

杭叉集团 (603298.SH)

2022 年报&2023 一季报点评：国内叉车龙头企业，加速全球化布局

买入

核心观点

2022 年收入同比下降 0.53%，归母净利润同比增长 8.73%。公司 2022 年实现营收 144.12 亿元，同比下降 0.53%；归母净利润 9.88 亿元，同比增长 8.73%。2022 年毛利率/净利率为 17.78%/7.45%，同比变动+2.26/+0.61 个 pct。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 3.13%/2.23%/4.56%/-0.08%，同比变动+0.44/-0.05/+0.41/-0.16 个 pct，公司期间费用略有上升。2022 年公司经营性现金流净额 6.25 亿元，同比上升 3838.50%。**2023 年一季度**，公司实现营收 39.29 亿元，同比增长 9.04%；归母净利润 2.92 亿元，同比增长 53.55%。2023Q1 毛利率/净利率为 18.15%/7.67%，同比变动+2.87/+2.18 个 pct，盈利能力改善。2023Q1 业绩快速增长主要系：1) 出口持续高景气；2) 公司锂电产品占比提升，产品结构持续优化；2) 原材料价格下降。

加快全球化布局进程，海外收入快速增长。分区域看，2022 年公司国内/国外营业收入分别为 86.24/50.38 亿元，同比变动-17.79%/+70.06%，毛利率为 13.33%/26.39%，同比变动-2.29/+7.69 个 pct。针对海外市场，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，聚焦重点市场发展了多家新的代理商，加快全球化布局进程。

叉车电动趋势明显，锂电化助力国内企业全球化。电动化方面，2022 年三大类电动叉车（I、II、III 类）实现销量 67.48 万台，同比增长 2.58%；内燃平衡重式叉车（IV、V 类车）销量 37.32 万台，同比下降 15.49%；2022 年电动叉车占比已经达到 64.39%，平衡重式叉车中电动化比例突破 26.14%，叉车电动化趋势明显。**锂电化方面**，2022 年锂电池叉车总销量为 43.34 万台，同比增长 30.29%，占电动叉车比重达 64.23%。国内叉车企业在电动叉车、新能源锂电池叉车具有竞争优势，叉车电动化、锂电化趋势有助于国内叉车企业提升国际、国内市占率。同时国内氢燃料电池叉车推广应用全面拉开序幕，已实现示范应用。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；国际市场发生不利变化；

投资建议：公司系国内叉车行业领军企业，在国内经济持续复苏，电动化趋势日益明显，以及锂电化带动公司国际化业务快速发展的背景下，公司业绩有望稳步增长。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 12.73/15.61/18.26 亿元，对应 PE 14/11/10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,490	14,412	16,537	18,662	20,705
(+/-%)	26.5%	-0.5%	14.7%	12.9%	11.0%
净利润(百万元)	908	988	1273	1561	1826
(+/-%)	8.4%	8.7%	28.9%	22.6%	17.0%
每股收益(元)	1.05	1.14	1.47	1.80	2.11
EBIT Margin	6.1%	7.4%	8.9%	10.0%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	16.2%	15.7%	18.2%	19.8%	20.5%
市盈率 (PE)	19.6	18.0	14.0	11.4	9.7
EV/EBITDA	20.5	17.4	13.7	11.0	9.2
市净率 (PB)	3.18	2.83	2.54	2.26	2.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·工程机械

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：年亚颂

0755-81981159

nianyasong@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	22.05 - 26.46 元
收盘价	20.29 元
总市值/流通市值	18983/18983 百万元
52 周最高价/最低价	22.95/12.08 元
近 3 个月日均成交额	154.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1：杭叉集团 2022 年营收同比-0.53%



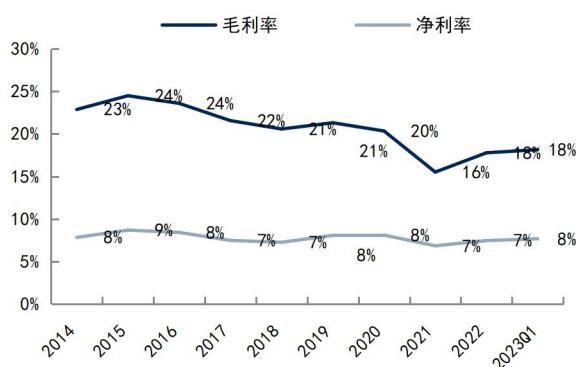
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：杭叉集团 2022 年归母净利润同比+8.73%



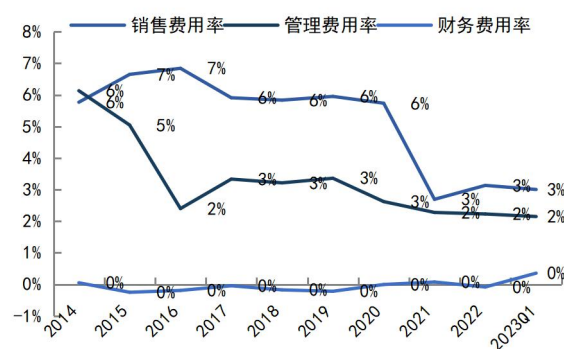
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：杭叉集团盈利能力稳中有升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：杭叉集团期间费用略有上升



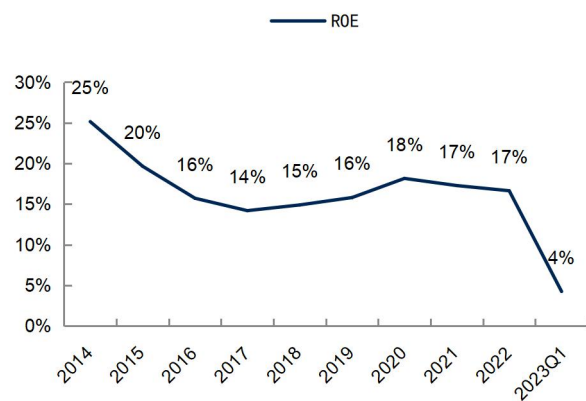
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：杭叉集团研发费用维持高位



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：杭叉集团 ROE 略有下降



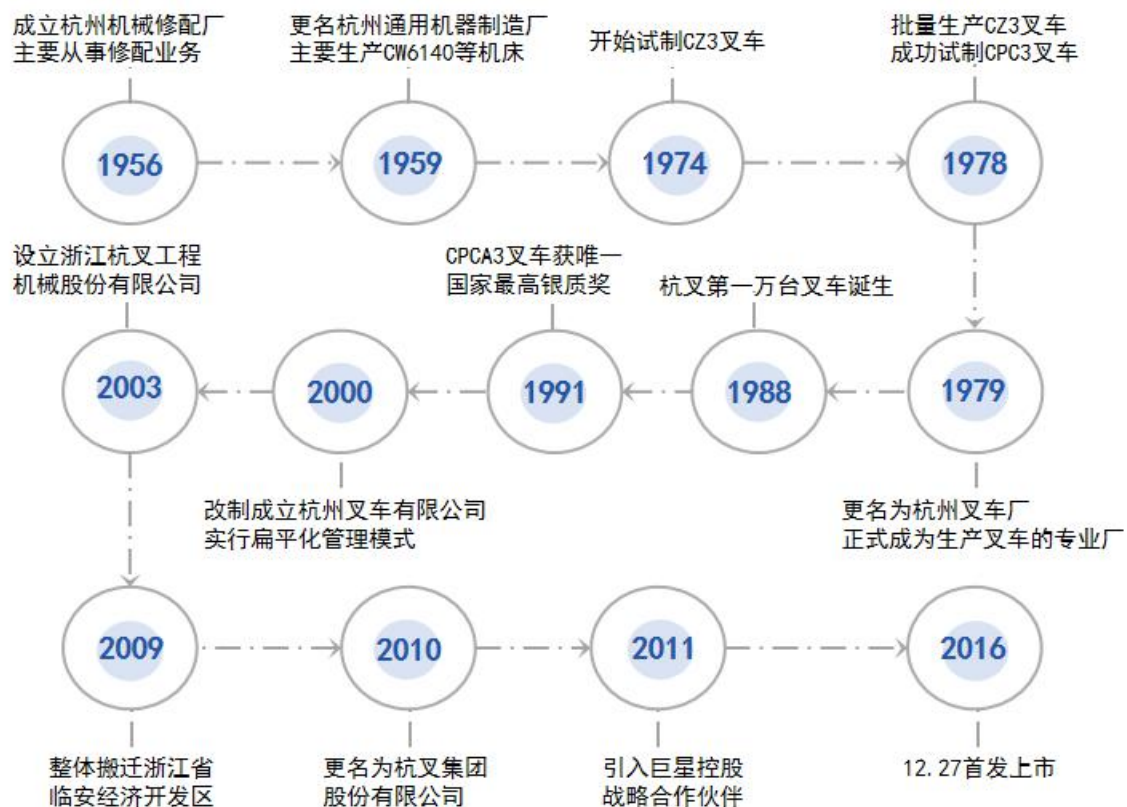
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内叉车龙头企业，加速全球化布局

杭叉集团成立于 1956 年，2016 年 12 月 27 日首发上市，公司发展历史长达 60 多年，是国内叉车行业龙头企业。

1) **起步阶段**：1956 年杭州机械修配厂成立，主要从事修配业务，是杭叉集团最早的前身，1959 年更名为杭州通用机器制造厂，拓宽生产 CW6140 机床等业务；2) **成长阶段**：1974 年成功试制 CZ3 叉车并于 1978 年成功实现批量生产，同年公司成功试制 CPC3 叉车并于 1991 年该品种叉车获唯一的国家最高银质奖，代表了公司的产品品质处于国内领先地位。1979 年更名为杭州叉车厂，标志着公司正式成为生产叉车的专业厂；3) **快速发展阶段**：2000 年改制成立杭州叉车有限公司，实行扁平化管理模式和两头强中间精的经营模式，走上快速发展道路。2003 年设立浙江杭叉工程机械股份有限公司，2010 年正式更名为杭叉集团，2011 年引入巨星控股战略合作伙伴；4) **新的阶段**：公司于 2016 年 12.27 通过 IPO 审核首发上市，自此公司开启新的发展阶段。

图7：杭叉集团发展历程



资料来源：公司官网、Wind、国信证券经济研究所整理

公司主要从事叉车、仓储车、牵引车、无人驾驶叉车等工业车辆、高空作业车辆、强夯机、清洁设备等整机设备以及关键零部件的研发、生产及销售，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、改装、生产再制造等在内的工业车辆后市场业务。

表1: 杭叉集团主营业务产品示意图

	产品	示意图
I 类车	电动平衡重叉车	
II 类车	前移式叉车拣选车	
III 类车	仓储车	
IV+V 类车	内燃平衡重叉车	
美国款式产品		
	清洁设备	
其他车辆	高空设备	
	强夯机	
关键零部件		

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极完善市场营销服务，加快全球化布局进程。2022 年公司针对国内市场积极布局 4S 营销服务中心，完成深圳、宜昌、石家庄、襄阳、郑州等销售子公司的提升改造，在区域营销、三包服务、配件供应、修理、租赁、技术培训等方面为客户提供优质的服务。针对海外市场，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，加快全球化布局进程。公司坚持以市场为导向，以用户为中心，重视国内外营销渠道建设和市场推广，在全球主要国家和地区都拥有众多代理商，品牌知名度不断提升。

图8：杭叉集团国内销售网络



资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理

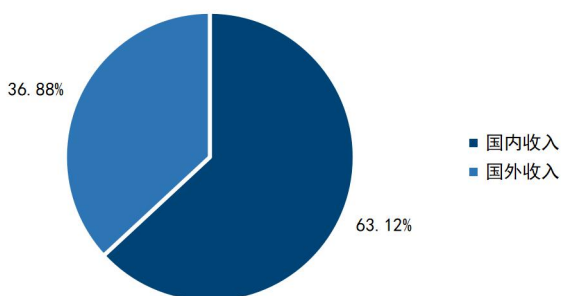
图9：杭叉集团全球销售网络



资料来源：公司公告，Wind、国信证券经济研究所整理

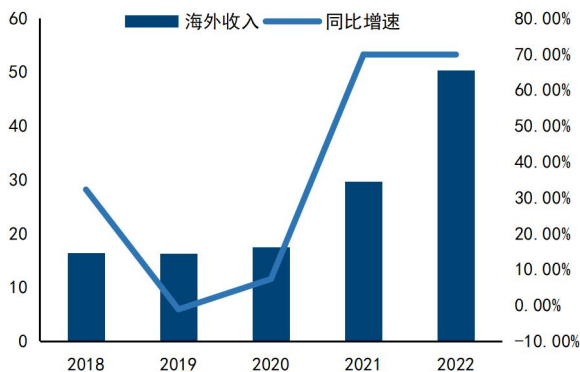
海外经营规模扩大，收入占比持续提升。公司继续加快国际化发展步伐，产品海外市场销售规模快速提升。2022 年公司出口营业收入占主营业务收入比例从以往的 20%左右提升到 30%以上，海外收入为 50.38 亿元，同比增长 70.06%，毛利率为 26.39%，同比增长 7.69 个 pct，公司不断加强海外渠道建设，出口台量、营业收入连续十多年位列行业前茅。

图10：杭叉集团国外收入占比



资料来源：公司年报，Wind、国信证券经济研究所整理

图11：杭叉集团国外收入变化趋势



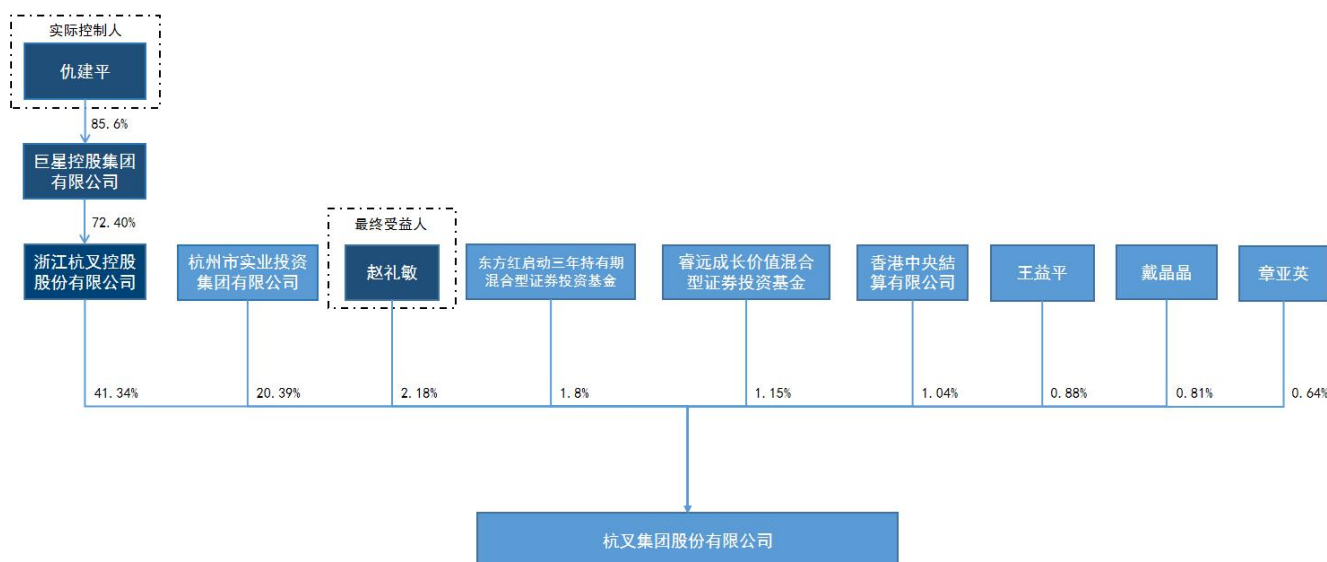
资料来源：公司年报，Wind、国信证券经济研究所整理

持续加强科技创新，稳步推进项目建设。科技创新方面，公司稳步实施“十四五”技

术创新发展规划，在系列化、通用化、标准化基础上重点开展关键零部件的国产化、自主化工作，突破和掌握核心技术。2022 年已有 XE 系列永磁锂电专用叉车(1.5-3.8t)、XA 系列轻型电动叉车(2-3.8t)、氢燃料电池专用叉车(2-18t)等 50 余个超千种型号的新产品正式推向市场。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。**项目建设方面**，公司统筹布局，科学调度，可转债募投项目持续推进，同时 2022 年石桥厂区提升改造建设项目(科创园)、横畈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建设项目相继开工，累计投资 10 余亿元。

公司实际控制人为仇建平，最终受益人为赵礼敏。仇建平为巨星控股实际控制人，持有巨星控股股份 85.60%，巨星控股持有浙江杭叉股份 72.40%，浙江杭叉为杭叉集团最大股东，持有股份 41.34%。公司上市前曾长期以职工、国家、经营者多方持股模式进行运营，股权结构不稳定。2011 年引入巨星控股战略合作伙伴后，形成了民营企业控股、国资委参股的稳定股权结构，并于 2016 年成功上市，公司多位核心高管均持有公司股份，股权激励作用明显。

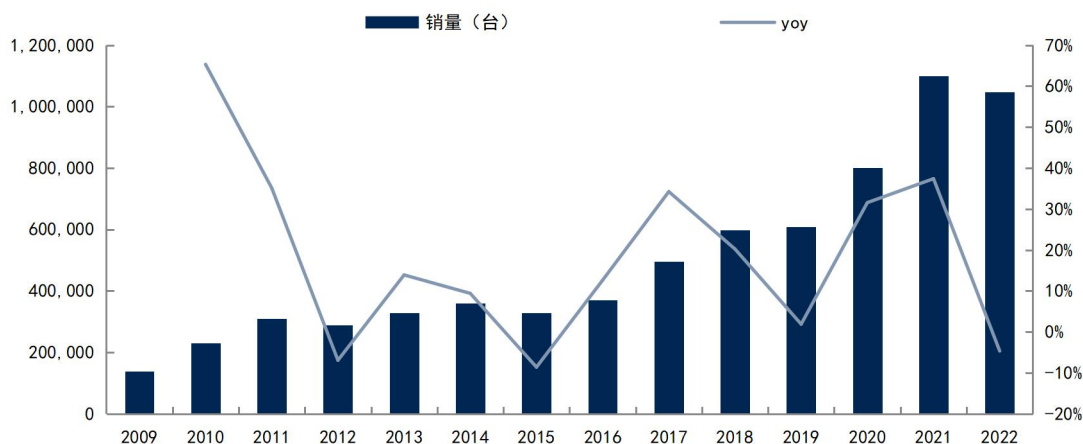
图 12: 杭叉集团股权结构图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

我国连续多年位列世界第一大叉车生产、消费市场。2022 年中国机动工业车辆总销售量达到 104.80 万台，相比 2021 年下跌 4.68%；国内市场达到 68.64 万台，相比 2021 年下降 12.40%；出口达到 36.15 万台，相比 2021 年增长 14.50%。国内和出口两个市场出现分化，国内市场处于调整期，出口继续保持前两年的强劲增长势头，市场需求持续提升，行业稳步发展，与国家宏观经济发展的周期性保持了正向关系，同时中国企业全球竞争力持续提升，工业车辆行业总体呈现市场份额集中度加速提升的趋势，行业国际化拓展越来越快。

图 13: 中国工业车辆行业年度总销量趋势图



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

叉车电动化、锂电化趋势明显。2022 年电动平衡重乘驾式叉车（I 类车）实现销量 13.21 万台，同比增长 16.92%；电动乘驾式仓储叉车（II 类车）实现销量 1.76 万台，同比增长 13.03%；电动步行式仓储叉车（III 类车）实现销量 52.51 万台，同比下降 0.79%；内燃平衡重式叉车（IV+V 类车）实现销量 37.32 万台，同比下降 15.49%。锂电池叉车总销量为 43.34 万台，与上年同期的 33.26 万台相比，增长了 30.29%；锂电池叉车销量占电动叉车比例达 64.23%（比 2021 年增加 13.66 个百分点）；2022 年三大类电动叉车（I、II、III 类）产品中锂电池车型销量分别为：电动平衡重乘驾式叉车 7.75 万台，电动乘驾式仓储车辆 0.39 万台，电动步行式仓储车辆 35.21 万台；锂电池叉车国内销量为 17.10 万台，出口销量为 26.25 万台，锂电池叉车出口占锂电池叉车总销量的 60.56%。

图 14：2022 年行业销售车型结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

叉车业务：公司是国内叉车龙头企业，2020-2022 年公司叉车及配件收入分别为 112.53/134.52/136.62 亿元，同比增长 30.20%/19.54%/1.56%，2022 年因为国内外形势复杂严峻，全球通胀、美联储加息、俄乌冲突、外部环境等因素导致经济放缓及市场低迷，公司叉车收入增速有所下滑。考虑到叉车行业与整体宏观经济相关性较高，随着疫情的放开以及经济的复苏，预期叉车销量讲有所反弹，公司作为行业龙头，有望充分受益。考虑我国工业车辆 2018-2022 销量复合增速约为 15%，预期公司 2023-2025 年公司叉车业务收入 157.11/177.53/197.06 亿元，同比增长 15.00%/13.00%/11.00%；毛利率方面，考虑公司海外业务呈现快速增长，电动占比逐步提，预期 2023-2025 公司叉车业务毛利率分别为 19.00%/20.00%/20.50%。

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 165.37/186.62/207.05 亿元，同比增长 14.74%/12.85%/10.95%，毛利率分别为 18.60%/19.61%/20.14%。

表2：杭叉集团业绩拆分

报告期（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
报表类型							
叉车及配件							
收入	86.43	112.53	134.52	136.62	157.11	177.53	197.06
增速	6.11%	30.20%	19.54%	1.56%	15.00%	13.00%	11.00%
成本	67.85	89.50	112.59	111.82	127.26	142.03	156.66
毛利	18.58	23.04	21.93	24.80	29.85	35.51	40.40
毛利率(%)	22%	20%	16%	18%	19.00%	20.00%	20.50%
其他业务							
收入	2.11	1.98	10.38	7.51	8.26	9.08	9.99
增速	-28.88%	-6.08%	422.91%	-27.66%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	1.83	1.71	9.82	6.67	7.35	7.99	8.69
毛利	0.29	0.27	0.56	0.83	0.91	1.09	1.30
毛利率(%)	14%	14%	5%	11%	11.00%	12.00%	13.00%
整体							
营业总收入	88.54	114.52	144.90	144.12	165.37	186.62	207.05
增速	4.87%	29.34%	26.53%	-0.53%	14.74%	12.85%	10.95%
营业总成本	69.67	91.21	122.41	118.49	134.61	150.02	165.36
增速	3.91%	30.92%	34.21%	-3.20%	13.60%	11.45%	10.22%
营业总成本/营业总收入	78.69%	79.65%	84.48%	82.22%	81.40%	80.39%	79.86%
毛利率	21.31%	20.35%	15.52%	17.78%	18.60%	19.61%	20.14%
毛利	18.87	23.31	22.49	25.63	30.76	36.60	41.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2023-2025 年归属母公司净利润分别为 12.73/15.61/18.26 亿元，同比增长 28.9%/22.6%/17.0%。

表3：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	14490	14412	16537	18662	20705

营业成本	12242	11850	13461	15002	16536
营业税金及附加	46	58	66	70	81
销售费用	390	452	496	560	621
管理费用	330	321	381	423	426
研发费用	602	658	661	746	828
财务费用	11	(12)	(2)	1	(4)
投资收益	217	102	182	167	150
资产减值及公允价值 变动	(20)	(18)	(17)	(18)	(18)
其他收入	(584)	(647)	(661)	(746)	(828)
营业利润	1084	1180	1639	2009	2350
营业外净收支	(1)	0	0	0	0
利润总额	1083	1180	1639	2009	2350
所得税费用	92	106	246	301	352
少数股东损益	83	86	119	146	171
归属于母公司净利润	908	988	1273	1561	1826

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

Beta 值：选取安徽合力、诺力股份、浙江鼎力作为可比公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.92；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

未来 10 年估值假设条件见下表：

表4：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.92
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	20.54
发行在外股数	866
股票市值 (E)	17796
债务总额 (D)	2141
Kd	5.85%
T	15.00%
Ka	9.45%
有杠杆 Beta	1.01
Ke	10.14%
E/(D+E)	89.26%
D/(D+E)	10.74%
WACC	9.59%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表5：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	1,471.3	1,860.8	2,212.7	2,248.7	2,475.8	2,583.2	2,625.0	2,664.2	2,648.6	2,630.1	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,250.6	1,581.7	1,880.8	1,911.4	2,104.4	2,195.7	2,231.2	2,264.5	2,251.3	2,235.6	
折旧与摊销	192.4	226.6	254.0	281.8	310.6	339.2	367.8	396.5	425.0	453.5	
营运资金的净变动	(192.7)	(678.4)	(568.6)	(633.4)	17.6	(480.9)	(227.6)	(114.9)	(155.3)	(120.6)	
资本性投资	(462.7)	(460.1)	(394.8)	(439.5)	(431.8)	(422.4)	(431.2)	(428.5)	(427.4)	(429.0)	
FCFF	787.6	669.9	1,171.4	1,120.3	2,000.8	1,631.6	1,940.2	2,117.6	2,093.7	2,139.5	26,848.7
PV(FCFF)	718.7	557.8	890.1	776.7	1,265.8	942.0	1,022.1	1,018.0	918.4	856.4	10,746.8
核心企业价值	19,712.8										
减：净债务	66.5										
股票价值	19,646.3										
每股价值	22.68										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档

均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 9.4%-10.2%，永续增长率的变化范围为 1.1%-0.9%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 20.90-24.83 元。

表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.4%	9.6%	9.81%	10.0%	10.2%
永续 增长 率变 化	1.9%	24.83	24.08	23.37	22.70	22.06
	1.7%	24.42	23.70	23.02	22.37	21.75
	1.5%	24.03	23.33	22.68	22.05	21.45
	1.3%	23.66	22.99	22.35	21.75	21.17
	1.1%	23.31	22.66	22.04	21.46	20.90

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是叉车行业龙头，选取安徽合力、浙江鼎力、诺力股份作为可比公司。综合考虑可比公司的估值及公司的成长性、龙头地位，我们预计 2023-2025 年归母净利润 12.73/15.61/18.26 亿元，同比增长 28.9%/22.6%/17.0%，给予杭叉集团一年期合理估值 22.05-26.46-26.46 元（对应 2023 年 PE 值 15-18X）。

表 7: 可比公司相对估值 (截至 2023 年 4 月 21 日)

证券代码	证券简称	投资评级	总股本 (亿股)	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
						2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
600761	安徽合力	买入	7.40	20.53	151.96	0.86	1.22	1.59	1.94	23.97	16.81	12.93	10.56
603338	浙江鼎力	买入	5.06	52.10	263.81	1.75	2.33	2.84	3.44	29.77	22.36	18.37	15.14
603611	诺力股份	未评级	2.67	23.21	62.01	1.12	1.47	1.93	2.40	20.72	15.79	12.02	9.68
603298	杭叉集团	买入	9.36	20.54	192.17	1.05	1.14	1.47	1.80	19.59	18.02	13.97	11.40
									平均值	24.82	18.32	14.44	11.79

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：利元亨为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计 2023-2025 年归母净利润 12.73/15.61/18.26 亿元，对应 EPS 为 1.47/1.80/2.11 元，一年期合理估值为 22.05-26.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 20.58-23.52 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 23 年 15-18 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

宏观经济波动的风险

公司从事业务受宏观经济影响因素较大，与下游的制造业发展及仓储物流业具有较强的关联性，通常呈现出正相关。2020 年新冠疫情爆发对经济发展和居民生活产生了负面影响，但随后我国疫情得到控制、经济活动恢复，制造业、物流业景气度向上，持续带动了叉车产品的市场需求。但是，国内外宏观经济环境受多方面因素影响，存在周期性波动的特点。若出现增速放缓或其他不利变化，可能导致整体行业景气度下滑，公司产品的需求可能出现萎缩，公司的经营和发展将受到负面影响。

行业竞争加剧的风险

工业车辆行业为高度竞争的行业，产品同质化现象较为严重，同时还有其他工程机械品牌新进入者，市场竞争愈加激烈，公司面临一定的行业竞争风险。工业车辆行业增长出现分化，传统内燃叉车增长乏力，电动叉车特别是新能源叉车保持增长，AGV 需求不断涌现。内燃叉车增长虽然乏力，但是品牌集聚度不断提高，出现强者愈强的态势。电动叉车随着新技术、新业态的发展和环保政策的不断出台，市场竞争日益加剧。仓储叉车销量增长迅速，成为行业新兴增长点。同时，国内外相关企业不断加入竞争，市场需求及产品结构也在不断变化和发展。

新技术与产品开发的風險

近年来叉车行业智能化、网联化、绿色化趋势明显，对企业的技术研发提出了新的要求。公司始终坚持创新驱动发展理念，积累了一定的技术研发优势和创新能力，并持续推进研发创新。随着行业竞争的不断加剧，未来若公司

在技术研发方面不能达到预期效果、研发成果未能带来预期经济效益、公司产品或关键技术被国内外同行模仿或窃取、竞争对手或潜在竞争对手率先取得重大技术突破等情况，都可能导致公司在行业内无法保持技术创新优势和领先地位，公司的持续盈利能力可能受到影响。

核心部件供应的风险

在能源结构清洁化转型的大背景下，为把握行业发展机遇，光伏切割设备、公司部分核心部件和进口部套件采购周期较长，芯片及半导体的供应链问题导致高端发动机、

规模扩大导致的管理风险

近年来，随着业务规模的扩张，公司资产规模、人员规模快速扩大，在此过程中实施精细化管理的重要性也愈发凸显，未来公司在机制建立、战略规划、组织设计、运营管理、资金管理和内部控制等方面的管理水平将面临更大的挑战。如果公司未能及时调整经营观念和管理手段，将面临企业规模扩张所带来的管理风险。

原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料主要有钢材、生铁、发动机、电池等，公司产品生产成本与钢材、生铁等大宗商品市场价格的关联度较高。若原材料价格出现大幅波动，将会增加公司控制和管理生产制造成本的难度；若原材料价格上涨，将会给公司生产制造成本带来压力。原材料价格的大幅上涨会对公司整体经营业绩产生不利影响。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2331	3040	3494	3455	3330	营业收入	14490	14412	16537	18662	20705
应收款项	1238	1574	1497	1774	2035	营业成本	12242	11850	13461	15002	16536
存货净额	1854	1879	2196	2369	2646	营业税金及附加	46	58	66	70	81
其他流动资产	752	879	725	975	1084	销售费用	390	452	496	560	621
流动资产合计	6686	7584	8126	8787	9308	管理费用	330	321	381	423	426
固定资产	1648	1834	2098	2324	2459	研发费用	602	658	661	746	828
无形资产及其他	307	309	298	286	274	财务费用	11	(12)	(2)	1	(4)
投资性房地产	252	288	288	288	288	投资收益	217	102	182	167	150
长期股权投资	1503	1678	1861	2021	2194	资产减值及公允价值变动	(20)	(18)	(17)	(18)	(18)
资产总计	10397	11694	12671	13706	14521	其他收入	(584)	(647)	(661)	(746)	(828)
短期借款及交易性金融负债	542	840	1115	1186	799	营业利润	1084	1180	1639	2009	2350
应付款项	2193	2167	2068	1973	1910	营业外净收支	(1)	0	0	0	0
其他流动负债	530	722	692	781	905	利润总额	1083	1180	1639	2009	2350
流动负债合计	3265	3729	3876	3940	3613	所得税费用	92	106	246	301	352
长期借款及应付债券	975	1026	1026	1026	1026	少数股东损益	83	86	119	146	171
其他长期负债	130	128	150	178	194	归属于母公司净利润	908	988	1273	1561	1826
长期负债合计	1105	1154	1176	1204	1220	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4370	4883	5052	5144	4833	净利润	908	988	1273	1561	1826
少数股东权益	428	531	604	691	792	资产减值准备	(0)	(14)	1	1	0
股东权益	5600	6279	7016	7871	8896	折旧摊销	201	226	192	227	254
负债和股东权益总计	10397	11694	12671	13706	14521	公允价值变动损失	20	18	17	18	18
关键财务与估值指标						财务费用	11	(12)	(2)	1	(4)
每股收益	1.05	1.14	1.47	1.80	2.11	营运资本变动	(901)	(372)	(193)	(678)	(569)
每股红利	0.52	0.50	0.62	0.81	0.92	其它	42	62	71	87	100
每股净资产	6.46	7.25	8.10	9.08	10.27	经营活动现金流	270	908	1362	1215	1630
ROIC	16.53%	16.19%	17%	20%	21%	资本开支	0	(370)	(463)	(460)	(395)
ROE	16.22%	15.73%	18%	20%	21%	其它投资现金流	(504)	298	0	0	0
毛利率	16%	18%	19%	20%	20%	投资活动现金流	(624)	(247)	(646)	(619)	(567)
EBIT Margin	6%	7%	9%	10%	11%	权益性融资	(18)	56	0	0	0
EBITDA Margin	7%	9%	10%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	27%	-1%	15%	13%	11%	支付股利、利息	(449)	(436)	(537)	(706)	(800)
净利润增长率	8%	9%	29%	23%	17%	其它融资现金流	1488	863	275	71	(388)
资产负债率	46%	46%	45%	43%	39%	融资活动现金流	573	47	(262)	(635)	(1188)
股息率	2.5%	2.4%	3.0%	4.0%	4.5%	现金净变动	219	708	455	(39)	(125)
P/E	19.6	18.0	14.0	11.4	9.7	货币资金的期初余额	2112	2331	3040	3494	3455
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.0	货币资金的期末余额	2331	3040	3494	3455	3330
EV/EBITDA	20.5	17.4	13.7	11.0	9.2	企业自由现金流	0	461	788	670	1171
						权益自由现金流	0	1324	1064	740	787

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032