

安徽合力(600761)

销量大增 45%、市占率提升，期待盈利能力逐步修复  
——安徽合力 2020 年业绩点评

公司点评

行业公司研究——机械设  
备行业——证券研究报告

事件

公司发布 2020 年度报告，实现营业收入 128 亿元，同比增长 26%；归母净利润为 7.3 亿元，同比增长 12%；扣非净利润为 6.1 亿元，同比增长 18%，业绩符合预期。公司每 10 股派息 3.5 元，现金分红 2.6 亿元。

投资要点

2020 年销量及收入高速增长，市占率及经营效益提升

- 1) 全年实现收入增速符合预期，毛利率承压导致净利润增速低于预期。Q4 实现收入 37.3 亿元，同比增长 41%，环比 Q3 提升 2.4%；扣非净利润 0.7 亿元，同比下滑 33%，环比 Q3 下滑 58%。原材料成本上升等因素导致公司销售毛利率承压。
- 2) 降本增效提升人均效益，经营净现金流持续稳健。2020 年公司三费稳步下降，人均产值提升至 171 万元，同比增长 26%；人均创利达 11.1 万元，同比增长 12%；经营性现金流量净流入 9.2 亿元，同比增长 8%，高于净利润。公司 2021 年经营计划：力争全年实现销售收入约 140 亿元（同比增长 9.4%），期间费用控制在约 16 亿元。
- 3) 叉车整机销量增速高于行业，电动化渗透率及公司市占率持续提升。2020 年公司实现整机销量 22 万台，同比增长 45%；国内市占率达到 27.5%，同比增加 2.5 pct。公司仓储式叉车销量增速迅猛，III 类车出货量占比高但产品单价较低，导致销量增速高于营收增速。2021 年一季度销量持续超预期，预计公司销量增速维持高位。

原材料涨价及销售策略导致毛利率下行，2021 年盈利能力有望企稳

- 1) 原材料涨价及销售策略影响下，Q4 毛利率降至低位。2020 年公司销售毛利率为 17.5%，同比下降 3.6 pct；Q4 毛利率为 14.7%，同比下降 6.4pct。公司采取积极销售政策提升市场份额。2020 年下半年销售毛利率承压，目前叉车终端销售价格已有所回升，行业景气度持续较好，公司产能饱满，规模效应逐步显现。
- 2) 有效控制原材料成本上升影响，盈利能力有望趋稳修复。2020 年第四季度开始钢材价格持续上涨，导致公司的原材料成本占比提升 90.5%。公司对钢材直采比例较高，通过提前锁价等方式有效控制平滑成本波动，规模化成本优势明显。预计 2021 年原材料涨价对公司成本影响程度有限，并有望通过产品终端售价提升等方式向下游传导。我们认为 2021 年公司毛利率下滑趋势有望扭转，盈利能力有望逐步修复。

盈利预测与估值

预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 8.5/9.9/11.8 亿元，同比增长 15%/17%/19%，对应当前 PE 为 12/10/8 倍，估值有望逐步修复。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济及制造业投资增速低于预期；原材料价格大幅波动；行业竞争格局恶化

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	12797	14456	16498	18983
(+/-)	26%	13%	14%	15%
归属母公司净利润	732	845	990	1176
(+/-)	11%	15%	17%	19%
每股收益(元)	0.99	1.14	1.34	1.59
P/E	14	12	10	8
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
ROE	12.9%	13.1%	13.2%	13.4%

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥13.39

单季度业绩 元/股

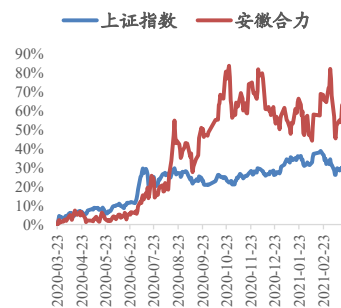
4Q/2020	0.27
3Q/2020	0.25
2Q/2020	0.22
1Q/2020	0.25

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：潘贻立

执业证书号：S1230518080002  
panyili@stocke.com.cn



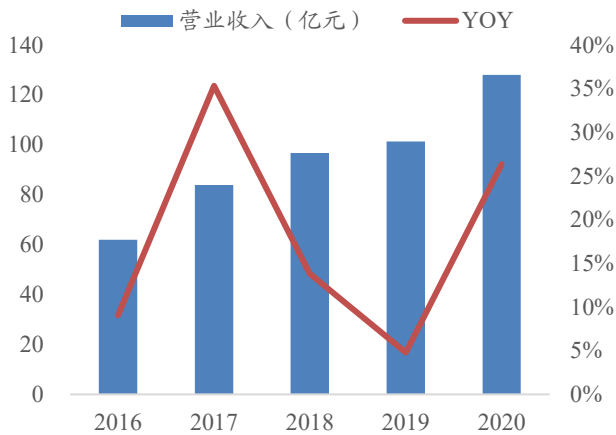
相关报告

【叉车行业】深度：持续增长、集中度提升，双寡头有望共赢-【浙商机械】20201125

## 1. 2020 年销量及收入高速增长，市占率及经营效益提升

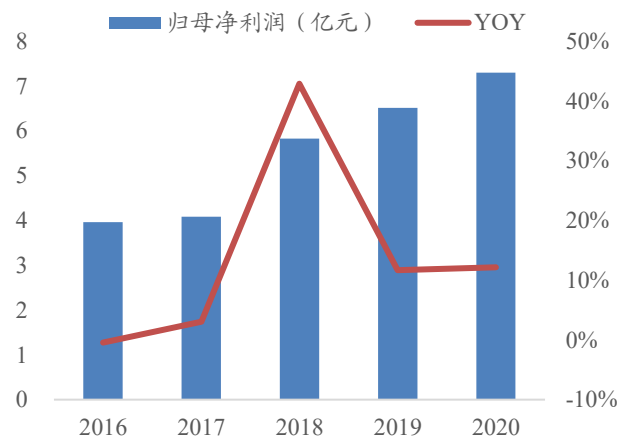
全年实现收入增速符合预期，毛利率承压导致净利润增速低于预期。公司于 3 月 19 日发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 128 亿元，同比增长 26.3%；归母净利润 7.3 亿元，同比增长 12.4%；扣非净利润为 6.1 亿元，同比增长 18.4%。Q4 实现收入 37.3 亿元，同比增长 41%，环比 Q3 提升 2.4%；归母净利润 1.4 亿元，同比减少 14%，同比减少 14%，环比下滑 23%；扣非净利润 0.7 亿元，同比下滑 33%，环比 Q3 下滑 58%。原材料成本上升等因素导致公司销售毛利率承压。

图 1：2020 年营收 128 亿元，同比增长 26%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：2020 年归母净利润 7.3 亿元，同比增长 12%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

降本增效提升人均效益，经营净现金流持续稳健。2020 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别下降了 1.5pct./0.5pct./0.1pct.，Q4 三费率合计下降达 4pct.；公司全年人均产值提升至 171 万元，同比增长 26%；人均创利达 11.1 万元，同比增长 12%。2020 年期末经营性现金流量净流入 9.2 亿元，同比增长 8%，高于净利润总额；存货周转率、应收账款周转率分别提高 1.2 次和 1.3 次，实现净资产收益率达 14.1%。2020 年公司每 10 股派息 3.5 元，与 2019 年相同；现金分红 2.6 亿元，与 2019 年持平，占归属于上市公司普通股股东净利润的 35.4%，同比下降了 4.4 pct.

图 3：2020 年期末经营性现金流净额同比增长 8.03%

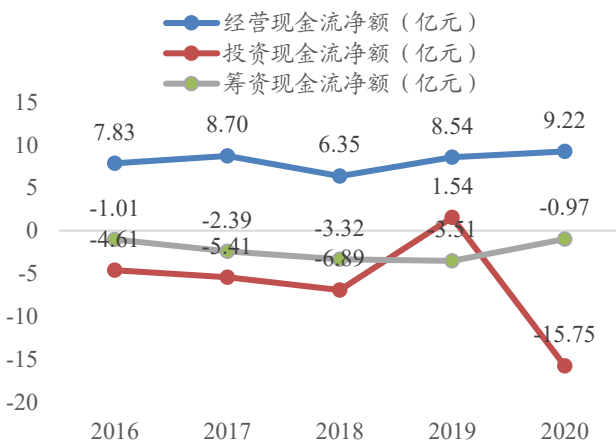
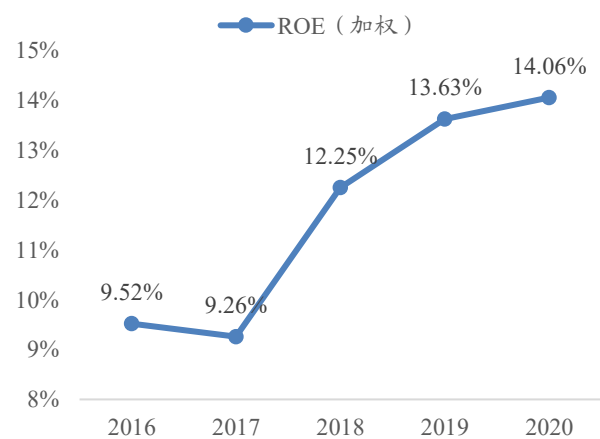


图 4：2020 年 ROE（加权）同比增加 0.43 pct.



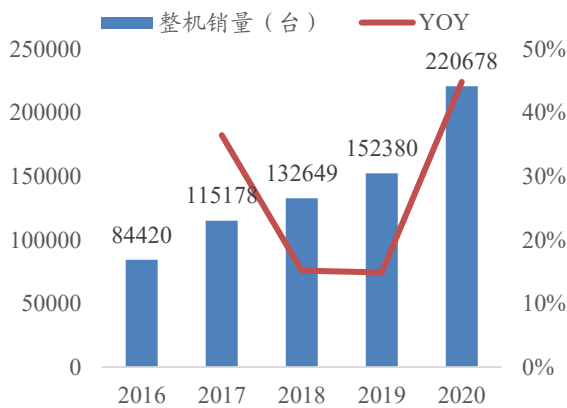
资料来源: Wind、浙商证券研究所

资料来源: Wind、浙商证券研究所

公司叉车销量增速高于行业，市占率持续提升至 27.5%。2020 年公司实现整机销量 22 万台，同比增长 45%；根据行业协会统计数据，行业全年实现销量 80 万台，同比增长 31.5%；其中国内市场实现销量 61.9 万台，同比增长 35.8%；实现出口 18.2 万台，同比增长 18.9%。随着国内疫情形势得到有效控制，各行业加快复工复产步伐，市场需求实现快速回暖，推动公司产品销量和营收迅猛增长。2021 年 1 月全行业叉车销量 7.4 万台，同比增长 118%。**2021 年一季度行业销量持续超预期，预计公司销量增速维持高位。**

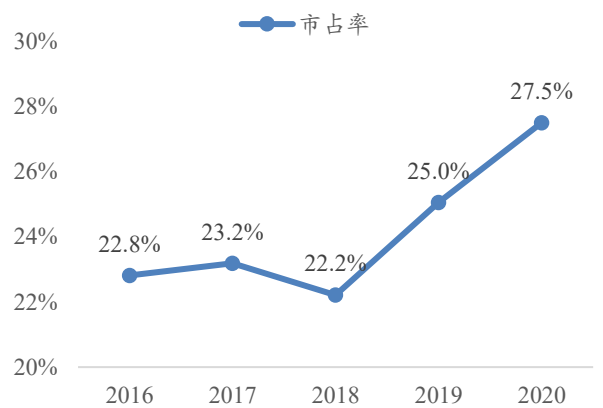
2020 年公司国内市占率提升至 27.5%，同比 2019 年提升约 2.5 pct.，连续 30 年保持国内第一。国内叉车行业竞争格局较稳定，龙头竞争优势显著，行业集中度有望持续提升。

图 5: 2020 年整机销量 22 万台，同比增长 45%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

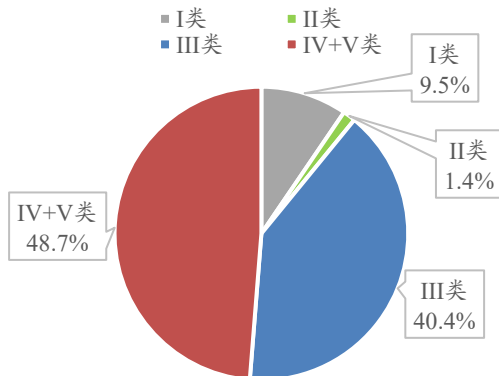
图 6: 2020 年国内市占率提升至 27.5%



资料来源: Wind、浙商证券研究所

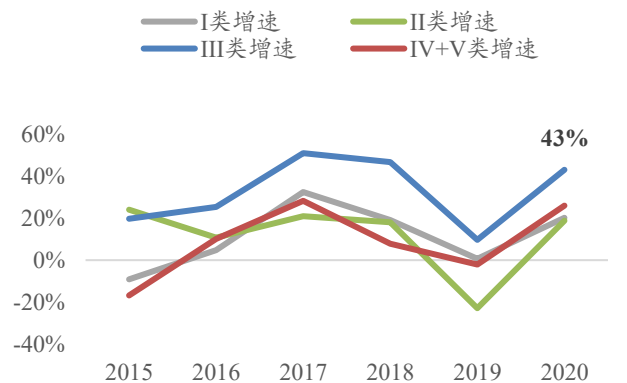
销量增速高于收入增速，电动化趋势明显。从行业需求结构上来看，I 类、II 类、III 类和 IV+V 类车辆分别占行业总销量的 9.5%、1.4%、40.4%和 48.7%，各类车型均呈现不同程度增长，其中由于轻量化的 III 类车型快速增长带动电动步行式仓储车销量同比增长 43%，在各类车型中增速最高。2020 年公司仓储式叉车销量增速迅猛，锂电专用车实现爆发式增长。在产品销售结构中，III 类车出货量占比较高，产品价值量较低，导致公司销量增速高于营收增速。

图 7: 2020 年 III 类和 IV+V 类行业销量合计占比接近 90%



资料来源: 中国工程机械工业协会、浙商证券研究所

图 8: III 类行业销量增速高于其他各类车型



资料来源: Wind、浙商证券研究所

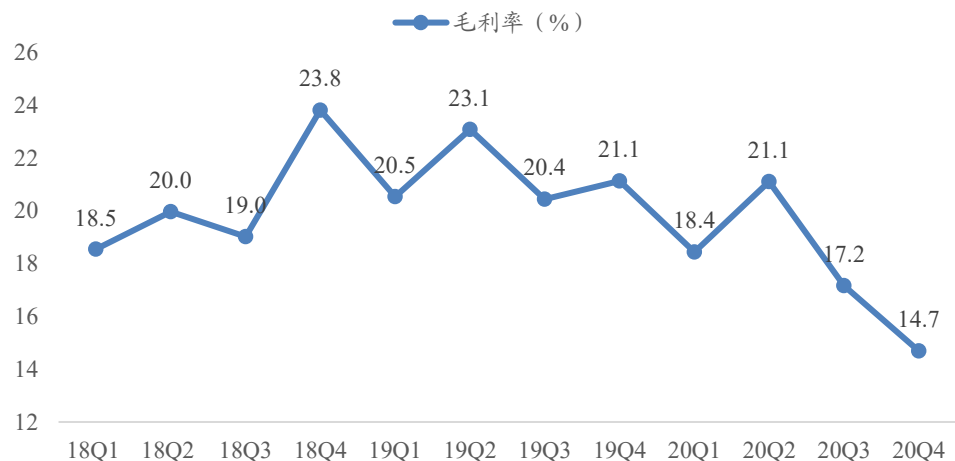
## 2. 原材料涨价及销售策略影响毛利率，盈利能力有望逐步回升

受短期销售策略及原材料成本上升冲击，Q4 毛利率降至历史低位。2020 年公司销售毛利率为 17.5%，同比降低 3.6pct；销售净利率为 6.5%，同比降低 1.2pct。Q4 毛利率仅为 14.7%，同比下降 6.4pct。疫情加剧市场竞争，公司采取积极销售政策提升市场份额，导致 2020 年第三、第四季度销售毛利率承压，截至年底叉车终端销售价格已有所回升，随着行业景气度持续超预期，我们预计今年行业竞争加剧可能性较低，公司产能饱满，规模化优势明显。

有效控制原材料成本上升影响，盈利能力有望趋稳修复。2020 年第四季度开始钢材价格持续上涨，以普钢为例，2020 年 10 月至 2021 年 3 月每吨价格从 3990 元上涨至 5050 元，涨幅超过 25%。通常情况下公司原材料的备货量周期为一个季度左右，导致 2020 年公司营业成本占收入比例大幅提升，Q4 毛利率下滑至历史低位。

公司的原材料成本占比由 2019 年的 89.5% 提升至 2020 年的 90.5%。公司对钢材直采占整体采购比例较高，除了发动机、液压元件、变速箱齿轮等外协采购部件成本提升空间有限，其余用钢件再加工的构件自制率较高。另一方面，公司通过期货和代理商签订长期供货价格等方式提前锁定原材料价格，有效控制平滑成本波动。并且作为行业龙头，公司采购原材料规模化成本优势明显，预计 2021 年原材料涨价对公司成本影响程度有限。此外，公司作为龙头拥有较强议价能力，有望通过产品终端售价提升等方式向下游传导。我们认为 2021 年公司毛利率下滑趋势有望扭转，盈利能力有望逐步修复。

图 9：2020 年第四季度毛利率降至近 3 年最低点



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 10：2020 年 10 月至 2021 年 3 月普钢价格涨幅超过 25%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

**毛利率对钢材价格波动敏感程度有限。**根据成本敏感性测算，假设钢材占原材料成本的 10%，当钢材价格每提高 5 个百分点，毛利率相应下降 0.37 个百分点；假设钢材的成本占比为 50%，随着钢材价格每提高 5 个百分点，毛利率相应下降 1.84 个百分点。原材料中除了钢材直采，还有发动机、变速箱、平衡重等其他零部件的采购在成本中均有较大占比，公司通过规模效应有效控制成本，因此我们认为毛利率对钢材价格波动敏感程度有限。

表 1：毛利率对钢材价格波动敏感性程度有限

钢材价格变化	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
毛利率-钢材占比 10%	18.18%	17.81%	17.45%	17.08%	16.71%	16.35%	15.98%	15.61%	15.24%
毛利率-钢材占比 20%	18.92%	18.18%	17.45%	16.71%	15.98%	15.24%	14.51%	13.78%	13.04%
毛利率-钢材占比 30%	19.65%	18.55%	17.45%	16.35%	15.24%	14.14%	13.04%	11.94%	10.84%
毛利率-钢材占比 40%	20.38%	18.92%	17.45%	15.98%	14.51%	13.04%	11.57%	10.10%	8.64%
毛利率-钢材占比 50%	21.12%	19.28%	17.45%	15.61%	13.78%	11.94%	10.10%	8.27%	6.43%

资料来源：浙商证券研究所

### 3. 研发投入驱动产品创新，扩产项目持续推进

**研发投入驱动产品创新，培育产业新动能。**2020 年公司研发投入 5.39 亿元，同比增长 9.55%。国内 2020 年叉车电动化比例提升至 51%，电动叉车增速高于内燃叉车增速 11pct。公司加速技术创新驱动发展，先后研发上市 G2 系列锂电专用车、前移式叉车、K2、H3、G3 系列中高端内燃叉车等新产品，全年推出新车型共 277 款，其中电动新能源系列叉车 105 款，完成省级新产品鉴定 12 项，引进产学研合作等项目 42 项，实现新产品产值约 51 亿元，同比增长约 55%。

**成立铸造公司，扩产项目持续推进。**2021 年 2 月，公司 100%控股的安徽合力（六安）铸造有限公司成立，经营范围包含铸锻件、叉车、矿山机械及配件制造、加工、销售，

热处理加工等。该项目总用地面积约 370 亩，将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。“十四五”期间，公司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将得到提升，满足高品质铸件的需求，为国产替代和产品升级打下坚实的基础。

为进一步扩大生产规模，公司子公司宝鸡合力拟利用原有厂房，投资实施“基于流程化的智能化改造项目”开展自动化、智能化产线改造及信息化建设。项目总投资 6500 万元，建设期 3 年。

**入股浙江加力，加速电动技术发展。**2020 年 10 月，公司与浙江加力仓储设备股份有限公司达成战略合作，共同致力于研发制造更高效、更轻便、更环保、更智能的物流搬运设备，并战略持股浙江加力 17.5%。2021 年 1 月，公司完成对加力的增资，持股比例提高至 35%，并拥有其 70.42% 的表决权。通过和浙江加力强强联手，公司将更好地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；充分发挥浙加力股份在经济型电动托盘车、堆垛车等相关领域的制造能力和区位优势，进一步扩大规模、丰富产品序列和市场竞争力。

#### 4. 盈利预测及投资建议

预计 2021 年叉车行业景气度将持续，全年销量有望维持较快增长。公司作为行业龙头，市占率持续提升，盈利能力有望逐步修复。

我们预计公司 2021-2023 年分别可实现归母净利润 8.5/9.9/11.8 亿元，同比增长 15%/17%/19%，对应 EPS 为 1.14/1.34/1.59 元，对应当前 PE 为 12/10/8 倍，对应当前 PB 为 1.6/1.4/1.2 倍，与同行业相比，估值存在修复空间。维持公司“买入”评级。

**表 2：叉车行业重点公司盈利预测及估值比较**

2021/3/22				EPS/元				PE					
公司	代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	PB	ROE
安徽合力	600761	13.4	99	0.99	1.14	1.34	1.59	14	12	10	8	1.8	14%
杭叉集团	603298	23.1	200	0.97	1.18	1.42	-	23	19	16	-	4.1	16%
诺力股份	603611	13.2	35	0.94	1.16	1.83	-	16	13	11	-	2.0	15%
行业平均值								18	15	12	8	2.6	15%

资料来源：Wind、浙商证券研究所（安徽合力 2020 年 EPS 年报已披露，非预测值；杭叉集团、诺力股份均为预测值）

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6975	8288	9831	11606	<b>营业收入</b>	12797	14456	16498	18983
现金	2230	3748	4614	6064	营业成本	10528	11853	13392	15325
交易性金融资产	1453	993	1324	1257	营业税金及附加	90	101	132	152
应收账款	1038	1159	1245	1338	营业费用	433	492	619	740
其它应收款	39	55	57	65	管理费用	349	412	495	570
预付账款	156	169	188	220	研发费用	539	578	660	759
存货	1486	1717	1894	2183	财务费用	(9)	3	(11)	(24)
其他	573	447	510	478	资产减值损失	4	4	5	6
<b>非流动资产</b>	2795	2696	2733	2749	公允价值变动损益	6	7	10	8
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	62	62	62	62
长期投资	289	241	253	261	其他经营收益	22	16	11	11
固定资产	1762	1776	1789	1811	<b>营业利润</b>	953	1099	1290	1537
无形资产	237	231	230	231	营业外收支	21	21	21	21
在建工程	174	188	178	158	<b>利润总额</b>	974	1120	1312	1558
其他	333	261	282	288	所得税	140	157	184	218
<b>资产总计</b>	9771	10985	12563	14355	<b>净利润</b>	834	964	1128	1340
<b>流动负债</b>	2944	3204	3651	4101	少数股东损益	102	118	138	164
短期借款	5	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	732	845	990	1176
应付款项	2467	2620	2973	3460	EBITDA	1180	1252	1433	1670
预收账款	0	156	146	124	EPS (最新摊薄)	0.99	1.14	1.34	1.59
其他	471	428	533	517	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	843	833	836	837		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	700	700	700	700	<b>成长能力</b>				
其他	143	133	136	137	营业收入	26.32%	12.97%	14.13%	15.06%
<b>负债合计</b>	3786	4037	4487	4938	营业利润	7.21%	15.32%	17.41%	19.12%
少数股东权益	542	660	798	963	归属母公司净利润	11.10%	15.50%	17.08%	18.80%
归属母公司股东权益	5442	6288	7278	8454	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	9771	10985	12563	14355	毛利率	17.72%	18.01%	18.83%	19.27%
					净利率	6.52%	6.67%	6.84%	7.06%
					ROE	12.88%	13.08%	13.18%	13.45%
					ROIC	13.53%	13.35%	13.49%	14.01%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	38.75%	36.75%	35.72%	34.40%
					净负债比率	18.78%	20.84%	19.74%	16.42%
					流动比率	2.37	2.59	2.69	2.83
					速动比率	1.86	2.05	2.17	2.30
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.45	1.39	1.40	1.41
					应收帐款周转率	13.79	13.18	13.78	14.79
					应付帐款周转率	6.62	6.09	6.34	6.25
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.99	1.14	1.34	1.59
					每股经营现金	1.25	1.26	1.67	2.09
					每股净资产	7.35	8.49	9.83	11.42
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.53	11.72	10.01	8.43
					P/B	1.82	1.58	1.36	1.17
					EV/EBITDA	6.90	5.39	4.00	2.65

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>