

杭叉集团 (603298)

景气复苏、锂电化与全球化共振，看好国产叉车龙头成长性

增持 (首次)

2023年03月29日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004
luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书: S0600122080061
weiyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	14,490	14,772	17,153	19,812
同比	27%	2%	16%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	908	988	1,335	1,633
同比	8%	9%	35%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.97	1.06	1.43	1.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.35	18.71	13.85	11.32

关键词: #出口导向 #新产品、新技术、新客户

投资要点

■ 杭叉集团: 民营叉车龙头, 竞争实力全球领先

杭叉集团为国内叉车龙头, 产品覆盖 1-48 吨内燃叉车、0.75-48 吨电动叉车、高空作业车辆、AGV 等。受益于国内制造业和物流业发展, 公司业绩增长稳健, 2016-2021 年营收 CAGR 达 22%, 强于行业增速 16%。2022 年前三季度叉车行业销量同比下滑 5%, 公司实现营收 114 亿元, 同比增长 3%, 受益公司叉车产品结构优化, 发力高机、AGV 板块等, 公司成长性相对行业具备显著阿尔法。

■ 叉车行业: 机器替人+电动化转型, 成长性强于周期性

叉车为核心物料搬运工具, 由于应用场景更广, 叉车销量波动性显著低于挖机、起重机等传统工程机械, 2016-2021 年我国叉车行业销量复合增速 16%。展望未来, 我国叉车行业有望持续增长: (1) 短期看, 行业受益下游制造业回暖: 复盘历史, 可以发现叉车销量与制造业、交运物流业景气度关联度较强。2023 年下游景气触底回升, 叉车销量增速有望转正。(2) 中期看, 高价值量平衡车锂电化带动产业规模提升: 我国叉车业虽然在电动化上取得成就, 2014-2022 年前三季度内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%, 但从结构看, 电动机型以价值量低的三类车为主, 价值量高、应用更广泛的平衡重叉车电动化率仍然较低。2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%, 低于全球 30% 水平。锂电化缩短了内燃平衡叉车和电动平衡叉车的差距, 大幅提升电动叉车性价比, 行业电动化转型将加速, 带动产业规模提升。(3) 长期看, 机器替人下行业需求可持续。我国制造业、物流业自动化率仍有待提升: 对比欧、美、日等发达经济体, 我国叉车渗透率仍有提升空间。从人均保有量看, 我国仍不足欧、美、日的 50%。从单位制造业产值对应保有量看, 我国仅为美、日的 80%, 近欧洲地区的 50%。

■ 受益下游复苏、锂电化和全球化, 公司增长可持续

我们看好公司成长性: (1) 公司叉车产能充足, 工业车辆产能在 40 万台以上。我们预计总体产能利用率仅约 60%。下游复苏时率先受益。(2) 从产品线上看, 公司为业内锂电技术最领先、产品型谱最全面的企业, 锂电化趋势下竞争地位提升, 产品结构持续优化。且锂电叉车相对内燃叉车毛利率高 2-3pct, 公司利润中枢有望上移。(3) 国产叉车具备锂电产业链领先、性价比优势, 海外锂电化大背景下有望弯道超车。2021 年全球前三叉车龙头丰田、凯傲、永恒力收入体量分别为 159/74/55 亿美元, 同期公司仅 23 亿美元, 成长空间广阔。

■ 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10/13/16 亿元, 同比增长 9%/35%/22%, 当前市值对应 PE 为 19/14/11 倍。公司市场地位稳固, 业绩增速稳健, 短期有望受益下游制造业复苏, 中长期受益叉车行业锂电化, 首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 市场竞争加剧, 原材料价格波动, 宏观经济波动, 汇率波动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.76
一年最低/最高价	12.08/22.95
市净率(倍)	2.92
流通 A 股市值(百万元)	18,487.06
总市值(百万元)	18,487.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.77
资产负债率(% ,LF)	43.31
总股本(百万股)	935.58
流通 A 股(百万股)	935.58

相关研究

内容目录

1. 杭叉集团：国产叉车龙头，业绩增长稳健	5
1.1. 民营叉车龙头，竞争实力全球领先	5
1.2. 业绩增长稳健，相对行业具备阿尔法	7
2. 叉车：电动化+机器替人，成长性强于周期性	8
2.1. 核心物料搬运设备，成长性强于周期性	8
2.2. 国内双寡头格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔。	11
2.3. 三大趋势看我国叉车行业成长性	13
2.3.1. 趋势一：下游通用制造业复苏，带动叉车需求反弹	14
2.3.2. 趋势二：核心机种电动化率显著偏低，经济性+产业升级迎拐点	15
2.3.3. 趋势三：机器替人为长期趋势，我国叉车保有量提升空间广阔	18
3. 受益下游复苏、锂电化和全球化，公司增长可持续	20
3.1. 增长逻辑一：综合实力强劲，率先受益行业复苏+电动化	20
3.2. 增长逻辑二：2023年出口高增长预期，海外份额低空间大	21
3.3. 增长逻辑三：高机、AGV等新兴板块多点开花，贡献业绩增量	24
4. 盈利预测与投资评级	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 杭叉集团发展历程.....	5
图 2: 杭叉集团以叉车为核心主业, 产品谱系丰富.....	6
图 3: 公司股权结构稳定, 实控人持股 33.42% (截至 2022 年 9 月 30 日)	6
图 4: 公司营收增长稳健, 2016-2021 年 CAGR 为 22%.....	7
图 5: 2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 18%.....	7
图 6: 受钢材价格上涨影响, 产品结构优化并未充分体现在利润率上.....	7
图 7: 公司费控能力维持稳定.....	7
图 8: 2022Q4 以来钢材价格持续回落.....	8
图 9: 叉车的工作原理与应用场景.....	8
图 10: 2020 年制造业、物流仓储占叉车下游 60%以上	8
图 11: 按动力源和应用领域, 叉车可分为四大类.....	9
图 12: 2021 年全球叉车销量 197 万台, 十年复合增速 9%.....	10
图 13: 2021 年我国叉车销量占全球比重达 26%.....	11
图 14: 2012-2021 年我国国内叉车销量 CAGR 达 11%.....	11
图 15: 2021 年全球叉车行业竞争格局 (按销量)	11
图 16: 2021 年主要叉车厂商营收规模对比.....	11
图 17: 2021 年合力、杭叉行业销量份额分别为 25%、23%.....	12
图 18: 叉车行业核心壁垒.....	12
图 19: 2015-2021 年杭叉集团和安徽合力国内销量份额稳中有升, 2021 年合计份额达 48%... 13	13
图 20: 外企销量份额逐年下降, 从 2015 年的 18%下滑至 2022 年的 8%.....	13
图 21: 叉车行业销量复盘: 随制造业、物流业发展波动上行.....	14
图 22: 叉车销量与 PMI 指数相关性较强	14
图 23: 叉车销量与交运、仓储和邮政业增速相关性较强.....	14
图 24: 2014-2022 年前三季度, 我国内燃叉车销量占比从 69%下滑至 36%.....	15
图 25: 2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%, 低于全球平均水平	15
图 26: 2021 年起我国电动平衡重叉车销量增速明显超过内燃平衡叉车.....	16
图 27: 2022 年我国电动平衡式叉车销量占比提升至 25%, 同比增长 5pct.....	16
图 28: 2021 年永恒力收入结构中, 零售与批发占比达 45%.....	18
图 29: 2012 年后我国工资增速超过企业收入增速.....	18
图 30: 2011 年起我国 20-59 岁人口占比下滑	18
图 31: 制造业和物流业工人年均工资逐提升.....	19
图 32: 中国居民工资占 GDP 比重较发达国家差距明显, 还有提升空间.....	19
图 33: 我国叉车渗透率相对欧/美/日等发达国家和地区仍有提升空间	19
图 34: 截至 2022 年底, 公司已有 40 万台以上工业车辆产能.....	20
图 35: 公司 2022 年发布的 XH 系列产品极大地拓展了锂电叉车型谱.....	20
图 36: 锂电叉车价值量、毛利率均高于内燃叉车.....	20
图 37: 2016-2022 年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%.....	21
图 38: 2021 年国产叉车海外销量份额提升至 19%.....	21
图 39: 2021 年我国出口叉车以价值量较低的三类车为主, 占比达 63%.....	21
图 40: 丰田在日本本土以外区域收入占比 70%以上	22
图 41: 凯傲集团在西欧以外区域收入占比达 47%.....	22
图 42: 杭叉集团、安徽合力海外收入占比仅约 20%.....	22

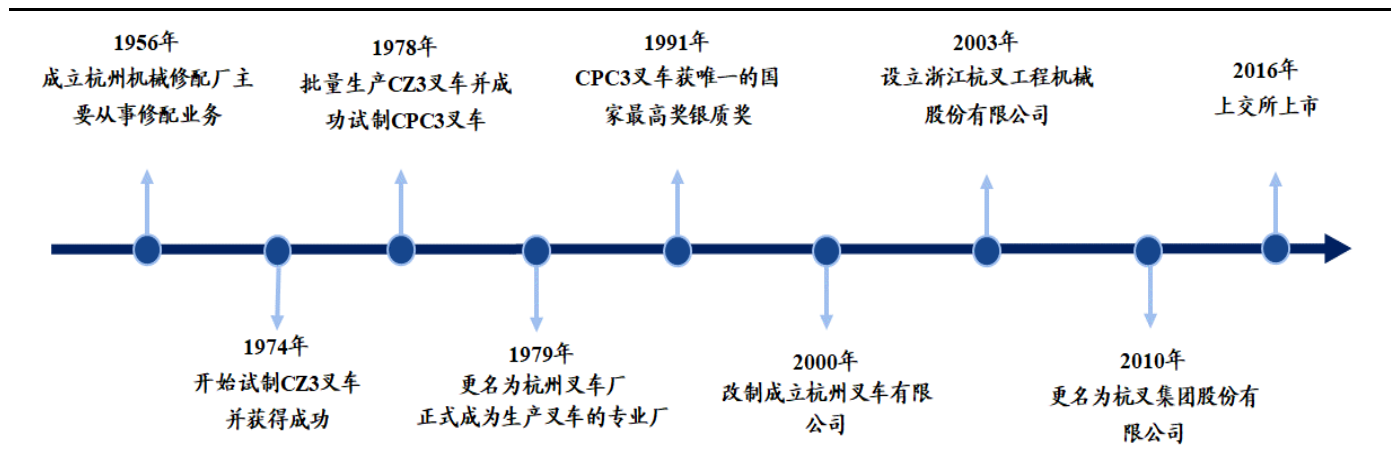
图 43:	杭叉集团、安徽合力海外营收逐年增长, 2016-2021 年复合增速分别为 27%/22%	22
图 44:	国产叉车出海具备三大优势	23
图 45:	我国出口叉车电动化率迅速提升, 2022 达到 74%	23
图 46:	公司在叉车主要市场均设有子公司, 渠道建设逐步完善	23
图 47:	2021 年公司外销毛利率高于内销毛利率 3pct	24
图 48:	杭叉集团部分高机产品	25
图 49:	杭叉集团部分 AGV 产品	25
图 50:	2016-2021 年叉车 AGV 销量 CAGR 达 74%	25
图 51:	2016-2021 年叉车 AGV 市场规模 CAGR 达 48%	25
图 52:	杭叉集团 2020-2024E 收入拆分表	26
表 1:	主流叉车的分类、特征和应用领域	10
表 2:	锂电叉车相对铅酸叉车优势明显	16
表 3:	锂电叉车经济性显著强于内燃叉车	17
表 4:	可比公司估值表 (2023/3/28)	27

1. 杭叉集团：国产叉车龙头，业绩增长稳健

1.1. 民营叉车龙头，竞争实力全球领先

杭叉集团为国内叉车龙头，竞争实力全球领先。杭叉集团为中国最大的叉车企业之一，有近 50 年的叉车研发制造经验。公司以“做世界最强叉车企业”为愿景，产品覆盖 1-48 吨内燃叉车、0.75-48 吨电动叉车、高空作业车辆、AGV 智能工业车辆等，同时提供智能物流整体解决方案，以及产品配件销售、修理、租赁、再制造等后市场业务。据美国权威《现代物料搬运杂志》，2021 年公司叉车销售额全球第八。

图1：杭叉集团发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

叉车产品布局全面，新能源转型优化业务结构。公司产品包括叉车、仓储车、AGV等工业车辆，高机等整机和核心零部件，其中叉车为核心主业，2021 年收入占比 93%。随叉车产业向电动化转型，公司加强研发创新，掌握工业车辆锂电池应用技术，新能源叉车型号日趋丰富，2021 年销量占比已提升至 40%以上。根据我们产业链调研，新能源叉车毛利率约 20%，高于内燃、铅酸电池叉车，有望带动业务结构优化。

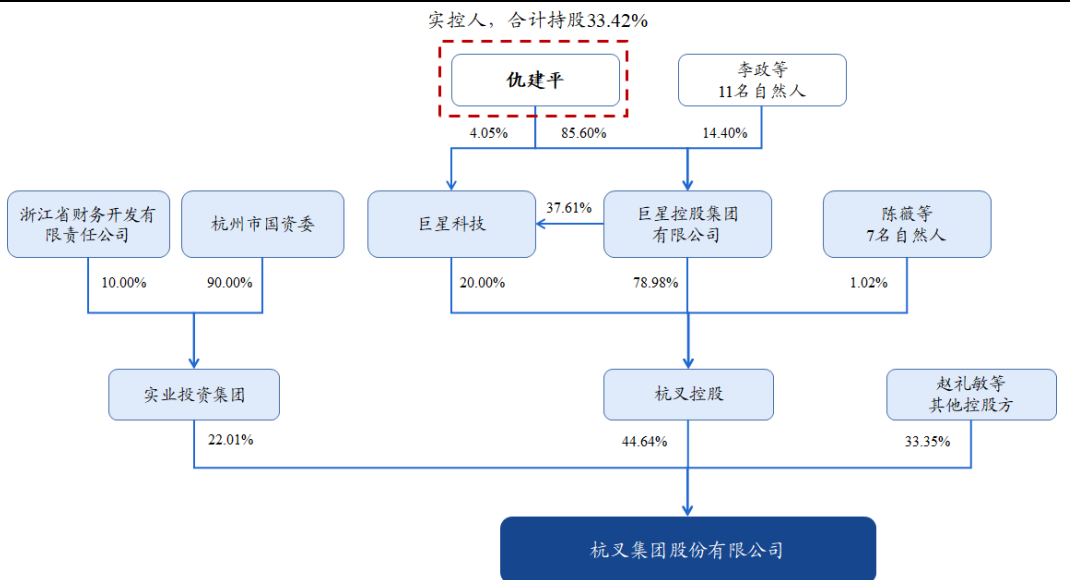
图2: 杭叉集团以叉车为核心主业, 产品谱系丰富



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所整理

民营控股、国资参股、高管持股的大型民企, 实控人仇建平持股 33%。杭叉上市前经历过多次改制, 曾长期以职工控股、国家参股、经营者持股的模式运营, 股东人数众多, 股权结构混乱。2011 年, 集团的控股公司——杭叉控股被民营企业巨星控股收购, 杭叉集团从此转型为民营企业控股、国资委参股的大型民企, 厘清产权关系后成功上市。目前公司实际控制人为“巨星系”仇建平, 合计持股 33.42%。董事长在内的多位核心高管持有公司股份, 激励充分。

图3: 公司股权结构稳定, 实控人持股 33.42% (截至 2022 年 9 月 30 日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

1.2. 业绩增长稳健，相对行业具备阿尔法

公司经营稳健，业绩稳定增长。叉车为工业生产和仓储物流必备工具，随经济发展需求稳定增长。公司 2016-2021 年营收 CAGR 达 22%，强于行业增速 16%。2022 年受疫情影响，制造业、物流仓储业需求下滑，公司业绩增速短期承压。2022 年前三季度叉车行业销量同比下滑 5%，公司实现营收 114 亿元，同比增长 3%，相对行业仍具备显著阿尔法；归母净利润 7 亿元，同比增长 1%，受钢材价格影响，增速低于营收。

图4：公司营收增长稳健，2016-2021 年 CAGR 为 22%

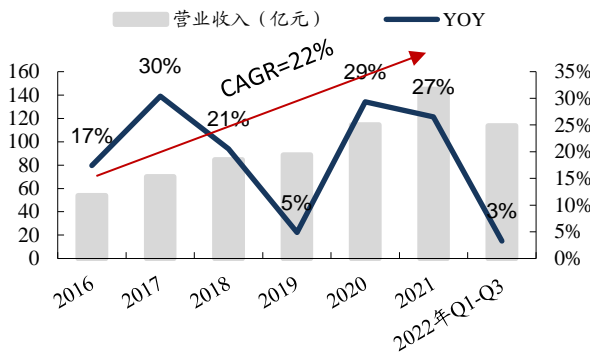
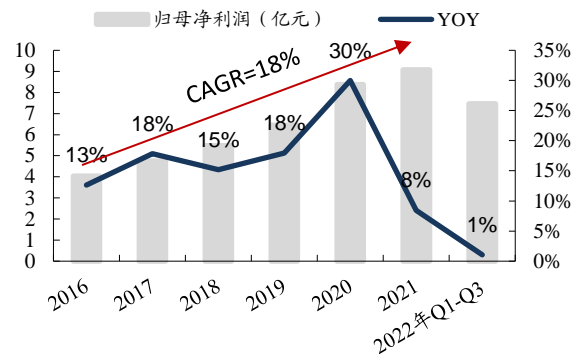


图5：2016-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 18%

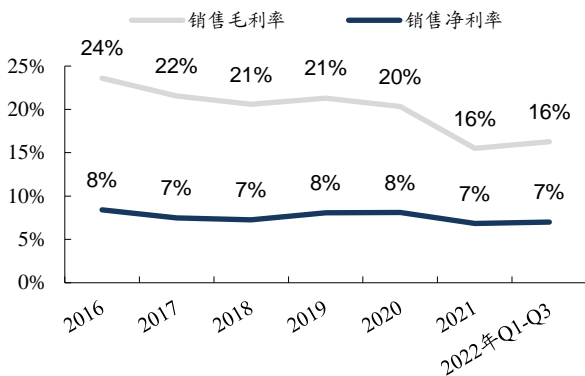


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

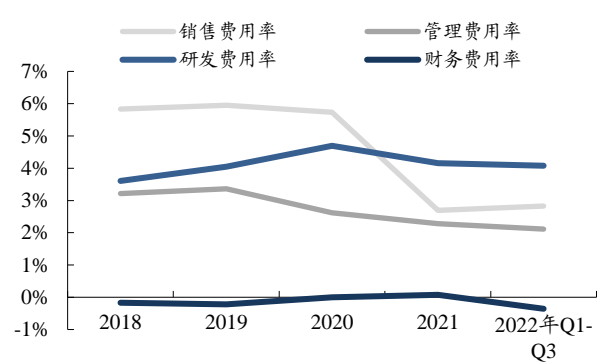
盈利能力维持稳定，钢价下降、电动化有望带动利润率中枢上移。公司盈利能力维持稳定，2021 年毛利率、销售费用率同步下降，主要系运输费用的会计政策调整。2016-2022 年前三季度净利率维持在 7%-8%。2021 年初至 2022 上半年，钢材价格持续提升，公司高毛利率的新能源叉车放量，对冲影响。2022 年 Q4 钢材价格已经回落至 2020 年 Q4 水平，随公司电动化转型持续，利润率中枢有望上移。

图6：受钢材价格上涨影响，产品结构优化并未充分体现在利润率上



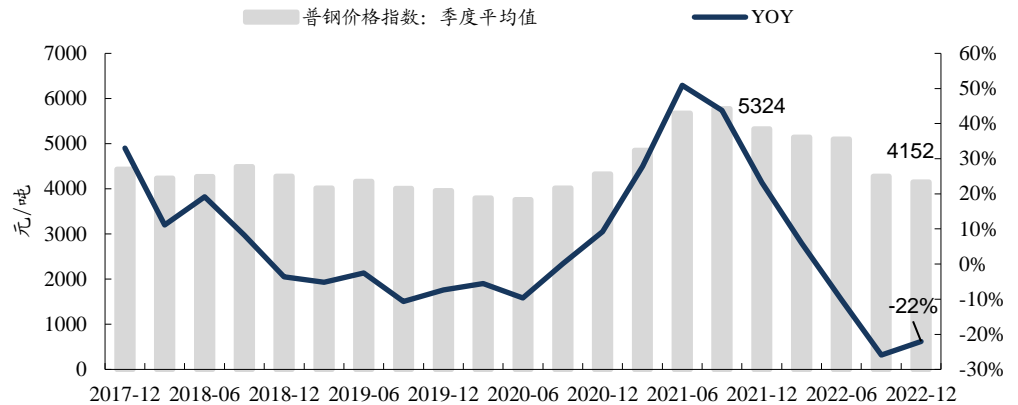
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：公司费控能力维持稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 2022Q4 以来钢材价格持续回落



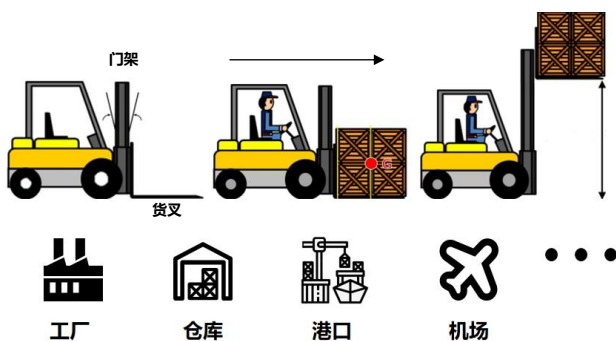
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 叉车: 电动化+机器替人, 成长性强于周期性

2.1. 核心物料搬运设备, 成长性强于周期性

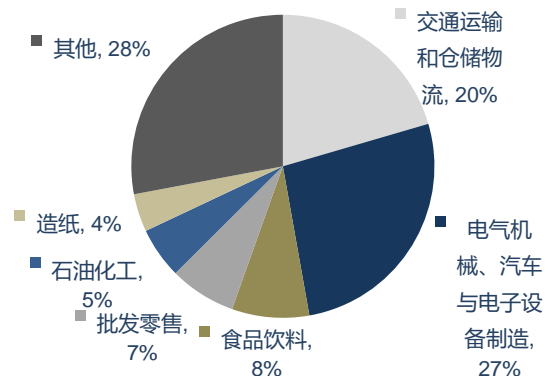
叉车作为应用最广的物料搬运工具, 制造业和仓储物流占下游 60%以上。叉车是一种用于货物装卸、堆垛和短距离运输的工业车辆。叉车带有用于装载物品的“叉”, 和使叉上下移动的“门架”装置, 可以将货物叉起, 进行水平运输, 也可以将叉取的货物进行垂直方向的堆码。叉车可以减少装卸工人的体力劳动, 提高装卸效率, 降低装卸成本。制造业和仓储业是叉车最大下游, 占比在 60%以上。

图9: 叉车的工作原理与应用场景



数据来源: 杭叉集团招股书, 东吴证券研究所整理

图10: 2020 年制造业、物流仓储占叉车下游 60%以上



数据来源: 中国工程机械协会工业车辆分会, 东吴证券研究所

按应用领域和动力源，叉车可分为内燃平衡重叉车（IV/V类）、电动平衡重叉车（I类）、电动前移式叉车（II类）、电动步行式仓储叉车（III类）四种。

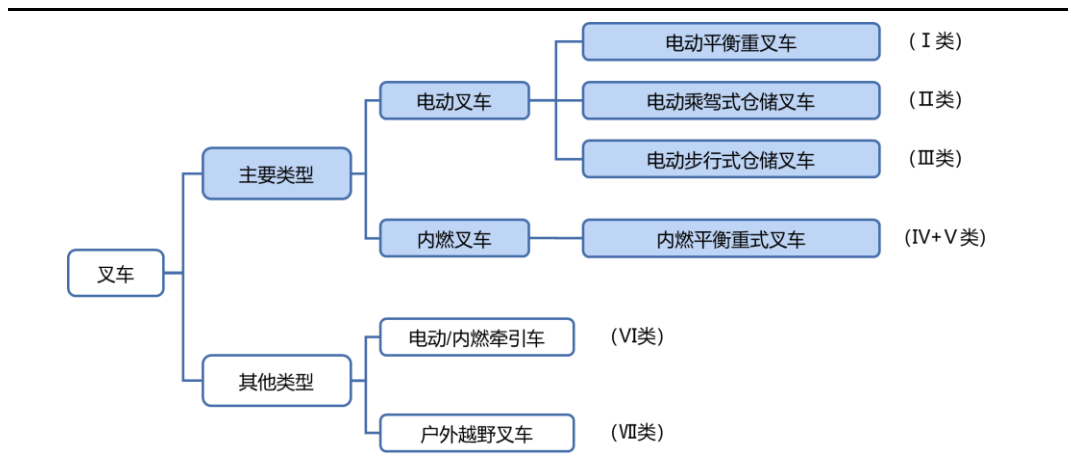
(1) 内燃平衡重叉车（IV/V类）：尾部装有配重块，以内燃机为动力源的叉车，载荷能力最强，覆盖 0-60 吨，应用最为广泛。内燃平衡重叉车常用于户外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所，是目前应用范围最广的叉车品种。IV/V 类车的区别在轮胎：IV 类车为实心轮胎，V 类车为气胎。

(2) 电动平衡重叉车（I类）：尾部装有配重块，以蓄电池为动力源的叉车，载荷能力 0-48 吨，应用场景与同级别的内燃平衡重式叉车相同。该类叉车污染少、噪声低，通常应用于室内和其它对环境要求较高的场所，如医药、食品等行业。环保政策收紧、新能源技术升级驱动下，持续替代内燃叉车。

(3) 电动前移式叉车/窄巷道叉车（II类）：尾部无配重块，以蓄电池为动力的叉车，载荷能力 0-3 吨，主要应用于狭窄空间。不同于平衡配重式堆高机的构造（要叉货时，堆高机就必须得往前开），前移式叉车能够在车子静止不动时，将导柱向前伸出，再利用货叉叉取货物。前移式叉车具有小型轻、回转半径小、高扬程的特点，多用于狭窄仓库内货物的搬运、装卸作业。

(4) 电动步行式仓储叉车（III类）：相当于安装了电池的板车，用于仓库内的水平搬运及堆垛装卸。载荷能力 1.5-5 吨，需工人站立叉车后方或步行拖动操作。

图 11：按动力源和应用领域，叉车可分为四大类



数据来源：杭叉集团招股书，东吴证券研究所整理

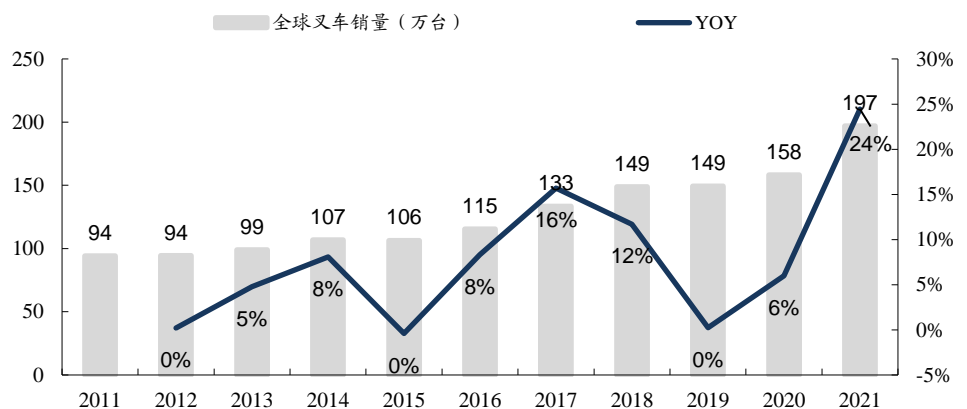
表1: 主流叉车的分类、特征和应用领域

国际分类	国内分类	动力源	载荷能力	结构特点	应用领域
IV+V类车	内燃平衡重叉车	内燃机	0-60吨	有配重	广泛应用于工厂、仓库、港口、机场等需要装卸、堆垛、搬运货物的场所。
I类车	电动平衡重叉车	蓄电池	0-48吨	有配重	和同级别内燃叉车一致。由于污染小、噪声低，多应用于对环境要求较高的场所，如医药、食品等行业
II类车	前移式叉车	蓄电池	0-3吨	无配重	仓库
III类车	电动步行式仓储叉车	蓄电池	0-3吨	无配重，相当于有电动助力的板车	

数据来源：杭叉集团招股书，杭叉集团官网，东吴证券研究所整理

叉车与传统工程机械逻辑不同，成长性大于周期性。叉车相较挖机、起重机等传统工程机械周期性较弱，主要原因有三点：（1）叉车单车价值量较低，回本周期较短。叉车单车价值量大多为几万至十几万不等，1台叉车即可节省1名制造业工人年薪；传统工程机械价值量几十万到几百万不等，回本周期较长。（2）下游不同：叉车下游以制造业和仓储物流为主，需求随着经济发展和物流发展持续增长。挖机、起重机等下游以基建、地产为主，周期性较强。（3）电动化进展不同：叉车工况相对简单，充电更容易，对举升力要求也较低，随着电池技术成熟，电动化转型速度更快，已成为行业核心驱动因素。叉车成长性强于周期性，2012-2021年全球叉车销量从94万台增长至197万台，复合增速9%。

图12: 2021年全球叉车销量197万台，十年复合增速9%

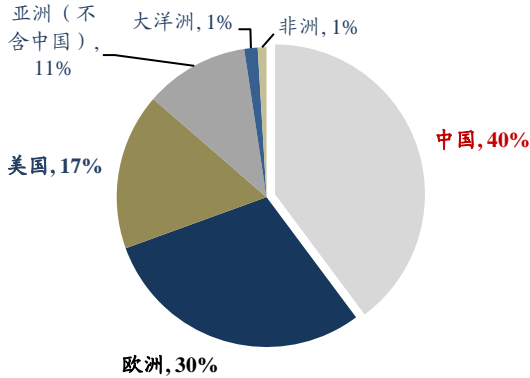


数据来源：WITS，东吴证券研究所

我国已成为最大叉车市场，增速领先全球。分区域来看，欧美和亚洲为主要叉车消费市场。欧美等发达国家的叉车使用历史较早，普及程度较高。我国叉车起步较晚，但

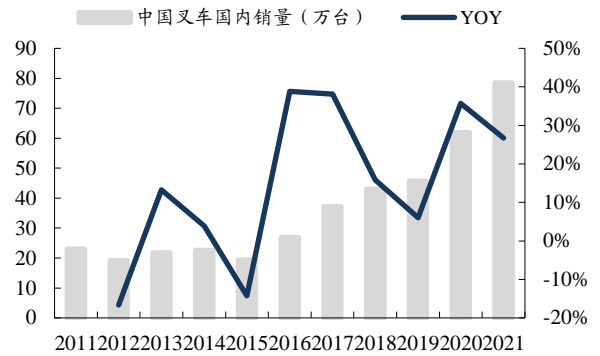
随制造业、物流业快速发展，叉车销量快速提升，目前已成为全球最大的叉车消费市场。2012-2021 年我国国内叉车销量从 19 万台提升至 78 万台，复合增速 13%，领先全球。

图13: 2021 年我国叉车销量占全球比重达 26%



数据来源: WITS, 东吴证券研究所

图14: 2012-2021 年我国国内叉车销量 CAGR 达 11%

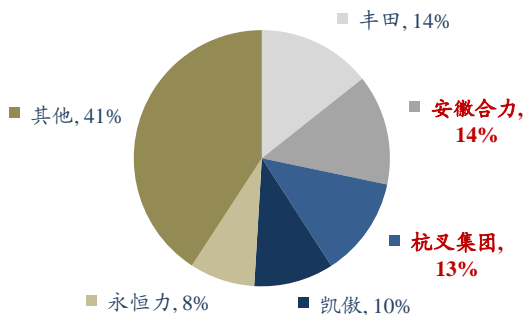


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 国内双寡头格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔。

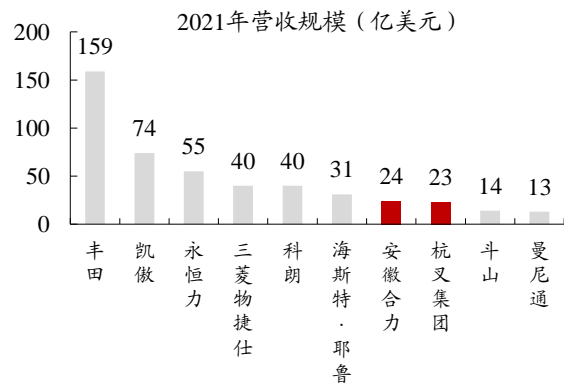
海外叉车整机厂强手如云，竞争格局集中。叉车产业发展与工业发展高度相关。海外叉车的普及和应用较早，尤其是在德美日等工业强国。全球龙头丰田、凯傲（从林德分立出来）、永恒力等均成立于 90 年代，发展时间长、品牌影响力强。全球叉车市场已形成“一超多强”竞争格局，2015-2022 年全球前十叉车厂排名无明显变动，竞争格局稳定。

图15: 2021 年全球叉车行业竞争格局 (按销量)



数据来源: 《MMH 现代物料搬运》, 东吴证券研究所

图16: 2021 年主要叉车厂商营收规模对比

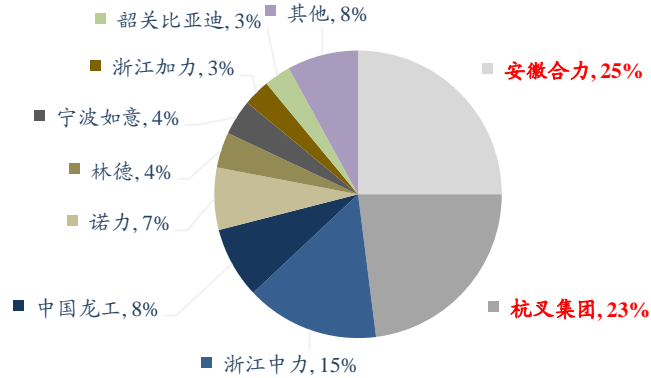


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

国内叉车市场由安徽合力、杭叉集团双龙头主导，2021 年合计份额近 50%。国内

叉车市场参与者众多，仅中叉网统计的主流整机厂就有 52 家。随着行业发展成熟，国内已形成杭叉集团、安徽合力双寡头格局。2021 年合力、杭叉行业销量份额分别为 25%、23%，合计份额近 50%，剩下 50% 市场由中力、龙工、诺力等厂商分食。

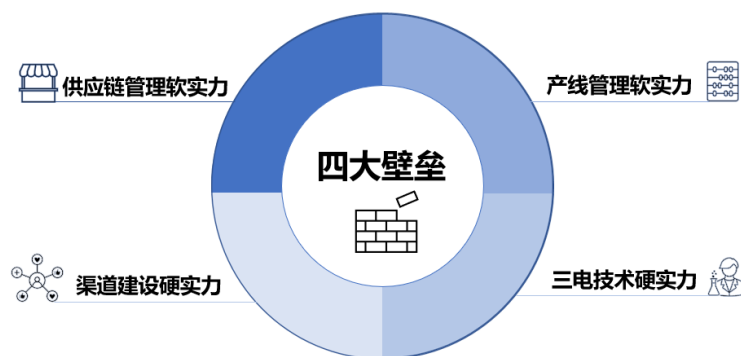
图17: 2021 年合力、杭叉行业销量份额分别为 25%、23%



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

叉车行业具备四大壁垒，龙头软硬实力均具，先发优势显著：(1) 供应链管理软实力：零部件种类多达 2 万个，供应商管理体系复杂。(2) 产线管理软实力：叉车具备多规格、多品种、定制化的特点，实现高效生产需花很长时间打造生产线和供应链。(3) 渠道建设硬实力：叉车的销售模式与传统工程机械不同，下游客户分散，销售模式以点对点现销为主，对销售渠道、营销网络、后市场服务要求高。(4) 三电技术硬实力：环保政策收紧、三电技术成熟下，叉车电动化为必然趋势。龙头在产线建设、供应链管理、销售和后市场服务、电动化布局方面均具备先发优势，竞争实力持续增强。

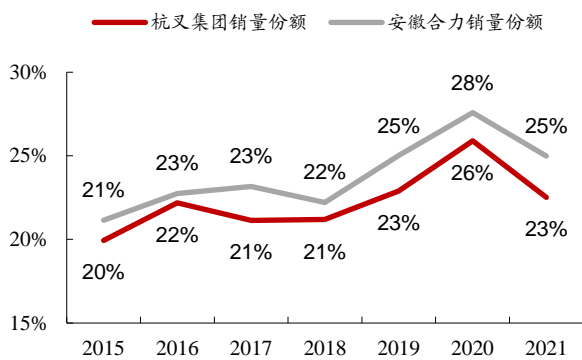
图18: 叉车行业核心壁垒



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

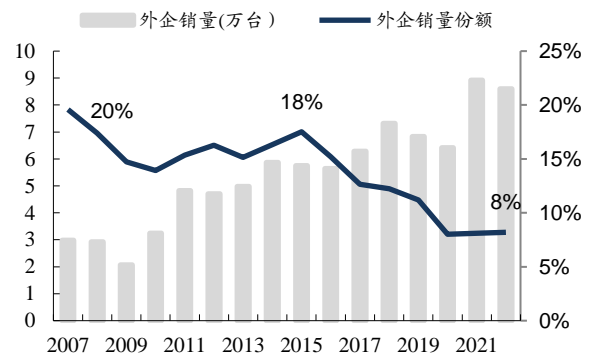
国内格局趋于稳定，海外份额提升空间广阔。在国内市场，国产品牌凭借产业链、技术、品牌、后市场服务等优势抢占外资份额，外企叉车销量份额从2007年的20%下滑至2022年的8%。合力、杭叉竞争实力持续增强，2015-2021年合计销量份额从41%提升至48%。远期来看，在国内市场，双龙头先发优势显著，地位稳固。海外市场，国产品牌具备交期、性价比优势，锂电技术有望弯道超车，主要欠缺点在品牌知名度和售后服务。目前杭叉、合力收入体量仅约全球龙一丰田的15%、龙二凯傲的30%。随全球化渠道建设拓展，收入规模、份额有望持续提升。

图19: 2015-2021年杭叉集团和安徽合力国内销量份额稳中有升，2021年合计份额达48%



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图20: 外企销量份额逐年下降，从2015年的18%下滑至2022年的8%

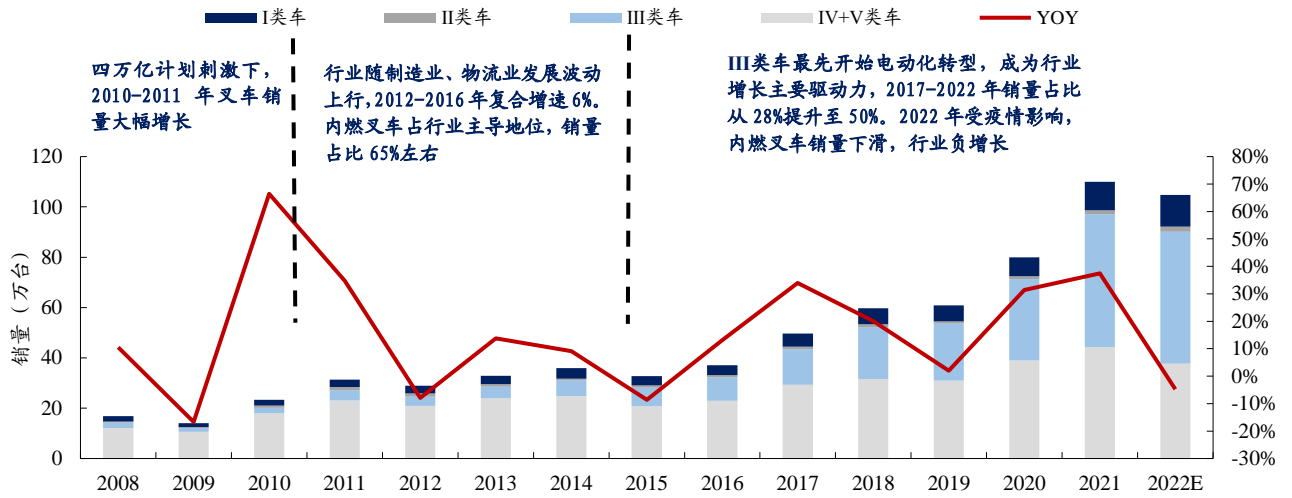


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 三大趋势看我国叉车行业成长性

叉车销量随制造业、物流业发展波动上行，电动化成为行业新驱动力。由于应用场景更广，叉车销量波动性显著低于挖机、起重机等传统工程机械，2012-2016年叉车行业销量复合增速6%。2017年以来，随着国内电池技术成熟、环保政策收紧，电动叉车销量持续高增。2017-2022年I/II/III/IV+V类叉车复合增速分别为19%/16%/30%/5%。其中III类车主要应用于充电更便利的室内仓库，替代板车，价值量低，电动化转型最为迅速，销量占比已从2017年的28%提升至2022年50%。

图21: 叉车行业销量复盘: 随制造业、物流业发展波动上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3.1. 趋势一: 下游通用制造业复苏, 带动叉车需求反弹

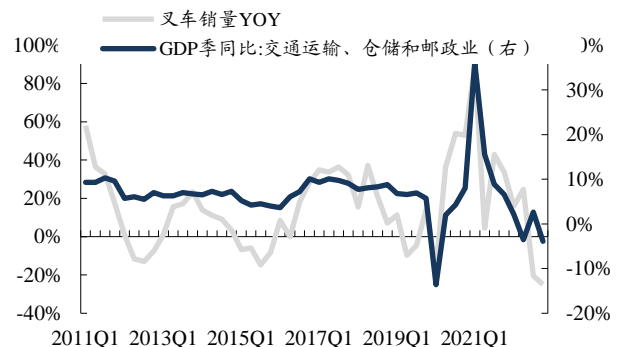
下游制造业回暖, 叉车销量有望回升。受疫情影响, 2022年叉车行业销量同比下滑6%, 其中IV+V类主要用于户外作业, 且个体商户、小微企业主占下游比重更高, 下滑幅度较大。2022年底全面放开后, 制造业景气回升, 2023年1月中国PMI指数为50.1%, 环比提升3pct, 回升至枯荣平衡线以上。全年来看, 制造业和物流业景气度有望持续回升, 行业电动化转型持续, 2023年叉车内销有望回暖。

图22: 叉车销量与PMI指数相关性较强



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 叉车销量与交通、仓储和邮政业增速相关性较强

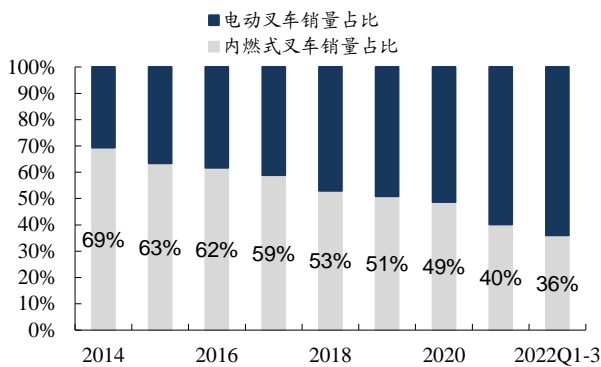


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3.2. 趋势二：核心机种电动化率显著偏低，经济性+产业升级迎拐点

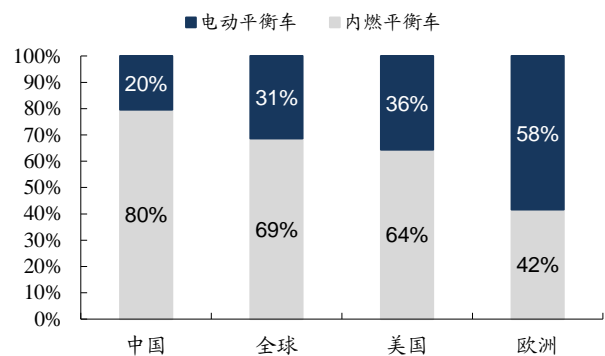
我国叉车电动化以低价值量机种为主，转型进度相对海外仍有差距。近年来我国叉车电动化转型持续，电动叉车销量占比持续提升，2014-2022 年前三季度，我国内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%。但从价值量结构看，电动化的机型以价值量低的三类车（仓储叉车）为主，价值量高、市场规模大、应用场景更广泛和复杂的平衡重叉车电动化率仍然较低。2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%，低于全球 30% 水平。

图24：2014-2022 年前三季度，我国内燃叉车销量占比从 69% 下滑至 36%



数据来源：WITS，中国工程机械协会，东吴证券研究所

图25：2021 年我国平衡重叉车电动化率仅 20%，低于全球平均水平



数据来源：WITS，中国工程机械协会，东吴证券研究所

2020 年我国叉车迎电动化转型拐点，锂电池技术突破成为叉车大规模电动化的契机。由于（1）电动叉车价格高，同等吨位的叉车，电动车价格约燃油车一倍。（2）过去电动叉车主要使用铅酸电池，电池必须耗尽电量才能重新充电，很不方便，内燃叉车则可以随时补充能源。2012-2020 年我国平衡式叉车电动化转型速度较慢，电动化率维持在 15% 左右。

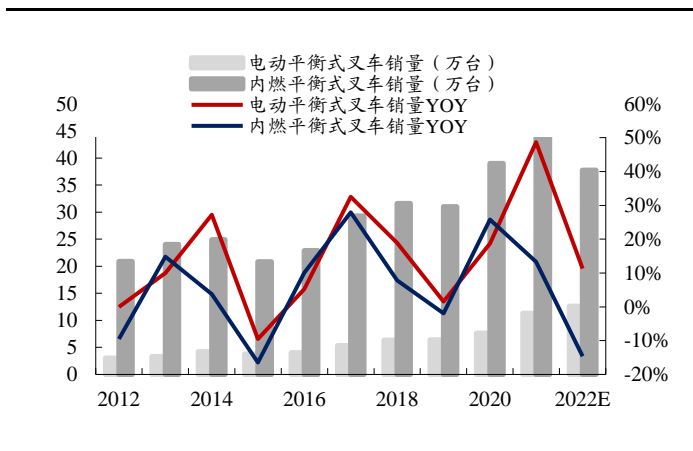
2018 年起，杭叉、合力、诺力等国产叉车龙头开始导入锂电池技术，电动叉车在安全性、适用性、性价比等方面均取得历史性突破，随产品推广，行业电动化转型加速。2020-2022 年前三季度，电动平衡式叉车销量占比从 16% 迅速提升至 25%。

表2: 锂电叉车相对铅酸叉车优势明显

	铅酸叉车	锂电叉车
新电池购买价格	铅酸蓄电池:20000元/组*2=40000元	锂电池,80000元/组
电池配比	2组/台车	1组/台车
充满电的时间	8-10小时	1-2小时
电池维护成本	1000元/年/组*2组*8年=16000元	不仅减少人工维护,还避免了维护不当造成对电池的损害500元/年/组*8年=4000元
管理成本	需要专人去管理更换铅酸电池	无需更换电池
能源消耗成本	铅酸电池充满电消耗费用约为70元。每台车2组铅电池,每天均需要完成饱和和充电。蓄电池使用8年的充电费用:70*2*26天*12月*8年=349440元	锂电池每次饱和充电消耗的费用为36元,每组锂电池每天完成2次饱和充电。蓄电池使用8年的充电费用:36*2*26天*12月*8年=179712元
8年期间蓄电池更新数量	2组/台车更换电池成本,20000*2*4=160000元	循环4000次,容量达75%以上,寿命10年以上
有害排放	充电过程释放酸雾,污染环境。使用过程中排放氢气,有安全隐患。	零排放,不产生任何有害气体。
报废处理费用	铅酸电池属于危废,报废处理需要指定回收资质的厂家来处理	锂电池不属于危废,报废处理不需要另外支付费用
温度范围	负20℃下的放电效率仅为50%,当温度低至-40℃时,铅酸电池几乎无法放电	负20℃时放电效率超过80%,即使温度低至-40℃,其放电效率仍超过60%
充电间的维护成本	铅酸电池需要专业充电间充电,充电间需要通风、防腐蚀等,每年均需要很高的维护费用	无
费用合计	565440元	263712元

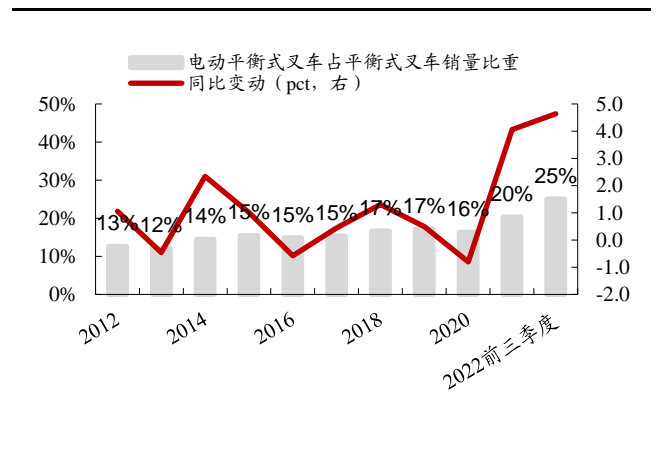
数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图26: 2021年起我国电动平衡叉车销量增速明显超过内燃平衡叉车



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 2022年我国电动平衡式叉车销量占比提升至25%, 同比增长5pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

锂电叉车相对内燃叉车更具经济性，锂电化为必然趋势。以一辆3吨内燃叉车和一辆3吨锂电叉车为例，按照工作时间2000小时/年计算，内燃叉车一小时油耗3升，每升柴油8元，一年需要油费48000元。锂电叉车一小时消耗3度电，每度电1元，一年电费为6000元，锂电叉车一年能耗可以节省42000元。维护费方面，内燃叉车的维护间隔为400小时，单次维保费用为400元，每工作小时的维保成本为1元，一年维保成本2000元，锂电池免维保。即一年锂电池叉车可以节省44000元，**三年内锂电叉车的使用+购买成本将低于内燃叉车。**

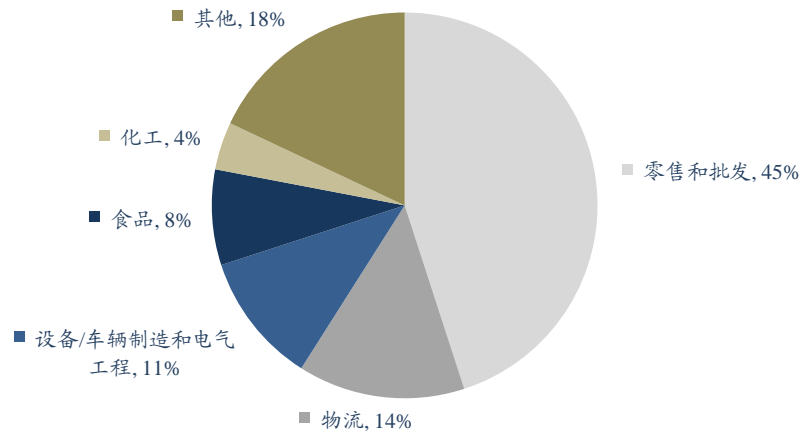
表3: 锂电叉车经济性显著强于内燃叉车

	锂电池叉车	内燃叉车
采购单价(元)	120000	60000
每小时耗电/油耗	3度	3L
电价/油价	1元/度	8元/L
每小时成本(元)	3	24
每年工作时长(小时)	2000	2000
每年能耗成本(元)	6000	48000
维护间隔时间(小时)	-	400
单次维保费用(元)	-	400
每小时维保成本(元)	-	1
每年维保成本(元)	-	2000
一年总成本(元)	126000	110000
两年总成本(元)	132000	160000
五年总成本(元)	150000	310000

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

智能仓储物流与自动化工厂发展，助力电动叉车需求持续增长。除经济性外，产业结构是影响叉车电动化转型的因素之一。电动叉车具备污染小、噪声低的优点，广泛应用于对环境要求较高的室内。2021年海外叉车龙头永恒力的收入结构中，零售与批发(45%)、物流(14%)，而我国叉车下游仍以传统制造业和物流业为主，交通物流(20%)、电气机械/汽车/电子设备生产(27%)占大头。随着我国产业结构升级、现代仓储物流业发展、室内工厂自动化率提升，电动叉车需求将持续增长。

图28：2021年永恒力收入结构中，零售与批发占比达45%

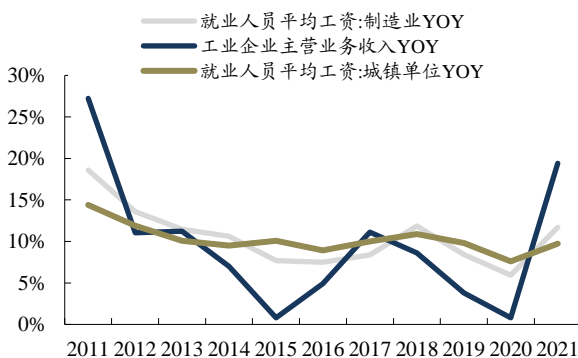


数据来源：永恒力年报，东吴证券研究所

2.3.3. 趋势三：机器替人为长期趋势，我国叉车保有量提升空间广阔

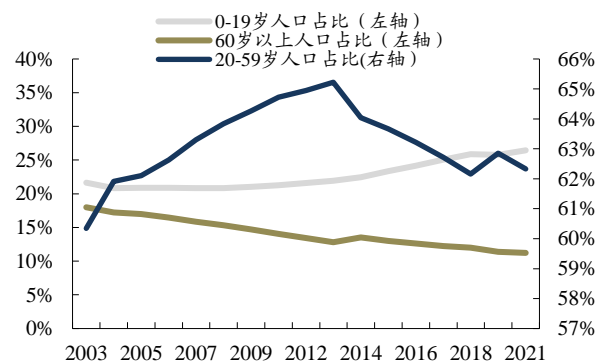
人口结构改变导致人力成本提升，叉车替人为确定性趋势。人口结构改变、生活成本上升使人力成本上升成为确定性趋势。2011年起我国20-59岁人口比率迎拐点，长期以来的人口红利期宣告结束。2012年后员工工资增速开始超过企业收入增速，人工成本明显上行。叉车能够大幅提高物料搬运效率、节省人力成本，替代人工为长期趋势。

图29：2012年后我国工资增速超过企业收入增速



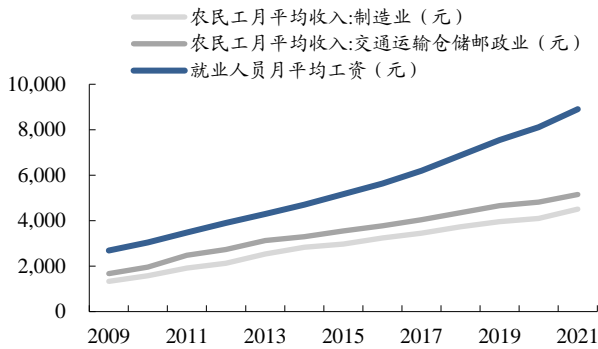
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图30：2011年起我国20-59岁人口占比下滑



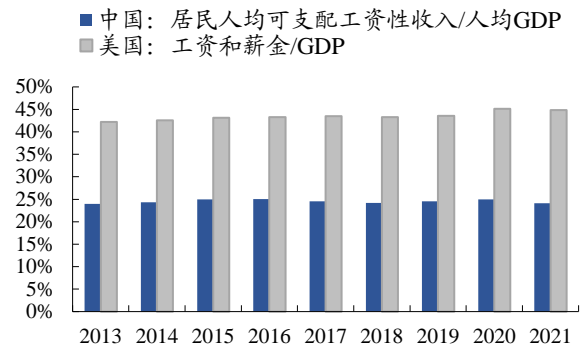
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31: 制造业和物流业工人年均工资逐提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

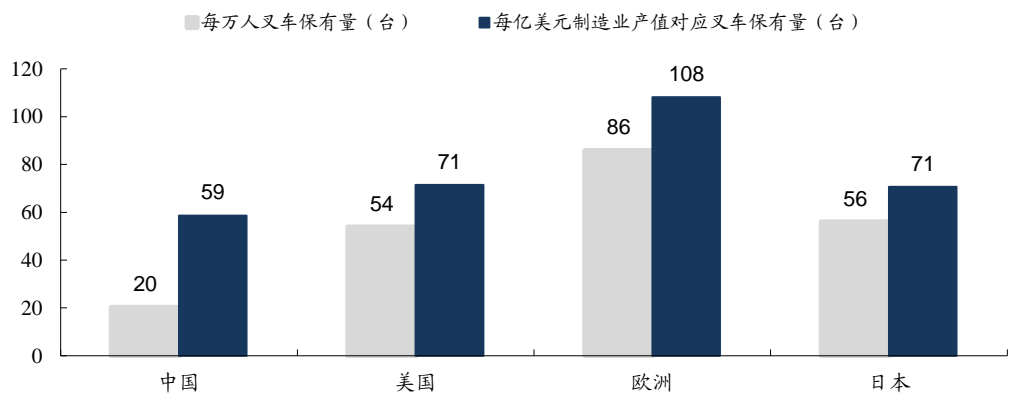
图32: 中国居民工资占 GDP 比重较发达国家差距明显, 还有提升空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

对比欧、美、日等发达经济体, 我国叉车渗透率仍有提升空间。按叉车寿命十年, 我们用过去十年叉车累计销量乘以 0.9, 测算全球各地区叉车的保有量, 再除以各地区总人口数和制造业产值, 分别测算叉车人均保有量和单位制造业产值对应叉车保有量。从人均保有量看, 我国仍不足欧、美、日的 50%。从单位制造业产值对应保有量看, 我国水平仅为美、日的 80%, 近欧洲地区的 50%, 制造业自动化率还有提升空间, 叉车渗透率提升空间大。

图33: 我国叉车渗透率相对欧/美/日等发达国家和地区仍有提升空间



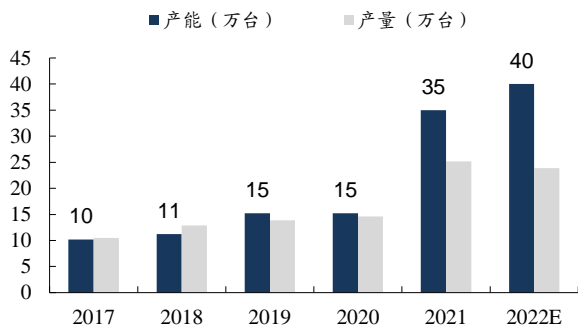
数据来源: Wind, 世界银行, 东吴证券研究所

3. 受益下游复苏、锂电化和全球化，公司增长可持续

3.1. 增长逻辑一：综合实力强劲，率先受益行业复苏+电动化

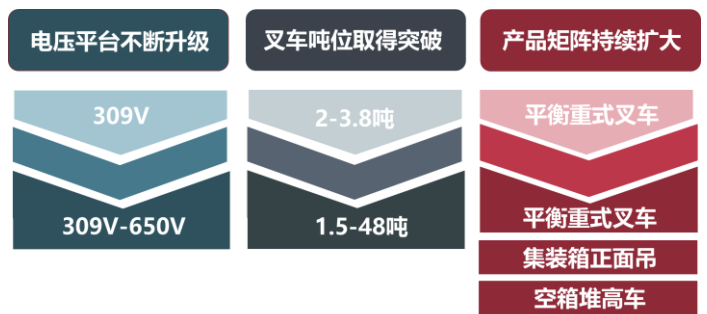
公司产能充足、产品型谱齐全，将率先受益行业复苏。公司叉车产能充足，且前瞻性地布局锂电池/氢燃料/混动为动力源的新能源叉车。截至 2022 年底，公司已有 40 万台以上工业车辆产能，我们预计总体产能利用率仅约 60%。从产品线上看，2022 年 4 月公司发布 XH 全系列重工况高压锂电专用叉车，进一步拓展了产品型谱，电动平衡式叉车吨位从 3.8 吨拓展到 48 吨，加速对内燃叉车的全面替代。

图34: 截至 2022 年底，公司已有 40 万台以上工业车辆产能



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

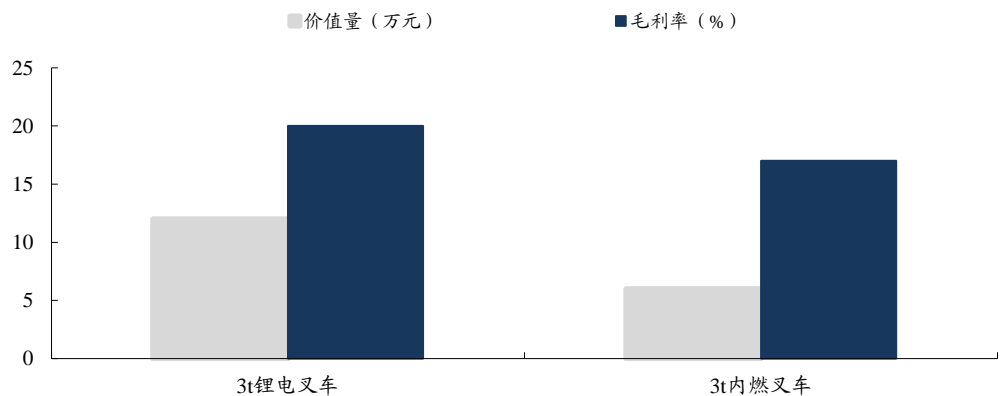
图35: 公司 2022 年发布的 XH 系列产品极大地拓展了锂电叉车型谱



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电动叉车价值量、利润率均高于内燃叉车，优化公司产品结构。根据我们的产业链调研，同吨位的电动叉车价值量约为内燃叉车的两倍，毛利率高于内燃叉车 2-3pct。随着电动叉车销量占比提升，公司业务结构优化，中长期毛利率中枢有望上移。

图36: 锂电叉车价值量、毛利率均高于内燃叉车



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 增长逻辑二：2023 年出口高增长预期，海外份额低空间大

国产叉车海外销量份额较低，且以低价值产品为主。近年来国产叉车竞争实力持续增强，除 2019 年受到美国加征关税影响有所下滑，出口销量均保持正增长。2016-2022 年国产叉车出口销量从 10 万台提升至 36 万台，复合增速达 23%。从份额上看，国产叉车还有较大提升空间，2021 年国产叉车海外销量份额仅 19%。从结构上看，国产叉车出海以价值量较低的三类车为主，2021 年占比超过 60%，价值量更高的一类车占比仅 10%。海外成长空间广阔。

图37：2016-2022 年国产叉车出口销量 CAGR 达 23%

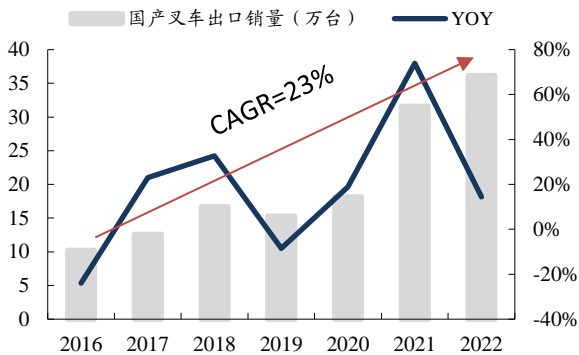
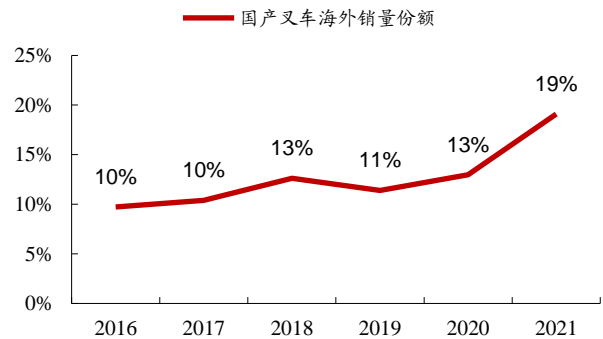


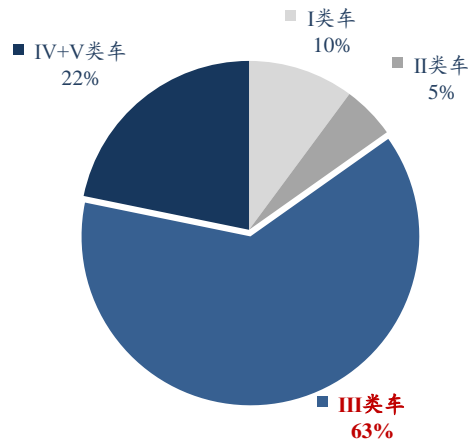
图38：2021 年国产叉车海外销量份额提升至 19%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

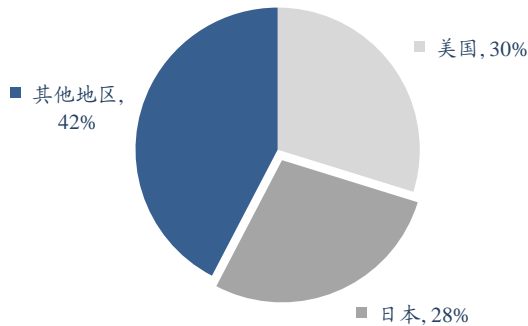
图39：2021 年我国出口叉车以价值量较低的三类车为主，占比达 63%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

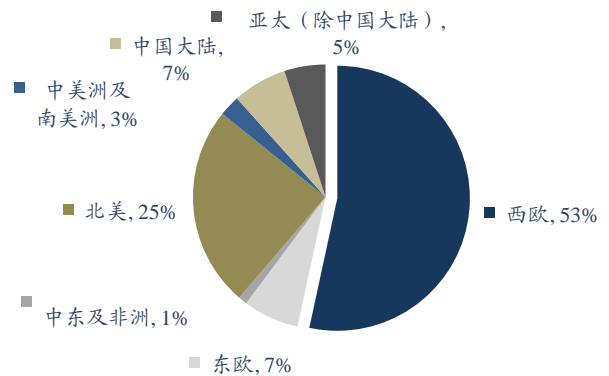
和海外龙头相比，国产龙头全球化水平还有提升空间。全球前二叉车龙头丰田和凯傲本土以外营收占比分别为 72%、47%，产品渠道建设完备，品牌知名度高。国产双龙头杭叉集团、安徽合力海外营收占比仅 20%左右，全球化仍有提升空间。

图40: 丰田在日本本土以外区域收入占比 70%以上



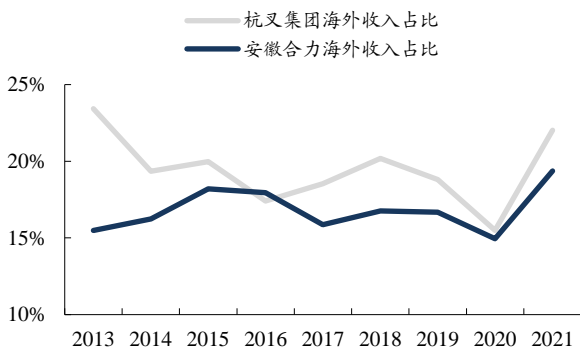
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图41: 凯傲集团在西欧以外区域收入占比达 47%



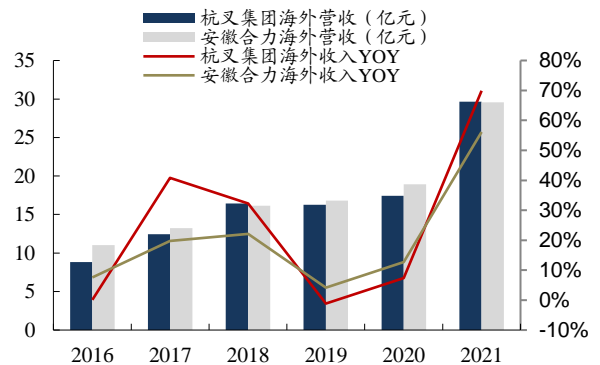
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 杭叉集团、安徽合力海外收入占比仅约 20%



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图43: 杭叉集团、安徽合力海外营收逐年增长, 2016-2021 年复合增速分别为 27%/22%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国产品牌具备性价比、交期、锂电产业链领先三大优势, 海外有望弯道超车。

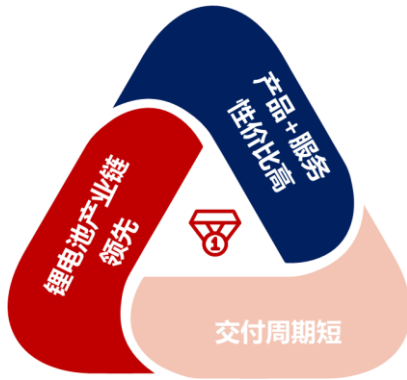
(1) **国产叉车性价比高于海外, 具备价格优势。** 根据我们的产业链调研, 海外叉车锂电化程度不高, 国产锂电叉车综合使用成本显著高于海外铅酸电池叉车。此外, 由于国产叉车尚处品牌推广阶段, 叉车厂通常在售后服务方面提供优惠。

(2) **国产叉车交付周期短。** 国产叉车供应链效率更高, 根据我们的产业链调研, 海外叉车厂交期 4-6 个月, 为国产叉车交付周期两倍。

(3) **中国叉车企业布局电动化具有锂电池产业链优势。** 我国锂电产业链占据全球主导地位, 国产叉车厂布局锂电产品优势明显。杭叉集团于 2018 年和宁德时代 CATL、杭州鹏成新能源等成立合资公司, 定制开发工业车辆专用锂电池, 并战略入股了嘉晨智

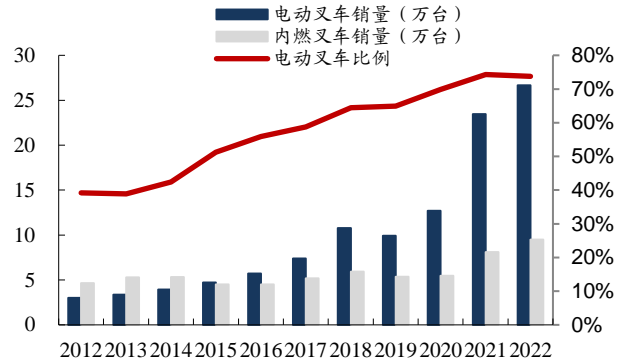
能，确保三电核心技术领先行业。国产企业锂电技术储备充足，有望受益叉车锂电化浪潮，重塑全球竞争格局。

图44：国产叉车出海具备三大优势



数据来源：东吴证券研究所整理

图45：我国出口叉车电动化率迅速提升，2022达到74%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

杭叉集团海外布局臻于完善，竞争力有望逐步兑现。国产叉车相对海外品牌已具备技术、价格和产业链优势，海外份额提升的痛点在于品牌知名度和后市场服务。公司自2016年上市以来，持续完善海外渠道建设。截至2022上半年，公司已在美国、加拿大、德国、荷兰、泰国成立海外销售型公司和配件服务中心，形成由“杭叉总部-海外分子公司-代理商”组成的三层级服务网络。随口碑积累和服务质量提升，公司海外业务有望快速增长。

图46：公司在叉车主要市场均设有子公司，渠道建设逐步完善

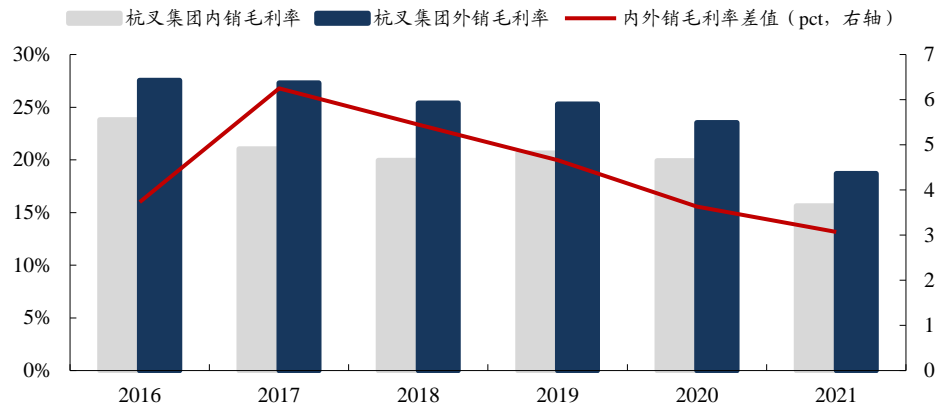


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

外销产品毛利率优于国内，有望带动整体利润率上行。公司外销产品对标海外竞争

对手，以高端型、电动化产品为主，且海外锂电替代铅酸趋势明显，因此外销毛利率更高。2016-2021 年杭叉集团外销毛利率均显著高于内销 3-5pct。中长期看，随国内市场规模、竞争格局稳定，国际化为国产工程机械龙头保持增长的必经之路。国产品牌海外份额仍低，未来出海将为重要增长点，外销比例将持续提升，有望带动整体利润率上行。

图47：2021 年公司外销毛利率高于内销毛利率 3pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 增长逻辑三：高机、AGV 等新兴板块多点开花，贡献业绩增量

除叉车外，公司积极布局高机、AGV 等新兴板块，近年增长提速，持续贡献业绩增量。

1) **高机**：公司的高机板块已有十五年以上积淀。2006 年，杭叉和法国工业车辆龙头曼尼通合资成立子公司杭州曼尼通，共同经营高机和叉车业务。2019 年，公司收购杭州曼尼通法国方全部股权，并成立高机子公司，独立经营高机业务。

2) **AGV**：收入、在手订单创新高，远期成长可期。智能物流板块杭叉集团重要业务板块之一，公司早在 2012 年就开始自主研发 AGV 设备，并于 2018 年成立杭叉智能科技，专注叉车 AGV 市场。随技术积累，公司在行业中的领先地位持续增强。2021 年，杭叉智能获 GGII 评选的《2021 年中国叉车 AGV 民营企业竞争力排行》第一，2022 年公司智能物流板块业绩创新高，同比有望实现翻倍增长。

图48: 杭叉集团部分高机产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

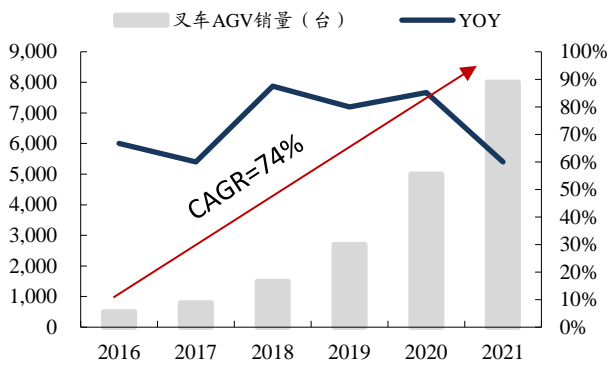
图49: 杭叉集团部分 AGV 产品



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

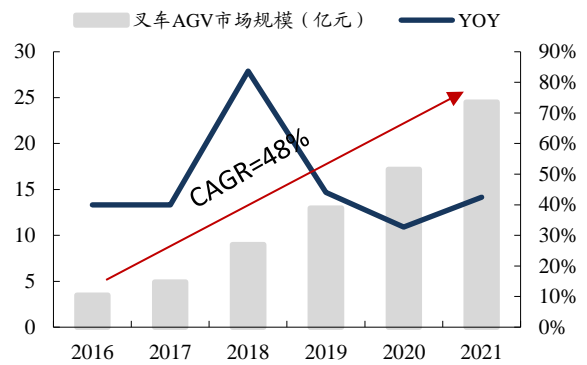
展望未来, 随制造业、仓储业向自动化和智能化转型升级, AGV 叉车在工业领域仍大有可为, 根据中国移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟、新战略移动机器人产业研究所统计, 2021 年中国叉车 AGV 市场规模约 25 亿元, 同比增长 42%, 2016-2021 年内复合增速达 48%。制造业、仓储物流自动化升级为必然趋势, AGV 叉车市场有望延续高速增长。公司作为行业龙头将充分受益。

图50: 2016-2021 年叉车 AGV 销量 CAGR 达 74%



数据来源: 中国移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟、新战略移动机器人产业研究所, 东吴证券研究所

图51: 2016-2021 年叉车 AGV 市场规模 CAGR 达 48%



数据来源: 中国移动机器人 (AGV/AMR) 产业联盟、新战略移动机器人产业研究所, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

核心假设与盈利预测:

1) **叉车**: 叉车为核心物料搬运工具, 景气度与下游制造业、仓储物流高度相关, 中长期持续受益电动化转型、机器替人和下游自动化升级。公司电动化技术领先, 品牌、渠道建设完备, 龙头地位稳固, 随产能释放、海外品牌认可度增强, 业绩有望稳步增长。我们预计公司 2022-2024 年叉车板块收入分别为 135/154/173 亿元, 同比增长 0%/14%/13%, 毛利率随产品结构优化稳步提升, 分别为 17.0%/18.7%/19.4%。

2) **其他业务(高机、AGV等)**: 高机、AGV 为公司新兴业务板块, 随客户拓展有望贡献业绩增量。我们预计公司 2022-2024 年其他板块收入分别为 13/18/25 亿元, 同比增长 22%/39%/41%, 毛利率随规模效应稳步提升, 分别为 8%/10%/12%。

图52: 杭叉集团 2020-2024E 收入拆分表

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
叉车	113	135	135	154	173
YOY	30%	20%	0%	14%	13%
毛利率	20%	16%	17%	19%	19%
I 类车	31	40	50	64	81
YOY	-	29%	25%	27%	27%
毛利率	21%	17%	18%	19%	19%
II 类车	2	2	3	4	5
YOY	0%	49%	20%	35%	30%
毛利率	-	49%	20%	35%	30%
III 类车	6	7	7	9	11
YOY	-	23%	2%	26%	23%
毛利率	18%	15%	15%	15%	15%
IV+V 类车	78	87	75	77	75
YOY	0%	11%	-15%	3%	-2%
毛利率	20%	17%	17%	17%	17%
其他业务	2	10	13	18	25
YOY	-6%	423%	22%	39%	41%
毛利率	14%	5%	8%	10%	12%
营业总收入	115	145	148	172	198
YOY	29%	27%	2%	16%	16%
归母净利润	8	9	10	13	16
YOY	30%	8%	9%	35%	22%
销售毛利率	20.4%	15.5%	16.2%	17.8%	18.4%
归母净利润率	7.3%	6.3%	6.7%	7.8%	8.2%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

综合以上分析，我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 148/172/198 亿元，同比增长 2%/16%/16%；归母净利润分别为 10/13/16 亿元，同比增长 9%/35%/22%，当前市值对应 PE 为 19/14/11 倍。可比公司选取国内另外两大叉车龙头安徽合力、诺力股份，海外叉车龙头丰田工业、永恒力。考虑到公司市场地位稳固，业绩增速稳健，短中期有望受益下游制造业复苏、电动化转型下国产品牌海外弯道超车，首次覆盖给予“增持”评级。

表4：可比公司估值表（2023/3/28）

2023/3/27			市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE			
代码	公司	货币		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600761.SH	安徽合力	人民币	147	6.3	9.0	11.4	14.1	23	16	13	10
603611.SH	诺力股份	人民币	55	3.0	3.9	4.8	6.9	18	14	11	8
6201.T	丰田工业	日元	21,538	1,803	1,914	2,054	-	12	11	10	-
JUN3.DF	永恒力	欧元	34	2.7	2.5	2.6	-	13	14	13	-
平均								17	14	12	9
603298.SH	杭叉集团	人民币	185	9.1	9.9	13.3	16.3	20	19	14	11

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：杭叉集团为东吴预测，安徽合力、诺力股份为 Wind 一致预测，丰田工业、永恒力为 Bloomberg 一致预测

5. 风险提示

市场竞争加剧风险。工业车辆行业竞争激烈，产品同质化现象较为严重，进入壁垒相对低。目前国内市场由杭叉集团、安徽合力双龙头主导，若未来其他工程机械主机厂进入该行业，竞争格局可能会恶化。面对国内外企业的激烈竞争，公司必须在优势产品上持续保持核心竞争力，并及时调整产品结构和营销策略，否则有市场份额下降的风险。

原材料价格波动风险。原材料成本的波动与公司盈利具有较大相关性，2021 年以来，钢材等原材料价格大幅上行，对公司盈利水平造成一定负面影响。若未来地缘政治等因素再次导致原材料价格大幅上涨，将会给公司的生产经营和盈利情况带来负面影响。

宏观经济波动风险。公司产品广泛适用于国民经济的各个部门，下游市场涉及制造业、交通运输业、仓储业、邮政业、批发和零售业等多种行业，与宏观经济的整体运行密切相关。而全球政治经济形势复杂多变，国内外新冠疫情不断出现反弹、多次爆发，在一定程度上影响到全球供应链、交通运输及物流等。若宏观经济波动，工业车辆行业景气度不及预期，不利于公司经营稳定性。

汇率波动风险。公司国际化发展步伐加快，产品海外市场销售规模逐年提升，业绩受汇率波动的影响越来越大。若未来汇率出现明显波动，公司未提前采取锁汇等措施控制风险，业绩波动性将明显增强。

杭叉集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,686	7,498	9,526	11,634	营业总收入	14,490	14,772	17,153	19,812
货币资金及交易性金融资产	2,786	4,865	5,189	7,980	营业成本(含金融类)	12,242	12,373	14,101	16,167
经营性应收款项	1,732	1,331	1,982	1,842	税金及附加	46	59	69	79
存货	1,854	1,084	2,013	1,544	销售费用	390	418	515	594
合同资产	56	44	51	59	管理费用	330	312	343	396
其他流动资产	259	173	291	209	研发费用	602	602	703	812
非流动资产	3,711	3,682	3,649	3,611	财务费用	11	0	0	0
长期股权投资	1,503	1,503	1,503	1,503	加:其他收益	39	44	43	50
固定资产及使用权资产	1,472	1,444	1,411	1,372	投资净收益	217	207	240	277
在建工程	243	243	243	243	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	307	307	307	307	减值损失	-40	-38	-38	-38
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	10	10	10	10	营业利润	1,084	1,221	1,668	2,052
其他非流动资产	172	172	172	172	营业外净收支	-1	0	0	0
资产总计	10,397	11,180	13,175	15,245	利润总额	1,083	1,221	1,668	2,052
流动负债	3,265	3,332	3,877	4,161	减:所得税	92	159	217	267
短期借款及一年内到期的非流动负债	542	542	542	542	净利润	991	1,062	1,451	1,785
经营性应付款项	2,194	2,275	2,777	3,016	减:少数股东损益	83	74	116	152
合同负债	240	247	254	259	归属母公司净利润	908	988	1,335	1,633
其他流动负债	290	268	304	345	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.97	1.06	1.43	1.75
非流动负债	1,105	1,105	1,105	1,105	EBIT	880	1,072	1,485	1,832
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,102	1,200	1,619	1,970
应付债券	975	975	975	975	毛利率(%)	15.51	16.23	17.79	18.40
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	6.27	6.69	7.78	8.24
其他非流动负债	84	84	84	84	收入增长率(%)	26.53	1.94	16.12	15.51
负债合计	4,370	4,437	4,981	5,266	归母净利润增长率(%)	8.42	8.74	35.11	22.36
归属母公司股东权益	5,600	6,241	7,576	9,209					
少数股东权益	428	502	618	770					
所有者权益合计	6,028	6,743	8,194	9,979					
负债和股东权益	10,397	11,180	13,175	15,245					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16	2,319	184	2,614	每股净资产(元)	6.26	6.49	7.91	9.66
投资活动现金流	-744	107	140	177	最新发行在外股份(百万股)	936	936	936	936
筹资活动现金流	971	-347	0	0	ROIC(%)	12.23	11.74	14.31	14.97
现金净增加额	225	2,079	324	2,791	ROE-摊薄(%)	16.22	15.83	17.62	17.73
折旧和摊销	222	128	133	138	资产负债率(%)	42.03	39.69	37.81	34.54
资本开支	-340	-100	-100	-100	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.35	18.71	13.85	11.32
营运资本变动	-1,108	1,297	-1,198	930	P/B(现价)	3.15	3.05	2.50	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

