

强烈推荐-A (维持)

杭叉集团 603298.SH

当前股价: 13.22 元

2019年06月04日

11亿元投资, 间接持股中策橡胶

基础数据

上证综指	2890
总股本(万股)	61885
已上市流通股(万股)	17059
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	6.5
ROE(TTM)	14.3
资产负债率	32.4%
主要股东	浙江杭叉控股股份
主要股东持股比例	44.72%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杭叉集团(603298)一业绩略超预期, 高端化、电动化趋势显著》2019-04-24
- 2、《杭叉集团(603298)一持续产业链布局, 新能源等高端产品将发力》2019-04-21
- 3、《杭叉集团(603298)一电动化进展顺利, 成本下行驱动利润率修复》2019-01-13

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博

杭叉集团、巨星科技同时发布公告, 拟分别以 11 亿元增资中策海潮, 分别持有中策海潮 27.5% 股权, 而中策海潮将以 58 亿元对价收购中策橡胶 46.95% 股权, 收购完成后, 杭叉集团、巨星科技分别将间接持有中策橡胶 12.91% 股权。

- **联合巨星集团、巨星科技收购中策橡胶。**中策海潮将以 57.98 亿元的交易对价向杭州元信东朝、绵阳元信东朝、杭州元信朝合等 8 名中策橡胶股东收购中策橡胶 46.95% 的股份。中策海潮是专门为此次收购成立的公司, 其股权结构为巨星集团 32.5%, 巨星科技 27.5%, 杭叉集团 27.5%, 杭州海潮 12.5%。杭叉集团通过出资 11 亿元获得中策海潮 27.5%, 交易完成后间接持有中策橡胶 12.91% 股权。本次收购对中策橡胶的整体估值为 123.5 亿元, 对应 2018 年 PE 15.4 倍。
- **中策橡胶是中国最大轮胎企业, 历史悠久。**中策橡胶成立于 1958 年, 是目前中国最大的轮胎生产企业, 集轮胎研发、生产、销售以及汽车后市场服务为一体, 拥有三万余名员工和两千余名工程技术人员, 旗下拥有朝阳、威狮、好运、全诺、雅度、ARISUN 等知名轮胎品牌。2017/2018 年中策收入 254/268 亿元, 远超玲珑轮胎、三角轮胎等行业竞争对手, 但利润率较低, 17/18 年净利润率均不足 3%。
- **管理经营改善后, 中策橡胶盈利能力有望修复。**目前中策橡胶的盈利能力远弱于玲珑、三角等行业竞争对手, 18 年净利润 8.02 亿元 (由于中策海潮并购贷款和收购对价升值原因, 导致杭叉备考净利润增长较少)。若随着管理经营的改善, 中策橡胶利润率回到行业平均水平, 杭叉投资收益将大幅增加。若未来中策橡胶通过 IPO 等方式登陆资本市场, 则收益将更为明显。
- **叉车综合优势愈发显著, 4 月销量增速显著高于行业, 电动化趋势显著。**4 月叉车行业销量同比下降 4%, 但根据草根调研了解, 杭叉集团 4 月销量增速约 15%, 远高于行业及主要竞争对手, 其中一类车增长 15% 以上, 保持了一季度以来的市占率提升趋势。一季度叉车行业销量 15.3 万台, 同比增长 11.3%, 杭叉销量近 3.6 万台, 同比增长超 15%。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7004	8443	9491	10396	11183
同比增长	30%	21%	12%	10%	8%
营业利润(百万元)	618	716	934	1098	1302
同比增长	14%	16%	31%	18%	18%
净利润(百万元)	475	547	716	837	989
同比增长	18%	15%	31.1%	16.8%	18.2%
每股收益(元)	0.77	0.88	1.16	1.35	1.60
PE	17.2	15.0	11.4	9.8	8.3
PB	2.3	2.1	2.2	1.9	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券 (按增发后股本测算)

杭叉叉车主业——高端产品渗透率逐渐提升，产品单价提升。一季度杭叉销售收入增长 19.5%，销量增长约 15%，产品单价提升，主要系 2018 年以来，售价更高的高端 X 系列（内燃），XC 系列（锂电池）叉车销售占比明显提升。X 系列 18 年销售占比已超 5%，预计 2019 年将进一步提升。随着高端产品占比的提升，我们认为 2019 年杭叉毛利率也有望较 2018 年有所提升（X 系列平均售价较同吨位内燃车高 30%左右，XC 系列较同吨位电叉高 50%）。

收入稳步提升叠加利润率改善，继续强烈推荐。相对于其他机械设备，叉车历史周期性一直较弱，公司在 18 年年报中提出 2019 年收入目标 95 亿元。我们预计随着高端产品的放量、电动化比例的提升，利润率也将较 18 年有所提升，加上收购中策橡胶获得的投资收益（假设 3000 万元），预测全年净利润 7.16 亿元，对应当前 PE 11.4 倍，估值较低，继续强烈推荐！

风险提示：叉车整体销量、零部件销量系统性下滑，原材料价格大幅增长。

表 1：中策橡胶、玲珑轮胎、三角轮胎收入、利润对比

	玲珑轮胎		三角轮胎		中策橡胶	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
营业收入（亿元）	139.18	153.02	79.21	75.11	254	268
归母净利润（亿元）	10.48	11.81	4.83	4.83	6.57	8.02
净利率	7.53%	7.72%	6.11%	6.43%	2.59%	2.98%

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：杭叉集团各季度业绩回顾

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	1854	2487	2120	1981	2215
营业毛利	367	526	429	416	449
营业费用	99	140	132	122	120
管理费用（含研发）	122	146	153	155	155
财务费用	1	-6	-9	-1	2
投资收益	15	35	18	30	32
营业利润	146	254	161	152	183
归属母公司净利润	120	194	114	116	145
EPS（元/按最新股本）	0.19	0.31	0.18	0.19	0.23
主要比率					
毛利率	19.8%	21.1%	20.2%	21.0%	20.3%
营业费用率	5.4%	5.6%	6.2%	6.2%	5.4%
管理（研发）费率	6.6%	5.9%	7.2%	7.8%	5.8%
营业利润率	7.9%	10.2%	7.6%	7.7%	8.2%
有效税率	18.7%	17.0%	9.4%	10.1%	15.2%
净利率	6.5%	7.8%	5.4%	5.9%	6.5%
YoY					
收入	15.8%	30.5%	27.5%	8.0%	19.5%
归属母公司净利润	1.3%	18.7%	25.8%	13.6%	20.6%

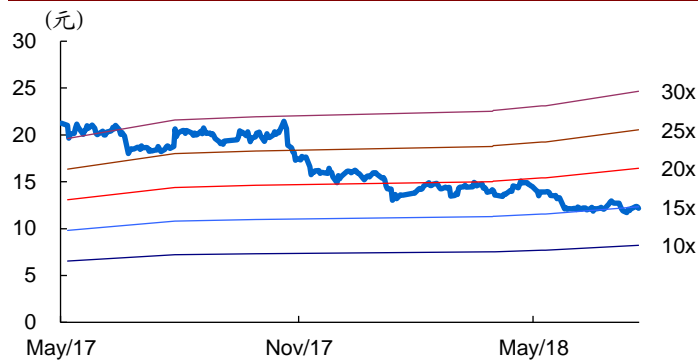
资料来源：公司数据、招商证券

表 3: 杭叉集团主营业务收入假设表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,574	5,371	7004	8443	9491	10396	11183
叉车产品	4,414	5,073	6704	8146	9149	10003	10731
其他	160	297	300	297	342	393	452
营业收入增长率	-17.7%	17.4%	30.4%	20.5%	12.4%	9.5%	7.6%
叉车产品	-16.7%	14.9%	32.1%	21.5%	12.3%	9.3%	7.3%
其他	-38.4%	85.9%	0.8%	-0.9%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率(%)	24.5%	23.6%	21.6%	20.6%	22.3%	23.0%	23.5%
叉车产品	25.1%	24.5%	22.2%	21.0%	22.9%	23.5%	24.2%
其他	8.9%	9.0%	7.1%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%

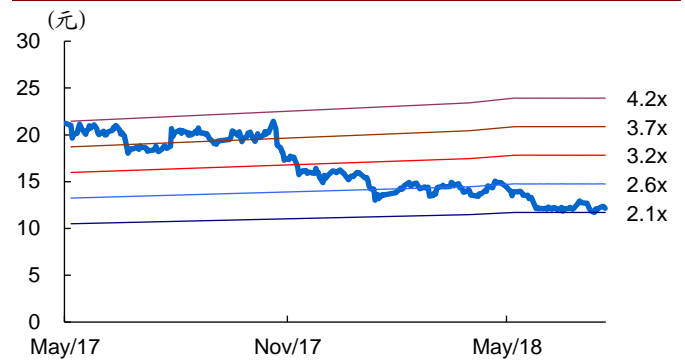
数据来源: 招商证券预测

图 1: 杭叉集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 杭叉集团历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《杭叉集团(603298)——持续产业链布局, 新能源等高端产品将发力》2019-04-21
- 2、《杭叉集团(603298)——电动化进展顺利, 成本下行驱动利润率修复》2019-01-13
- 3、《杭叉集团(603298)——市占率稳中有升, 拥抱行业智能化》2018-10-19

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3988	3891	4602	4991	6016
现金	783	711	861	897	1623
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	190	127	247	270	291
应收款项	418	542	522	579	623
其它应收款	84	0	0	0	0
存货	865	1057	1147	1246	1330
其他	1648	1454	1826	1999	2150
非流动资产	1168	1734	1625	1517	1421
长期股权投资	58	168	168	168	168
固定资产	809	965	893	810	736
无形资产	148	271	244	220	198
其他	153	330	320	320	320
资产总计	5157	5626	6227	6508	7437
流动负债	1332	1395	2018	1600	1699
短期借款	27	22	535	0	0
应付账款	1001	1106	1216	1321	1411
预收账款	124	124	136	148	158
其他	180	143	131	131	131
长期负债	22	29	29	29	29
长期借款	0	8	8	8	8
其他	22	22	22	22	22
负债合计	1354	1425	2048	1630	1729
股本	619	619	619	619	619
资本公积金	960	958	958	958	958
留存收益	1914	2275	2187	2809	3547
少数股东权益	310	349	416	494	586
归属于母公司所有者权益	3493	3852	3763	4385	5123
负债及权益合计	5157	5626	6227	6508	7437

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	519	432	431	763	938
净利润	475	547	716	837	989
折旧摊销	80	110	139	128	116
财务费用	8	(3)	(2)	(4)	(19)
投资收益	(54)	(97)	(50)	(40)	(40)
营运资金变动	(44)	(190)	(438)	(248)	(207)
其它	54	65	65	89	99
投资活动现金流	(1023)	(315)	21	20	20
资本支出	(182)	(647)	(40)	(20)	(20)
其他投资	(841)	331	61	40	40
筹资活动现金流	(217)	(199)	(302)	(747)	(232)
借款变动	(40)	593	501	(535)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	(2)	0	0	0
股利分配	(186)	(805)	(805)	(215)	(251)
其他	6	14	2	4	19
现金净增加额	(721)	(83)	149	36	726

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7004	8443	9491	10396	11183
营业成本	5493	6705	7370	8010	8550
营业税金及附加	45	48	57	62	67
营业费用	414	492	541	582	615
管理费用	483	271	285	312	335
财务费用	(3)	(15)	(2)	(4)	(19)
资产减值损失	25	25	20	20	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	54	97	50	40	40
营业利润	618	716	934	1098	1302
营业外收入	18	12	12	10	10
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	635	725	944	1106	1309
所得税	112	113	161	192	228
净利润	524	612	783	914	1081
少数股东损益	49	66	67	78	92
归属于母公司净利润	475	547	716	837	989
EPS (元)	0.77	0.88	1.16	1.35	1.60

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	30%	21%	12%	10%	8%
营业利润	14%	16%	31%	18%	18%
净利润	18%	15%	31%	17%	18%
获利能力					
毛利率	21.6%	20.6%	22.3%	23.0%	23.5%
净利率	6.8%	6.5%	7.5%	8.0%	8.8%
ROE	13.6%	14.2%	19.0%	19.1%	19.3%
ROIC	13.0%	13.5%	16.2%	18.4%	18.4%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	25.3%	32.9%	25.0%	23.2%
净负债比率	0.5%	0.8%	8.7%	0.1%	0.1%
流动比率	3.0	2.8	2.3	3.1	3.5
速动比率	2.3	2.0	1.7	2.3	2.8
营运能力					
资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.6	1.5
存货周转率	6.8	7.0	6.7	6.7	6.6
应收帐款周转率	16.7	17.6	17.8	18.9	18.6
应付帐款周转率	6.0	6.4	6.3	6.3	6.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.77	0.88	1.16	1.35	1.60
每股经营现金	0.84	0.70	0.70	1.23	1.52
每股净资产	5.64	6.22	6.08	7.09	8.28
每股股利	0.30	1.30	0.35	0.41	0.48
估值比率					
PE	17.2	15.0	11.4	9.8	8.3
PB	2.3	2.1	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	16.7	14.4	10.8	9.4	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队： 7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。