力集团内燃叉车产品系列	16
表 8: 合力集团蓄电池平衡重式叉车、锂电池叉车产品系列	17
表 9: 合力集团叉车技术参数与价格	18
表 10: 合力集团销售模式和经销渠道	19
表 11: 合力集团扩产项目	21
表 12: 公司电动化战略	22
表 13: 公司智能化战略	22
表 14: 全球前 10 名叉车制造商营收排名 (单位: 亿元)	23
表 15: 公司与国外巨头合作情况	24

表 16: 盈利预测与财务指标.....25

分析师与研究助理简介

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

关启亮，研究助理，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

张建业，研究助理，主要覆盖通用设备、光伏设备、油服设备等领域，中央财经大学硕士，2020年入职民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。