

诺力股份 (603611)

电动仓储叉车接力传统车辆业务，物流系统集成带动发展加速

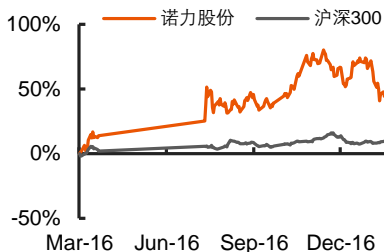
推荐 (首次)

现价: 34.51 元

主要数据

行业	机械设备
公司网址	www.noblelift.com
大股东/持股	丁毅/27.37%
实际控制人/持股	丁毅/%
总股本(百万股)	186
流通 A 股(百万股)	93
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	64.13
流通 A 股市值(亿元)	32.10
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	31.50

行情走势图



证券分析师

黎焜 投资咨询资格编号
S1060516060001
021-38640739
LIKUN235@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **轻小型仓储搬运车龙头，发力电动叉车实现新突破。**公司从轻小型搬运车辆起步，产品线逐步延伸进入电动叉车，主要产品包括轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等。(1)公司长期稳居国内轻小型搬运车市场首位，同时发力电动仓储叉车，电动步行式仓储叉车销量位于行业第二位。2016 年前三季度公司营业收入和净利润分别同比增长 18.0% 和 55.0%，处入较快发展轨道。(2)2016 年我国共销售 37 万台叉车，同比增长 12.9%；叉车市场总体保持平稳增长；内燃叉车发展较为成熟，而电动叉车市场仍有较大发展空间。
- **并购无锡中鼎切入物流系统集成领域，掘金千亿市场空间。**2016 年公司通过收购无锡中鼎 90% 股权，进入物流系统集成领域。无锡中鼎主营业务为智能化物流系统集成及相关物流设备，业绩承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 3200 万、5000 万、6800 万元，将充分夯实公司业绩。2016 年 1-8 月，无锡中鼎已实现净利润 3485 万元；公司目前订单增长有保障，业绩兑现几率较大，有望保持快速增长。我国物流系统集成市场 2017 年预计将达到千亿空间，年需求增速保持在 25% 左右。
- **布局 AGV、高空作业平台等新业务，培育新增长点。**公司在轻小型手动搬运车与电动叉车基础上，衍生出 AGV、高空作业平台、机械停车设备等多项业务，打造大物流平台，分散单业务风险。(1)公司与上海交大合作开发 AGV 产品，有望将逐步实现量产，成为公司重要的增长点。(2)公司自主研发高空作业平台，目前已经推出臂式高空作业平台，抢占蓝海市场份额；(3)通过子公司诺力车库研发机械停车设备，产品毛利率较高，并已经实现销售。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2016~2018 年净利润为 1.51 亿、2.35 亿、2.95 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.81、1.26、1.59 元，对应市盈率为 42.6、27.3、21.7 倍。公司电动叉车业务具有较大发展空间，无锡中鼎物流系统集成化业务处于快速发展期，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**物流系统集成业务发展不及预期，上游原材料价格大幅波动，新兴业务发展低于预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1206	1149	1345	2079	2573
YoY(%)	7.6	-4.7	17.0	54.6	23.8
净利润(百万元)	82.3	107	151	235	295
YoY(%)	-4.2	30.2	40.5	55.7	25.9
毛利率(%)	20.8	23.3	27.9	28.2	28.6
净利率(%)	6.8	9.3	11.2	11.3	11.5
ROE(%)	17.2	12.5	16.0	21.1	22.1
EPS(摊薄/元)	0.44	0.58	0.81	1.26	1.59
P/E(倍)	77.9	59.8	42.6	27.3	21.7
P/B(倍)	13.4	7.4	6.6	5.6	4.7

正文目录

一、轻小型仓储搬运车龙头，发力电动叉车实现新突破	4
1.1 公司是轻小型仓储搬运车龙头，高集中度实现规模效应	4
1.2 内燃叉车市场较为成熟，电动仓储叉车成为新突破	6
1.3 “海外建厂+产品结构调整”，成功度过反倾销挑战艰难期	8
二、并购无锡中鼎切入物流系统集成领域，掘金千亿市场空间	10
2.1 收购无锡中鼎，进入物流系统集成领域	10
2.2 物流系统集成千亿市场待发掘	11
三、布局 AGV、高空作业平台等新业务，培育新增长点	13
3.1 与上海交大进行战略合作，AGV 有望实现量产	13
3.2 高空作业平台，抢占蓝海市场份额	16
3.3 机械停车设备，高毛利的新兴产品	18
四、盈利预测与投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

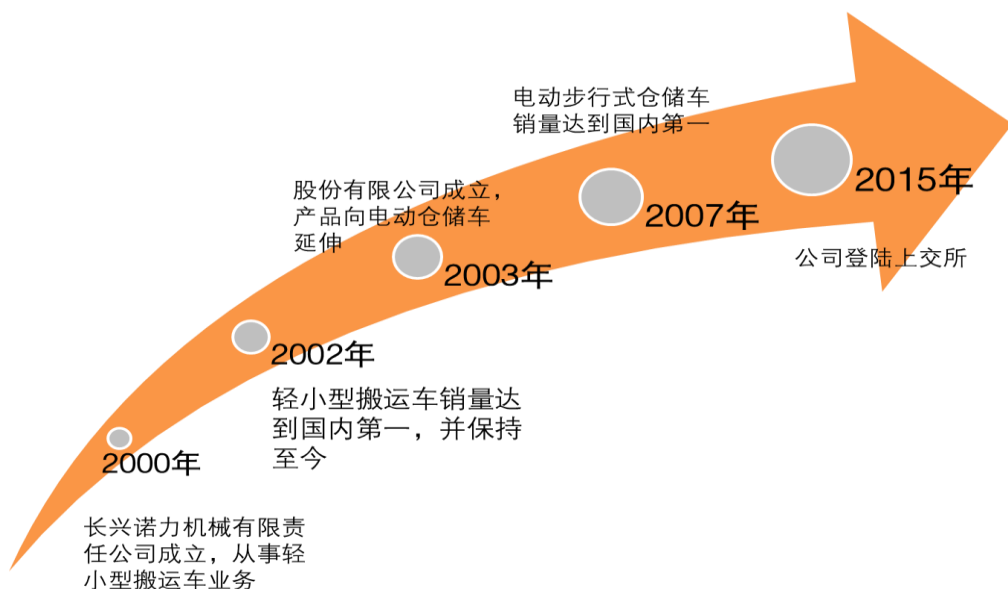
图表 1	诺力股份发展历史	4
图表 2	诺力股份股权结构及控股子公司	4
图表 3	诺力股份仓储搬运车类型	5
图表 4	工业车辆分类	5
图表 5	工业车辆运用领域	6
图表 6	全球叉车销量保持平稳	7
图表 7	欧美发达国家电动叉车比例较高	7
图表 8	我国叉车历年销量	7
图表 9	我国电动叉车占比落后全球平均水平，总体呈现上升态势	8
图表 10	我国电动仓储车辆与仓储业增加值变化图	8
图表 11	我国快递数量保持高速增长	8
图表 12	诺力马来西亚公司收入和净利润增长迅速	9
图表 13	诺力股份电动叉车占比不断提升	9
图表 14	公司营业收入及增速变化	10
图表 15	公司净利润及增速变化	10
图表 16	无锡中鼎产品丰富	11
图表 17	无锡中鼎订单与业绩增长迅速	11
图表 18	物流系统构成	12
图表 19	我国与发达国家物流成本占 GDP 比重对比(%)	12
图表 20	智能物流产业链	12
图表 21	我国物流系统市场总量及增速	13
图表 22	我国自动化立体库市场规模	13
图表 23	诺力股份 AGV 产品系列	14
图表 24	国内 AGV 的历年销量及增速	15
图表 25	物流机器人下游应用	15
图表 26	2016 年中国 AGV 企业十强	15
图表 27	高空作业机械分类	16
图表 28	我国高空作业平台销量	17
图表 29	我国城镇私营和非私营单位年人均工资攀升	17
图表 30	2016 年房屋市政工程生产安全事故类型	17
图表 31	诺力股份高空作业平台类型	18
图表 32	我国汽车历年保有量	18
图表 33	我国机械车位泊位数新增量和内销金额	19
图表 34	诺力股份停车设备类型	19
图表 35	2016 年上半年停车设备毛利率高于其他业务	20
图表 36	公司主营业务盈利预测	20

一、轻小型仓储搬运车龙头，发力电动叉车实现新突破

1.1 公司是轻小型仓储搬运车龙头，高集中度实现规模效应

诺力股份前身由丁毅等 15 个自然人 2002 年成立的长兴诺力机械有限责任公司，丁毅任法定代表人，公司早期生产轻小型搬运车业务，2002 年轻小型搬运车销量达到国内同行业第一位，成为行业龙头，并一直保持至今。2015 年，公司成功登陆 A 股。

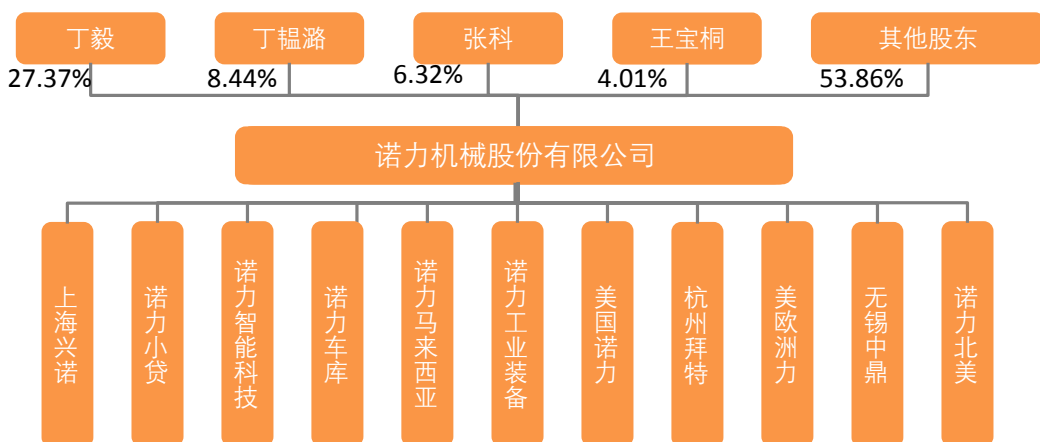
图表1 诺力股份发展历史



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

公司实际控制人、董事长为丁毅，其子丁韞潞任公司副总，持有 8.4% 的公司股份，配偶毛英任公司总经理，持有公司股份的 2.3%。2016 年由于发行股份收购无锡中鼎并定向增发募集资金，引入股东张科和王宝桐；上市公司下辖诺力小贷、诺力智能科技、无锡中鼎、诺力马来西亚等子公司。

图表2 诺力股份股权结构及控股子公司



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司从轻小型搬运车辆起步，产品线逐步延伸进入电动仓储车辆，主要产品包括轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等。

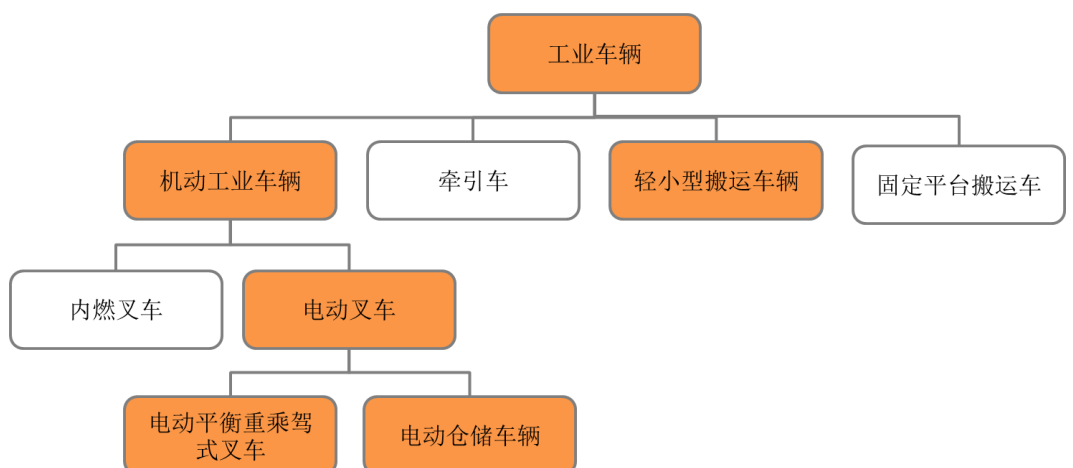
图表3 诺力股份仓储搬运车类型



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司产品属于工业车辆，工业车辆包括机动工业车辆（叉车）、牵引车、轻小型搬运车辆和固定平台搬运车，机动工业车辆进一步细分为内燃叉车和电动叉车，公司产品主要集中在轻小型手动搬运车和电动叉车上。

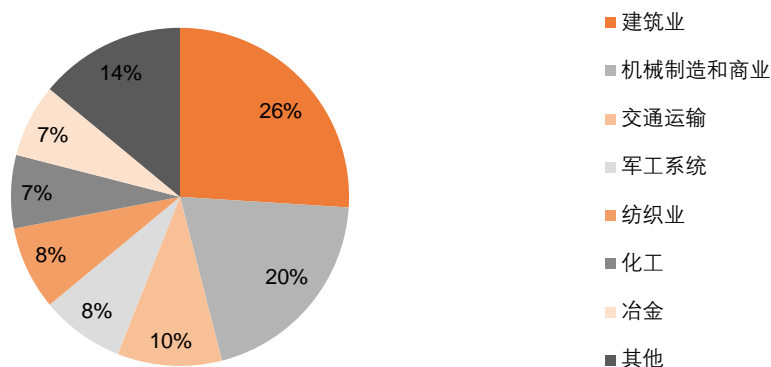
图表4 工业车辆分类



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

工业车辆不同于其他工程机械行业，受宏观经济的波动较小，因为工业车辆下游运用非常广泛，覆盖装备制造、物流业、建筑业、军工系统、纺织业等众多行业。

图表5 工业车辆运用领域



资料来源：中国物流与采购联合会，平安证券研究所

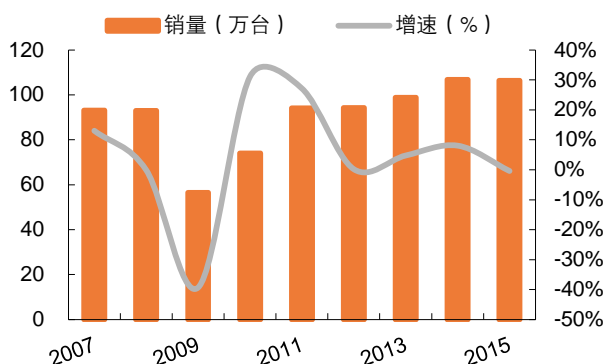
轻小型搬运车作为公司的立身之本，一直占据公司收入 70%左右的比重，公司在该市场处于寡头垄断地位，除公司外，还有宁波如意股份有限公司，2012 年开始，诺力和宁波如意便已经占据了市场 97%的份额，行业的高集中度有助于公司发挥规模经济效应，降低成本。虽然轻小型搬运车技术含量相对较低，产品在外观和功能上相对稳定，但是市场的创新热情依然存在，不断涌现出新型产品，如具备翻越障碍物、原地转向等功能的搬运车，公司未来也将不断加大投入，开拓更加人性化、多功能化的小车，稳扎稳打做好最基础的业务。

1.2 内燃叉车市场较为成熟，电动仓储叉车成为新突破

叉车是指对成件托盘类货物进行装卸、堆垛和短距离运输、重物搬运作业的各种轮式搬运车辆，由动力系统、传动系统、转向系统、液压系统、车身系统、操纵系统、电气系统、制动系统和起升组件等主要部分构成。叉车按照动力来源分为内燃叉车和电动叉车，电动叉车又细分为电动平衡式叉车、电动座驾式仓储叉车和电动步行式仓储叉车。内燃叉车采用柴油、汽油、液化石油或天然气作为发动机动力，最大载荷能力能够达到数十吨，多在室外工作，完成较重货物的搬运，但其尾气排放对环境污染较大。电动叉车采用蓄电池做动力，最大载荷能力在 10 吨以内，适用于医药、食品、物流等较轻货物的搬运。

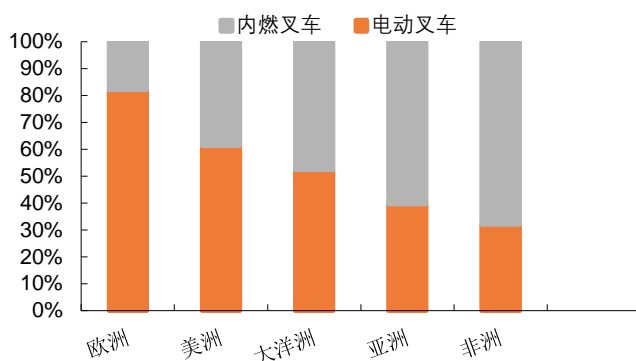
全球叉车行业经过多年发展，目前已经比较成熟，2014 年全球叉车销量首次突破 100 万台，2015 年销售约 106 万台，与 2014 年保持齐平。在产品结构上，非洲和亚洲地区，内燃叉车占比超过 60%，大洋洲和美洲内燃叉车低于 50%，欧洲内燃叉车比重仅有 17.7%，电动叉车的渗透率逐步上升。

图表6 全球叉车销量保持平稳



资料来源: 世界工业车辆统计协会,《国内外工业车辆市场概况》,平安证券研究所

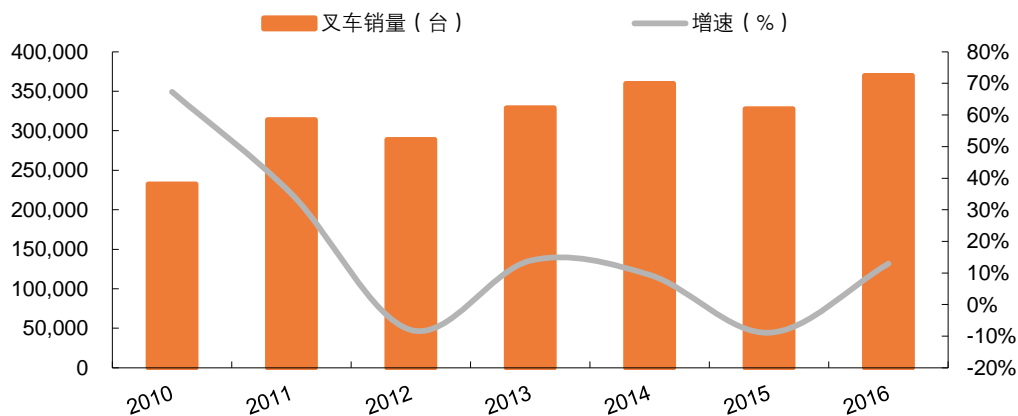
图表7 欧美发达国家电动叉车比例较高



资料来源: 世界工业车辆统计协会,《国内外工业车辆市场概况》,平安证券研究所

我国国内叉车市场总体保持平稳增长,2009年销量仅10万余台,2010年爆发式增长到23万台,近几年增速减缓,销量稳中有升。2016年我国共销售37万台叉车,同比增长12.9%;在全球100万台叉车销量中,我国销量占比超过30%,成为全球最大的销售市场。在我国叉车市场上,内燃叉车仍然占据绝对优势,2015年我国内燃叉车占比超过68.7%。我国内燃叉车竞争格局集中,主要生产厂商为安徽合力、杭叉集团、龙工叉车、三菱重工叉车等企业,2015年前十家企业占据内燃叉市场的81%。

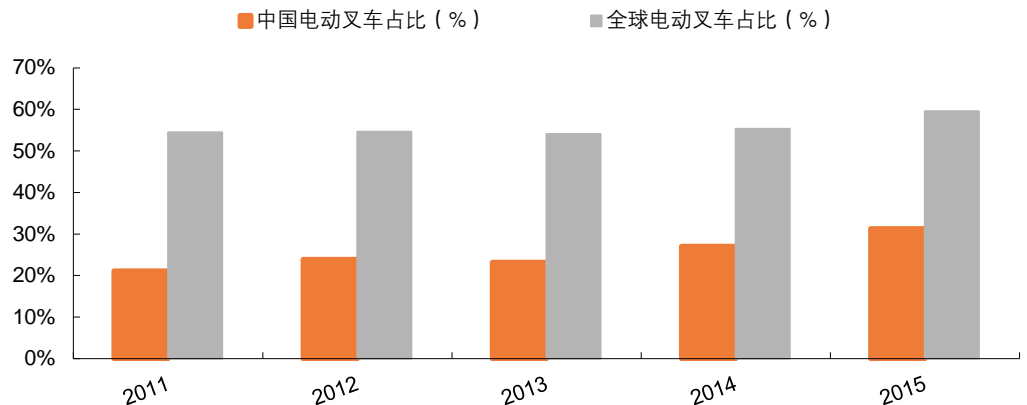
图表8 我国叉车历年销量



资料来源: wind, 平安证券研究所

内燃叉车发展较为成熟,而电动叉车市场仍有较大的发展空间。与欧洲17.65%、美洲38.5%的内燃叉车占比相较而言,我国超过65%的内燃叉车占比过大,随着环保意识的提升,对于污染较大的内燃叉车的限制会越来越多;而电动叉车具有污染少、噪音低等优点,对于仓储、批发零售、食品医药等无需过重载荷量的行业更具有吸引力。整体趋势上,全球电动叉车占比早已超过50%,我国电动叉车占比2015年仅为30%,电动叉车将成为行业发展的趋势。

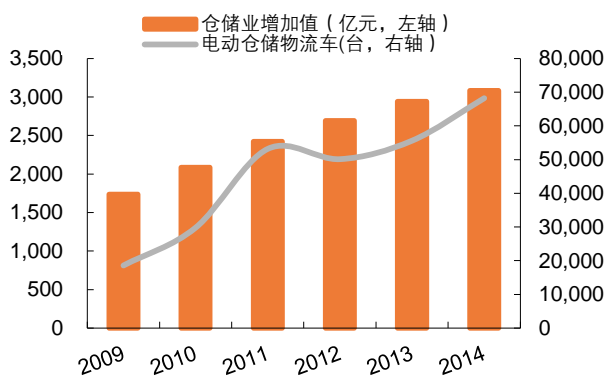
图表9 我国电动叉车占比落后全球平均水平，总体呈现上升态势



资料来源：世界工业车辆统计协会、中国工程机械工业协会工业车辆分会，《国内外工业车辆市场概况》(2011年-2015年)，平安证券研究所

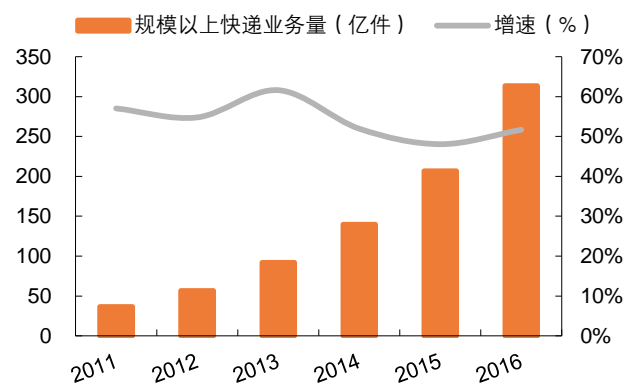
诺力股份把握电动叉车发展机遇，布局电动仓储叉车市场，并通过技术研发和销售渠道优势，迅速抢占了电动仓储叉车高点；2015年公司共销售16278台电动步行式仓储车辆以及472台电动乘驾式叉车，位于国内同行业第二位；相关竞争者主要包括浙江中力机械股份有限公司、安徽合力、林德（中国）、宁波如意和杭叉集团，市场格局集中度较高，前六家企业占据市场份额的86.4%。公司“年产22,000台节能型电动工业车辆建设”募投项目预计2018年达产后，电动步行式仓储车辆的年产能将从2015年的1.5万辆增长到3.6万辆，电动乘驾式叉车的年产能将从400辆增长到1400辆。电动仓储车辆受到物流仓储等行业的热烈追捧，随着我国物流仓储业尤其是电商快递行业的高速发展，未来还有较大的市场提升空间。

图表10 我国电动仓储车辆与仓储业增加值变化图



资料来源：国家统计局，wind，平安证券研究所

图表11 我国快递数量保持高速增长



资料来源：国家邮政局，平安证券研究所

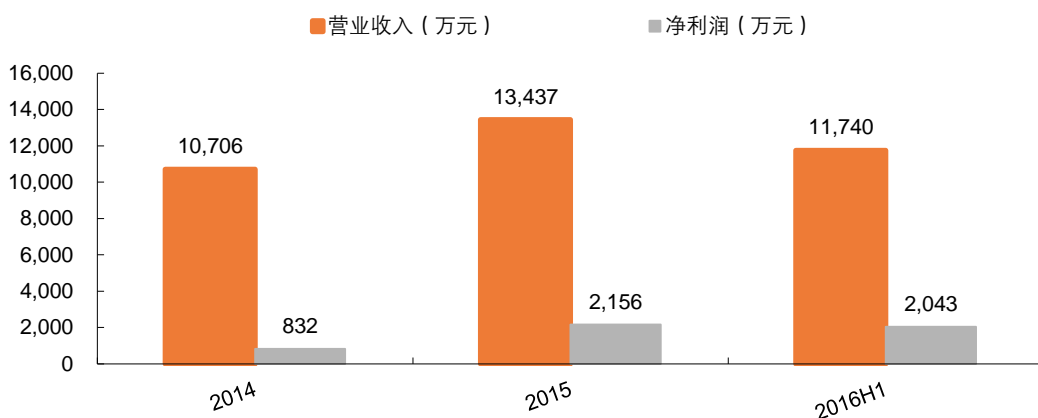
1.3 “海外建厂+产品结构调整”，成功度过反倾销挑战艰难期

2005年7月，欧盟对我国手动搬运车辆及主要零配件做出反倾销裁决，我国相关产品在国际市场上的发展遇到了较大阻力。2011年10月，欧盟作出最终裁决，将继续对我国手动搬运车及其主要配件征收反倾销税。2013年4月，欧盟对所有中国企业生产的手动搬运车及其配件征收70.8%的反倾

销税，有效期 5 年。欧盟对我国手动搬运车的反倾销裁决及反倾销税，严重影响公司主营业务，对公司发展造成较大的挑战,2012、2013 年公司收入呈现下滑态势。

自 2013 年 4 月反倾销税征收启动，公司便开始采取境外备货、境外设厂、拓展新市场、扩大高端产品销售等多项措施以削弱其不利影响。2013 年 5 月，公司收购诺力马来西亚公司并进行增资，收购完成后持有诺力马来西亚公司 90% 的股份，诺力马来西亚主要从事手动液压搬运车及其配件的生产、销售，以及进出口业务。2014 年诺力马来西亚子公司开始贡献收入，当年创造净利润 800 多万元，随着投产产能的释放，2015 年收获净利润 2000 多万元，2016 年上半年诺力马来西亚公司更是贡献净利润 2043 万元，有效规避了欧盟反倾销税的影响。

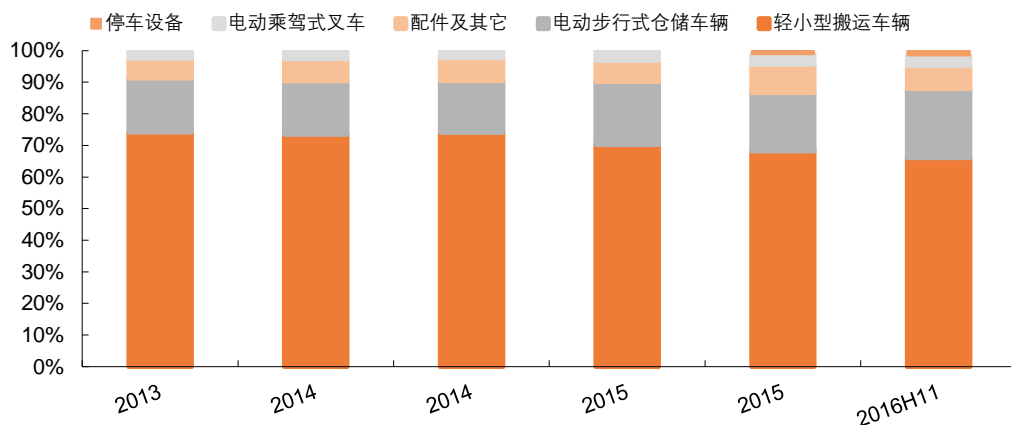
图表12 诺力马来西亚公司收入和净利润增长迅速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

除通过诺力马来西亚公司规避反倾销风险之外，公司同时进行产品升级转型，提高电动叉车销售比例。公司轻小型搬运车收入占比从 2012 年的 75.7% 一路下降，2016 年上半年跌到 65.8%，与之对应，电动叉车累计占比从 2012 年的 16.6% 增长到 2016 年上半年的 24.8%，电动叉车成为公司在叉车市场的重要突破口。

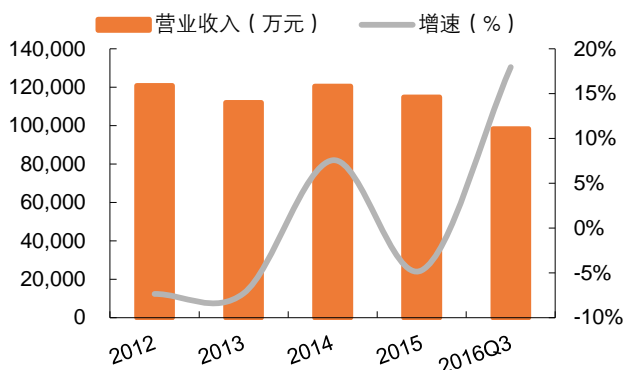
图表13 诺力股份电动叉车占比不断提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

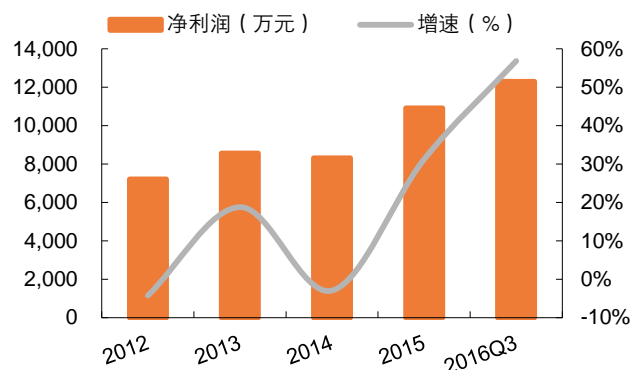
随着诺力马来西亚公司的投产以及电动叉车销售比例的提升，公司成功度过了反倾销挑战最艰难的时期，公司整体业务逐步好转，2016 年前三季度公司主营业务收入 9.8 亿元，同比增长 18.0%，净利润 1.2 亿元，同比大增 55.0%。

图表14 公司营业收入及增速变化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表15 公司净利润及增速变化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

二、 并购无锡中鼎切入物流系统集成领域， 掘金千亿市场空间

2.1 收购无锡中鼎， 进入物流系统集成领域

2016 年 7 月， 公司发布非公开发行预案， 拟向张科、 张元超和张耀明 3 名自然人发行股份及支付现金购买其持有的无锡中鼎 90%的股权， 无锡中鼎 100%股权预估值为 6.8 亿元， 交易双方协商初步确定无锡中鼎 90%股权的交易价格为 5.4 亿元。 2016 年 12 月方案获得证监会核准， 2017 年 1 月非公开发行股份上市。 无锡中鼎业绩承诺 2016 年-2018 年实现利润数分别为 3200 万、 5000 万和 6800 万元。

无锡中鼎成立于 2009 年， 是行业内领先的物流系统集成商和设备供应商， 主营业务涵盖了硬件方面的堆垛机等核心物流装备， 以及相应的软件控制系统。 目前无锡中鼎完成物流系统工程案例超过 200 例， 智能物流系统总包集成项目超过 50 个， 具有成熟的生产技术和丰富的行业经验。

无锡中鼎产品包括自动化立体库、 车间输送系统、 码垛分拣系统和提升设备， 产品运用于原料/成品仓库、 生产环节缓存、 大型配送中心、 冷库/特殊仓库、 车间输送线等， 下游行业包括医药行业、 食品冷链、 新能源、 汽车、 煤炭、 电力、 铁路、 烟草行业等。 经过多年发展， 公司有轨巷道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。

图表16 无锡中鼎产品丰富



自动化立体库



码垛分拣系统



提升设备



车间输送系统

资料来源：无锡中鼎官网，平安证券研究所

近几年无锡中鼎发展加速，订单数量和收入规模明显增长。2014 年公司签单 46 单，2015 年 64 单，2016 年 1-8 月份已经达到 53 单；充足的订单为公司业绩成长提供了良好支撑，营业收入和净利润增长迅速，未来有望实现快速增长。

图表17 无锡中鼎订单与业绩增长迅速

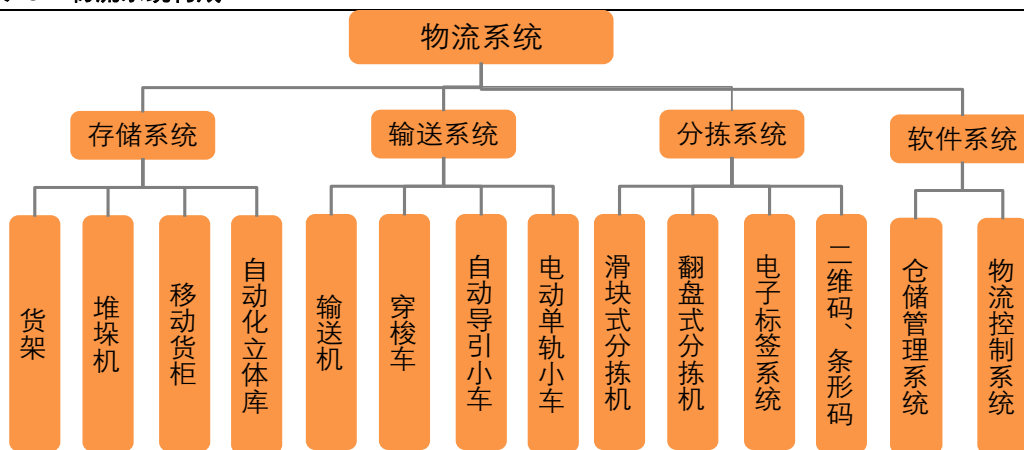
	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
订单数量（单）	46	64	53
订单合计金额（万元）	20,074	43,563	30,742
营业收入（万元）	12,862	15,379	19,391
净利润（万元）	1,621	1,539	3,485

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 物流系统集成千亿市场待发掘

物流系统在国际上也称作物料搬运系统，主要包括存储系统、输送系统、分拣系统、以及软件控制系统，各个系统又由具体的设备或软件构成，彼此之间相互联系、紧密配合最终完成物料搬运的准确投递；出色的仓储物流系统能够提高企业物流效率、降低物流成本，提高客户满意度和忠诚度。

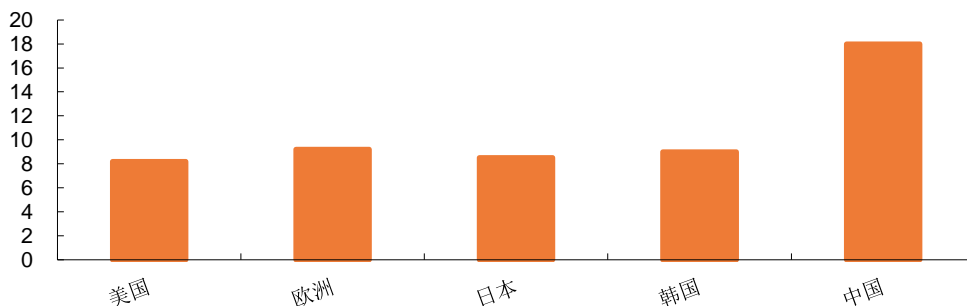
图表18 物流系统构成



资料来源：中国知网，平安证券研究所

2015年我国的物流成本占GDP比重为18%，同时期欧洲为9.2%，美国为8.2%，日本为8%，我国占比明显高于发达国家，物流成本的降低还有较大空间。

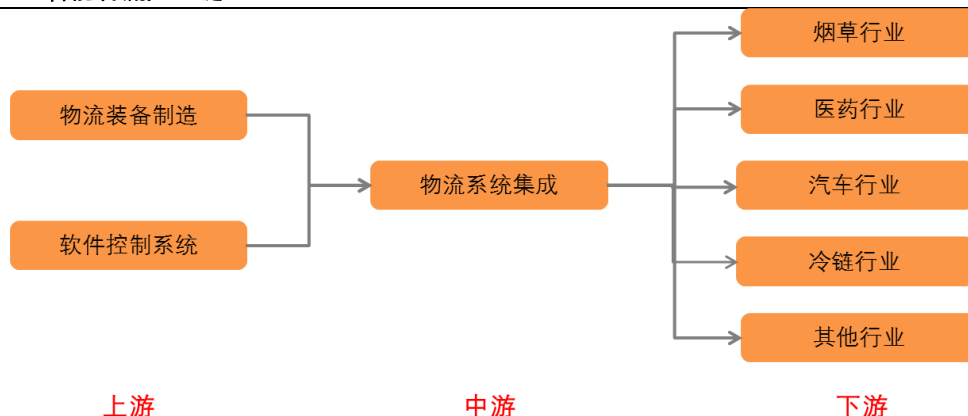
图表19 我国与发达国家物流成本占GDP比重对比(%)



资料来源：wind，平安证券研究所

我国降低企业物流成本的发展过程中，智能物流发展大势所趋。智能物流指将条形码、射频识别、传感器、GPS等技术运用于物流业各个过程中，实现物流自动化运作，提高服务水平，降低成本。物流系统上游包括物流装备技术和软件控制系统，中游为系统集成，下游包括具体运用行业。

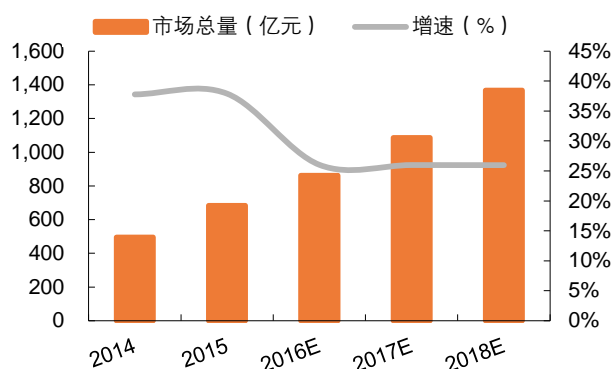
图表20 智能物流产业链



资料来源：公司公告，平安证券研究所

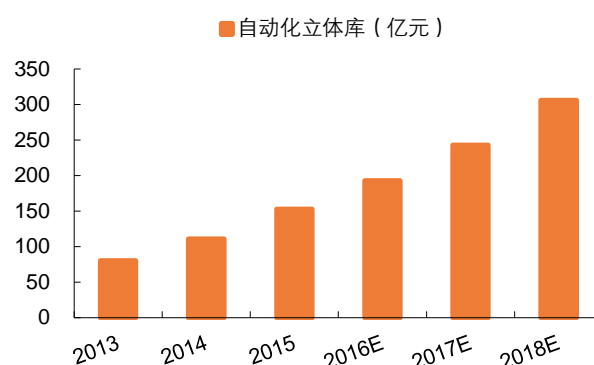
物流系统集成处于智能物流产业链重要地位，它保障了下游行业的生产效率和经济利益，从而使上游行业可以向产业链输送更高效的基础设备，因此，在整个产业链中，物流系统集成商提供的系统设计、高效利用行业资源的能力发挥了重要作用。根据中国物流与采购网数据，2017 年我国物流系统市场有望达到 1086 亿元，年市场需求增速保持在 25%左右，千亿市场空间带动相关系统集成商景气度攀升。系统集成中，自动化立体库占据重要地位，自动化立体库指用立体仓库实现高层存储、自动存取，一般由立体货架、堆垛机、输送机、搬运设备、托盘、管理信息系统及其他设备构成，具有存储容量大、自动存取货物、作业速度快、管理水平高等特点，可以帮助企业减少仓储用地、降低人工成本、提高生产效率、实现整体优化等优势。截止到 2014 年年底，我国自动化立体库数量达到 2400 余座。随着自动化物流系统整体市场发展，2018 年自动化立体库预计达到 305 亿元。

图表21 我国物流系统市场总量及增速



资料来源: 中国物流与采购网, 平安证券研究所

图表22 我国自动化立体库市场规模



资料来源: 中国物流与采购网, 平安证券研究所

目前，我国市场上系统集成商包括国外品牌的日本大福、胜斐迩、瑞仕格、德马泰克等，国内品牌包括今天国际、昆船物流、新松机器人、山东兰剑等企业。国内竞争企业中收入规模超过 10 亿元、市占率达到 1%左右的企业非常少，未来市场集中度有望提升，为行业领先企业带来巨大的发展机会。

无锡中鼎作为有轨巷道堆垛机龙头企业，有轨巷道堆垛机作为自动化立体库的核心装备，将大大受益于自动化立体库整体市场的飞速发展。无锡中鼎不断加大研发投入，发明专利和实用新型专利持续增加并处于国内领先地位，同时拥有较为完整的产业链优势，可以实现物料出入库、存储、无人输送与搬运、生产上下料、生产、分拣与拣选、配送、数据分析等各项功能，核心装备技术加上丰富的行业经验将促使无锡中鼎业绩的持续提升。

三、布局 AGV、高空作业平台等新业务，培育新增长点

公司在轻小型手动搬运车与电动叉车基础上，衍生出 AGV、高空作业平台、机械停车设备等多项业务，打造大物流平台，公司机械停车设备已经开始贡献利润，AGV 和高空作业平台预计今明两年陆续产生收益，公司业务布局广阔，有效分散单业务风险，未来成长可期。

3.1 与上海交大进行战略合作，AGV 有望实现量产

2015 年 4 月，公司发布公告称与上海交通大学签订了战略合作协议，上海交通大学拥有教育部和上海市重点实验室，长期从事无人搬运车的定位、导航、控制等方面的理论研究和应用研究，先后承担了多项科技部国家科技支撑计划、863 计划、ITER 计划、国家自然科学基金等前瞻研究项目，并

且掌握无人搬运车电磁导引、磁带导引、磁钉导引、激光导引、环境导引、车辆控制、车队调度等关键核心技术。

协议签署之后，公司与上海交大为战略合作伙伴关系，双方将建立定期交流机制，广泛开展人才合作与交流，共同开展科学研究,促进科技成果转化并共建校企联合研发中心，重点开展智能化、无人化仓储物流关键技术研究，以及相关产品的产业化开发。

公司通过与上海交大进行战略合作，利用高校科研优势，把握 AGV 车辆的发展机遇，拓展新的业务线和业务产品，培育新的利润增长点。目前，公司和上海交大已经联合研发出 AGV 托盘搬运车、AGV 托盘堆垛车、AGV 托盘智能拣选车等多款 AGV 产品。

AGV (Automated Guided Vehicle) 是指装备有电磁或光学等自动导引装置，它能够沿规定的导引路径行驶，具有安全保护以及各种移载功能的运输车。随着物流系统的迅速发展,AGV 的应用范围不断扩展,AGV 系统能够广泛运用于工业、军事、交通运输、电子等领域,具有良好的环境适应能力。

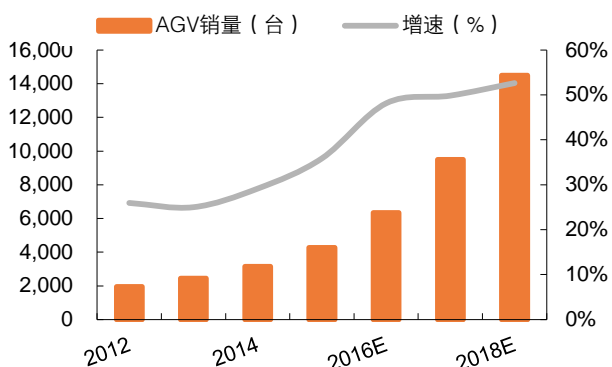
图表23 诺力股份 AGV 产品系列



资料来源：公司官网，平安证券研究所

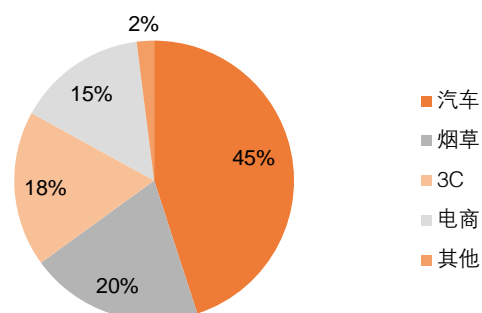
根据高工产研机器人研究所 (GGII) 数据，2015 年我国 AGV 销量 4280 台，市场规模大约 5 亿元，预计到 2018 年将达到 14500 台。目前市场上 AGV 主要运用于汽车、烟草、3C 等下游领域，尤其是汽车制造领域运用占据了 45% 的市场份额。

图表24 国内 AGV 的历年销量及增速



资料来源: GGII, 平安证券研究所

图表25 物流机器人下游应用



资料来源: 新战略机器人产业研究所, 平安证券研究所

AGV 整体市场逐步壮大, 国内自主品牌迅速成长, 国内企业中, 新松机器人、云南昆船智能装备、机科发展科技成为行业三大龙头。诺力股份依靠上海交大的研发实力, 加上多年的物流车制造实力, AGV 产品迅速布局, 有望实现量产, 成为公司重要的增长点。

图表26 2016 年中国 AGV 企业十强

排名	名称	简介
1	新松机器人	成立于 2000 年, 主营工业机器人、自动化装配与检测生产线、物流与仓储自动化成套设备等。AGV 方面, 公司早在成立之前就已开始 AGV 的研发、生产与销售, 市场开拓较早、产品线齐全, 自动化集成能力强。
2	云南昆船智能装备	成立于 1996 年, 致力于 AGV 关键技术的研究与开发, 烟草行业 AGV 集成应用经验丰富, 在烟草行业领域的 AGV 市场份额占比超过 60%, 位居行业第一。
3	机科发展科技	成立于 2002 年, 主营环保设备与工程、冶金设备与工程、AGV 等产品和工程的研发、生产及销售, 近年来公司加强了 AGV 业务的开拓、发展。AGV 市场开拓较早、重型 AGV 研发经验优势、金融印刷领域经验丰富。
4	浙江国自机器人	正式成立 2011 年, 专注于移动机器人的开发和推广, 集科研开发、生产制造、市场营销及工程服务为一体, 业务已覆盖智能移动机器人、智能制造等领域。
5	华晓精密工业 (苏州)	成立于 2003 年, 主营物流容器、物流自动化设备及相关非标设备产品, 其中物流自动化设备主要是 AGV 产品。目前, 公司 AGV 产品已广泛应用于汽车领域, 并且远销海外市场。2016 年 1 月 6 日, 科大智能公告称, 通过发行股份的方式作价 5.49 亿元购买华晓精密工业(苏州)有限公司 100%股权。
6	远能物流自动化	成立于 2008 年, 专注于 AGV 物流自动化系统, 集 AGV 设计、生产、制造、销售、安装调试服务为一体, 为客户提供物流自动化解决方案。
7	嘉腾机器人	成立于 2002 年, 成立早起主营五金件及电子产品相关设备。2005 年, 公司开始立项研发 AGV 产品, 正式进军 AGV 行业, 并于 2008 年正式推出了第一代嘉腾 AGV 产品。公司产品已经广泛应用于电子、汽车、物流等领域。
8	驰众机器人	成立于 2012 年, 专注于 AGV 的研发、生产与销售, 2014 年三丰智能并购长沙驰众 100%股权, 长沙驰众 AGV 的生产等会转移到三丰众驰。
9	井源机电设备	成立于 2004 年, 主营 AGV 及非标设备的研发、生产与销售, 是国内 AGV 行业的先驱者。目前已积累了包括丰田、本田、长城、美的、格力等在內

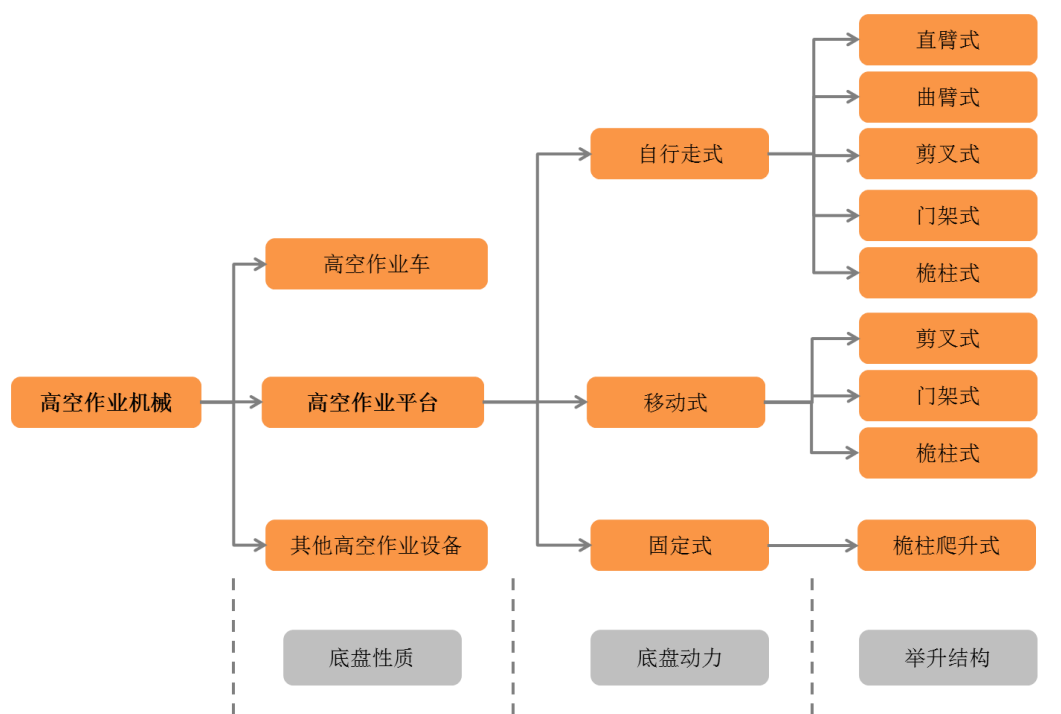
		大型客户。
10	佳顺智能机器人	成立于 2007 年，前身为深圳市佳顺伟业科技有限公司，是专业从事 AGV 及自动化解决方案的研发、生产国家级高新技术企业，经过连续 4 年超过 100% 增长速度的发展，目前已成长为国内最具创新和研发能力的行业领导者，并于 2015 年 12 月成功登陆新三板。

资料来源：GGII，平安证券研究所

3.2 高空作业平台，抢占蓝海市场份额

高空作业平台属于高空作业机械，根据国家标准 GB/T 3608-2008《高处作业分级》规定，凡在坠落高度基准面 2 米以上（含 2 米），有可能坠落的高处进行作业，都称为高处作业。高空作业机械则是为满足高处作业的需要而设计和生产的一类专用设备，它可以将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到指定位置进行各种安装、维修操作，并为作业人员提供安全保障。高空作业机械分为高空作业车、高空作业平台和其他高空作业设备，其中高空作业平台细分为自行走式、移动式 and 固定式。

图表27 高空作业机械分类

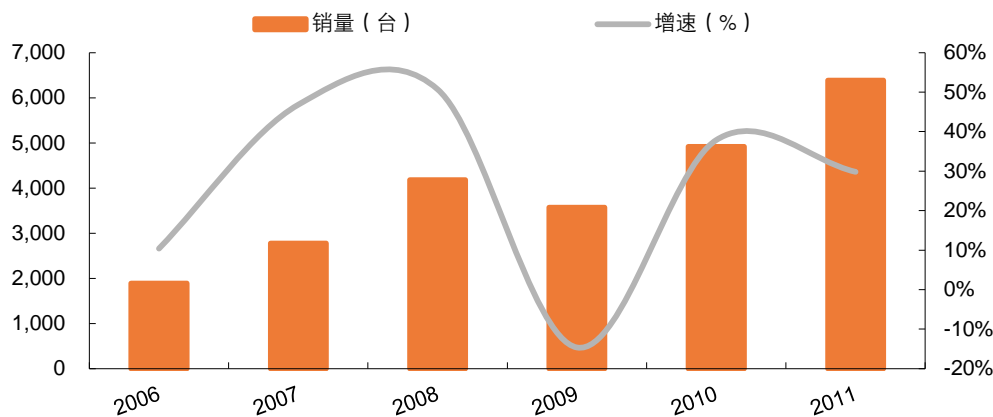


资料来源：浙江鼎力招股说明书，平安证券研究所

欧美等国高空作业平台市场成熟。首先，因为这些国家经济总量巨大，大规模的经济活动造就了大量的高空作业平台需求；其次，这些国家在安全生产方面建立了完善的标准、法规和监管制度，基本杜绝了不安全的高空作业行为，使得高空作业平台成为施工作业的首选装备；最后，高空作业平台能够提高作业效率，对于欧美等人力成本较高的国家具有很强的吸引力。根据 IPAF 专家的测算，以设备数量来计算，美国和欧洲市场每年的销售规模占全球 75% 以上，预计 2015 年美国共销售 14.2 万台高空作业平台，欧洲销售 5.5 万台，在全球占据主导地位。

与之对应，国内高空作业平台发展滞后，根据中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会初步统计，我国高空作业平台销量数据远远落后欧美国家，2011年销量突破6300台，与欧美数十万的销量数据相比还微不足道。

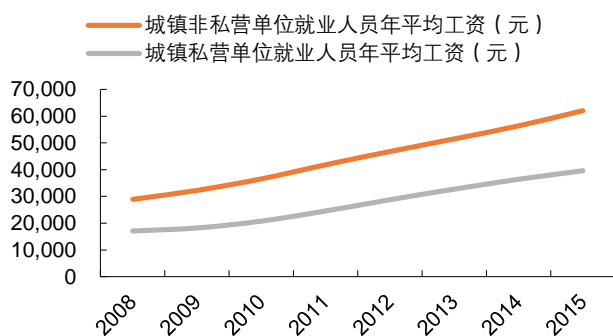
图表28 我国高空作业平台销量



资料来源：中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会，平安证券研究所

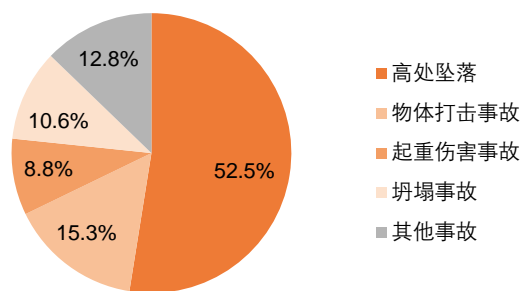
我国建筑施工单位多使用吊篮、脚手架等传统登高工具，虽然成本较低，但是风险较高，根据住房和城乡建设部披露的2016年房屋市政工程生产安全事故情况统计，2016年全国共发生634起事故，其中333起均为高空坠落，占比超过52%，成为房屋市政建设最大的杀手，远远高于欧美国家，甚至高于巴西等发展中国家，提高高空作业安全性要求迫在眉睫。另一方面，我国人均工资水平逐年攀升，人均工资的攀升导致劳动力成本的上升，对于高效的高空设备需求逐日增加。高空作业平台广泛使用于建筑施工、消防管道、建筑物外墙表面的装饰、清洗和维护等复杂环境下的设备安装和维护，安全系数高并且能够大大提高工作效率，未来市场空间潜力较大。

图表29 我国城镇私营和非私营单位年人均工资攀升



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表30 2016年房屋市政工程生产安全事故类型



资料来源：住房和城乡建设部，平安证券研究所

目前，我国高空作业平台属于蓝海市场，竞争者较少，除了国际巨头JLG、Terex、Haulotte不断开拓中国市场之外，国内生产企业主要包括浙江鼎力、京城重工和兴邦重工等几家企业。与欧美国家相比，我国高空作业平台市场还有较大的增长空间，处于快速发展阶段，诺力股份把握市场发展机遇，目前已经推出臂式高空作业平台，未来将有望在蓝海市场抢占份额。

图表31 诺力股份高空作业平台类型



资料来源：公司官网，平安证券研究所

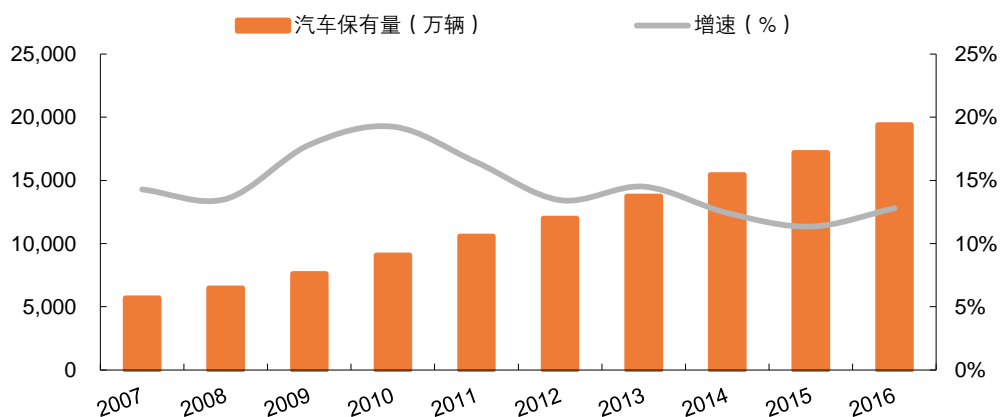
3.3 机械停车设备，高毛利的新兴产品

诺力股份于2014年2月参与设立诺力车库设备制造有限公司,2014年6月,通过股权收购实现100%控股,诺力车库主要从事停车装置的研发、生产和销售。

机械停车位指依靠机械的整体运行和空间的交换达到个体车位使用目的的独立空间,具体分为升降横移类停车设备(PSH)、垂直循环类停车设备(PCX)、巷道堆垛类停车设备(PXD)、水平循环类停车设备(PSX)等。机械车位具体优势包括:1.占地面积只有平面停车场的二十五分之一至二分之一不到,空间利用率大大提升;2.每个车位投资约2-6万,远远低于地面停车位;3.存取快捷,一般一次取车时间不超过120秒。

我国汽车保有量近年来一直保持10%以上的增速增长,汽车保有量从2007年的5600余万辆增加到2016年的1.94亿辆,汽车的快速增长导致停车位的紧张,相比于传统停车场,机械停车位向空中或地下发展,将车辆多层存放,在用地紧张、车多位少的现代都市发挥重要作用。

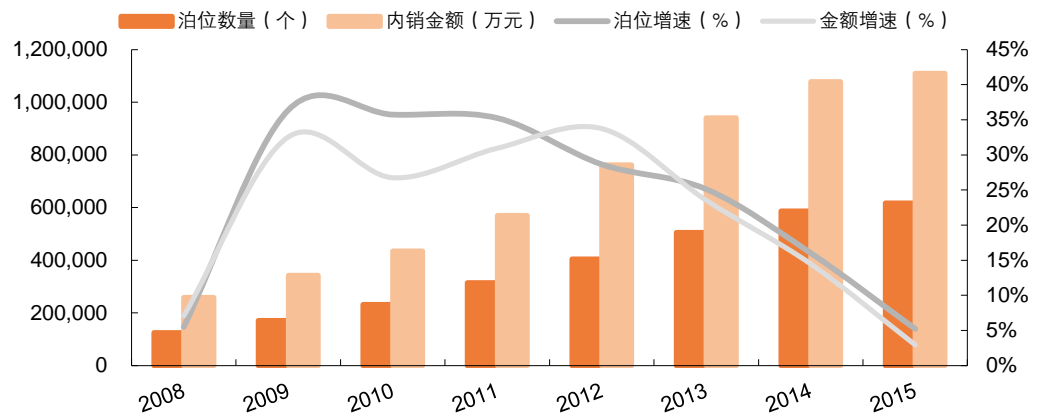
图表32 我国汽车历年保有量



资料来源：公安部，平安证券研究所

我国机械车位2010年至2014年经历过高速成长期,四年的复合增长率达到26%,机械车位的泊位数量从2010年的23.2万个增长到2014年的58.7万个,销售金额也从43.5亿元增长到107.8亿元,2015年由于宏观经济的下行,机械车位增速明显下滑,泊位数量和金额分别增长到61.7万个和110.9亿元。

图表33 我国机械车位泊位数新增量和内销金额



资料来源：中国停车设备工作委员会，平安证券研究所

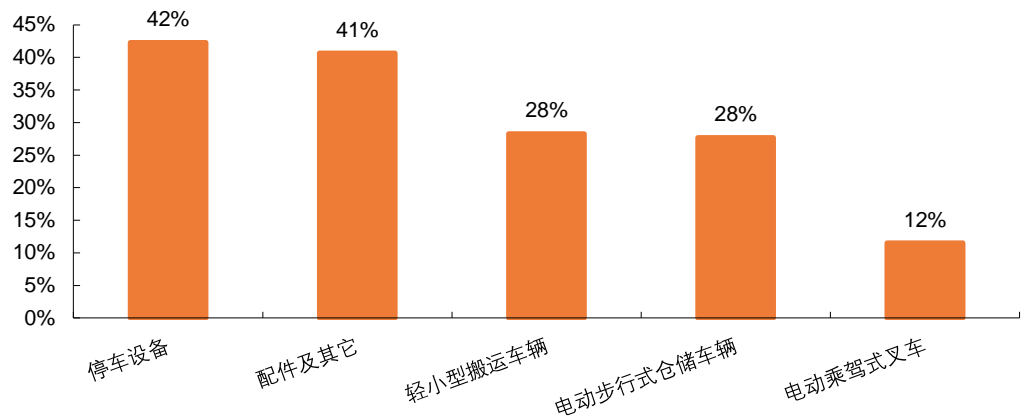
诺力股份通过诺力车库公司从事机械停车设备产品研发生产，目前已经具备生产 PSH-T2 层升降横移类机械停车、升降横移二层带地坑式、升降横移三层带地坑式等多款机械停车设备，2015 年诺力车库的机械停车设备开始实现销售，2016 年上半年停车设备创造收入 965 万元，并且毛利率高达 42%。

图表34 诺力股份停车设备类型



资料来源：诺力车库公司官网，平安证券研究所

图表35 2016年上半年停车设备毛利率高于其他业务



资料来源：公司年报，平安证券研究所

四、盈利预测与投资建议

预计公司 2016~2018 年净利润为 1.51 亿、2.35 亿、2.95 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.81、1.26、1.59 元，对应市盈率为 42.6、27.3、21.7 倍。公司电动叉车等业务预计将保持较快增长，无锡中鼎物流系统集成化业务处于快速发展期，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表36 公司主营业务盈利预测

类别	项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
轻小型搬运车辆	营业收入 (百万元)	879	780	842	910	978
	增速 (%)	10.6%	-11.3%	8.0%	8.0%	7.5%
	毛利率 (%)	18.5%	21.1%	27.0%	27.0%	27.0%
电动步行式仓储车辆	营业收入 (百万元)	196	210	281	379	522
	增速 (%)	6.2%	7.4%	33.8%	35.0%	37.5%
	毛利率 (%)	23.6%	22.5%	28.0%	28.0%	28.0%
电动乘驾式叉车	营业收入 (百万元)	27	36	45	56	72
	增速 (%)	7.6%	31.2%	24.7%	25.0%	29.5%
	毛利率 (%)	5.7%	10.4%	11.8%	12.0%	13.0%
停车设备	营业收入 (百万元)	-	13	45	63	91
	增速 (%)	-	-	237.6%	40.0%	45.0%
	毛利率 (%)	-	22.1%	27.0%	27.0%	27.0%
配件及其它	营业收入 (百万元)	85	103	124	149	183
	增速 (%)	26.3%	22.2%	19.8%	20.0%	23.0%
	毛利率 (%)	35.7%	41.6%	40.0%	40.0%	40.0%
物流系统集成	营业收入 (百万元)	-	-	-	510	712
	增速 (%)	-	-	-	-	39.70%
	毛利率 (%)	-	-	-	29.0%	30.0%
合计	营业收入 (百万元)	1187	1142	1337	2066	2558

增速 (%)	10.8%	-3.8%	17.0%	54.6%	23.8%
毛利率 (%)	20.3%	22.9%	27.9%	28.2%	28.6%

资料来源: wind, 平安证券研究所

五、 风险提示

- 1.物流系统集成业务发展不及预期。
- 2.上游原材料价格大幅波动。
- 3.新兴业务投产不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	954	1048	2049	2121
现金	429	451	1140	1268
应收账款	144	139	298	243
其他应收款	11	27	32	41
预付账款	12	20	29	32
存货	145	202	333	326
其他流动资产	213	209	217	212
非流动资产	362	381	491	544
长期投资	45	41	36	31
固定资产	225	242	348	403
无形资产	66	77	83	85
其他非流动资产	26	22	24	25
资产总计	1316	1429	2540	2665
流动负债	376	378	730	616
短期借款	19	19	19	19
应付账款	254	280	542	471
其他流动负债	103	79	169	126
非流动负债	67	60	67	62
长期借款	50	43	50	45
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	444	439	797	678
少数股东权益	8	16	31	50
股本	160	160	186	186
资本公积	237	237	774	774
留存收益	474	580	747	951
归属母公司股东权益	864	975	1712	1937
负债和股东权益	1316	1429	2540	2665

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	146	112	315	297
净利润	109	159	250	314
折旧摊销	29	27	32	43
财务费用	-15	-1	-1	1
投资损失	-5	-3	-2	-2
营运资金变动	9	-71	35	-62
其他经营现金流	19	1	0	2
投资活动现金流	-220	-45	-141	-96
资本支出	59	24	115	57
长期投资	0	5	5	5
其他投资现金流	-161	-16	-21	-34
筹资活动现金流	216	-45	515	-74
短期借款	19	0	0	0
长期借款	23	-7	7	-5
普通股增加	100	0	26	0
资本公积增加	221	0	537	0
其他筹资现金流	-148	-38	-55	-69
现金净增加额	138	22	689	128

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1149	1345	2079	2573
营业成本	882	969	1492	1838
营业税金及附加	5	5	8	10
营业费用	57	67	102	126
管理费用	97	117	176	214
财务费用	-15	-1	-1	1
资产减值损失	5	5	9	10
公允价值变动收益	5	-1	-0	-2
投资净收益	5	3	2	2
营业利润	128	183	294	374
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	3	3	2	2
利润总额	134	190	301	381
所得税	25	32	52	66
净利润	109	159	250	314
少数股东损益	2	8	15	19
归属母公司净利润	107	151	235	295
EBITDA	155	207	313	390
EPS (元)	0.58	0.81	1.26	1.59

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-4.7	17.0	54.6	23.8
营业利润(%)	36.1	43.6	60.2	27.2
归属于母公司净利润(%)	30.2	40.5	55.7	25.9
获利能力				
毛利率(%)	23.3	27.9	28.2	28.6
净利率(%)	9.3	11.2	11.3	11.5
ROE(%)	12.5	16.0	21.1	22.1
ROIC(%)	10.7	14.1	18.5	19.4
偿债能力				
资产负债率(%)	33.7	30.7	31.4	25.4
净负债比率(%)	-40.2	-38.2	-89.5	-83.3
流动比率	2.5	2.8	2.8	3.4
速动比率	2.1	2.2	2.3	2.9
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	9.5	9.5	9.5	9.5
应付账款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.81	1.26	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.23	0.60	1.69	1.60
每股净资产(最新摊薄)	4.65	5.25	6.18	7.40
估值比率				
P/E	59.83	42.57	27.34	21.72
P/B	7.42	6.58	5.58	4.67
EV/EBITDA	33.5	25.0	14.4	11.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033