

安徽合力(600761)

报告日期: 2021年08月06日

叉车国企龙头持续增长, 具备全球竞争力

——安徽合力深度报告

投资要点

□ 叉车国企龙头: 具备穿越周期属性, 受益于自身竞争优势和广阔市场空间

安徽合力从事叉车行业超过六十年, 主营产品基本覆盖全系列叉车, 产销量连续 30 年行业第一; 依托国企集团化平台穿越周期持续成长, 2000-2020 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 18%和 14%。2020 年公司销量突破 22 万台, 过去 5 年 CAGR 高达 26%; 全国市占率提升至 27.5%, 过去 5 年提高 6.4pct, 各项业绩指标创历史新高, 未来公司市占率有望持续提升。

□ 现阶段下游高景气带来旺盛需求, 长期看人工替代支撑行业发展

下游高景气度和人工替代组成国内叉车行业的驱动因素。1) 叉车下游中制造业和物流业合计占比约 75%, 与叉车销量高度相关。制造业 PMI 连续 14 个月站上“荣枯线”, 近三年快递业务量增速维持在 25%以上, 为叉车企业带来旺盛需求, 我们认为下游高景气度有望持续。

2) 我国社会老龄化加剧, 近年来新增劳动力人口数量与叉车销量呈“剪刀叉”。劳动力成本逐年攀升, 过去 5 年农民工工资 CAGR 约 7%, 促使企业用叉车换人: 经测算, 1 台 3-5 吨平衡重式年均成本不到等效人工 1/4, 人工替代是叉车需求的长期驱动力。

国内行业集中度加速提升, 龙头竞争优势凸显。2016-2020 年合力杭叉市占率从 45%提升至 54%, 未来双龙头市占率有望进一步提升至 60%以上。2020 年国产叉车实现销量 80 万台(含出口), 同比增长 31.5%, 约占全球销量一半; 预计 2025 年国产叉车销量将达 142 万台(含出口), 对应市场规模近 570 亿元, 未来 5 年 CAGR 约 12%。

国际市场寡头格局稳定, 国内企业成长空间大。2019 年公司营收位列全球行业第 7, 规模约为丰田工业 10%; 同类型叉车单台价格相比国际龙头品牌存在较大差距, 未来升级换代空间大。2020 年国产品牌出口量占海外总销量 23%, 国际市场是国产品牌新的增长点。

□ 发挥国企优势有效应对原材料价格上涨, 全方位产品矩阵打造全球竞争力

有效应对原材料价格上涨, 盈利能力领先同行。2020 年三季度以来钢材价格涨幅最高接近 70%, 对生产成本造成巨大压力, 公司规模采购议价能力强, 多产能布局体现终端运输成本优势。预计随着下半年原材料价格压力有所缓解, 单季度毛利率水平后续有望企稳回升。

布局电动化、AGV 领域, 拓展后市场, 确立行业领先地位。公司整合优质资源, 近年来围绕电动仓储车辆、锂电池相关产业开展了各类投资及项目建设, 2020 年电叉销售占比提高至四成; 与国际领军企业成立 AGV、叉车租赁合资公司, 强强联手走在行业前列。

□ 盈利预测及估值

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 9/8/7 倍。维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

1) 制造业投资增速低于预期; 2) 原材料价格波动; 3) 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%
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	10.8	9.4	8.0	6.7
ROE	13%	13%	13%	13%
PB	1.5	1.3	1.1	0.9

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 10.71

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.24
4Q/2020	0.19
3Q/2020	0.25
2Q/2020	0.44

分析师: 邱世梁

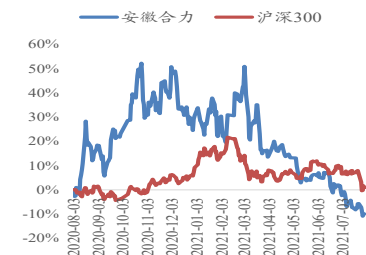
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

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

分析师: 潘贻立

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



相关报告

叉车行业

《叉车行业深度: 持续增长、集中度提升, 双寡头有望共赢》2020.11.25

安徽合力

《公司深度: 稳健成长的叉车行业龙头》2018.11.19

《安徽合力: 2020 年销量大增 45%、市占率提升, 期待盈利能力逐步修复》2021.03.23

《安徽合力: 一季度业绩接近预告上限, 毛利率企稳回升》2021.04.27

投资建议

□ 盈利预测、估值与目标价、评级

我们看好叉车行业国内市场持续增长，海外出口有望加速渗透，随着行业集中度持续提升，龙头市占率有望再提高。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 9/8/7 倍。

对比叉车行业的平均 12 倍的动态市盈率，公司估值水平处于较低位，且处在叉车板块历史上 9-20 倍 PE 估值区间的最低点。考虑到公司未来有望通过管理层机制改革实现经营提效和盈利能力的持续优化，公司估值有望的得到逐步修复。维持“买入”评级。

□ 关键假设

1. 受益人工替代、环保升级、电动化渗透率提升等因素，叉车行业国内市场将保持持续增长，国产叉车未来 5 年实现 CAGR 约 12%，海外出口实现加速渗透，后市场业务加速崛起。
2. 叉车市场进入良性竞争阶段，传统的平衡重叉车售价保持较稳定，公司通过不断投入研发创新实现技术迭代和新车型推广，引领产业升级带来单车价值量提升。
3. 叉车行业集中度有望进一步提升，龙头品牌市占率持续提升。

□ 我们与市场观点的差异

1. 市场认为叉车作为传统通用设备发展平稳，增速较低且具有周期性，行业格局较为稳定。我们认为叉车应用的高性价比将不断替代劳动力市场人的工搬运环节，将带来大量行业需求增量，使得行业增长超预期；此外，龙头主导的价格战将进一步挤占中小企业空间，行业集中度将加速提升，公司市占率提升有望超预期。
2. 市场认为低价竞争带来的行业增长是短期刺激对未来需求的透支。我们认为这是叉车应用渗透率提升的前置。叉车并非可选消费品，降价并不会带来刺激性消费，新增需求提前验证了市场空间的成长性，使得叉车行业增长速度超预期。
3. 市场认为双寡头的价格战可能损害企业利益，两败俱伤。我们认为营销策略和原材料波动对公司毛利率的影响是短期的，只是暂时抑制了企业利润弹性，但行业加速洗牌出清落后产能带来的综合效益是长期的，头部企业的规模效应将充分体现。
4. 市场认为公司身为国企，机制不够灵活。我们认为公司虽是国企，看重长期发展韧性和抗风险能力，但一直具有很强的活力和执行力，30 年保持行业第一，拥有深厚的底蕴且研发创新驱动力强，稳健的业绩和超强的品牌地位足已证明实力。

□ 股价上涨的催化因素

原材料价格高位回落；叉车价格保持平稳；制造业及物流行业景气度超预期；公司加大出货量提高市占率；国企改革进程超预期；经营提效和盈利能力持续优化

□ 投资风险

制造业投资增速低于预期；原材料价格波动；行业竞争格局恶化

正文目录

1. 安徽合力：叉车国企龙头，穿越周期持续成长	5
1.1. 公司底蕴深厚，稳坐国内叉车龙头，跻身世界前列	5
1.2. 省国资背景加持，具备产业链规模化发展优势	5
1.3. 核心业务为叉车，产品线覆盖全系列	6
1.4. 依托国企集团化平台，穿越周期长期稳定盈利	8
2. 国产品牌海内外发展空间广阔，行业电动化率将持续提升	9
2.1. 市场空间：预计 2025 年国产叉车销量 142 万台，规模近 570 亿元	9
2.2. 竞争格局：国际品牌格局稳定，国内集中度不断提升	11
2.2.1. 国际：寡头格局，国内企业成长空间巨大	11
2.2.2. 国内：强者恒强，双龙头市占率稳中有升	12
2.3. 驱动因素：短期下游需求旺盛，人工替代支撑行业长期发展	13
2.3.1. 叉车增速与制造业、物流业相关性较高，需求景气度有望持续	13
2.3.2. 我国社会老龄化加剧，人工替代支撑行业长期发展	15
2.4. 电动化大势所趋：国标切换叠加经济效益，电叉未来更具成长性	16
3. 龙头地位稳固，完善产品矩阵打造全球竞争力	18
3.1. 合力营收规模领先国内同行，盈利能力稳定	18
3.2. 发力电动化赛道，整合优质资源做大做强	20
3.3. 积极布局 AGV、自动化物流，确立行业领先地位	21
3.4. 拓展租赁业务和核心零部件自产，升级完善产业链	21
4. 盈利预测	22
4.1. 业务拆分	22
4.2. 估值比较	22
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司有国企背景加持，子公司具备产业规模优势	6
图 2：合力在国内设有合肥总部和五大生产基地	6
图 3：合力在海外设有欧洲、北美、东南亚中心	6
图 4：合力产品基本覆盖全系列叉车	7
图 5：2000-2020 年合力营业收入 CAGR 约 18%	8
图 6：“十三五”期间合力叉车销量 CAGR 约 21%	8
图 7：平衡重式叉车销量与制造业 GDP 增速相关性较大	9
图 8：制造业投资增速变化与叉车单一品类增速吻合度较低	9
图 9：2025 年国产叉车销量有望达到 142 万台，5 年 CAGR 为 12%	10
图 10：国内叉车企业营收仅为丰田 10%左右（亿美元）	11

图 11: 2019 年全球销量前五企业占比超 60%.....	11
图 12: 2020 年国产品牌销量占全球销量 50%.....	12
图 13: 2020 年国产品牌出口销量占海外销量 23%.....	12
图 14: 合力和杭叉的合计销量占国产市场份额(含出口)快速提升.....	12
图 15: 海外品牌在国内市占率降至 10%以下.....	13
图 16: 叉车下游应用广泛, 制造业和物流业占比近 75%.....	13
图 17: 2016-2020 年国内叉车销量 CAGR 约 23%.....	14
图 18: 叉车销量变动与制造业 PMI 指数变动高度相关.....	14
图 19: 快递业务量近三年增速仍维持较高水平.....	15
图 20: 仓储叉车销量与快递业务量具有相关性.....	15
图 21: 近十年我国叉车销量与劳动力新增人口呈现“剪刀叉”.....	15
图 22: 过去 5 年制造业操作员和农民工平均年工资 CAGR 分别为 9%、7%.....	16
图 23: 2020 年电动叉车占比达 51%.....	17
图 24: III 类车增速高于其他类型叉车.....	17
图 25: 2016-2021 年 Q1 合力营业收入保持行业领先.....	18
图 26: 2021 年 Q1 合力归母净利润同比增速显著高于同行.....	18
图 27: 合力毛利率控制良好.....	19
图 28: 合力净利率保持稳定.....	19
图 29: 2020 年 Q3 以来螺纹钢价格涨幅最高接近 70%.....	19
图 30: 2016-2020 年合力 ROE 持续提高.....	20
图 31: 合力智能物流系统.....	21
图 32: 合力智能车队管理系统.....	21
表 1: 合力发展历程.....	5
表 2: 合力产品介绍.....	7
表 3: 2020-2025 年国产叉车销量同比增幅呈先高后低.....	10
表 4: 2025 年国产叉车整车市场规模有望达到近 570 亿元.....	11
表 5: 人工替代成本优势明显, 全生命周期电动叉车年均使用成本低于内燃叉车.....	16
表 6: 杜邦连环替代分析两家公司 2020 年 ROE 的差距.....	20
表 7: 公司业务拆分.....	22
表 8: 叉车行业重点公司盈利预测及估值比较.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

1. 安徽合力：叉车国企龙头，穿越周期持续成长

1.1. 公司底蕴深厚，稳坐国内叉车龙头，跻身世界前列

发展六十载稳坐国内叉车龙头，跻身全球工业车辆前十强。安徽合力的前身为合肥叉车总厂，始建于1958年，是机械部定点生产叉车的大型重点骨干企业。1992年安徽叉车集团公司成立，1993年合肥叉车总厂改制成立安徽合力股份有限公司。1996年安徽合力公开向社会发行3000万股股票，并于当年在上海证券交易所挂牌上市。

安徽合力及前身生产叉车已有六十多年历史，目前成为国内规模最大的叉车生产、科研和出口基地，是全国同行业中首先获得进出口经营权的企业。1991年起，企业主要经济技术指标连续多年保持国内同行业领军地位，2020年叉车产销量连续三十年国内同行业第一。2006年合力进入世界工业车辆行业十强，成为唯一入选的中国企业；根据美国《现代物料搬运》杂志的评选，2017年全球叉车供应商排名中安徽叉车集团排名第七。

表 1：合力发展历程

年份	发展历程
1958	合肥矿山机器厂新厂建立。
1983	进行产品结构调整，更名为合肥叉车厂，成为我国定点专业生产叉车的厂家之一。
1992	正式组建成立安徽叉车集团公司。
1993	以合肥叉车总厂为核心企业，进行股份制改造，设立安徽合力股份有限公司。
1996	安徽合力在上交所挂牌上市。
2006	进入世界工业车辆行业十强，唯一入选的中国企业。
2017	整机产销首次突破十万台大关，经营发展再创历史新高，实现生产 12.23 万台。

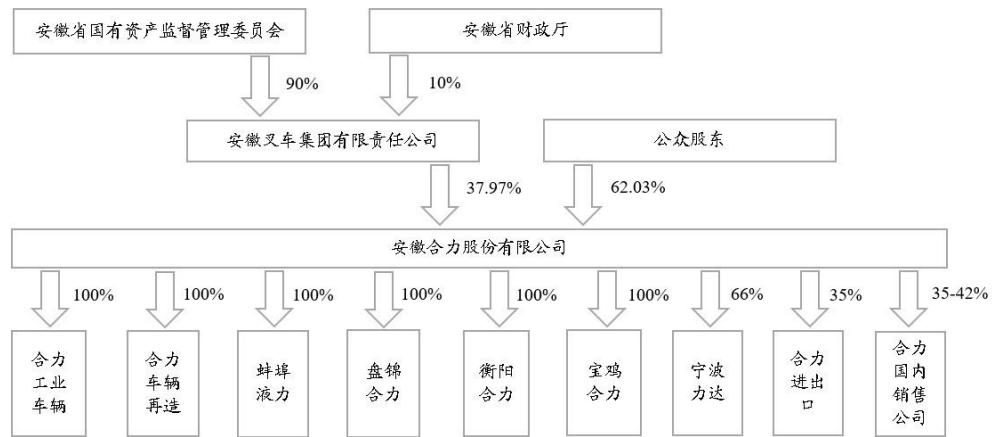
资料来源：公司招股书、互联网、浙商证券研究所

1.2. 省国资背景加持，具备产业链规模化发展优势

股权结构较集中，省政府财政加持。截止2020年12月31日，安徽合力的第一大股东为安徽叉车集团，持股37.97%，其余62.03%为公众股东持有，股权结构相对集中。安徽叉车集团是安徽省国资委90%控股企业，安徽省财政厅持有10%，具备地方政府支持优势。

合肥总部加五大生产基地，产业链规模化优势明显。合力以合肥总部为中心，五大整机生产基地辐射全国：宁波力达和浙江加力负责东部，宝鸡合力负责西部，盘锦合力、衡阳合力分别负责北方和南方，该布局有利于降低运输成本。此外合力以合肥铸锻厂、蚌埠液力公司、安庆车桥厂等核心零部件体系为产业链提供支撑，规模化优势明显。

图 1：公司有国企背景加持，子公司具备产业规模优势



资料来源：公司 2020 年报、浙商证券研究所

海内外营销服务体系完善，支持产品畅销全球。合力在国内设有 24 家省级营销机构和近 500 家二、三级营销服务网络，海外设有欧洲、北美、东南亚中心和 80 多家代理机构。海内外完善的营销服务体系为用户提供全生命周期的增值服务，支持产品畅销全球 150 多个国家和地区。

图 2：合力在国内设有合肥总部和五大生产基地



资料来源：公司 2020 年报、浙商证券研究所

图 3：合力在海外设有欧洲、北美、东南亚中心



资料来源：公司 2020 年报、浙商证券研究所

1.3. 核心业务为叉车，产品线覆盖全系列

安徽合力以叉车为主营业务，目前产品线已经基本覆盖内燃和电动叉车全部车型。公司主导产品是“合力、HELI”牌系列叉车，拥有 24 个吨位级（覆盖 0.2-46 吨）、500 多个品种、1700 多种型号。全部产品具有自主知识产权，综合性能处于国内、国际先进水平。此外，2020 年公司研发制造的国内首创增程式超级电容混动堆高机成功交付珠海海港使用。

图 4：合力产品基本覆盖全系列叉车



资料来源：互联网、浙商证券研究所

表 2：合力产品介绍

产品分类	图例	技术特点
电动平衡重式叉车		分为锂电和铅酸蓄电，锂电专用车具有媲美燃油车的综合性能，适应复杂工况能力强，全生命周期综合成本低。
电动乘驾式仓储叉车		广泛应用于轻工、烟草、纺织、食品、超市等行业的狭窄空间物料搬运和堆垛作业。
电动步行式仓储叉车		近年来受益于电商、企业仓储物流的快速发展以及轻量化产品的应用，仓储式叉车销量增速迅猛。
内燃平衡重式叉车		覆盖 1 至 46 吨主要吨位级，产品具有可靠性高、安全性好、作业效率高、环境适应性强以及节能环保等特点。
港机设备		包括集装箱堆高机、集装箱正面吊等产品。
牵引车等其他产品		包括电动、内燃式牵引车，越野叉车、侧面叉车、军用叉车、扒渣车等特种车辆，以及装载机等产品。

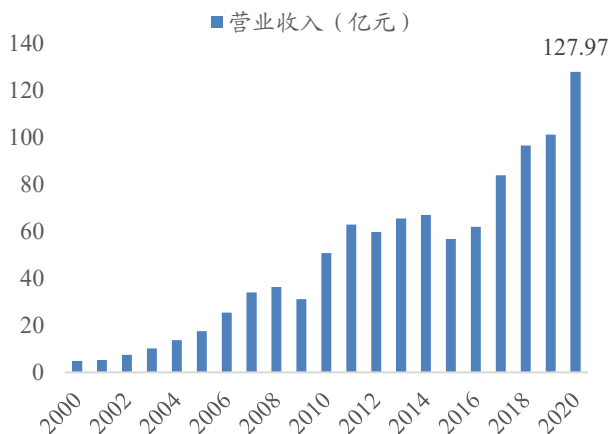
资料来源：公司 2020 年报、浙商证券研究所

1.4. 依托国企集团化平台，穿越周期长期稳定盈利

聚焦主业发展，打造以市场为导向，以创新为驱动，以效率为核心的集团化管控平台。公司长期深耕叉车领域，逐渐形成集团化管控平台，依托国企平台优势抵御风险、穿越行业周期，实现长期稳定盈利。

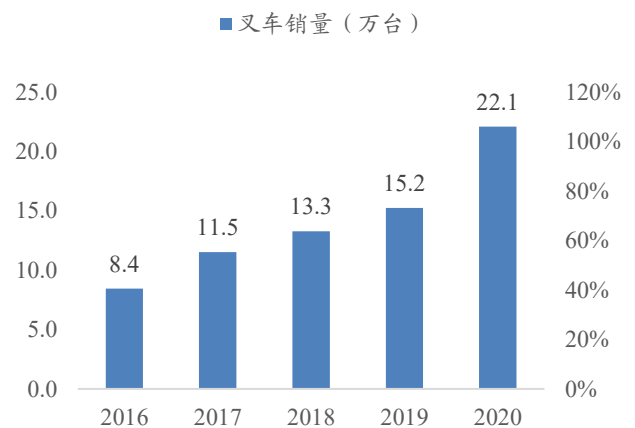
2000-2020年，公司营业收入从4.9亿元增长至约128亿元，CAGR为18%；其中2020年叉车销量突破20万台，全国市占率达到27.5%，均创历史新高。“十三五”期间，公司实现整机销量复合增长率20.6%，高于行业3.9个百分点；营业收入、净利润复合增长率分别达到15.3%和12.2%，均呈现两位数增长。

图 5：2000-2020 年合力营业收入 CAGR 约 18%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 6：“十三五”期间合力叉车销量 CAGR 约 21%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

市场为导向：国内加强渠道建设，海外优化业务布局。公司在国内持续推进区域营销公司 4S 店标准化升级，优化营销人才队伍结构，提升后市场服务能力。同时公司不断优化海外业务布局和产品出口结构，2020 年成功实施安徽省首家集团化保税试点项目，疫情下实现海外营收正增长。

创新为驱动：积极推进数字化车间和智能工厂建设。近年来公司建成全 5G 支持的智能车间，打造工业车辆工业互联网应用平台，推进以智能制造为目标的 MES、WMS、物联网项目，离散型工业车辆智能制造体系在海内外都处于行业领先水平。

效率为核心：多举措落实科学管理，保障生产运营质量。公司通过推行采购集采分供，有效加快存货周转，进一步提升企业运营效率；深入一线用户现场开展“合力质量万里行”活动，促进产品服务优化升级；强化费用控制，加强存货及应收账款管控；逐步建立完善分子公司内控体系，实现内控体系系统性覆盖和提升。

2. 国产品牌海内外发展空间广阔，行业电动化率将持续提升

2.1. 市场空间：预计 2025 年国产叉车销量 142 万台，规模近 570 亿元

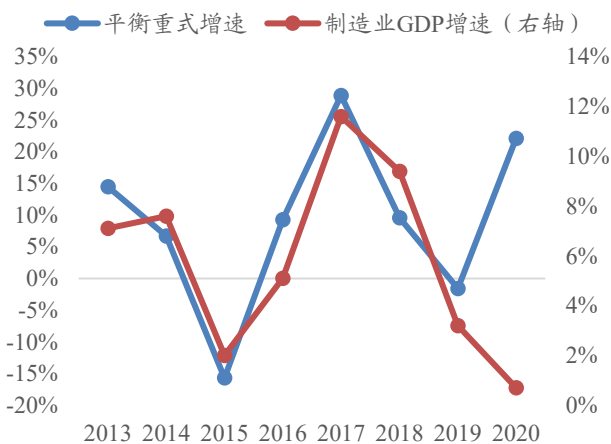
2021-2025 年国产叉车销量预测假设：

1) 按照各类叉车内在成长逻辑不同，将叉车拆分成三类分别预测：平衡重式叉车（包括内燃和电动）、电动乘驾式仓储叉车、电动步行式仓储叉车。

2) 平衡重式叉车与制造业景气度有较大相关性，在此考虑两个变量：制造业 GDP、制造业投资额。经过对比分析，制造业 GDP 与平衡重式叉车销量更为相关，2020 年叉车销量增速显著高于制造业 GDP 增速，主要系去年疫情复工复产后，由龙头为首发起的降价竞争市占率带动需求刺激、劳动力替代加速、制造业投资前置等因素所致。

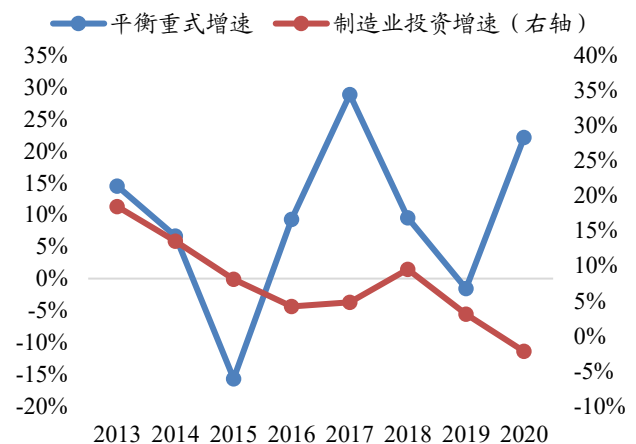
制造业投资中，厂房、产线、车辆等不同类型差异较大，投资增速波动范围较制造业 GDP 更广，我们选取占比最高的最有代表性的平衡重销量增速历史数据作为指标，和制造业投资增速做比较，发现两者变动趋势吻合度较低。

图 7：平衡重式叉车销量与制造业 GDP 增速相关性较大



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 8：制造业投资增速变化与叉车单一品类增速吻合度较低



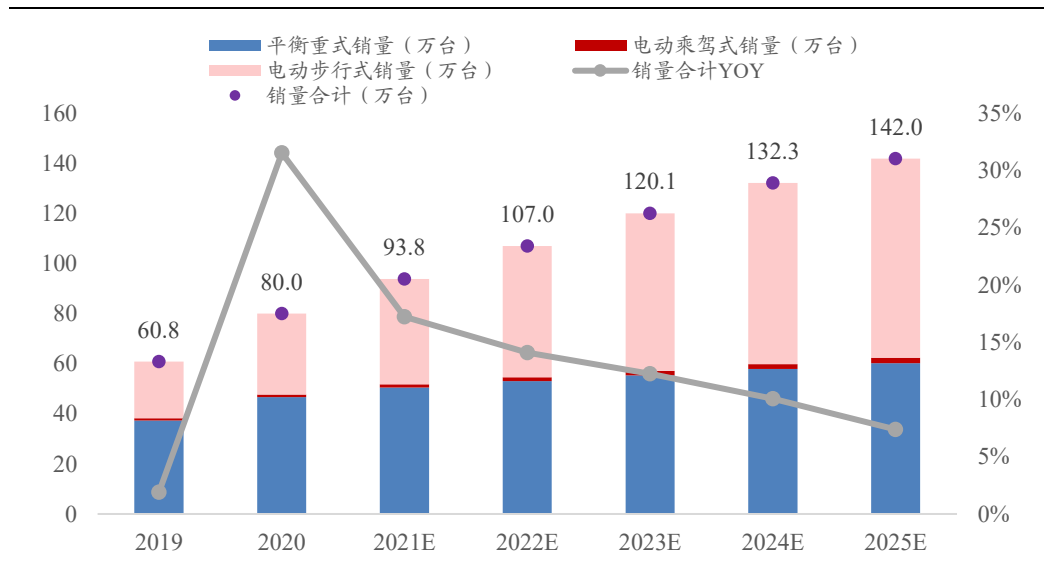
资料来源：Wind、浙商证券研究所

因此我们选用制造业 GDP 作为影响因子。2015-2020 年制造业 GDP 带来的叉车销量比从为 1.2 台/亿元逐步上升至 1.7 台/亿元。基于市场竞争及电动替代刺激下平衡重式叉车的超预期增长，我们假设 2021-2025 年该比例为 1.8 台/亿元。2015-2020 年制造业 GDP 复合增速为 5.8%，我们假设 2021-2025 年制造业 GDP 复合增速为 5%。

3) 电动乘驾式仓储叉车所占比例较小，除 2019 年销量下滑外，2015-2018 年呈稳定增长趋势，2020 年同比增速为 16%。我们假设 2021-2025 年该类叉车销量增速从 20%逐步向 10%过渡。

4) 电动步行式仓储叉车销量增长来源于对人力板车的替代以及下游行业对步行式叉车需求的增长。2015-2020 年，电动步行式仓储叉车销量年平均增速为 34%。基于此我们假设 2021-2025 年该类叉车销量增速从 30%向 10%平稳过渡。

图 9：2025 年国产叉车销量有望达到 142 万台，5 年 CAGR 为 12%



资料来源：Wind、浙商证券研究所预测

表 3：2020-2025 年国产叉车销量同比增幅呈先高后低

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
制造业 GDP (亿元)	264,137	265,943	280,570	294,598	307,855	321,709	334,577
YOY	5.2%	0.7%	5.5%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%
平衡重式叉车销量 (台)	373,166	466,230	505,026	530,277	554,140	579,076	602,239
YOY	-1.6%	24.9%	8.3%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%
销售密度 (台/亿元)	1.39	1.75	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
电动乘驾式仓储车销量 (台)	9,323	11,077	13,292	15,286	17,579	19,337	21,271
YOY	-22.9%	47.0%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
电动步行式仓储车销量 (台)	225,852	322,932	419,812	524,765	629,717	724,175	796,593
YOY	9.7%	50.0%	30.0%	25.0%	20.0%	15.0%	10.0%
叉车销量合计 (台)	608,341	800,239	938,130	1,070,328	1,201,436	1,322,588	1,420,102
YOY	1.9%	31.5%	17.2%	14.1%	12.2%	10.1%	7.4%

资料来源：Wind、浙商证券研究所预测

未来两年国产叉车单台价格假设：

1) 叉车各产品类型号众多，同类型号不同品牌价格不一，在此选用各品类畅销款的市场均价。

2) 内燃叉车在国四标准实施后，标准车均价有望提升 17-20%至 6.4-6.6 万元，我们取中间数 6.5 万元，同时假设 2025 年平衡重式叉车中内燃叉车占比降至 75%。

3) 电动平衡重叉车中，锂电池占比提升（铅酸电池价格便宜但实用效率较低），2025 年均价将提高到 11 万元。

4) 受制造业人工成本上升影响，电动乘驾式仓储车和电动步行式仓储叉车均价分别提高到 5.5 万元和 1.2 万元。

表 4：2025 年国产叉车整车市场规模有望达到近 570 亿元

	现价 (万元)	预计价格 (万元, 2025E)	预计销量 (万台, 2025E)	预计规模 (亿元, 2025E)
内燃平衡重叉车	5.5	6.5	45.2	293.6
电动平衡重叉车	9	11	15.1	165.6
电动乘驾式仓储叉车	5	5.5	2.1	11.7
电动步行式仓储叉车	1	1.2	79.7	95.6
合计			142.0	566.5

资料来源：浙商证券研究所预测

根据预测结果，2025 年国产叉车销量约 142 万台。受叉车市场低价竞争、平衡重叉车电动化、人工板车替代、宏观经济上行周期等因素驱动，明后年叉车行业有望维持较高速增长，2025 年国产叉车整车市场规模有望达到近 570 亿元。

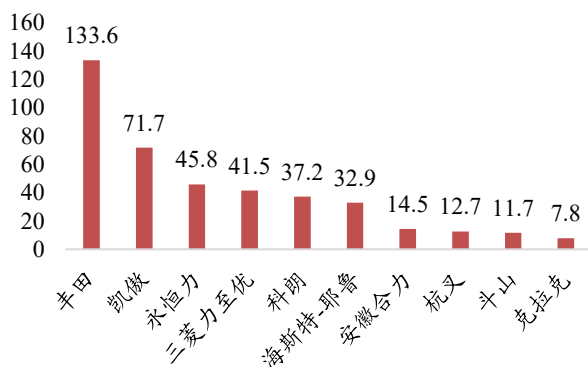
2.2. 竞争格局：国际品牌格局稳定，国内集中度不断提升

2.2.1. 国际：寡头格局，国内企业成长空间巨大

国际叉车行业形成寡头格局，丰田工业营收超百亿美元。根据 2020 年美国《现代物料搬运》杂志发布数据，日本丰田叉车在 2019 年共销售 28.2 万台叉车，占到全球销量比重为 18.9%，实现收入 133.6 亿美元，稳居世界第一。从销量来看，2019 年全球销量前五企业占比超过 60%，行业集中度较高。

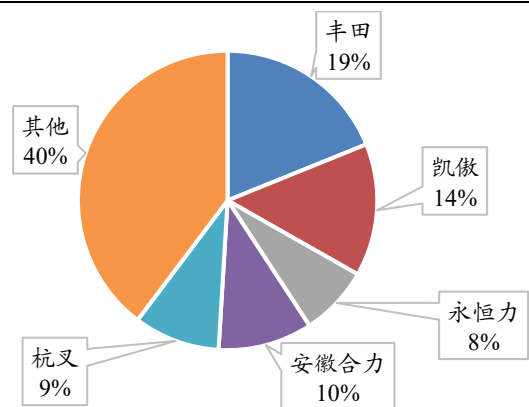
国内叉车企业安徽合力、杭叉集团营收分列第 7、第 8，仅为丰田 10%左右。合力、杭叉 2019 年分别销售叉车 15.2 万台、13.9 万台，位居世界第 3、第 4。中国叉车单价较低，后市场尚未充分开发，加之国内叉车市场需求持续旺盛，国内叉车企业规模提升空间巨大。

图 10：国内叉车企业营收仅为丰田 10%左右（亿美元）



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 11：2019 年全球销量前五企业占比超 60%

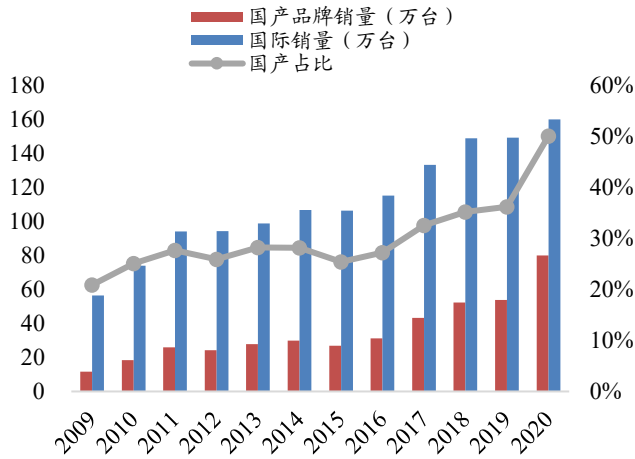


资料来源：Wind、浙商证券研究所

海外市场国产叉车性价比高。我国国产叉车出口基本为高端产品，质量与国际知名品牌相差无几，出口至美国、欧洲价格通常高出国内价格的 20-50%，但相比国际龙头价格仍然低廉。一辆常用款式的国产内燃叉车出口价格约 1-1.5 万美元，而丰田内燃叉车价格为 1.6-3 万美元，最高价格多出国产出口叉车一倍；型号相同的电动叉车价格同样多出国产叉车的 50%-100%。

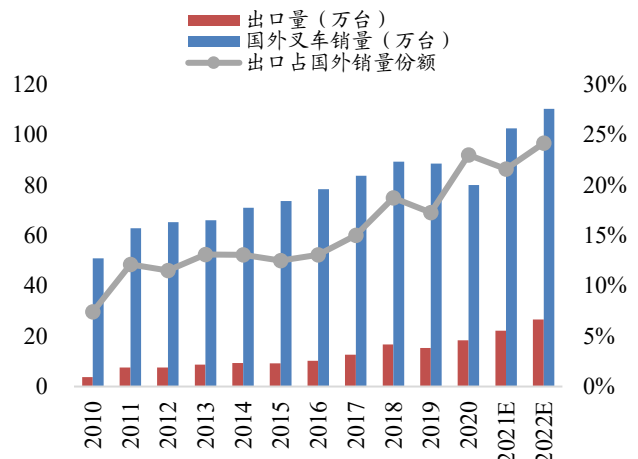
国产叉车全球市占率逐步提升，海外市场拓展空间巨大。随着国产叉车国际认可度不断提高，凭借性价比优势，2020年国产品牌销量占全球销量比例提升至50%，国产品牌出口销量占海外销量23%。其中，国产品牌在发达国家中占比略低，约5-10%；在发展中国家较高，约20%-50%，主要是产品定位和客户需求有所不同。

图 12：2020 年国产品牌销量占全球销量 50%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 13：2020 年国产品牌出口销量占海外销量 23%



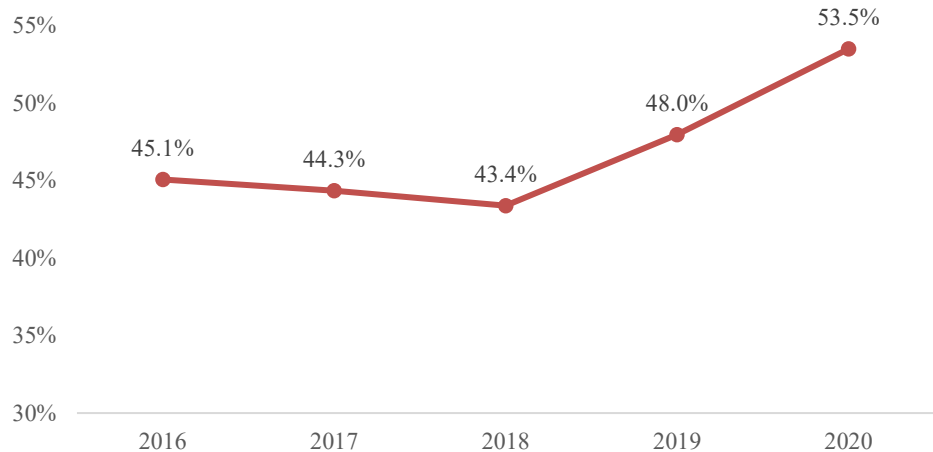
资料来源：工程机械工业协会、浙商证券研究所

2.2.2. 国内：强者恒强，双龙头市占率稳中有升

强者恒强，国内叉车行业近两年集中度大幅提升，双龙头市场份额合计超 50%。根据中叉网数据显示，2019 年有 15 家工业车辆制造商年销售量超过 10000 台，21 家超过 5000 台，29 家超过 3000 台，33 家超过 2000 台，截至目前行业内仍存续约 130 家企业。但大型叉车企业生存能力强于中小企业，伴随竞争，行业格局将持续优化。

从销售数量来看，国内龙头企业安徽合力和杭叉集团在 2020 年占国产叉车市场份额（含出口）提升至 54%，销量前 10 名企业约占国产总销量的 76% 以上。2020 年龙头公司之间竞争加剧，大幅降价，挤压中小企业生存空间，行业集中度进一步提升。其中，IV/V 类车两家公司占比达 68%；I 类车合计占比为 44%；III 类车占比略低，不到 20%。预计未来两家公司合计销量占国产市场份额有望突破 60%。

图 14：合力和杭叉的合计销量占国产市场份额（含出口）快速提升

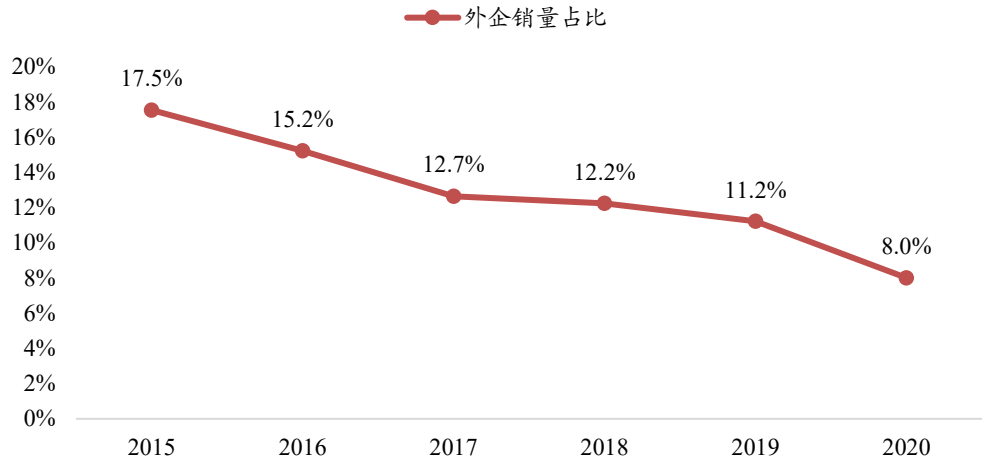


资料来源：Wind、浙商证券研究所

国产叉车市场已全面实现替代进口，龙头国内市占率持续显著提升。经过多年技术积累及持续性的研发投入，国内品牌产品系列完整性、核心技术掌控能力、试验检测水平、设计研发流程等技术质量管理方面赶超国际行业水平，在电动、智能化方面，国内龙头公司处于国际领先。

国产叉车价格性价比和配套服务能力均显著高于外资品牌，国内的叉车市场近年来已基本实现全面进口替代。在国内疫情得到控制后，国内叉车龙头积极复工复产并积极促销，市场份额持续提升，2020年海外品牌占国内销量份额下降至8%。

图 15：海外品牌在国内市占率降至 10%以下



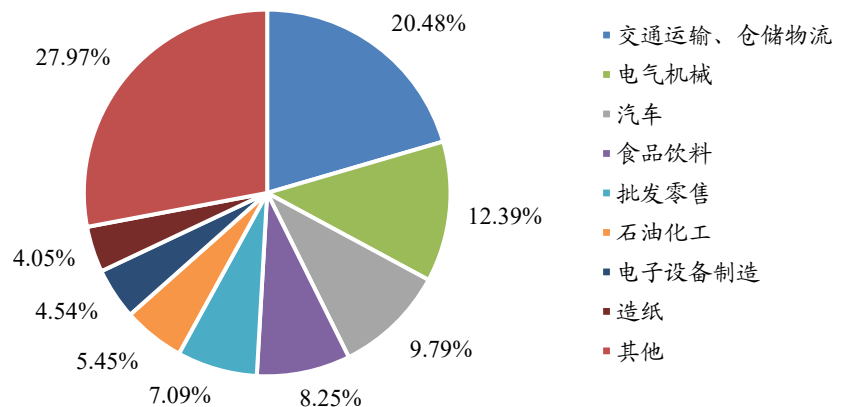
资料来源：Wind、浙商证券研究所

2.3. 驱动因素：短期下游需求旺盛，人工替代支撑行业长期发展

2.3.1. 叉车增速与制造业、物流业相关性较高，需求景气度有望持续

叉车下游应用广泛，需求稳定，制造业及物流业占比合计近 75%。叉车广泛应用于港口、车站、机场、货场、工厂车间、仓库、流通中心和配送中心等，其中制造业和物流业对叉车需求最大，合计需求占叉车下游行业需求 75%左右，而销售到制造业和物流业的比例约为 2:1。总体来看，叉车覆盖面广，下游应用“东方不亮西方亮”，需求较为稳定。

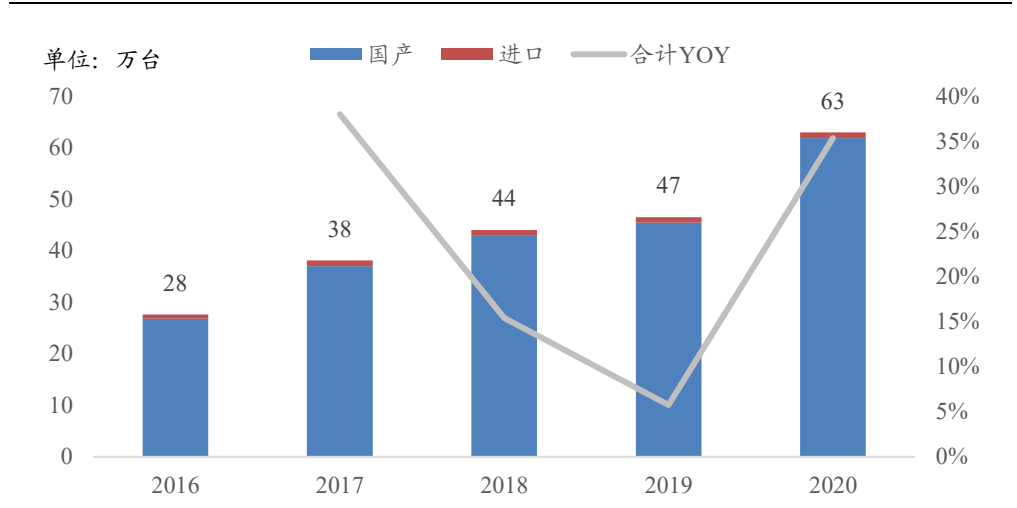
图 16：叉车下游应用广泛，制造业和物流业占比近 75%



资料来源：中国工业车辆分会、浙商证券研究所

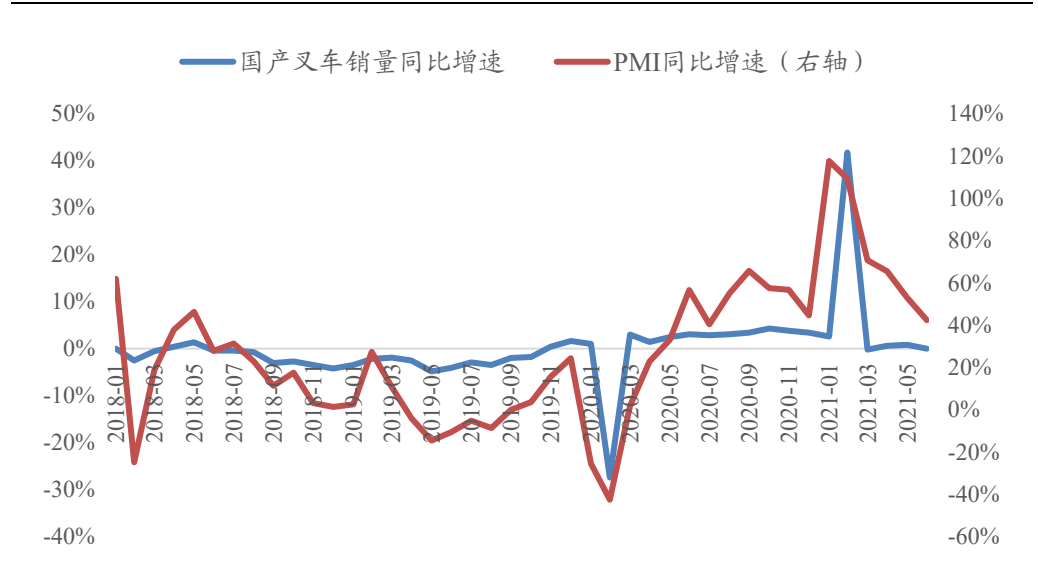
受益制造业、物流业高景气，近年来需求十分旺盛。叉车销量主要受宏观经济影响，其增速与“晴雨表”制造业 PMI 指数增速高度相关；其中仓储叉车（II、III类车）销量增速与快递业务量增速相关，快递业 2011-2016 年爆发式增长后，近三年业务量增速仍维持在 25% 以上。受益制造业回暖及物流业维持高增长，2020 年国产叉车实现销量 80 万台（含内销 62 万台，出口 18 万台），同比增长 32%；国内叉车实现总销量 63 万台（含国产 62 万台，进口 1 万台），同比增速达 35%，需求十分旺盛。

图 17：2016-2020 年国内叉车销量 CAGR 约 23%



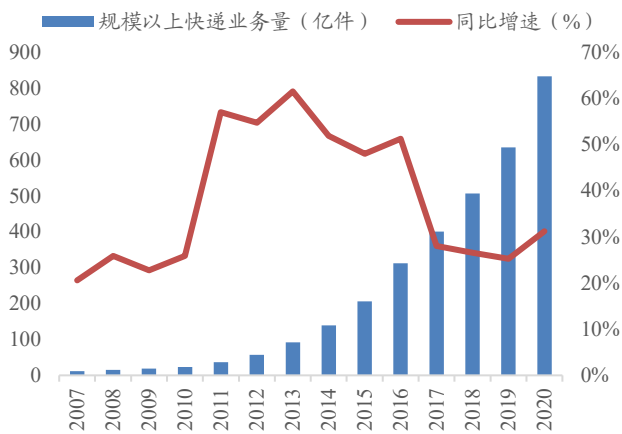
资料来源：中国工业车辆分会、Wind、浙商证券研究所

图 18：叉车销量变动与制造业 PMI 指数变动高度相关



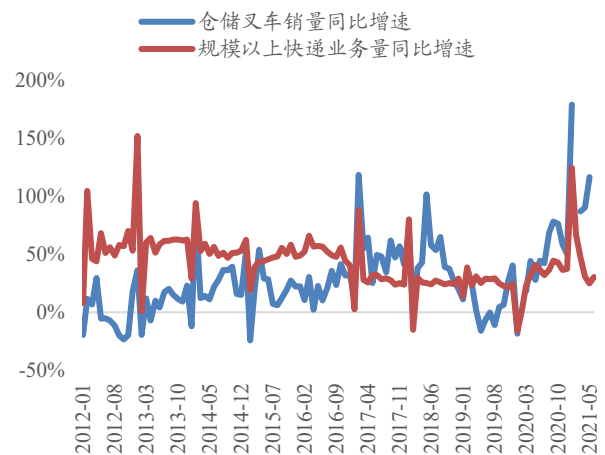
资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 19: 快递业务量近三年增速仍维持较高水平



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图 20: 仓储叉车销量与快递业务量具有相关性

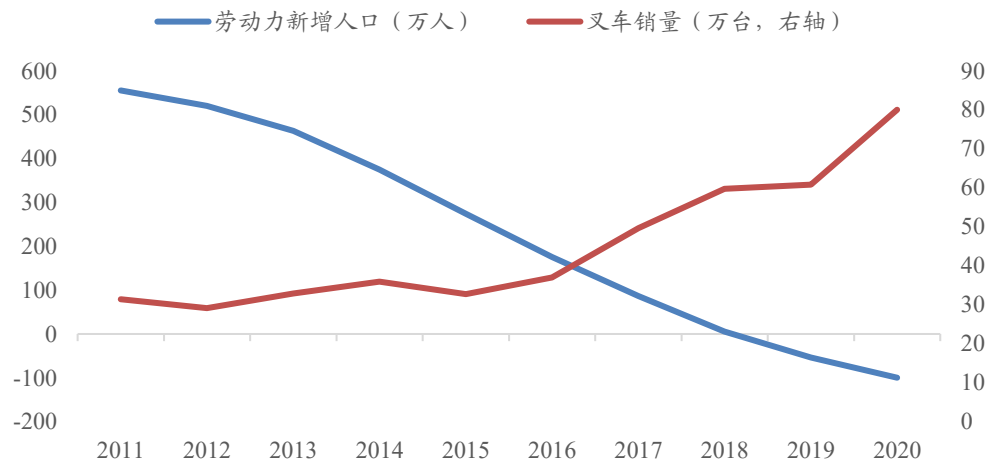


资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.3.2. 我国社会老龄化加剧，人工替代支撑行业长期发展

过去十年我国劳动力新增人口不断减少，叉车销量持续走高，“机器换人”进行时。根据国家统计局数据，过去 10 年我国每年劳动力新增人口从 500 万以上逐年锐减，2019 年由正转负，2020 年减少近 100 万人，人口红利正在逐渐被消耗，劳动力人口“新鲜血液”明显不足。2011-2020 年，我国叉车销量从每年 30 万台左右迅速上升至 80 万台，年复合增速 12%，“剪刀叉”体现了明显的人工替代效应。

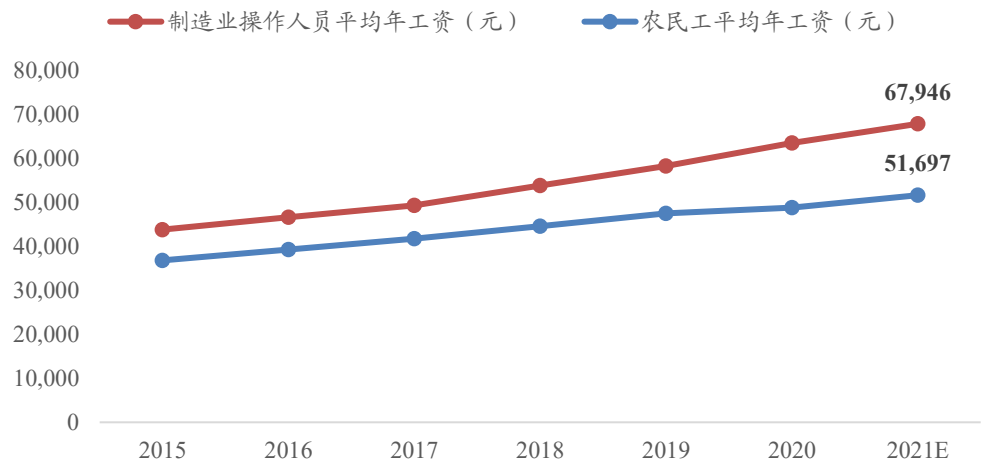
图 21: 近十年我国叉车销量与劳动力新增人口呈现“剪刀叉”



资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

我国劳动力成本持续上涨，制造业操作员和农民工工资过去 5 年复合增速分别为 9%、7%。根据国家统计局数据，2020 年制造业生产、运输设备操作人员平均工资为 6.3 万元，过去 5 年复合增速为 6.8%，预计 2021 年将达到 6.8 万元，我们以此作为叉车操作人员的平均年工资。2020 年农民工平均年工资为 4.9 元，过去 5 年复合增速 5.8%，预计 2021 年为 5.2 元，我们以此作为装卸工人的平均年工资。10 名装卸工人 1 年的工资总额约为 52 万元。

图 22：过去 5 年制造业操作员和农民工平均年工资 CAGR 分别为 9%、7%



资料来源：中央财经大学、浙商证券研究所

叉车年均使用成本不到等效人工成本的 1/4，全生命周期电叉经济性优于内燃。根据假设条件进行测算，1 台 3-5 吨内燃和电动平衡重式叉车的年综合使用成本分别为 12.2 万元和 8.6 万元，仅为纯人工搬运成本的 24%和 17%，人工替代成本优势显著，电动叉车更胜内燃一筹。在人力成本逐年上升的情况下，下游企业为降低生产成本、提高生产效率，叉车替代人工将成为必然的趋势，叉车行业将迎来下游长期的市场需求。

表 5：人工替代成本优势明显，全生命周期电动叉车年均使用成本低于内燃叉车

	1 台 3-5 吨内燃平衡重式叉车	1 台 3-5 吨电动平衡重式叉车	10 名搬运工人
整机折旧（假设使用寿命 10 年）	购置价格 55000 元 5500 元/年	购置价格 90000 元（不含蓄电池） 9000 元/年	-
蓄电池折旧（假设使用寿命 3 年）	-	采购价格 27000 元/组 9000 元/年	-
每小时使用成本	耗油 3 升，油价 7.8 元/升 23.4 元/每小时	耗电 3 度，电费 1.2 元/度 3.6 元/每小时	-
每年使用成本（假设工作 2000 小时）	46800 元/年	7200 元/年	-
保养维护成本	2000 元/年	1600 元/年	-
人工成本	1 名叉车操作员 每人 68000 元/年	1 名叉车操作员 每人 68000 元/年	10 名搬运工人 每人 52000 元/年
年均成本合计	122300 元/年	85800 元/年	520000 元/年

资料来源：互联网、浙商证券研究所

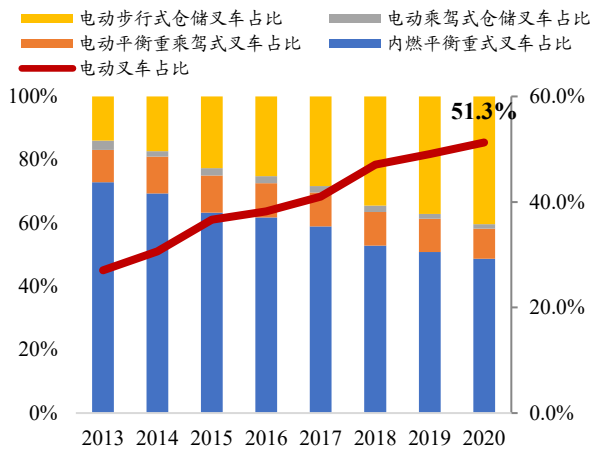
2.4. 电动化大势所趋：国标切换叠加经济效益，电叉未来更具成长性

电动叉车占比呈上升趋势，III类车增速最高。受环保政策及室内作业环境要求驱动，电动叉车需求持续增长，2013-2020 年电动叉车销量占比由 27.1%逐年递增至 51.3%。在发达国家的叉车销售结构中，电动叉车占比均超 60%，未来我国电动叉车比例将持续提升。

在四种类型叉车中，电动步行式仓储叉车（III类车）近五年增速最快。III类车主要替代传统手动板车，技术壁垒低，能够大幅降低人工劳动强度，1 台 III 类车相当于 10 台手

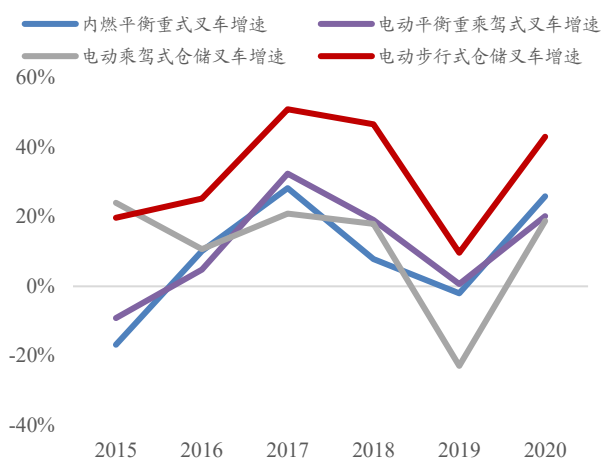
动板车，但价格只有手动车的 4-5 倍。目前全球手动板车销量约为 300 万台，几乎全部来自中国，未来 III 类车至少能够替代其中 10%，具有较好成长属性。

图 23：2020 年电动叉车占比达 51%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 24：III 类车增速高于其他类型叉车



资料来源：Wind、浙商证券研究所

国四标准实施将推动叉车产品结构升级，电动叉车技术日趋成熟。2016 年国三标准落地，当年国一、国二、国三标准的内燃叉车保有量占比分别为 13%，74%，13%，随后国一燃叉因使用年限到期退出历史舞台，国三取代国二逐渐成为内燃叉车主流，预计 2022 年国四标准落地的同时国三的生产和销售也相应停止。

伴随非道路移动机械监管力度的加强，高排放、高耗能的传统内燃叉车有望被加速改造或淘汰，取而代之的是节能环保的电动叉车。未来随着磷酸铁锂电池技术的成熟，电动叉车在使用成本上还拥有继续下降的空间，其运行可靠性也将进一步赶超内燃叉车。

电动平衡重叉车渗透率逐步提升，内燃叉车未来仍将占有一席之地。内燃平衡重式叉车与电动平衡重式叉车使用场景相同，各有优缺点。根据我们之前的测算，内燃叉车均价在 5.5 万元左右，相对便宜，采购方便，柴油发动机较为可靠、动力强劲，但其加柴油使用成本高，排放烟尘容易造成环境污染；电动叉车价格约为 9 万元，但其噪声小，满足环保要求，年均使用成本仅为内燃叉车的 70%。

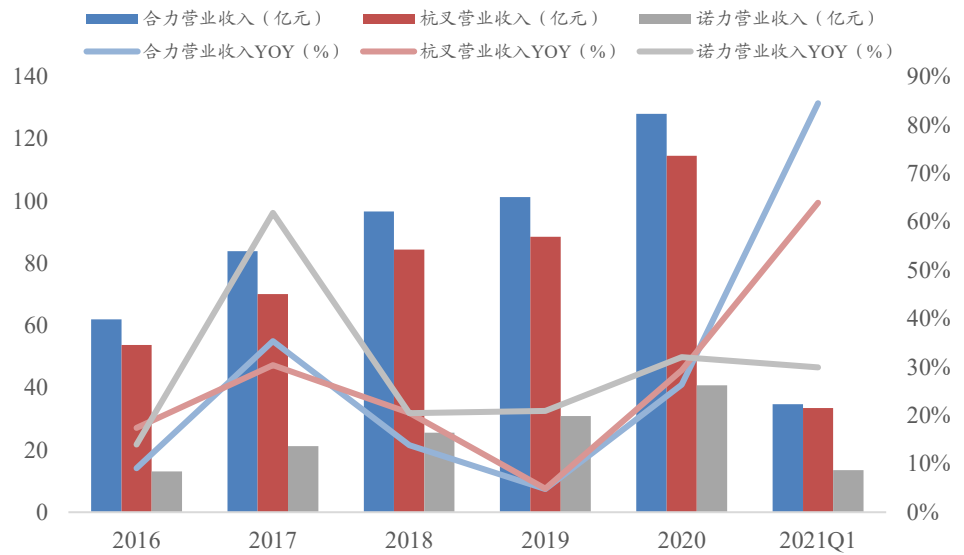
目前平衡重叉车电动占比约接近 30%，内燃占比约 70%。在“碳中和”大背景下，环保政策趋严将驱动电动平衡重叉车比例进一步提升，但在起升吨位数较大的场景下更为适用的内燃叉车未来仍将占有一席之地。

3. 龙头地位稳固，完善产品矩阵打造全球竞争力

3.1. 合力营收规模领先国内同行，盈利能力稳定

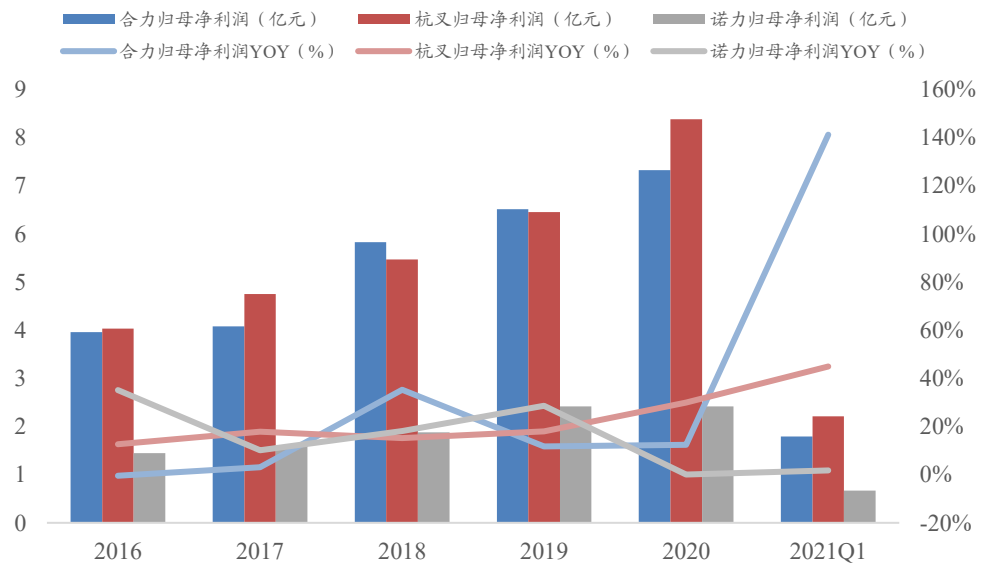
合力营业收入保持行业第一，2021年一季度业绩同比高增长。2016-2020年，合力收入由62亿元增长至128亿元，CAGR为20%，行业龙头地位稳固；同期杭叉收入由53.7亿元增长至114.5亿元，规模仅次于合力；诺力重点发展物流仓储车，营收规模小于叉车双龙头，由13.1亿元增长至40.7亿元，增速较快。2021年一季度合力实现营收34.7亿元，同比增长84%，实现归母净利润1.8亿元，同比增长141%，业绩增幅领先同行。

图 25：2016-2021 年 Q1 合力营业收入保持行业领先



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 26：2021 年 Q1 合力归母净利润同比增速显著高于同行

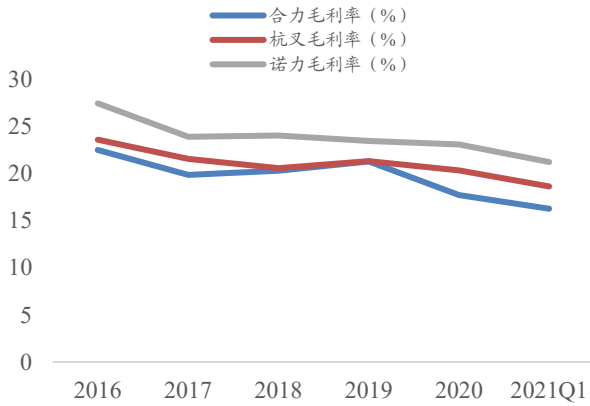


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

应对原材料上涨压力，合力毛利率、净利率保持稳定。2020年三季度以来钢材价格

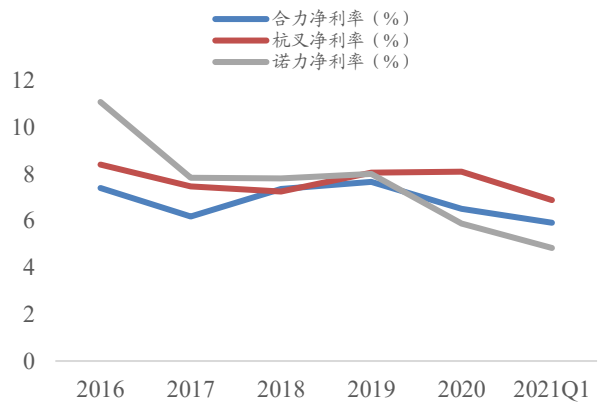
涨幅最高接近 70%，对制造业生产成本造成巨大压力。虽然合力零部件自产率高于杭叉，但毛利率、净利率水控制良好，通过规模采购、提前锁价等方式有效平滑原材料价格上涨带来的利润率波动。合力拥有 5 大生产基地，遍布东西南北，抗风险能力加强，设备终端运输成本降低；随着销量不断增长，合力运输成本节约优势将会显现，若能进一步提质增效，盈利水平差距有望收窄。

图 27：合力毛利率控制良好



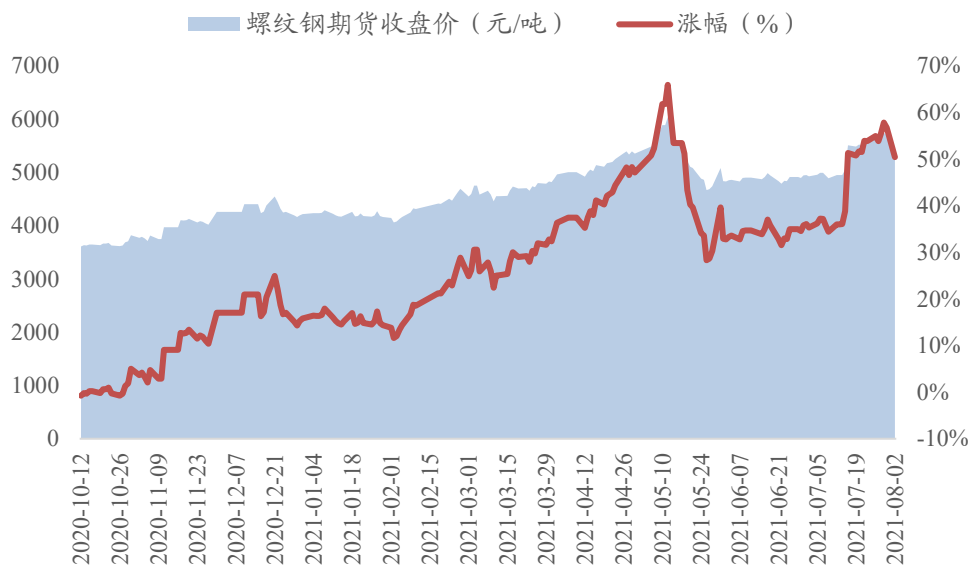
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 28：合力净利率保持稳定



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 29：2020 年 Q3 以来螺纹钢价格涨幅最高接近 70%



资料来源：Wind、浙商证券研究所

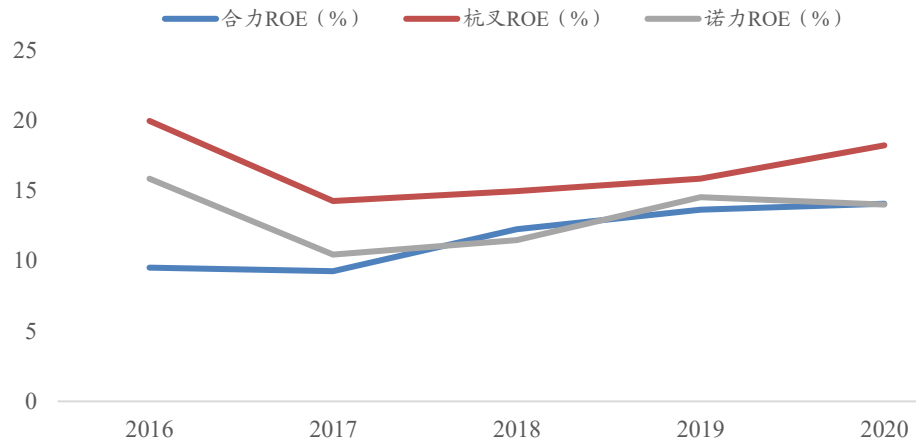
合力 ROE 水平持续提高，盈利能力稳定。2020 年合力、杭叉 ROE (平均) 分别为 14.1%、18.2%，相差 4.1 个百分点。根据杜邦连环替代分析结果可知，资产周转率、销售净利率分别影响 1.7、3.9 个百分点，为主要影响因素；权益乘数为反向影响，拉回 1.6 个百分点差距。未来合力提高资产运营效率、加强成本费用控制，有望进一步提高 ROE 水平缩小差距。

表 6：杜邦连环替代分析两家公司 2020 年 ROE 的差距

	销售净利率	资产周转率	权益乘数	ROE (平均)
安徽合力	5.7%	1.5	1.7	14.1%
杭叉集团	7.3%	1.6	1.6	18.2%
各因素的影响	3.9%	1.7%	-1.6%	4.1%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 30：2016-2020 年合力 ROE 持续提高



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2. 发力电动化赛道，整合优质资源做大做强

公司近年来围绕电动仓储车辆、锂电池相关产业开展了各类投资及项目建设，发展势头良好。2018 年公司收购宁波力达，强化公司电动仓储叉车生产能力；2019 年继续深化电动化布局，投资 3.0 亿元建设“新能源车辆及关键零部件建设项目”，达产后将形成年产 4 万台电动仓储车辆及关键零部件的生产能力。2019 年 9 月公司出资 2300 万元持股生产非道路车辆的动力电池系统的鹏成科技 23% 的股份。目前公司的电动类叉车产品销量占总销量比例已接近 4 成。

电动叉车新入者以比亚迪为代表，行业增速较快且行业竞争加剧。比亚迪于 2009 年进入工业车辆行业，通过自主研发的新能源技术实现“油改电”，提高叉车的动力和操纵性能。目前年均产能 3 万台，全系列叉车产品均为电动，拥有完整的叉车整车生产线，包括 4 条机加、焊接线，1 条涂装线及 3 条总装生产线。随着公司、杭叉行业领先者深化布局、扩大产能以及以比亚迪为代表的新进入者的增加，我们认为未来电动叉车行业将面临更加激烈的竞争。

公司在大吨位平衡重式叉车研发积累、生产工艺、销售渠道的领先优势将保持。2020 年公司推出多款起升能力 3-5 吨的平衡重式叉车，其中包括“精心匠造”的 G2 系列、G3 系列锂电平衡重式，以及 K2 系列、G3 系列内燃平衡重式，上市便受到终端用户高度认可，并作为公司重点款式参加上海宝马机械工程展。

随着叉车起升吨位的增加，工业车辆基础技术、关键零部件、产品试制试验等领域的研究难度将加大，行业领军因具备更加完整的产品研发体系和技术沉淀而优势突出。公司在在大吨位平衡重式叉车的技术积淀和用户口碑将成为企业竞争力的稳固的护城河。

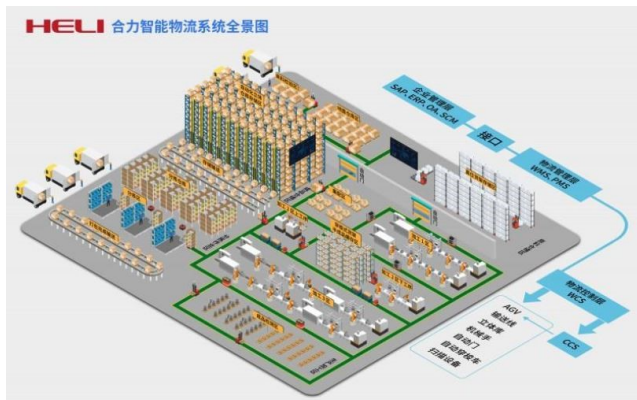
3.3. 积极布局 AGV、自动化物流，确立行业领先地位

达成国际战略合作，吸收入先进技术。2016 年公司与全球领先的运动控制系统和配件供应商科尔摩根 (Kollmorgen) 在自动导引车辆控制 (AGV) 等领域形成战略合作。科尔摩根在运动控制设计和研发领域有超过七十年的专业经验, 为全球印刷、包装、医疗、机床和机器人等行业的 OEM 机器制造商提供解决方案, 竞争优势显著。

此前公司推出合力智能物流系统, 将工业车辆制造平台与现代智能技术相结合, 实现科学存储、自动化运送、系统预警提示、可视化管理。这次国际联姻, 科尔摩根提供硬件和软件解决方案, 为合力车辆设计添加自动指导, 并且在新设计中结合先进的自动化功能, 进一步提高生产效率和管理水平。

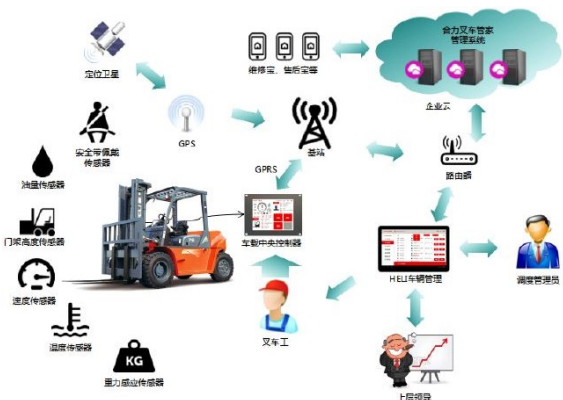
大项目通过验收, 自主研发走在行业前列。2018 年公司为宜欧国际物流公司 (A.P.穆勒-马士基集团子公司) 承建的智能仓储系统项目顺利通过验收。该项目使用 6 台公司自主研发的锂电前移式高起升 AGV 叉车, 实现高货位、窄巷道的自动出入库作业; 配合 AGV 调度系统、货物识别装置等软硬件, 实现无人化、智能化仓储物流搬运作业, 各项技术指标均处于行业领先水平。

图 31: 合力智能物流系统



资料来源: 公司 2020 年报、浙商证券研究所

图 32: 合力智能车队管理系统



资料来源: 公司 2020 年报、浙商证券研究所

3.4. 拓展租赁业务和核心零部件自产，升级完善产业链

强强联手成立合资公司，打造租赁业务，实现核心零部件自产。2016 年公司与永恒力合资成立工业车辆租赁公司、再制造公司、配件公司。德国永恒力集团成立于 1953 年, 是全球的工业车辆、仓储技术以及物流系统解决方案供应商。强强联手充分发挥双方强大的品牌影响力、可靠的产品性能和健全的服务网络, 全方位打造租赁业务, 为客户提供个性化运搬解决方案。

2018 年公司与德国采埃孚合资设立“采埃孚合力传动技术 (合肥) 有限公司”, 其中合力持股 49%。德国采埃孚集团是当今世界上最重要的传动系统产品专业制造厂家之一, 全球 500 强。合资公司主营驱动桥和变速箱产品研发销售, 将有利于公司叉车品质的提高及配件采购成本的减低。

4. 盈利预测

4.1. 业务拆分

公司主营业务为叉车及配件，下游景气度有望持续，各类型叉车需求旺盛，行业集中度持续提高。核心假设如下：

受益人工替代、环保升级、电动化渗透率提升等因素，叉车行业国内市场将保持持续增长，国产叉车未来5年实现CAGR约12%，

叉车市场进入良性竞争阶段，传统的平衡重叉车销售价格保持较稳定，公司通过不断投入研发创新实现技术迭代和新车型推广，引领产业升级带来单车价值量提升。

受益于稳固的龙头地位且产品竞争力强，我们预计公司市占率将有望进一步提升，增速将略高于行业平均增速。2021-2023年叉车及配件业务营收同比增速分别为13%、14%、15%；在降本增效和价格机制的作用下，叉车毛利率有望企稳回升，2021-2023年分别为18%、19%、19%。

表 7：公司业务拆分

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10130	12797	14456	16498	18983
同比增速	5%	26%	13%	14%	15%
综合毛利率	21%	18%	18%	19%	19%
叉车及配件					
营业收入	10076	12670	14292	16293	18736
同比增速	6%	26%	13%	14%	15%
毛利率	21%	17%	18%	19%	19%
其他					
营业收入	54	127	165	206	247
同比增速	-56%	134%	30%	25%	20%
毛利率	61%	45%	45%	45%	40%

资料来源：公司年报、浙商证券研究所测算

4.2. 估值比较

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9/8/7倍。对比叉车行业的平均12倍的动态市盈率，公司估值水平处于较低位，且处在叉车板块历史上9-20倍PE估值区间的最低点。考虑到公司未来有望通过管理层机制改革实现经营提效和盈利能力的持续优化，公司估值有望的得到逐步修复。

表 8：叉车行业重点公司盈利预测及估值比较

股票	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE				PB	ROE (%)
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
600761	安徽合力	10.68	79	0.99	1.14	1.34	1.59	11	9	8	7	1.5	14.1
603298	杭叉集团	16.94	147	1.05	1.17	1.40	1.66	16	14	12	10	3.1	18.2
603611	诺力股份	13.70	37	0.91	1.10	1.29	-	15	12	11	-	2.0	14.0
行业平均								14	12	10	8	2.2	15.4

资料来源：Wind、浙商证券研究所测算，注：股价采用2021年8月2日收盘价，诺力股份为Wind一致预测值

5. 风险提示

- 1) 宏观经济及制造业投资增速低于预期
- 2) 原材料价格大幅波动
- 3) 行业竞争格局恶化, 发生激烈价格战

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6975	8288	9831	11606	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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	利润总额	974	1120	1312	1558
其他	333	261	282	288	所得税	140	157	184	218
资产总计	9771	10985	12563	14355	净利润	834	964	1128	1340
流动负债	2944	3204	3651	4101	少数股东损益	102	118	138	164
短期借款	5	0	0	0	归属母公司净利润	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	主要财务比率				
非流动负债	843	833	836	837		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	700	700	700	700	成长能力				
其他	143	133	136	137	营业收入	26.32%	12.97%	14.13%	15.06%
负债合计	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	获利能力				
负债和股东权益	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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	10.82	9.38	8.01	6.74
					P/B	1.46	1.26	1.09	0.94
					EV/EBITDA	6.90	3.80	2.61	1.47

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	922	935	1236	1544
净利润	834	964	1128	1340
折旧摊销	197	134	141	149
财务费用	(9)	3	(11)	(24)
投资损失	(62)	(62)	(62)	(62)
营运资金变动	341	143	234	415
其它	(379)	(246)	(193)	(275)
投资活动现金流	(1575)	457	(426)	(43)
资本支出	(137)	(141)	(126)	(132)
长期投资	(82)	52	(7)	(12)
其他	(1357)	546	(292)	102
筹资活动现金流	(97)	126	55	(51)
短期借款	5	(5)	0	0
长期借款	699	0	0	0
其他	(801)	131	55	(51)
现金净增加额	(750)	1518	865	1450

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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>