

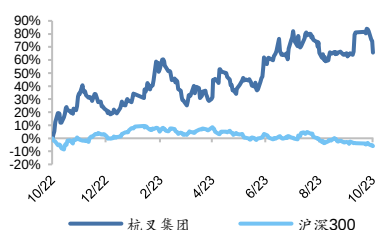
把握行业电动与智能化趋势，国内叉车龙头走向全球

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-10-18

收盘价（元）	23.38
近12个月最高/最低（元）	26.36/11.75
总股本（百万股）	935.58
流通股本（百万股）	935.58
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	218.74
流通市值（亿元）	218.74

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 国内叉车龙头，产品结构丰富，业绩总体稳健增长

杭叉集团专注叉车行业多年，以工业车辆为核心，主要产品包括1-48吨内燃叉车、0.75-48吨电动叉车以及多款AGV智能工业车辆，规格品种达上万种，同时为客户提供智能物流整体解决方案以及包括产品配件销售、修理、租赁、再制造等在内的工业车辆后市场业务。受益于国内经济稳定以及海外市场向好，公司营收规模持续稳增，盈利能力总体提升。2023年H1公司实现营收82.22亿元，同比增加9.27%，而利润方面，由于原材料价格回落，叠加公司产品结构不断优化，公司归母净利润同比增长71.53%。根据公司最新公告，2023年1-9月实现营收125.15亿元（+10.12%），归母净利润13.05亿元（+74.89%）。

● 叉车行业具备高成长属性，电动化是必然趋势

叉车行业需求受制造业与物流业影响较大，但由于下游较为分散，因此并不会受到单一行业的周期影响。长期来看，人口红利逐步消退，“机器替人”是核心逻辑。因此，叉车行业具备高成长属性。“双碳”政策下电动化叉车经济效益显著。国内叉车电动化渗透率稳步提升，2022年电动化渗透率（不含三类车）为28.6%，我们预计2025有望达40%。

● 公司加速布局锂电及氢燃料叉车，海外市场有望加速拓展

锂电池环保性及成本优势更加明显，是铅酸电池的优质替代品。由于氢燃料电池真正做到了零污染，高效且耐用，因此受到市场青睐。公司研发实力强劲，较早开始了新能源叉车的布局，深度绑定宁德时代，目前已拥有完善的新能源叉车产品矩阵。海外市场方面，海外市场需求强劲，公司在海外设立多家销售子公司与海外子公司形成联动，海外营收占比持续提升，2022年高达34.96%。我们认为，在电动化尤其是锂电化转型的趋势下，积极布局海外市场有利于国内叉车品牌形成全球竞争力，实现弯道超车，公司海外营销体系完善，将充分受益。

● 投资建议

我们预计公司2023-2025年分别实现收入162.19/184.57/203.47亿元，同比增长13%/14%/10%；实现归母净利润17.05/19.54/22.37亿元，同比增长73%/15%/15%；2023-2025年对应的EPS为1.82/2.09/2.39元，公司当前股价对应的PE为13/11/10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标		单位：百万元			
主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	14,412	16,219	18,457	20,347	
收入同比(%)	-0.5%	12.5%	13.8%	10.2%	
归属母公司净利润	988	1,705	1,954	2,237	
净利润同比(%)	8.7%	72.6%	14.6%	14.5%	
毛利率(%)	17.8%	19.8%	20.1%	20.2%	
ROE(%)	16.6%	24.6%	23.8%	23.5%	
每股收益(元)	1.14	1.82	2.09	2.39	
P/E	14.74	12.83	11.19	9.78	
P/B	2.32	2.89	2.48	2.13	
EV/EBITDA	11.57	10.86	9.32	8.03	

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

1) 技术研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 下游需求不及预期；4) 核心技术人员流失；5) 海外市场推广不及预期。

正文目录

1 深耕叉车行业多年，产品及销售网络前瞻布局迎发展	4
1.1 公司历经多个阶段，持续多元化布局发展	4
1.2 产品矩阵完善，海内外布局助力业绩增长	6
1.3 持续加大研发投入，提升产品核心竞争力	7
2 叉车行业前景广阔，具备高成长属性	8
2.1 产业链结构完善，下游行业分布广泛	8
2.2 短期受制造业和物流业波动影响，长期来看“机器替人”是核心逻辑	9
2.3 国内叉车销量增速远超国外，市场空间广阔	12
2.4 行业全球竞争格局稳定，国际市场由外资主导	13
3 加速推进电动化进程，前瞻布局氢燃料电池叉车业务	15
3.1 电动化叉车优势明显，国内叉车品牌有望实现弯道超车	15
3.2 锂电叉车将成为未来主导产品，公司锂电产品销量实现高增	17
3.3 氢燃料叉车受市场青睐，公司前瞻布局未来可期	19
4 积极布局智能制造与工业互联网业务，海外营销体系完善	21
4.1 智能化赋能产业升级，推动数字化转型步伐	21
4.2 海外子公司助力国际化发展，国外业务营收有望高增	21
5 投资建议	23
5.1 基本假设与营业收入预测	23
5.2 估值和投资建议	23
风险提示	24

图表目录

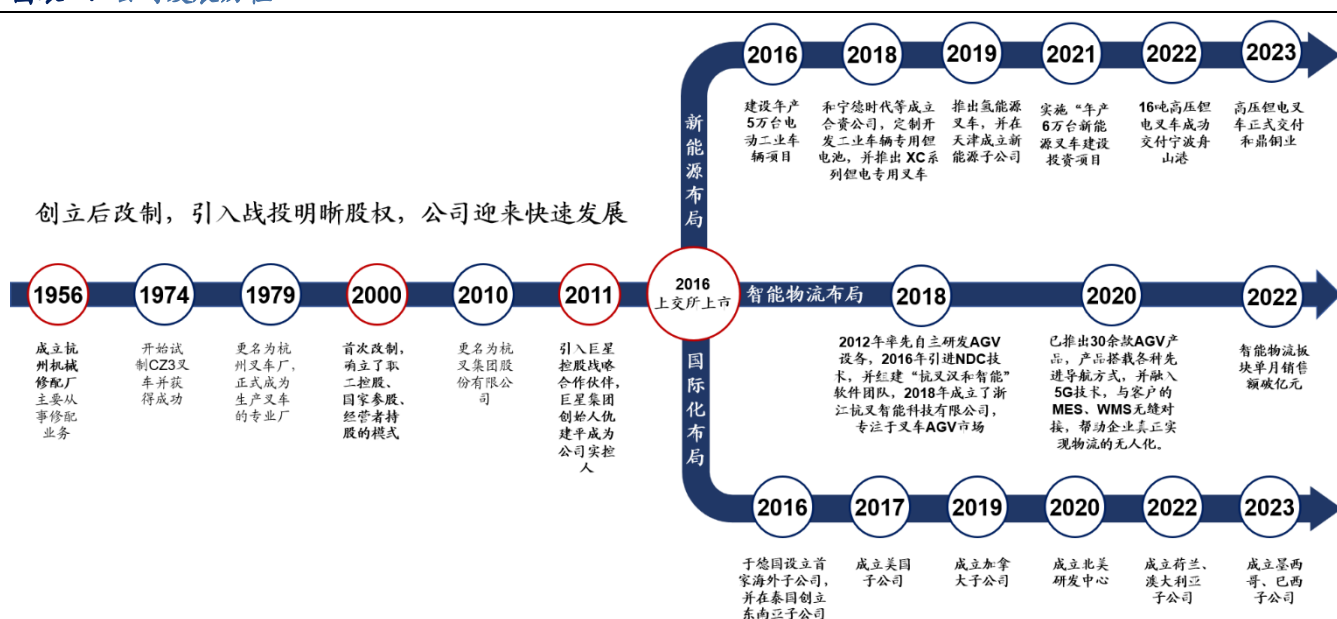
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日)	5
图表 3: 主要高管简介	5
图表 4: 公司主要产品	6
图表 5: 2018 年-2023Q1-Q3 营收变动	7
图表 6: 2018 年-2023 Q1-Q3 归母净利润变动	7
图表 7 公司 2018-2022 年研发费用及人员投入	7
图表 8 公司 2018-2023H1 费用率变动	7
图表 9 叉车产业链结构	8
图表 10 2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布	9
图表 11 叉车制造商的年度存货周转率高于通用设备制造商及传统工程机械制造商	9
图表 12 平衡重式叉车销量增速与制造业 GDP 增速具备一致性	10
图表 13 平衡重式叉车销量增速与制造业采购经理指数(PMI)增速具备较强相关性	10
图表 14 近年来仓储叉车销量增长较快	11
图表 15 2010-2022 年全国社会物流总额	11
图表 16 仓储叉车销量与快递业务量同比增速具备相关性	11
图表 17 2016-2022 年我国 65 岁及以上人口占比	12
图表 18 制造业人员平均工资逐年上升	12
图表 19 2011-2021 年全球叉车销量	13
图表 20 2011-2022 年国内叉车销量	13
图表 21 2022 年全球叉车制造商 TOP 10	13
图表 22 2022 年国内叉车制造商竞争格局	14
图表 23 杭叉集团国内市占率保持在 22% 左右	14
图表 24 3 吨内燃叉车和电动叉车成本对比	15
图表 25 国内电动叉车 (不含三类车) 渗透率 2025 年有望达 40%	16
图表 26 公司研发投入持续增加	16
图表 27 锂电池与铅酸电池使用成本对比	18
图表 28 2022 年锂电叉车在电动叉车 (含三类车) 中渗透率超 64%	18
图表 29 公司锂电叉车系列产品	19
图表 30 2050 年氢燃料潜力值中叉车占物流运输总市场 60% 以上	20
图表 31 公司氢燃料叉车 (48 吨正面吊)	20
图表 32 公司智慧工厂	21
图表 33 公司海内外营销网络	22
图表 34 国际市场业务持续优化	22
图表 35 2022 年海外营收占比高达 34.96%	22
图表 36 公司营业收入预测	23

1 深耕叉车行业多年，产品及销售网络前瞻布局迎发展

1.1 公司历经多个阶段，持续多元化布局发展

国内叉车行业龙头企业，新能源、智能物流及前瞻海外布局打开公司成长空间。公司前身是 1956 年成立的杭州机械修配厂，1979 年正式成为叉车专业生产厂，2011 年引入巨星控股战略合作伙伴，并于 2016 年在上交所主板成功上市。公司以内燃叉车起步，前瞻拓展新能源、智能物流系列产品，积极布局海外市场，业绩迎来高增长。

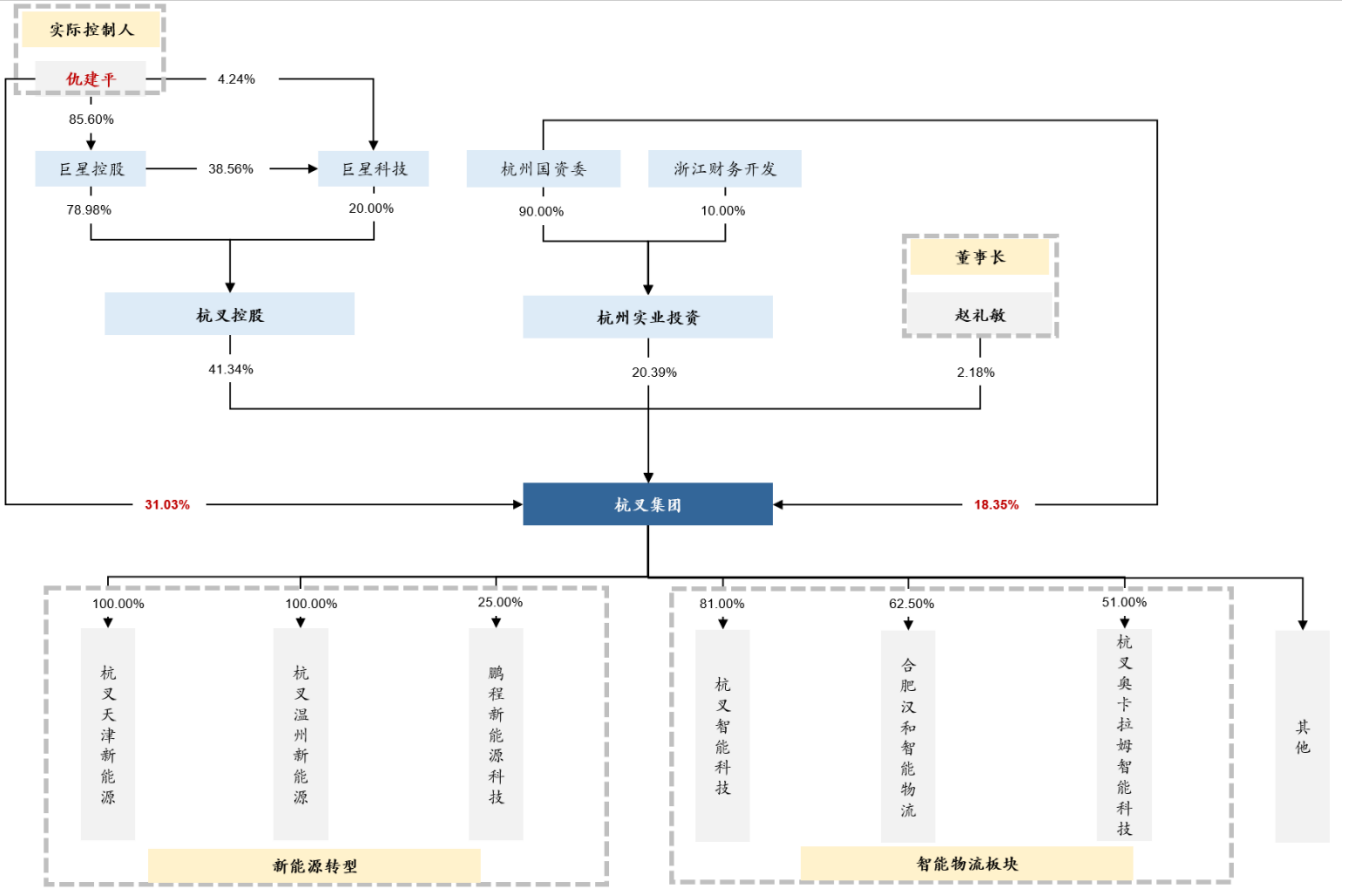
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所整理

股权结构稳定，管理层产业经验丰富。股权方面，杭叉集团经历过多次改制，目前成为一家民营控股、国资参股、高管团队持股的大型民营企业，实控人仇建平先生合计持有公司 31.03% 股权，话语权较强，公司股权结构稳定。**管理层层面来看**，仇建平先生为西安交通大学机械类工学硕士，专业背景强，通过巨星为杭叉深度赋能。董事长赵敏礼持有公司 2.18% 股权，自 1978 年即在杭叉任职，从基层工人做起，深耕叉车行业多年，产业经验丰富。

图表 2：公司股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

图表 3：主要高管简介

名称	职位	主要工作经验
赵礼敏	董事长、总经理	1956 年 10 月出生，中国国籍，中共党员，正高级经济师。历任杭州叉车总厂调度室副主任、分厂厂长、制造部部长、副总经理；2000 年 4 月至 2003 年 5 月，任杭州叉车有限公司总经理；2003 年 6 月至 2008 年 12 月，任公司总经理；2008 年 12 月至今，任公司董事长兼总经理，2018 年 5 月起任公司党委书记；现任公司党委书记、董事长兼总经理。
仇建平	董事	1962 年 1 月出生，中国国籍，研究生学历，工学硕士。2008 年 7 月至 2011 年 3 月任杭州巨星科技股份有限公司董事长兼总裁、巨星控股集团有限公司董事长；2011 年 3 月至 2014 年 10 月，杭州巨星科技股份有限公司董事长兼总裁、巨星控股集团有限公司董事长、浙江杭叉控股股份有限公司董事长、杭叉集团股份有限公司董事。2014 年 10 月至 2019 年 10 月，任杭州巨星科技股份有限公司董事长兼总裁、巨星控股集团有限公司董事长、浙江杭叉控股股份有限公司董事长、杭叉集团股份有限公司董事、浙江国自机器人技术股份有限公司董事；2019 年 10 月至 2019 年 12 月，任杭州巨星科技股份有限公司董事长兼总裁、巨星控股集团有限公司董事长、浙江杭叉控股股份有限公司董事长、杭叉集团股份有限公司董事、浙江国自机器人技术股份有限公司董事、中策橡胶集团股份有限公司董事。2019 年 12 月至今，任杭州巨星科技股份有限公司董事长、巨星控股集团有限公司董事长、浙江杭叉控股股份有限公司董事长、杭叉集团股份有限公司董事、浙江国自机器人技术股份有限公司董事、中策橡胶集团股份有限公司董事、浙江新柴股份有限公司董事等。2011 年 3 月起至今任公司董事。

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

1.2 产品矩阵完善，海内外布局助力业绩增长

杭叉集团主要从事叉车、仓储车、牵引车、高空作业车辆、强夯机、无人驾驶工业车辆(AGV)等工业车辆产品及关键零部件的研发、生产及销售，同时提供智能物流整体解决方案以及包括产品配件销售、车辆修理、车辆租赁、再制造等在内的工业车辆后市场业务。新能源、智能物流等多元化布局助力公司实现完善的产品矩阵。

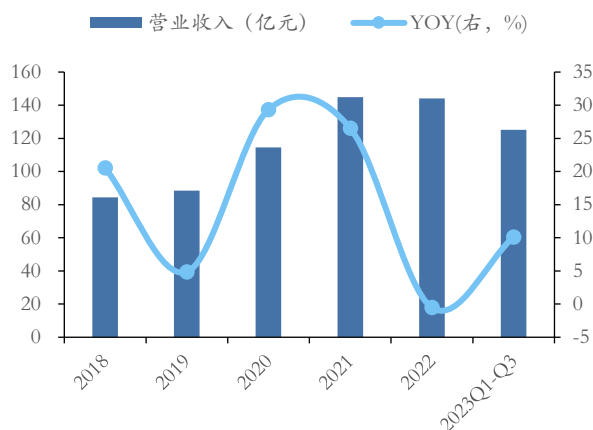
图表 4：公司主要产品

I 类车	电动平衡 叉车						
II 类车	前移式叉 车挑选车						
III 类车	仓储车						
	美国款式 产品						
IV+V 类车	内燃平衡 重叉车						
其他车辆	强夯机		高空设备		AGV设备		
	清洁设备 等						
关键零部件							

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

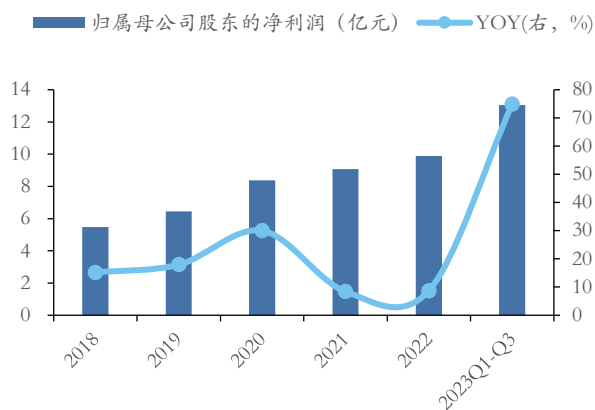
电动化、智能化转型及海内外市场的充分布局，公司迎来了业绩收获期。2018-2022 年，公司营收从 84.43 亿元增至 144.12 亿元，CAGR+14.3%，2023H1 实现营收 82.22 亿元，同比+9.3%；2018-2022 年，归母净利润从 5.47 亿元增至 9.88 亿元，CAGR+16.0%。根据公司三季报数据，2023Q1-Q3 公司实现营收 125.15 亿元，同比增长 10.12%；实现归母净利润 13.05 亿元，同比增长 74.89%。

图表 5: 2018 年-2023Q1-Q3 营收变动



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 6: 2018 年-2023 Q1-Q3 归母净利润变动



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

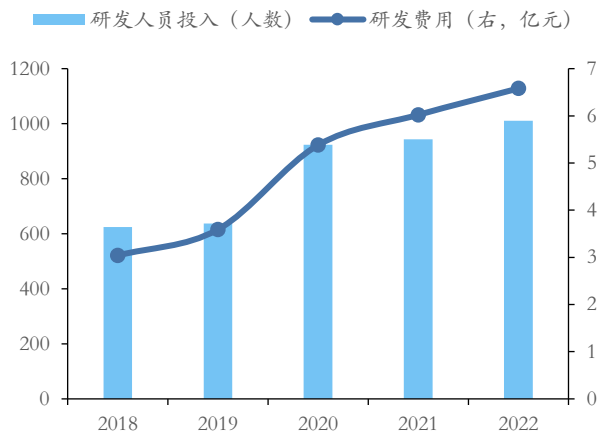
1.3 持续加大研发投入, 提升产品核心竞争力

高度重视研发资金及人员投入, 期间费用率呈下降趋势。

研发方面, 公司成立中央研究院, 统筹开展前瞻性技术和全新平台开发工作; 进一步实施“全球化整合”战略, 构建全球研发网络, 布局北美等海外研发中心。围绕“人工智能、新能源、5G、物联网”等前沿技术的深度应用, 提升整机产品的国际竞争力。公司还在行业内首先推出了锂电专用前移式叉车、氢燃料电池专用叉车等新能源产品。2018-2022 年, 公司研发费用从 3.04 亿元增长至 6.58 亿元, 研发费用率从 3.60% 增长至 4.56%, 研发人员投入从 625 人增长至 1011 人, 持续增长的研发投入有利支撑了公司在新能源、智能化的转型及全球业务的拓展。

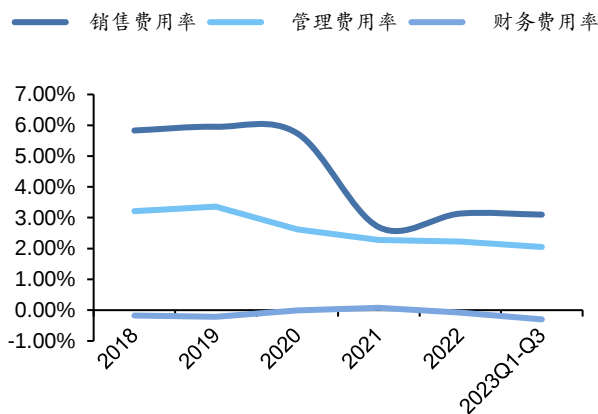
费用率方面, 2018-2022 年, 销售费用率从 5.83% 下降至 3.13%, 管理费用率从 3.21% 下降至 2.23%, 而财务费用率受汇兑收益和利息影响, 从 -0.17% 变成 -0.08%。综合来看, 期间费用率不断下降一方面受益于规模效应, 另一方面也表明了公司费用控制能力较优, 未来盈利空间有望持续增大。

图表 7 公司 2018-2022 年研发费用及人员投入



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 8 公司 2018-2023H1 费用率变动



资料来源: WIND, 华安证券研究所

2 叉车行业前景广阔，具备高成长属性

2.1 产业链结构完善，下游行业分布广泛

叉车产业链结构清晰完整，众公司分工明确。从产业链来看，叉车制造行业的上游主要为钢铁行业和发动机、蓄电池、电机、电控、液压元器件、变速箱等关键零部件制造业，其中钢铁部分的代表企业有宝钢股份、河钢集团、华菱钢铁、鞍钢股份等，关键零部件制造商有潍柴动力、方正电机、大洋电机、赛轮轮胎、玲珑轮胎等；中游为叉车制造商，代表企业有安徽合力、杭叉集团、诺力股份等；下游主要为各类应用场景，行业分布零散，主要有物流仓储业、交通运输业、工业制造业、批发和零售业等。

图表 9 叉车产业链结构

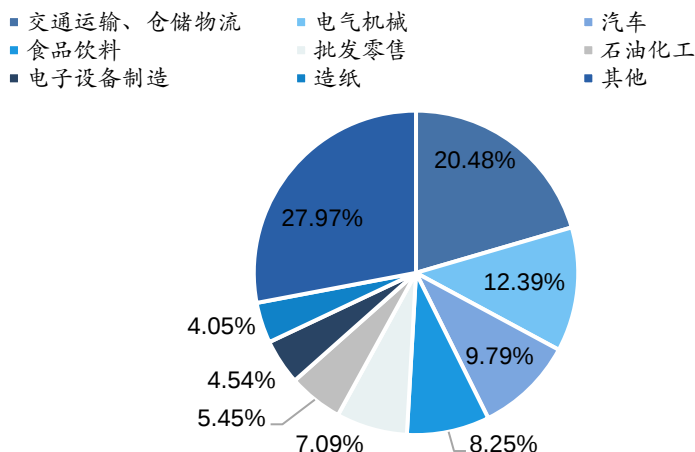


资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

从上游来看，据杭叉集团可转债说明书披露，叉车生产所需的原材料主要包括钢材、发动机、平衡重、变速箱、油缸、轮胎、牵引电瓶、属具等原材料和配套零部件，并且原材料占公司生产成本的 90% 以上，且价格受钢材等大宗产品市场价格波动的影响。

从下游来看，据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据，叉车被广泛应用于仓储物流、汽车、化工、食品、零售等领域，下游占比最大的行业为交通运输、仓储物流，占比 20.48%，电商物流业的高速发展推动叉车等智能设备销量加速增长，电气机械和汽车其次，分别为 12.39% 和 9.79%。按行业大类来看，物流业占比为 20.48%，制造业占比合计为 51.56%，制造业与物流业比例约为 2.5:1。由此，我们认为叉车行业需求受制造业与物流业影响较大，但由于下游较为分散，因此并不会受到单一行业的周期影响。

图表 10 2020 年中国叉车制造产业链下游需求分布

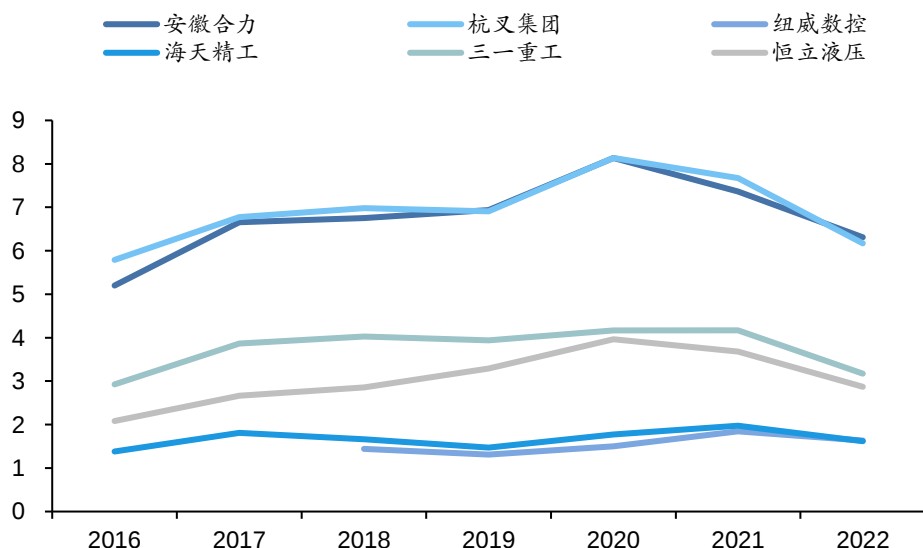


资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，华安证券研究所

2.2 短期受制造业和物流业波动影响，长期来看“机器替人”是核心逻辑

叉车与挖掘机等传统机械有所不同，存货周转率高于通用设备。虽然叉车是以起重、装卸材料为主要工作任务的特殊机械车辆，属于工程机械，但与挖机等传统工程机械底层逻辑有所不同。以挖掘机为代表的传统工程机械下游行业以地产和基建为主，周期性明显，而叉车的下游行业散而广，主要与制造业和物流业相关，合计占比约 72%。也正因为如此，叉车具备通用性，在下游行业方面类似机床等通用设备。但叉车的制造难度并没有数控机床大，因此从存货周转率来看，叉车制造商的年度存货周转率处于 6-8 次水平，明显高于数控机床制造商 1-2 次的水平，也高于传统工程机械制造商 3-4 次的水平。

图表 11 叉车制造商的年度存货周转率高于通用设备制造商及传统工程机械制造商



资料来源：WIND，华安证券研究所

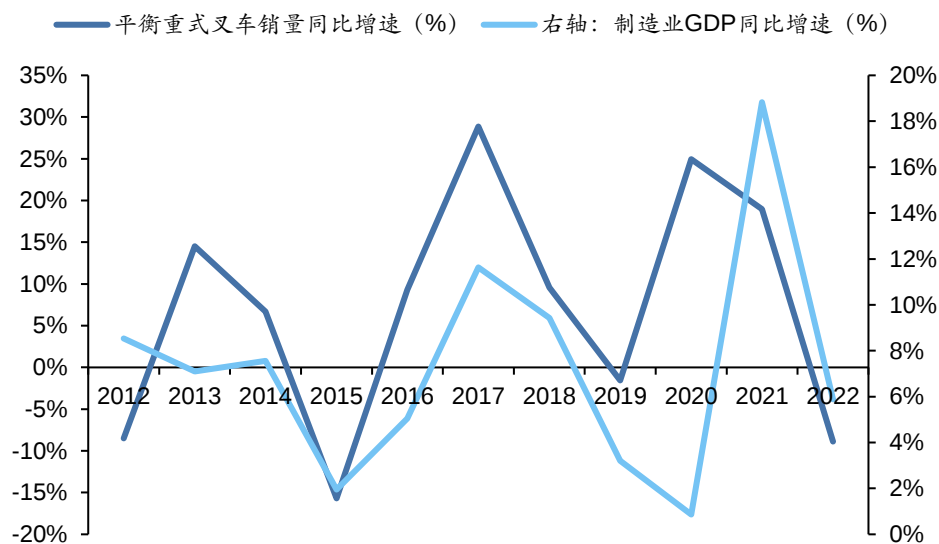
基于以上，我们总结影响叉车销量的主要因素：

1) 短期来看：

➤ 平衡重式叉车 (I+IV+V)

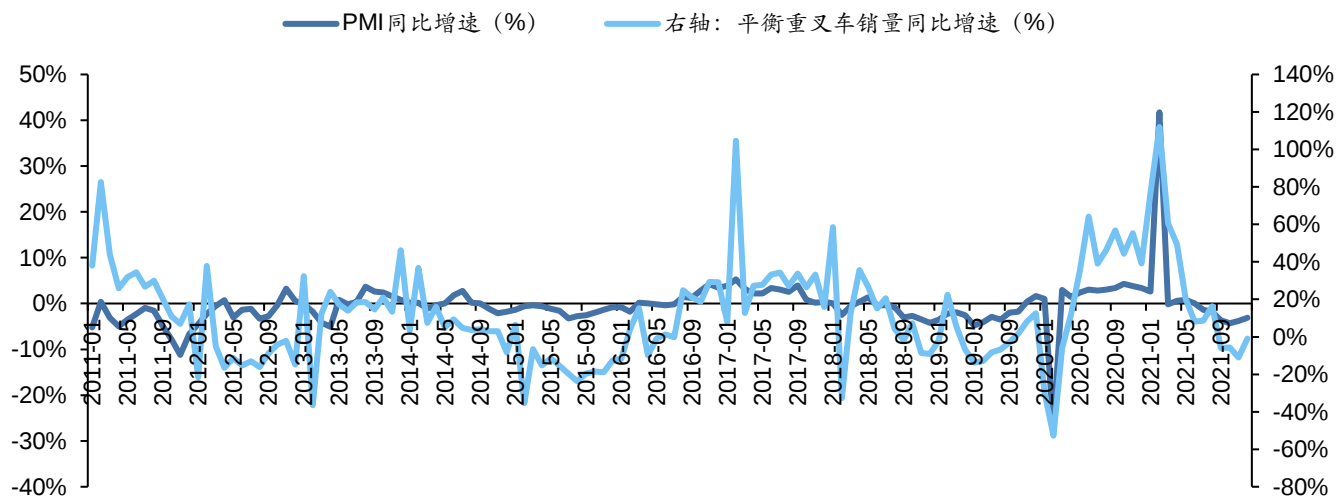
平衡重式叉车销量主要受国内制造业影响，平衡重式叉车销量增速与制造业采购经理指数(PMI)增速具备较强相关性。平衡重式叉车是使用最为广泛的叉车品种，属于物料搬运设备中的主力军。广泛应用于车站、港口、机场、工厂、仓库等国民经济中的各个部门，因此其销量与宏观经济尤其是制造业景气度之间具备较强关系。通过对比平衡重式叉车销量与制造业 GDP 的年同比增速，可以发现二者在近年来的几个关键转折点均具备一致性。同时，我们拉取 2011-2021 年 PMI 及平衡重式叉车销量的月度同比增速数据，可以清晰的发现两者涨跌趋势的相关性较强。从逻辑上说，当宏观经济向好，制造业景气度提高，资本投资加大，建设项目增多，从而促进叉车等设备的销量提升。总结来说，平衡重式叉车销量短期受到制造业景气度影响较大，向未来看，随着疫情放开，国家经济复苏的步伐加快以及国家对制造业的支持力度加大，平衡重式叉车的销量有望随之提升。

图表 12 平衡重式叉车销量增速与制造业 GDP 增速具备一致性



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 13 平衡重式叉车销量增速与制造业采购经理指数(PMI)增速具备较强相关性



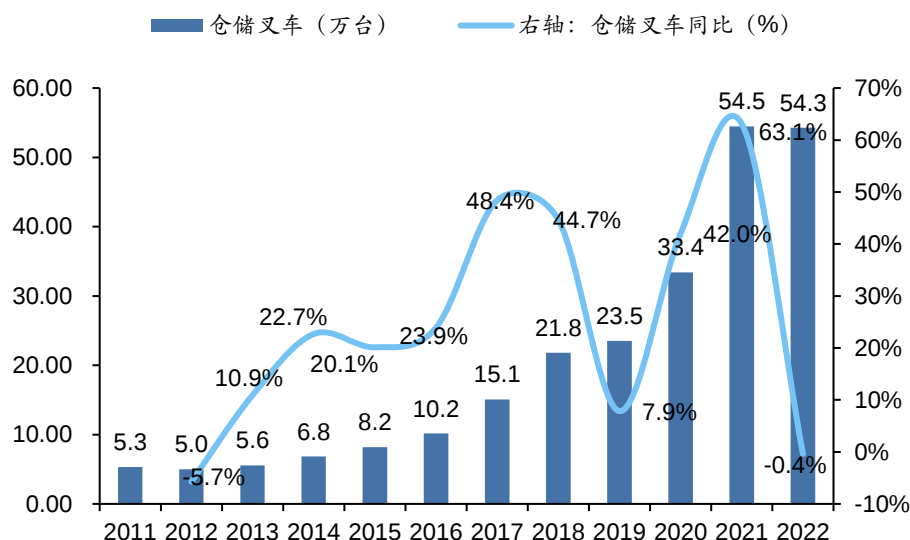
资料来源：Wind，华安证券研究所

➤ 仓储叉车 (II+III)

仓储叉车销量主要受物流业景气度影响。仓储叉车因其车体紧凑、移动灵活、自重轻和环保性能好而在仓储业得到普遍应用。近年来随着国民经济的不断发展，居民可支配收入不断上升，居民的消费能力也随之增强，电商业顺势快速发展，由此催生了对物流装备的旺盛需求，促使仓储叉车行业蓬勃发展。

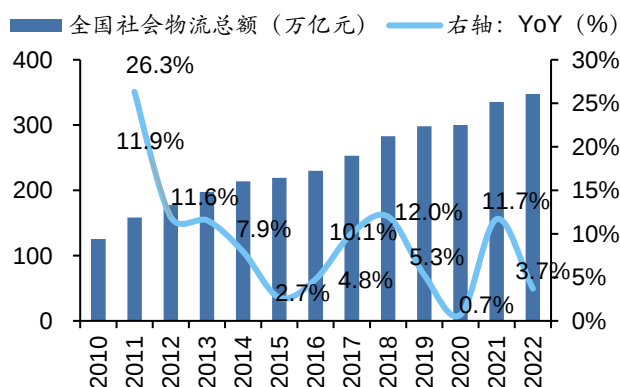
从全国社会物流总额来看，2010-2022 年，社会物流总额从 125.40 亿元增长至 347.60 亿元，其中 2020 年受新冠疫情影响，增速下降明显。从快递业务量来看，2022 年全国规模以上快递业务量突破 1100 亿件，达 1106 亿件。而对应的仓储叉车销量，2011-2022 年，销量从 5.3 万台增长至 54.3 万台，CAGR 达 24%。我们拉取 2022-2021 年仓储叉车销量及快递业务量的月度同比增速数据，发现二者之间具备较强的相关性，充分说明了仓储叉车销量受物流业尤其是快递件的影响较大。2020 年和 2021 年仓储叉车的销量增速较大，分别为 42% 和 63%，我们认为主要是在疫情时代，人力资源稀缺，成本较高且并不具备稳定性，在此背景下，机械设备是很好的替代选择，因此仓储叉车销量经历了前期的高速增长之后，同比增速仍能达到较高水平。

图表 14 近年来仓储叉车销量增长较快



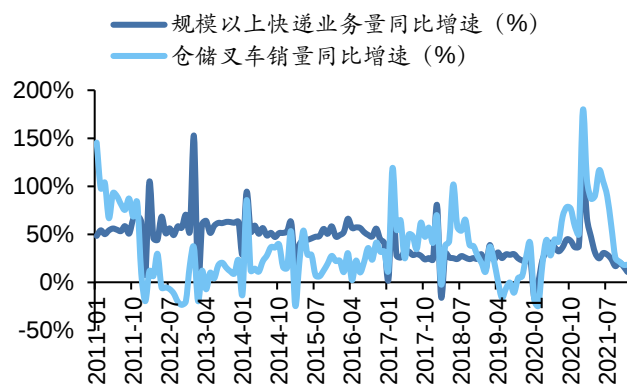
资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 15 2010-2022 年全国社会物流总额



资料来源: WIND, 华安证券研究所

图表 16 仓储叉车销量与快递业务量同比增速具备相关性

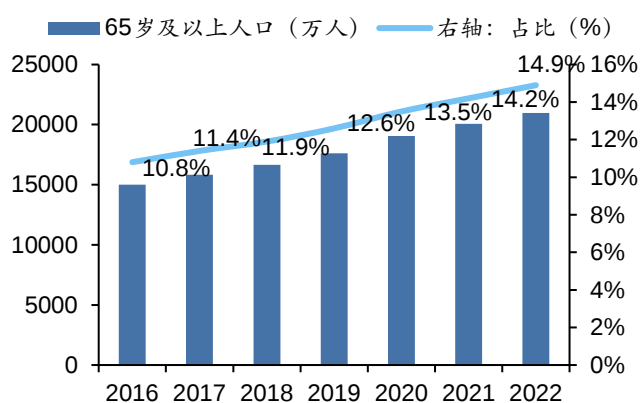


资料来源: WIND, 华安证券研究所

2) 中长期来看:

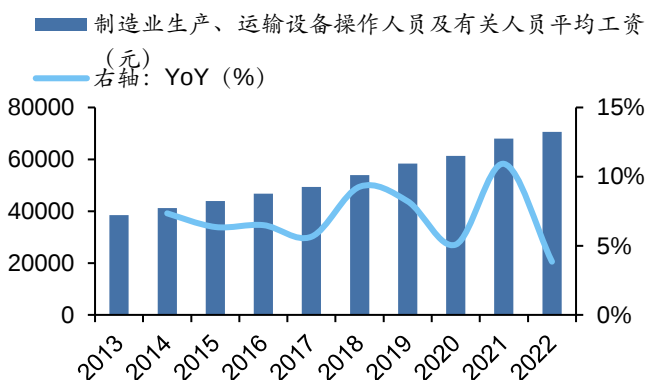
人口红利逐步消退,“机器替人”是核心逻辑。人口红利是指在人口结构向劳动力年龄段转变的过程中,劳动力人口比例的增加所带来的经济增长潜力。随着之前计划生育的实行以及现代年轻人生育意愿的下降,国内人口老龄化问题突出,人口红利正逐渐消失。根据国家统计局数据显示,2022 年我国 65 岁及以上人口占比达 14.9%,步入深度老龄化社会。**劳动力成本方面**,人均成本正逐年提升,据国家统计局数据,制造业生产、运输设备操作人员及有关人员平均工资 2022 年达 7.06 万元,一方面是受人口老龄化影响,另一方面,是因为居民生活水平提升,劳动力对工作质量有了更高要求,从事枯燥、环境恶劣及危险工作意愿逐步降低,因此人均成本较之前有所增长。在这样的时代背景之下,要想降低产业成本,加快产业升级,加速“机器替人”进程是企业解决用工难、用工贵的同时,提高生产效率、产品质量稳定性及管理效率的最佳途径。

图表 17 2016-2022 年我国 65 岁及以上人口占比



资料来源:国家统计局,华安证券研究所

图表 18 制造业人员平均工资逐年上升

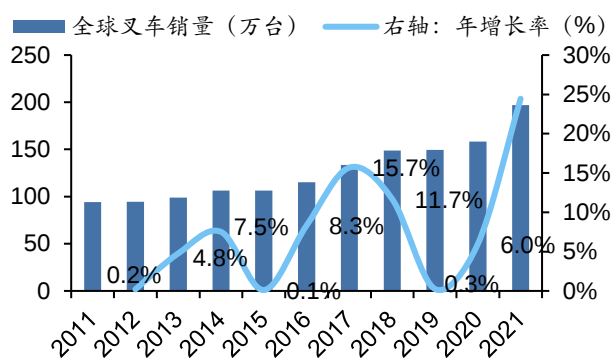


资料来源:国家统计局,华安证券研究所

2.3 国内叉车销量增速远超国外, 市场空间广阔

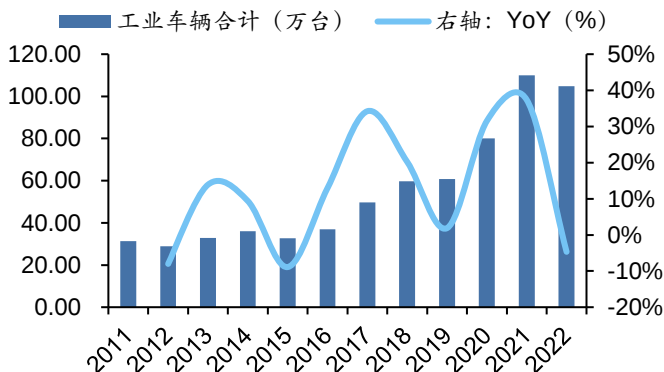
国内外叉车销量稳步提升,国内增速远超国外。由于制造业的智能化、电商的快速发展和劳动力短缺等因素带来全社会物流总量的持续增长,国内外工业车辆的发展态势表现强劲。**全球市场方面**,世界工业车辆统计协会数据显示,全球叉车销量从 2011 年的 94 万台增长至 2021 年的 197 万台,年复合增长率达到 7.66%。2021 年全球叉车销量相比 2020 年增长 24.4%,行业整体呈现增长趋势。**国内市场方面**,我国工业车辆行业虽起步较晚,但历经多年发展后,现已成为全球第一叉车生产大国和消费市场。2015-2021 年是中国工业车辆行业快速的发展期。据中国工程机械工业协会工业车辆分会数据,2011-2021 年国内叉车销量从 31 万台增长至 110 万台,CAGR 达 13.36%,占全球份额比重从 33.3%提升至 55.8%,2022 年国内叉车总销量小幅下降,总计 104.80 万台。

图表 19 2011-2021 年全球叉车销量



资料来源: 世界工业车辆统计协会, 华安证券研究所

图表 20 2011-2022 年国内叉车销量



资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.4 行业全球竞争格局稳定, 国际市场由外资主导

全球叉车行业竞争格局稳定, TOP10 中外资品牌共 8 位。纵览叉车行业的全球发展史, 世界上最早的叉车是 1917 年美国克拉克公司发明的单缸带有升降装置的叉车。在二战中, 叉车美军被广泛应用于装卸军用物资。二战结束后, 德国和日本的制造业迅速发展, 叉车制造技术和销量突飞猛进。我国叉车起步于 50 年代末期, 当时主要以仿制苏联叉车为主, 发展至今, 我国制造商不断设计、研发、创新, 也形成了具备国际竞争力的自主叉车品牌。根据《美国物料搬运杂志》公布的 2021 年全球叉车制造商榜单, 第一名依旧为日本丰田工业集团。在 TOP10 榜单中共 8 位外资品牌, 国内品牌安徽合力和杭叉集团位列第 7 位和第 8 位。

国内外品牌营收差距较大。从营业收入来看, 2022 年丰田工业集团收入 168.58 亿美元, 以绝对优势领先其他品牌, 是国内品牌安徽合力 22.5 亿美元收入的 7.5 倍, 是杭叉集团 20.7 亿美元的 8.1 倍。

图表 21 2022 年全球叉车制造商 TOP 10

排名	公司	2022 收入 (亿美元)	简介
1	丰田	168.58	2022 年销售了 316, 582 辆叉车, 涵盖所有叉车类别。
2	凯傲	78.2	在完成 2021 年的大量订单方面取得了良好进展, 其服务业务增长了 9.5%。
3	永恒力	50.8	2022 年售出了 128, 800 辆叉车。在美洲, 永恒力产品与三菱 Logisnext 美洲集团合作分销, 推出了新型自动导引车 (AGV) 前移式堆垛机。
4	科朗	46.9	同比上年的 40.01 亿美元增长了 17%。
5	三菱	46.3	Logisnext 在 I-V 类中售出了 112, 000 台。Logisnext 提供多个品牌的叉车, 包括三菱, CAT, Unicarriers, Rocla。
6	海斯特-耶鲁	35.4	在 2022 年售出叉车约 100, 800 辆。
7	安徽合力	22.5	2022 年全球销量为 260, 846 台。
8	杭叉集团	20.7	2022 年全球销量为 23.04 万台。
9	斗山山猫	16.8	同比上年的 13.5 亿美元增长了 24%。
10	克拉克	9.08	同比上年的 8.12 亿美元增长了 11.8%。

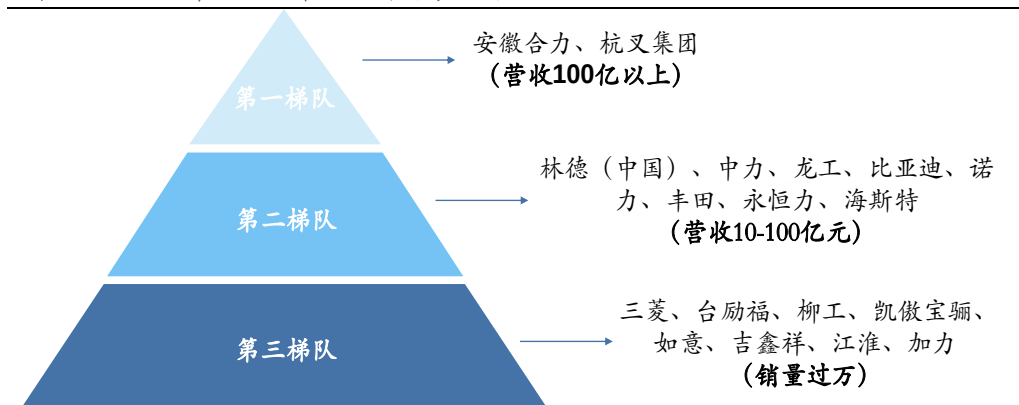
资料来源: 《美国物料搬运杂志》, 华安证券研究所

国内叉车市场分为三个梯队, 呈双寡头竞争格局。综合来看, 叉车行业壁垒较低,

行业内玩家众多，竞争趋于白热化，除了外资品牌和国内龙头企业，仍有很多目前销量较少的玩家，但总体来说，大型叉车企业生存能力强于中小企业，行业格局将持续优化。根据中叉网统计，2022 年，国内有 15 家工业车辆制造商年销售量超过 10000 台，有 20 家工业车辆制造商年销售量超过 5000 台，有 25 家工业车辆制造商年销售量超过 3000 台，有 32 家工业车辆制造商年销售量超过 2000 台。

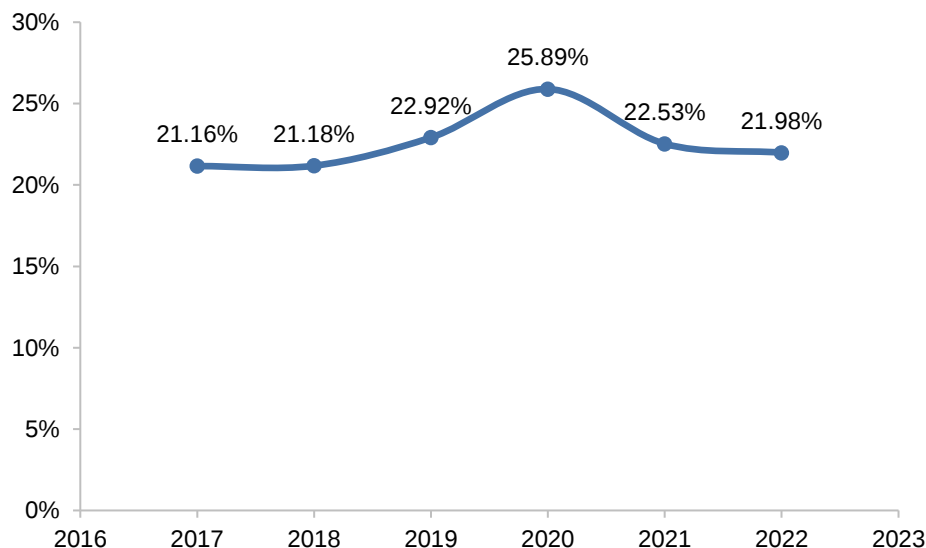
按营收和销量可将国内叉车市场分为三个梯队。位列**第一梯队**的是杭叉集团和安徽合力，**2022 年杭叉集团总销量达 23.04 万，从销量口径测算的市占率来看，2021 年和 2022 年公司市占率均保持在 22%左右**。**第二梯队**是林德（中国）、中力、龙工、比亚迪、诺力、丰田、永恒力、海斯特这八家叉车企业，销售收入均已过 10 亿人民币。**第三梯队**为国内前 20 制造商排名的其他企业，分别为三菱、台励福、柳工、凯傲宝骊、如意、吉鑫祥、江淮、加力，其销量均已过万台。

图表 22 2022 年国内叉车制造商竞争格局



资料来源：中叉网，华安证券研究所

图表 23 杭叉集团国内市占率保持在 22%左右



资料来源：华安证券研究所整理

3 加速推进电动化进程，前瞻布局氢燃料电池叉车业务

3.1 电动化叉车优势明显，国内叉车品牌有望实现弯道超车

“双碳”政策促工业车辆环保转型，电动化叉车经济效益显著。在碳达峰和碳中和的大背景下，节能化已经成为叉车发展的重要趋势。未来，随着技术发展、环保政策趋严，原有的叉车产品将朝自动化、智能化、绿色化的方向转型升级，成为新的市场动力引擎。根据重庆明华机械公司官网数据，一台3吨的电动叉车与一台3吨的内燃叉车相比，虽然购买成本上电动叉车几乎为内燃叉车的两倍价格，但不论是后续的使用成本还是维护费用，电动叉车经济性更强。尤其是后市场维护方面，电动叉车的维护保养更加简便，不仅节约了维护的劳动力成本，同时缩短了叉车的停机时间，由此因叉车工作效率提升而带来的经济效益较大。可以说，电动叉车凭借在节能环保等方面的优势具有广阔的发展前景。

图表 24 3 吨内燃叉车和电动叉车成本对比

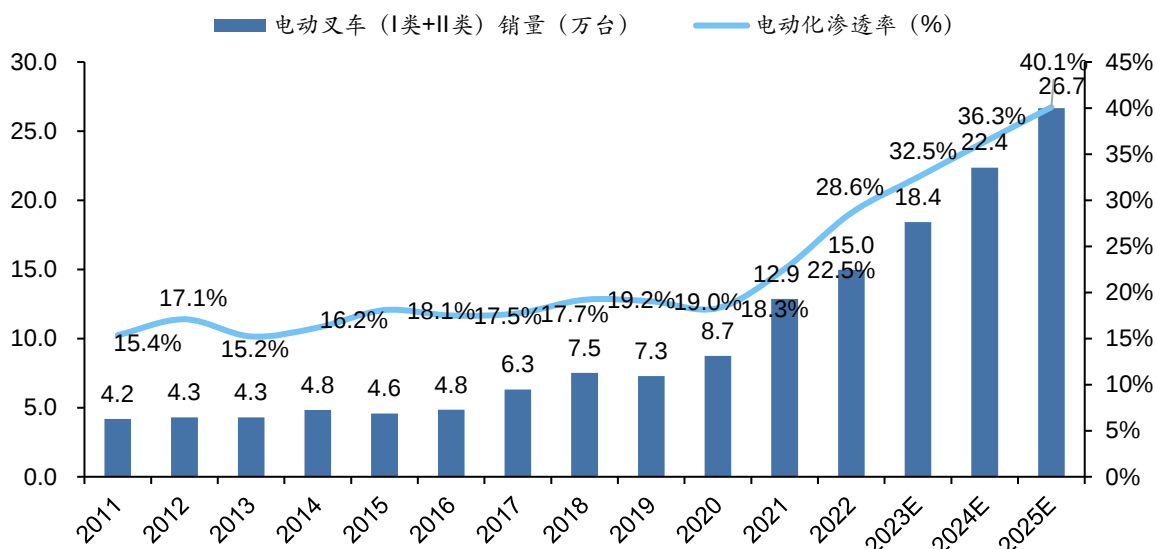
	3吨内燃叉车	3吨电动叉车
购买成本	5-5.5万元	9-10万元
使用成本	一台载能力为三吨的柴油内燃叉车每个班次所消耗的柴油(按照每个班次消耗40升柴油，车辆每小时60个VDI循环消耗5.5升柴油计算)成本大约为288元(每升柴油7.2元)。	一辆3吨电动叉车如果采用的是80伏500AH的蓄电池的话(该电瓶的储存电量为8×500=40千瓦时)，操作一个班次(一个班次8小时，放电80%，按照120%补充充电比例，需要消耗电能约为40度)成本是约40元左右(按照目前工业用电每度1元计算)。按照平均每天节省140元，一年按照250工作日计算的话，一年可以节省35000元的能源成本。如果以使用2年时间来计算的话，(蓄电池的循环放电次数500次计算更换周期)，电动叉车的能源消耗相比较柴油叉车可以节省70000元。而且事实上，电动叉车蓄电池20%报警电量充放电次数达3000次以上。
维护保养周期	通常内燃叉车的维护保养周期最长为500工作小时	1000~1500小时以上的保养周期
维护保养内容	内燃叉车除了润滑以外，最长每500小时(一般在每300小时左右)就要更换发动机的机油和机油滤清器，每1000小时就要更换液压油，机油，传动油以及这些油过滤器。还要更换皮带(发动机的正时皮带，发电机皮带等)。	电动叉车的维护保养要比内燃叉车的保养简便的多，通常只要润滑一些关节活动部位如门架轴承，转向桥等其他主要以检查清洁为主，最多也是在每2000或3000小时来更换一次液压油
维护费用	按照每年操作2000小时计算，内燃叉车的维护保养费用要在3000~4000元(仅仅材料费用)	电动叉车的维护成本只要1000~1500元(材料费用)

资料来源：重庆明华机械官网，华安证券研究所

由于行业中算电动化渗透率时一般不涵盖三类车，因此以下对电动叉车渗透率的测算不包括三类叉车。

国内叉车电动化渗透率稳步提升，2025 年有望达 40%。近年来，随着社会环保意识不断提高、国家环保政策相继出台。据中国工程机械工业协会工业车辆分会统计数据，电动叉车占比（不含三类车）从 2011 年的 15.4%提升至 2022 年的 28.6%，电动叉车的占比提升迅速，表明叉车行业电动化趋势的确定性进一步增强。结合电动化渗透率提升趋势，我们测算，2023-2025 年电动叉车占比仍有望进一步增长，分别达 32.5%/36.3%/40.1%。

图表 25 国内电动叉车（不含三类车）渗透率 2025 年有望达 40%

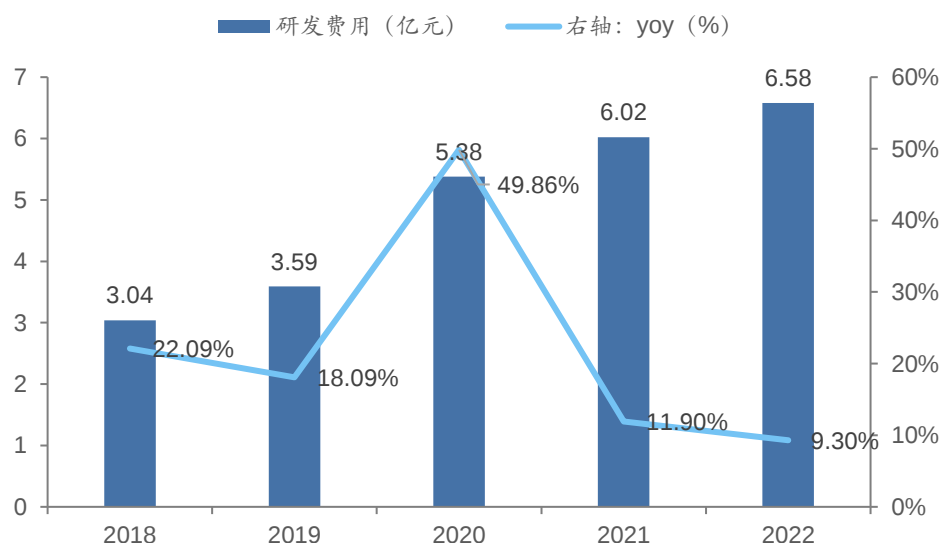


资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，华安证券研究所

公司研发实力强劲，领跑电动化技术研发进程。在“双碳”背景下，电动化叉车替换内燃叉车是大势所趋。2018-2022 年公司持续加大研发投入，**2022 年公司研发投入 6.58 亿元，拥有研发人员 1011 人，累计专利 811 个**，打造了行业领先的国家企业技术中心、国家认可实验室、国家级工业设计中心、国家级博士后科研工作站、浙江省工业车辆工程技术研究中心、浙江省院士专家工作站等省级以上技术创新平台。

公司“基于电助力转向的智能化站驾前移式叉车关键技术研究及应用”荣获机械工业科技进步奖二等奖；“基于电助力转向的智能化高承载前移式叉车”获国内首台（套）装备认定，“智能重装新能源系列叉车关键技术研发及应用”荣获浙江机械工业科学技术奖一等奖；参与的“新能源工业车辆安全监控系统系列产品研发及产业化”项目获省部级科学技术进步二等奖。

图表 26 公司研发投入持续增加



资料来源：WIND, 华安证券研究所

公司较早开启新能源布局，深度绑定宁德时代。针对电动化大趋势，公司较早做了相应的布局，2018 年与宁德时代 CATL、杭州鹏成新能源等合作成立合资公司，开发工业车辆专用的异形锂电池；2021 年，实施“年产 6 万台新能源叉车建设投资项目”；2022 年 6 月，杭叉新能源先后与上海翼迅创能新能源、天津新氢动力签订共计 30 台氢燃料电池叉车销售合同。2022 年公司完成了 1.5-48t 平衡重式叉车、20-32t 牵引车、集装箱正面吊和空箱堆高机等系列高压锂电车型的开发。

3.2 锂电叉车将成为未来主导产品，公司锂电产品销量实现高增

锂电池环保性及成本优势更加明显，是铅酸电池的优质替代品。过去由于铅酸电池价格便宜，且电池稳定性高，因此，铅酸电池一直是我国电动车主要使用的电池类型。但一方面，国家对环保和可持续绿色发展提出要求，另一方面，锂电池的应用成本逐年下滑，因此锂电对铅酸电池的替代使用已成为不可扭转的必然趋势。

对比锂电池叉车和铅酸电池叉车，锂电池叉车的优势有：

- 1) **环保&安全**：铅酸电池在制造和处理的过程中容易对环境造成较大的污染，铅酸电池叉车在使用中会排放氢气，造成安全隐患；
- 2) **使用成本优势明显**：以 80V/575AH 铅酸电池和 80V/378AH 锂电池的整体运营环节进行对比发现，使用锂电池，每台在使用 8 年期间，可有效为企业节约 30.2 万元，每年节约 3.77 万元/台；
- 3) **购置成本有望下降**：随着动力电池价格下滑，锂电叉车的购置成本也有望继续降低；
- 4) **能量密度高&灵活**：锂电池体积能量密度及重量能量密度更高，电池包体积小、重量轻，电池布置更为灵活；
- 5) **锂电池载电量更高**：在仓储智能化大趋势下，要求叉车拥有更高的载电量，因此相同质量或体积的电池包，锂电池载电量为铅酸电池的 2-3 倍。

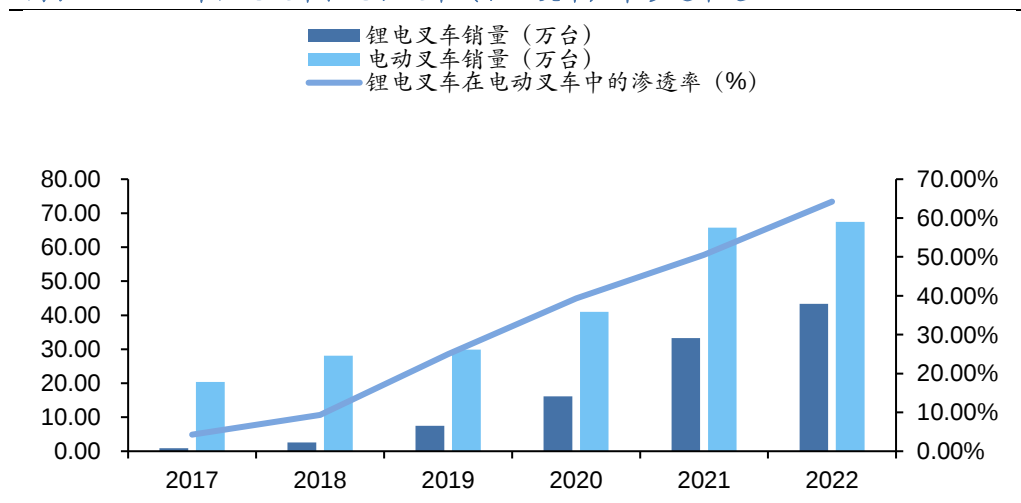
图表 27 锂电池与铅酸电池使用成本对比

蓄电池规格	80V/575AH(铅酸)	80V/378AH(锂电)
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	其核心优势在于不仅减少人工维护，同时避免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	铅酸蓄电池充满电消耗费用约为：70元每台车2组铅酸电池，每天均需要完成饱和充电，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费用约为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，寿命可达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那支付费用，并且我公司终生负责回收
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	未计（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
注：使用锂电池，每台在使用8年期间，可有效为企业节约30.17万元，每年节约3.77万元。		

资料来源：GGII，华安证券研究所

2022 年锂电叉车在电动叉车（含三类车）中渗透率超 64%。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的数据，2017 年我国锂电池叉车销售量仅为 8681 台，2022 年销售量高达 43.34 万台，在电动叉车中的渗透率从 2017 年的 4.3%提升到 2022 年的 64.2%。我们认为，随着锂电池技术的不断进步，锂电池替代铅酸电池的进程有望加速，锂电池叉车市场发展前景广阔。

图表 28 2022 年锂电叉车在电动叉车（含三类车）中渗透率超 64%



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，华安证券研究所

公司紧跟行业锂电化趋势，新能源产品矩阵不断完善。截至 2022 年，公司已有 XE 系列永磁锂电专用叉车（1-1.5t）、XA 系列轻型电动叉车（2-3.8t）等电动产品正式推向市场。2022 年 4 月 15 日，杭叉 XH 全系列重工况高压锂电专用叉车正式向全球发布，该系列产品包括 1.5-48t 平衡重式叉车以及集装箱正面吊和空箱堆高机等港口机械，实现了新能源叉车对传统内燃叉车从替代到超越的历史性突破和创新。考虑到锂电叉车未

来会对油车市场和原有铅酸叉车实现替换，因此未来锂电叉车销量有望迎来爆发期。而公司近年来一直致力于锂电产品的研发，不断突破核心技术，积累了丰富的行业经验，因此，有望在叉车锂电化的进程中充分发挥竞争优势。

图表 29 公司锂电叉车系列产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

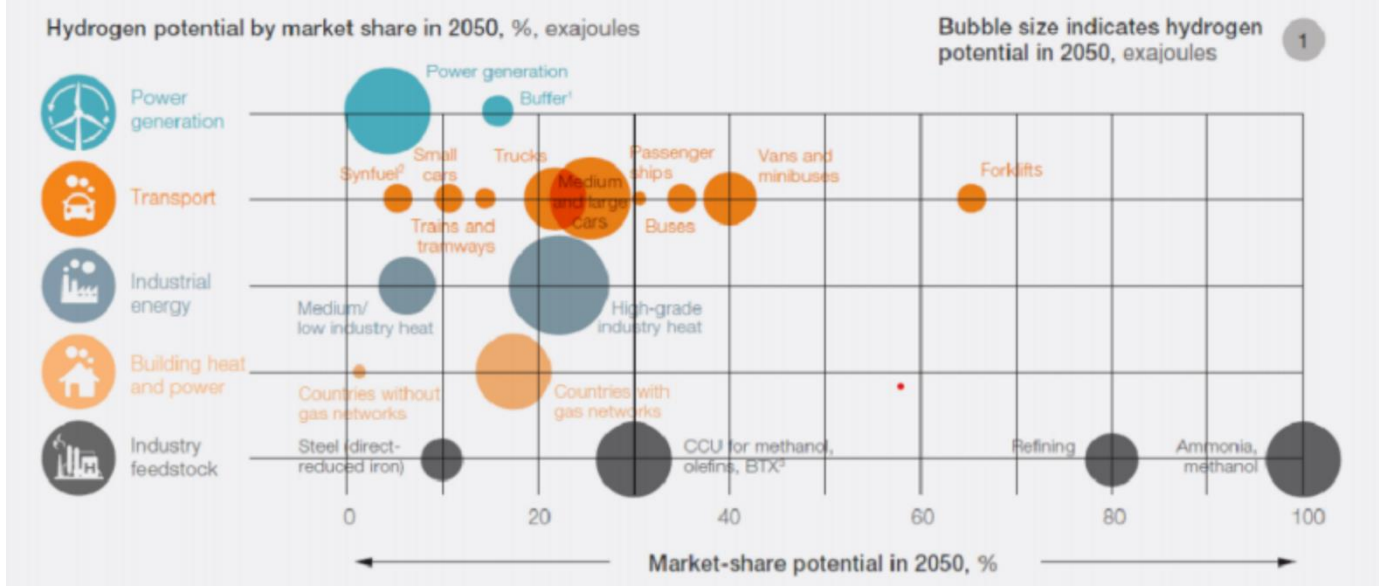
3.3 氢燃料叉车受市场青睐，公司前瞻布局未来可期

氢燃料电池是将氢气和氧气的化学能直接转换成电能的发电装置。其基本原理是电解水的逆反应。因此，氢燃料电池比锂离子电池更清洁，真正做到了零污染。除此之外，氢燃料电池还具备中性碳足迹的优势。其充电速度快，高效且耐用，并且不会受到恶劣天气的影响。但目前来说，氢燃料电池的制造成本较高，技术仍不够完善。

与传统叉车相比，氢燃料叉车在工作效率、环保性、节约时间、冷库作业适应性等方面具有明显优势，能够满足物流、仓储、冷链等多种场景的应用需要。燃料电池叉车排放只有纯水，能完全实现零碳排放；1-3 分钟即可完成氢气加注，连续工作可达到 8-10 小时；输出功率恒定，适合长期作业，且能适应零下 30℃ 至 50℃ 的工作环境，弥补了内燃叉车和电动叉车的短板。

氢燃料叉车前景广阔，国内外市场争相布局发展。通过对氢能委员会公司进行的调查和访谈结果显示，2050 年氢燃料潜力值中叉车占物流运输总市场 60% 以上。也就是说，未来氢能叉车不仅在全生命周期上可与传统叉车竞争，通过氢燃料电池技术的发展，采购成本也将低于传统叉车，市场发展空间较大。**国际市场方面**，根据贝哲斯咨询调研显示，2022 年全球氢燃料电池叉车市场规模达到 24.24 亿元，预测至 2028 年，全球氢燃料电池叉车市场规模将达到 147.87 亿元。而德国机械与设备工程协会 (VDMA) 在其当前的研究“燃料电池技术对机械和零部件供应商行业的影响”中提出，预计到 2030 年氢动力叉车的市场份额将达到 10% 至 20%。**国内市场方面**，国家及地方发布对氢能产业发展的多项扶持政策，在政府和企业携手合作下，目前国内氢燃料叉车已实现首批商业化应用。

图表 30 2050 年氢燃料潜力值中叉车占物流运输总市场 60%以上



资料来源：Survey and interviews with Hydrogen Council member companies，华安证券研究所

公司前瞻性布局氢燃料电池叉车，2022 年公司氢燃料电池专用叉车已正式推向市场。向未来看，我们认为，公司深耕行业多年，在内燃叉车领域积累的客户、口碑、销售及技术优势均可复用在锂电、氢燃料等新能源叉车的推广上，有望加速将产品推至市场。

图表 31 公司氢燃料叉车（48 吨正面吊）



资料来源：中国工业报，华安证券研究所

4 积极布局智能制造与工业互联网业务，海外营销体系完善

4.1 智能化赋能产业升级，推动数字化转型步伐

加快创新驱动，抢占智能化与网联化先机。随着全球经济的发展和物流行业的不断扩大，叉车行业的市场需求不断增长，叉车智能化、数字化及网联化已经成为市场的一种趋势和必然选择。在智能制造方面，公司深入实施智能制造，基于数字孪生、5G 应用技术、工业互联网、智能焊接、自动涂装等智能制造工艺技术革新生产方式，以数据驱动生产流程再造，建成行业领先的由 600 余台各类智能机器人、20 余条智能化集成生产线、10 余条喷涂流水线、50 余台 AGV 智能物流车、5 个智能化立体库组成的零部件及整车制造绿色未来工厂，形成了青山工业园、横吸科技园两大智能化生产基地，实现自动化组装、焊接、涂装、物流，达到年产 40 万台工业车辆和其他物流设备的生产能力，2022 年石桥厂区提升改造建设项目（科创园）、横吸科技园三期智能制造基地建设项目、宝鸡杭叉公司搬迁建设项目等重大工程项目相继开工，累计投资 10 余亿元。

图表 32 公司智慧工厂



资料来源：公司年报，华安证券研究所

4.2 海外子公司助力国际化发展，国外业务营收有望高增

海外多家子公司联动，销售服务网络持续扩大。公司在澳大利亚、泰国等国家新设立销售子公司，与美国、德国、加拿大、荷兰等海外子公司形成联动，并聚焦重点市场发展了多家新的代理商，为全球 200 余个国家和地区的客户提供了包括整机销售、配件供应、三包服务、融资租赁、用户培训和修理等专业的全方位服务，加快全球化布局进程。我们认为，海外子公司的建立，不仅有利于公司进一步提升国际市场辐射能力和国际市场的运营能力，从而持续扩大国际业务的规模和产品在国际市场的竞争力，还可以通过远期结售汇等金融工具降低汇率风险。

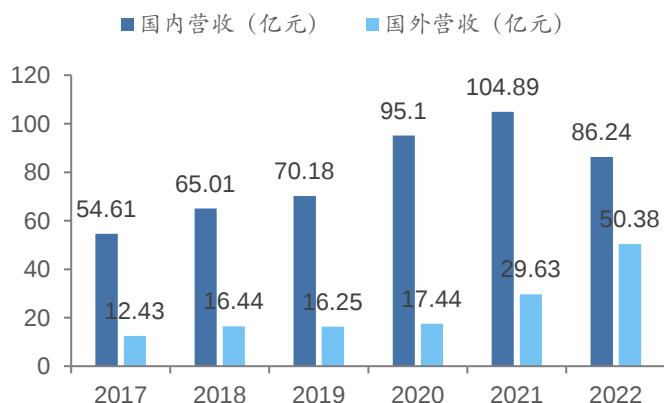
图表 33 公司海内外营销网络



资料来源：公司年报，华安证券研究所

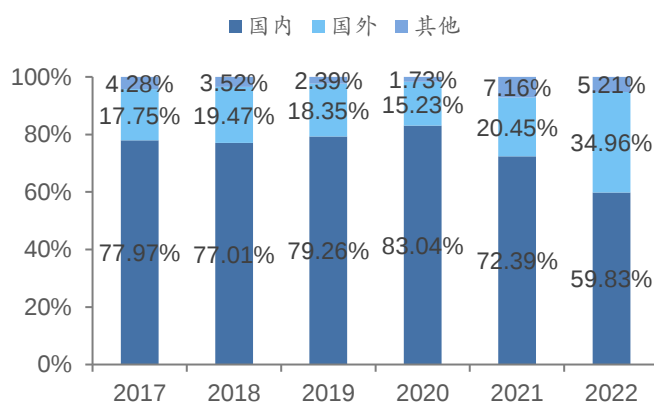
海外市场需求强劲，近年来公司海外营收占比有所提升。近年来公司积极优化产业链布局，着力推动国内市场和国际市场双向发展，力争在全球市场形成核心竞争力。2017-2022 年，公司国际市场营收从 12.43 亿元提升至 50.38 亿元，CAGR 达 32.3%。我们认为，叉车海外市场空间广阔，在电动化尤其是锂电化转型的趋势下，积极布局海外市场有利于国内叉车品牌形成全球竞争力，实现弯道超车。在此角度上看，杭叉持续优化业务布局和产品出口结构，并通过投资等方式加大布局力度，海外子公司联动共振，有利于海外市场的后续发力，未来国际业务有望持续增长。

图表 34 国际市场业务持续优化



资料来源：WIND，华安证券研究所

图表 35 2022 年海外营收占比高达 34.96%



资料来源：WIND，华安证券研究所

5 投资建议

5.1 基本假设与营业收入预测

基本假设：

对公司营收的预测是基于前文对行业销量的预测。

➤ 叉车产品

1) 结合杭叉各月叉车台量销售数据，假设内销销量 2023-2025 年增速分别为 6.5%、12%和 7%；外销增速 2023-2025 年分别为 20%、14%和 11%；

3) 价格方面，内销方面，均价考虑到价格战因素，假设 2023 年延续往年趋势，下降 2%，2024 和 2025 年考虑到电动化进程对价格战的对冲，假设均价分别下降 0.5%和保持不变；外销方面，由于电叉车出口增多，往年均价上涨较快，考虑到锂电价格的下降和产品结构的变化，假设外销均价 2023-2025 年分别上涨 4.5%、2%和 2%；

4) 毛利率考虑到产品结构不断优化，公司内部管理日益精益化以及配件、后市场等服务的提升，假设未来毛利率 2023-2025 年分别上涨 2.2pct、0.3pct 和 0.2pct。

➤ 其他业务

1) 考虑到公司业务的拓展，假设其他业务未来保持 20%增速；

2) 毛利率方面，假设未来毛利率保持不变。

图表 36 公司营业收入预测

公司业务分拆 (单位: 亿元)		2022	2023E	2024E	2025E
叉车、配件及其他	营业收入	136.62	153.18	173.76	190.50
	同比 (%)	1.56%	12.13%	13.44%	9.63%
	毛利率 (%)	18.15%	20.35%	20.65%	20.85%
其他业务	营业收入	7.51	9.01	10.81	12.97
	同比 (%)	-27.66%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	11.10%	11.10%	11.10%	11.10%
合计	营业收入	144.12	162.19	184.57	203.47
	同比 (%)	-0.53%	12.54%	13.80%	10.24%
	毛利率 (%)	17.78%	19.84%	20.09%	20.23%

资料来源：华安证券研究所整理

5.2 估值和投资建议

杭叉集团深耕工业车辆多年，为国内叉车行业的龙头企业，公司近年来持续丰富产品线并着力推动叉车电动化进程，已推出多款锂电专用车及氢燃料叉车。我们预计公司 2023-2025 年分别实现收入 162.19/184.57/203.47 亿元，同比增长 13%/14%/10%；实现归母净利润 17.05/19.54/22.37 亿元，同比增长 73%/15%/15%；2023-2025 年对应的 EPS 为 1.82/2.09/2.39 元，公司当前股价对应的 PE 为 13/11/10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1) 技术研发突破不及预期；
- 2) 政策支持不及预期；
- 3) 下游需求不及预期；
- 4) 核心技术人员流失；
- 5) 海外市场推广不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,584	9,256	10,915	12,615	营业收入	14,412	16,219	18,457	20,347
现金	3,040	3,936	5,012	6,098	营业成本	11,850	13,002	14,749	16,231
应收账款	1,478	1,748	1,923	2,124	营业税金及附加	58	49	56	62
其他应收款	150	169	192	212	销售费用	452	492	523	536
预付账款	537	604	688	758	管理费用	979	1,086	1,180	1,250
存货	1,879	2,216	2,429	2,683	财务费用	(12)	(78)	(14)	(12)
其他流动资产	501	2,799	3,100	3,423	资产减值损失	41	42	55	61
非流动资产	4,109	4,377	4,675	5,013	公允价值变动收益	(14)	(11)	(11)	(11)
长期投资	1,678	1,678	1,678	1,678	投资净收益	102	330	340	359
固定资产	1,593	1,837	2,099	2,395	营业利润	1,180	1,992	2,284	2,614
无形资产	309	311	312	314	营业外收入	1	2	2	2
其他非流动资产	528	550	585	626	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	11,694	13,633	15,590	17,628	利润总额	1,180	1,992	2,284	2,614
流动负债	3,729	4,224	4,762	5,177	所得税	106	139	159	182
短期借款	840	927	1,055	1,163	净利润	1,074	1,853	2,124	2,432
应付账款	2,541	2,916	3,275	3,538	少数股东损益	86	148	170	195
其他流动负债	348	382	433	476	归属母公司净利润	988	1,705	1,954	2,237
非流动负债	1,154	1,154	1,154	1,154	EBITDA	1,420	2,147	2,451	2,795
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.14	1.82	2.09	2.39
其他非流动负债	1,154	1,154	1,154	1,154	主要财务比率				
负债合计	4,883	5,378	5,916	6,331	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	531	679	849	1,044	成长能力				
股本	866	936	936	936	营业收入	-0.53%	12.54%	13.80%	10.24%
资本公积	732	883	1,029	1,195	营业利润	8.85%	68.87%	14.65%	14.47%
留存收益	4,681	5,757	6,860	8,123	归属于母公司净利润	8.73%	72.57%	14.65%	14.47%
归属母公司股东权益	6,279	7,575	8,825	10,253	获利能力				
负债和股东权益	11,694	13,633	15,590	17,628	毛利率(%)	17.78%	19.84%	20.09%	20.23%
现金流量表					净利率(%)	6.85%	10.51%	10.59%	10.99%
单位:百万元					ROE(%)	16.63%	24.61%	23.83%	23.45%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	ROIC(%)	14.27%	21.04%	20.97%	21.53%
经营活动现金流	625	1,265	1,809	1,980	偿债能力				
净利润	1,074	1,853	2,124	2,432	资产负债率(%)	41.76%	39.45%	37.95%	35.91%
折旧摊销	189	169	191	216	净负债比率(%)	-32.30%	-36.45%	-40.91%	-43.69%
财务费用	(12)	(78)	(14)	(12)	流动比率	2.03	2.19	2.29	2.44
投资损失	(102)	(330)	(340)	(359)	速动比率	1.53	1.67	1.78	1.92
营运资金变动	(415)	(349)	(152)	(296)	营运能力				
其他经营现金流	(109)	0	(0)	0	总资产周转率	1.30	1.28	1.26	1.23
投资活动现金流	100	(125)	(170)	(206)	应收账款周转率	10.96	10.06	10.06	10.06
资本支出	(373)	(423)	(482)	(549)	应付账款周转率	4.77	4.77	4.77	4.77
长期投资	276	298	313	343	每股指标 (元)				
其他投资现金流	196	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.82	2.09	2.39
筹资活动现金流	(62)	(244)	(563)	(688)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	1.35	1.93	2.12
短期借款	298	87	128	108	每股净资产(最新摊薄)	7.25	8.10	9.43	10.96
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.7	12.8	11.2	9.8
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.3	2.9	2.5	2.1
其他筹资现金流	(360)	(330)	(691)	(796)	EV/EBITDA	11.57	10.86	9.32	8.03
现金净增加额	664	896	1,076	1,086					

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持——未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；

中性——未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持——未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

买入——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持——未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性——未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出——未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级——因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。