

杭叉集团 (603298.SH)

业绩超预期，市场地位强化

核心观点:

- **业绩超预期，费用率显著收缩：**公司发布中报，20H1 实现收入 51.2 亿元，同比增长 11.0%；归母净利润 4.1 亿元，同比增长 17.7%；扣非后归母净利润 3.8 亿元，同比增长 33.1%。综合毛利率 20.75%，小幅下降 0.18 pct，其中销售、管理、研发费用率分别同比变化 0.17、-0.27、0.22 pct，基本维持稳定。上半年公司现金流情况优异，20H1 经营性净现金流 8.4 亿元，同比大幅增长 82%，主要在于疫情期间公司强化应收款管理、控制各项采购支出及费用。同时，公司对中策橡胶的投资卓有成效，上半年收到投资收益 5695 万元。公司加大电动叉车布局，向市场持续推出锂电池、氢燃料和混合能源叉车。
- **行业呈现弱周期，公司市场地位持续强化：**根据工业车辆协会的数据，20H1 叉车销量 33.7 万台，累计增长 9.98%，其中国内销量 26.13 万台，同比增长 11.17%。分产品来看，内燃式叉车销量增长 6.58%，电动步行式仓储叉车增长 18.95%，增速相对较高。叉车的需求周期属性较弱，公司作为行业双龙头之一，在中美贸易摩擦和疫情的背景下，加强渠道拓展、持续推出新产品等不断优化产业链，实现销量逆势上涨，市场地位持续强化。根据年报的披露，19 年公司叉车销量 13.96 万台，市占率 22.95%，自 2017 年以来份额持续提升。
- **投资建议：**预计 20-22 年公司收入分别为 98.03/109.44/118.75 亿元，EPS 分别为 0.87/0.96/1.05 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17x/ 15x/ 14x。当前行业可比公司 20 年平均 PE 估值为 14x，我们在此基础上给予一定的溢价，给予公司 20 年合理 PE 估值 18x，对应合理价值 15.71 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、国际贸易环境恶化、汇率变化的风险、下游制造业投资需求波动带来的销量增速波动。

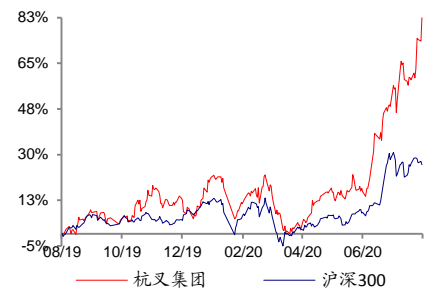
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,443	8,854	9,803	10,944	11,875
增长率 (%)	20.5	4.9	10.7	11.6	8.5
EBITDA (百万元)	731	823	986	1,115	1,238
归母净利润 (百万元)	547	645	756	829	913
增长率 (%)	15.2	17.9	17.3	9.6	10.2
EPS (元/股)	0.88	1.04	0.87	0.96	1.05
市盈率 (P/E)	13.38	12.37	16.62	15.17	13.77
ROE (%)	14.2	15.0	14.9	14.6	14.5
EV/EBITDA	9.09	8.92	11.82	10.12	8.67

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	14.51 元
合理价值	15.71 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-12

相对市场表现



分析师:

孙柏阳



SAC 执证号: S0260520080002



021-60750636



sunboyang@gf.com.cn

分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-60750615

daichuan@gf.com.cn

请注意，孙柏阳、罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

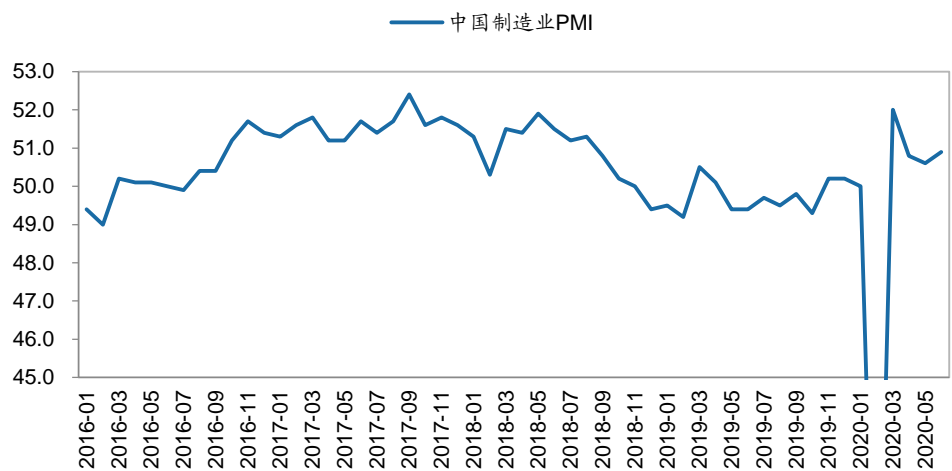
相关研究:

- 杭叉集团 (603298.SH): 四季 2020-04-21
度业绩较好，现金流优异
- 杭叉集团 (603298.SH): 业绩 2019-10-21
稳定增长，现金流较好

一、下游制造业投资复苏

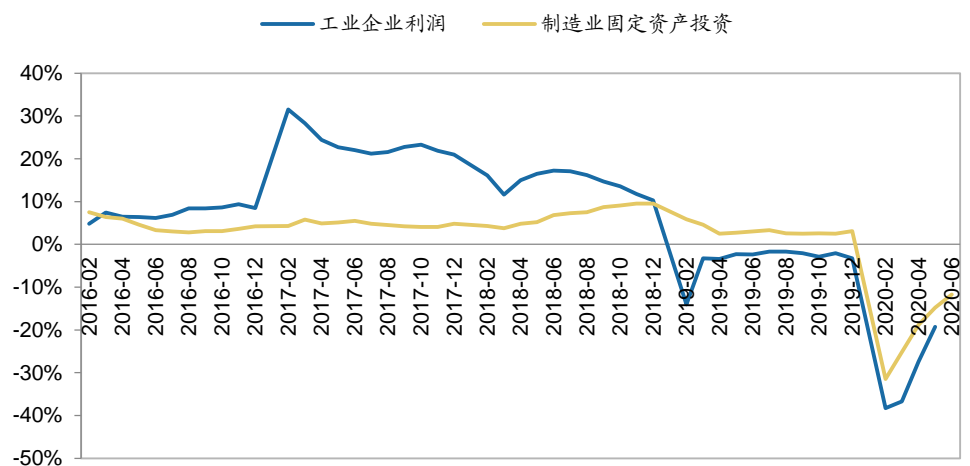
根据国家统计局的数据，2020年6月我国制造业PMI为50.9%，连续四个月位于荣枯线以上，制造业复苏态势延续。从分类指数看，生产扩张趋势有所放缓，新订单恢复迎来边际改善。在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，其中新订单指数为51.4%，生产指数为53.9%，供货商配送指数为50.5%。近期信贷政策向小微企业倾斜，因此中小企业的投资采购情绪有望提升，未来多领域的资本开支有望持续提升。从下游行业来看，5月份工业企业利润总额5823亿元，同比增长6%，利润边际改善；固定资产投资累计同比下滑14.8%，降幅收窄。

图 1：中国制造业 PMI



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：工业企业利润增速及制造业、汽车、3C 行业固定资产投资增速



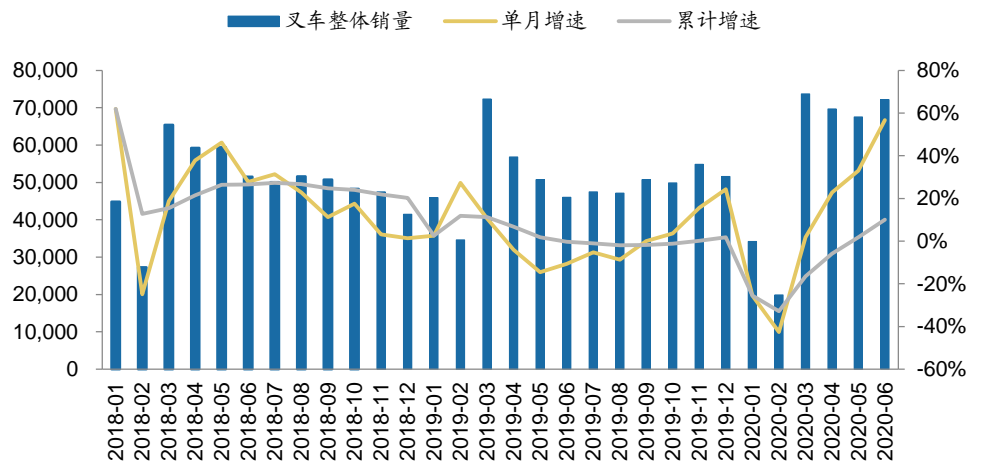
数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

二、叉车弱周期属性凸显，市占率稳步提升

2020年新冠疫情及中美贸易摩擦的影响下，上半年全球机动工业车辆总订单量70.56万台，同比下跌6.96%；根据工业车辆协会的数据，20H1叉车销量33.7万台，累计增长9.98%，其中国内销量26.13万台，同比增长11.17%；出口销量7.59万台，同比增长6.1%。

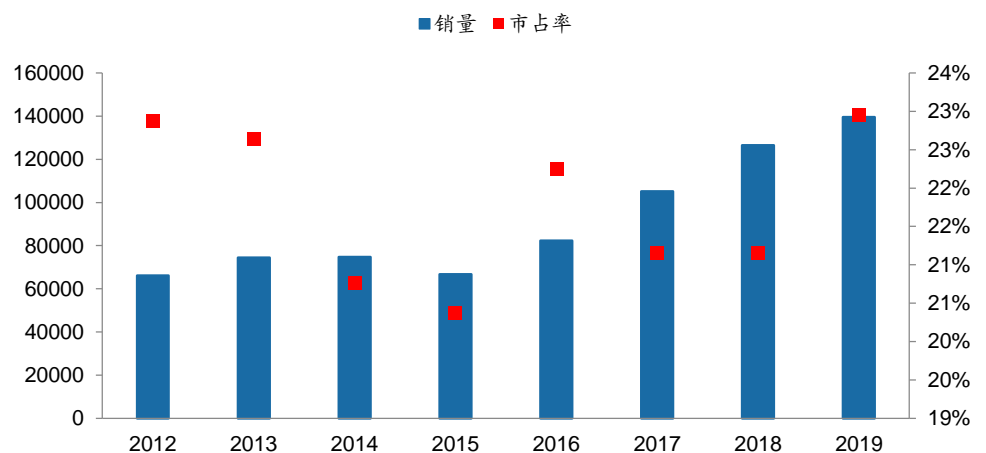
分产品来看，内燃式叉车销量增长6.58%，电动步行式仓储叉车增长18.95%，增速相对较高；电动平衡重式叉车、电动乘驾式仓储叉车分别同比增长0.31%、-1.31%。叉车的需求周期属性较弱，公司作为行业双龙头之一，在中美贸易摩擦和疫情的背景下，加强渠道拓展、持续推出新产品等不断优化产业链，实现销量逆势上涨，市场地位持续强化。根据年报的披露，19年公司叉车销量13.96万台，市占率22.95%，自2017年以来份额持续提升。

图 3：叉车行业整体销量（台）及增速



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

图 4：杭叉集团销量（台）及市占率



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

公司业务主要是叉车,分为内燃式和电动式。2020年上半年,国内叉车整体销量33.72万台,同比增长9.98%。公司作为叉车龙头企业之一,具有较强的产业地位和定价能力,我们认为公司叉车业务增速有望保持在10%左右,主要增长来自两个方面:

(1) 内燃式叉车业务: 20H1内燃式叉车销量增速在6.58%,未来随着公司不断推出高端X系列内燃叉车,公司平均价格有望提升。**(2) 电动式叉车业务:** 从海外经验来看,电动式叉车是未来行业发展的主流趋势。近几年,国内电动式叉车的销量增速也是高于内燃式的,今年上半年电动步行式仓储叉车的销量增速为18.95%,公司电动式产品布局较早,带动公司市场份额的突破。我们预期公司20-22年叉车整体的销量增速分别为12%、9%、6%。公司作为行业龙头之一,有望稳步提升市占率。

综合内燃式叉车和电动式叉车的盈利能力,在原材料价格下降的背景下,我们判断叉车业务的毛利率将略有提升。当前公司加快转型升级,不断向市场推出高端系列产品,带动公司产品结构的优化,我们预期20-22年叉车业务毛利率有望小幅提升至22%左右。

表 1: 公司分项业务拆分及预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,370.79	7,003.74	8,442.62	8,854.11	9,802.90	10,943.54	11,874.58
YoY	17.42%	30.40%	20.54%	4.87%	10.72%	11.64%	8.51%
营业成本	4,103.50	5,493.30	6,704.93	6,966.89	7,648.99	8,532.95	9,238.15
毛利	1,267.29	1,510.44	1,737.69	1,887.22	2,153.91	2,410.59	2,636.44
毛利率	23.60%	21.57%	20.58%	21.31%	21.97%	22.03%	22.20%
一、叉车、配件及其他							
收入	5,073.33	6,703.86	8146	8643	9592	10711	11619
YoY (%)	15%	32%	22%	6%	11%	12%	8%
行业销量	370,067	496,738	597,252	608,368	677,913	739,194	780,602
杭叉集团销量	82,350	105,091	126,485	139,598	158,638	178,845	195,286
成本	3,832.79	5215	6433	6784	7469	8335	9021
毛利	1,240.53	1489.02	1737.69	1858.49	2122.22	2375.72	2598.09
毛利率(%)	24.45%	22.21%	21.3%	21.5%	22.1%	22.2%	22.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

预计20-22年公司收入分别为98.03/109.44/118.75亿元, EPS分别为0.87/0.96/1.05元/股,当前股价对应PE分别为17x/ 15x/ 14x。作为国内叉车双龙头之一,在行业智能化、电动化趋势下,公司将凭借先于行业的产品布局获得持续成长。

公司在电动式叉车布局较早,新产品的布局方便,持续向市场推出清洁排放内燃叉车、锂电池叉车、氢燃料电池叉车、混合动力叉车、高端美款系列叉车等产品,有望通过份额提升维持高于行业的增速。

当前行业可比公司20年平均PE估值为14x,我们在此基础上给予一定的溢价,给予公司20年合理PE估值18x,对应合理价值15.71元/股,维持“买入”评级。

表 2: 杭叉集团可比公司PE估值情况可比(市值统计截止2020.08.11收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
安徽合力	600761.SH	工业车辆	84.00	651.34	723.92	819.65	12.90	11.60	10.25
诺力股份	603611.SH	工业车辆、物流	58.00	242.28	336.00	422.00	23.94	17.26	13.74

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 诺力股份盈利预测来自广发证券, 安徽合力来自 Wind 一致预测。

风险提示:

原材料价格波动风险: 钢材、发动机、变速箱等原材料和配套零部件占公司生产成本的85%以上, 然而近两年原材料价格, 特别是钢材价格大幅上涨, 导致公司成本上升, 对公司产品的毛利率和利润空间产生影响。

国际贸易环境恶化: 国际贸易保护主义逐步抬头, 尤其是今年以来的中美贸易摩擦, 对中国商品出口产生了较大的影响。如果未来其他国家采用对外贸易紧缩的策略, 提高准入壁垒, 将会给公司产品进一步走向国际市场带来不利影响。

汇率变化的风险: 公司海外收入占比在20%左右, 在公司产品逐步走向国际化的同时, 国际收支将受到汇率波动的影响。人民币汇率受国内和国际经济、政治形势和货币供求关系等的影响, 未来人民币兑其他货币的汇率可能与现行汇率产生较大的差异, 进而影响公司经营成果和财务状况。

下游制造业投资需求波动带来的销量增速波动: 公司属于典型的设备制造企业, 受下游行业资本开支周期的影响。当前, 制造业投资存在结构性变化, 其中消费品工业投资增速具有一定的下行压力, 若下游行业资本支出出现较大变化, 将影响叉车行业的整体销量。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,891	3,363	4,273	5,007	5,810	经营活动现金流	432	915	472	840	1,042
货币资金	711	671	944	1,314	1,872	净利润	612	714	840	921	1,014
应收及预付	785	835	928	1,062	998	折旧摊销	110	155	171	197	220
存货	1,057	961	1,153	1,169	1,265	营运资金变动	-211	145	-422	-169	-83
其他流动资产	1,338	896	1,248	1,463	1,674	其它	-79	-99	-117	-109	-109
非流动资产	1,734	2,916	3,102	3,259	3,344	投资活动现金流	-315	-744	-209	-228	-183
长期股权投资	168	1,189	1,189	1,189	1,189	资本支出	-639	-250	-349	-348	-303
固定资产	965	1,239	1,376	1,487	1,524	投资变动	217	-584	0	0	0
在建工程	211	75	125	175	225	其他	107	90	140	120	120
无形资产	271	274	272	269	267	筹资活动现金流	-199	-231	10	-241	-301
其他长期资产	119	139	139	139	139	银行借款	5	2	-8	0	0
资产总计	5,626	6,279	7,374	8,266	9,154	股权融资	18	30	248	0	0
流动负债	1,395	1,530	1,765	1,977	2,150	其他	-222	-263	-230	-241	-301
短期借款	22	28	20	20	20	现金净增加额	-83	-60	273	371	558
应付及预收	1,230	1,339	1,548	1,738	1,883	期初现金余额	773	700	671	944	1,314
其他流动负债	143	163	197	218	248	期末现金余额	700	648	944	1,314	1,872
非流动负债	29	65	65	65	65						
长期借款	8	3	3	3	3						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	22	63	63	63	63						
负债合计	1,425	1,595	1,831	2,042	2,216						
股本	619	619	866	866	866						
资本公积	958	961	961	961	961						
留存收益	2,275	2,733	3,259	3,848	4,460						
归属母公司股东权益	3,852	4,311	5,087	5,675	6,288						
少数股东权益	349	373	457	549	651						
负债和股东权益	5,626	6,279	7,374	8,266	9,154						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,443	8,854	9,803	10,944	11,875
营业成本	6,705	6,967	7,649	8,533	9,238
营业税金及附加	48	36	54	59	63
销售费用	492	527	578	646	701
管理费用	271	298	323	361	392
研发费用	304	359	382	427	463
财务费用	-15	-19	-23	-32	-46
资产减值损失	25	19	-28	-17	-12
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	97	128	140	120	120
营业利润	716	818	970	1,063	1,177
营业外收支	10	5	7	7	2
利润总额	725	823	977	1,070	1,179
所得税	113	108	137	150	165
净利润	612	714	840	921	1,014
少数股东损益	66	70	84	92	101
归属母公司净利润	547	645	756	829	913
EBITDA	731	823	986	1,115	1,238
EPS (元)	0.88	1.04	0.87	0.96	1.05

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	20.5%	4.9%	10.7%	11.6%	8.5%
营业利润增长	15.8%	14.3%	18.6%	9.6%	10.7%
归母净利润增长	15.2%	17.9%	17.3%	9.6%	10.2%
获利能力					
毛利率	20.6%	21.3%	22.0%	22.0%	22.2%
净利率	7.3%	8.1%	8.6%	8.4%	8.5%
ROE	14.2%	15.0%	14.9%	14.6%	14.5%
ROIC	15.0%	17.7%	18.2%	19.0%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	25.3%	25.4%	24.8%	24.7%	24.2%
净负债比率	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	2.79	2.20	2.42	2.53	2.70
速动比率	1.95	1.52	1.70	1.86	2.03
营运能力					
总资产周转率	1.57	1.49	1.44	1.40	1.36
应收账款周转率	13.23	12.46	12.17	12.17	14.60
存货周转率	6.98	6.90	6.64	7.30	7.30
每股指标 (元)					
每股收益	0.88	1.04	0.87	0.96	1.05
每股经营现金流	0.70	1.48	0.54	0.97	1.20
每股净资产	6.22	6.97	5.87	6.55	7.26
估值比率					
P/E	13.38	12.37	16.62	15.17	13.77
P/B	1.90	1.85	2.47	2.22	2.00
EV/EBITDA	9.09	8.92	11.82	10.12	8.67

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：高级研究员，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。