

**投资评级：增持(首次评级)**

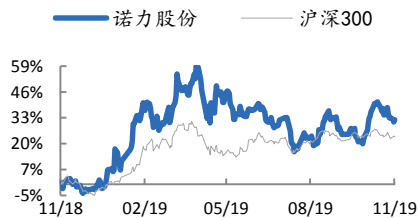
 当前价格(元): 16.68  
合理价格区间(元): 18.32~19.69

**证券分析师**
**韩伟琪**

 资格编号: S0120518020002  
电话: 021-68761616-6160  
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

**联系人**
**汪宇**

 电话: 021-68761616-6384  
邮箱: wanguy2@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.6	2.8	7.1
相对涨幅 (%)	7.1	2.2	5.5

资料来源: 德邦研究

**相关研究**

# 工业车辆+智能仓储双主线, 打开成长空间

## 诺力股份(603611)

**投资要点:**

- **工业车辆细分领域龙头, 业绩保持稳定增长。**公司作为轻小型搬运车和电动步行式仓储车辆龙头企业, 轻小型搬运车占据欧盟市场 50% 的市场份额和全球 33% 的市场份额。近年来受益于行业销量的快速增长, 公司工业车辆业务保持稳定增长。2018 年仓储物流车辆营收 18.58 亿元, 同比增长 35.32%。
- **收购无锡中鼎, 进军智能仓储市场。**公司 2016 年以 5.53 亿收购无锡中鼎 90% 的股权, 从传统的工业车辆领域延伸到智能仓储行业。通过收购无锡中鼎, 公司从智能仓储硬件提供商转型为智能仓储行业“硬件+软件系统”相结合的物流系统集成供应商。无锡中鼎连续三年完成业绩承诺, 彰显投资价值。
- **无锡中鼎在手订单充沛, 下游客户持续开拓。**2019H1 公司在手智能仓储业务订单 27 亿元, 主要来自于新能源、汽车零部件、医药、家具和冷链等行业, 考虑订单施工周期, 未来业绩有保障。公司持续开拓下游客户, 和比亚迪、LG 化学、松下、国药物流、中粮、双汇等企业保持深度合作。
- **积极布局新兴领域, 打造工业车辆“大平台”。**公司积极在 AGV、高空作业平台和立体停车库三个领域进行布局。公司设立上海诺力智能科技, 专注 AGV 及系统的研发工作。诺力不断加大研发投入, 进入高空作业平台领域和立体停车库市场。目前公司已经有桅柱式、剪叉式和曲臂式高空作业平台, 在自主生产的同时为捷尔杰提供代工生产。
- **盈利预测和估值。**预计公司 2019-2021 年营收分别为 29.27 亿元、35.17 亿元、42.91 亿元, YOY 分别为+14.7%、+20.2%、+22.0%, 实现归母净利润 2.55 亿元、3.11 亿元、4.01 亿元, YOY 分别为+35.1%、+22.0%、+30.5%, EPS 分别为 0.95 元、1.16 元、1.51 元, 对应 PE 分别为 17.74、14.63x、11.12x。通过对工业车辆业务和智能物流系统的分拆估值, 我们认为公司的合理估值为 19.28-20.73 倍, 对应股价区间为 18.32-19.69 元, 首次覆盖, 给予增持评级。
- **风险提示。**欧美等发达国家经济增长大幅下滑影响公司海外业务收入; 原材料价格维持高位; 人民币升值导致公司出现汇兑损失; 下游市场需求断崖式萎缩。

**股票数据**

总股本(百万)	267.68
流通 A 股(百万)	267.68
52 周内股价区间(元)	20.05-12.06
总市值(百万)	4,464.83
总资产(百万)	4,859.70
每股净资产(元)	6.10

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2120	2553	2927	3517	4291
(+/-) YoY (%)	61.8	20.4	14.7	20.2	22.0
净利润(百万元)	160	188	251	305	400
(+/-) YoY (%)	10.1	18.1	33.3	21.4	31.2
全面摊薄 EPS	0.60	0.70	0.94	1.14	1.50
毛利率 (%)	23.9	24.0	24.1	25.1	26.2
净资产收益率	10.0	10.9	12.7	13.4	14.9

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 轻小型搬运车龙头，积极渗透物流相关领域.....	5
1.1 公司概况.....	5
1.2 轻小型搬运车龙头，业绩增长稳健.....	6
1.2.1 盈利能力向好，经营质量优异.....	6
1.2.2 公司业绩易受人民币汇率和上游原材料波动影响.....	8
1.3 收购无锡中鼎，进军智能仓储蓝海市场.....	9
2. 工业车辆未来有望保持稳定增长.....	10
2.1 工业车辆增速和宏观经济状况密切相关.....	10
2.1.1 工业车辆分类.....	10
2.1.2 工业车辆销量下游应用广泛.....	11
2.1.3 国内外工业车辆保持稳定增长趋势，国内市场产品结构不断改善.....	11
2.2 市场竞争格局：电动叉车成为各大厂商投入重点，龙头厂商进行差异化竞争.....	12
2.2.1 内燃叉车市场集中度高，中国是世界第一大内燃叉车市场.....	12
2.2.2 龙头公司进行差异化竞争，公司逐步向电动叉车领域渗透.....	13
2.2.3 产能扩张后，公司电动仓储车辆业务有望带动营收.....	13
3. 智能物流市场规模超千亿，智能仓储迎黄金发展期.....	14
3.1 智能仓储在智能物流中承上启下，我国正处于自动化升级到智能化升级阶段.....	14
3.2 市场竞争格局：市场竞争充分，国内厂商技术迭代进军高端市场.....	15
3.3 下游应用广泛，物流快递前景巨大.....	15
3.4 人工成本及物流成本高企致仓储物流智能化势在必行.....	16
3.5 公司在手订单充沛，为业绩释放奠定基础.....	17
4. 盈利预测和估值.....	18
4.1 盈利预测.....	18
4.1.1 基本假设.....	18
4.1.2 盈利预测.....	19
4.2 估值和投资建议.....	19
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1 公司发展进程.....	5
图 2 公司股权结构及主要控股公司 .....	5
图 3 上市以来营收及增速情况（单位：百万元） .....	6
图 4 上市以来归母净利润及增速情况（单位：百万元） .....	6
图 5 公司营收结构.....	6
图 6 销售利润率和净资产收益率（单位：%） .....	7
图 7 资产负债率 .....	7
图 8 公司资金情况（单位：百万元） .....	7
图 9 非流动负债及占比（单位：百万元） .....	7
图 10 经营活动产生的现金流量净额/带息债务.....	7
图 11 公司海内外收入对比（单位：百万元） .....	8
图 12 公司海外收入占比 .....	8
图 13 美元兑人民币汇率（单位：元） .....	8
图 14 欧元兑人民币汇率（单位：元） .....	8
图 15 财务费用（单位：万元） .....	8
图 16 汇兑收益（单位：万元） .....	8
图 17 公司综合毛利.....	9
图 18 钢铁价格指数：中厚板 20 .....	9
图 19 自动化立体库设备-堆垛机 .....	9
图 20 车间输送系统-滚筒输送系统.....	9
图 21 码垛分拣设备-交叉带式分拣系统 .....	10
图 22 提升设备-螺旋式提升机.....	10
图 23 工业车辆分类.....	10
图 24 机动工业车辆市场分布 .....	11
图 25 全球机动工业车辆销量及增速（单位：台） .....	11
图 26 国内机动工业车辆销量及增速（单位：台） .....	11
图 27 电动叉车占比.....	12
图 28 电动叉车销量及增速（单位：台） .....	12
图 29 机动工业车辆销量和 PMI 波动（月度数据对比） .....	12
图 30 内燃叉车销量及增速（单位：台） .....	13
图 31 内燃叉车销量占比 .....	13

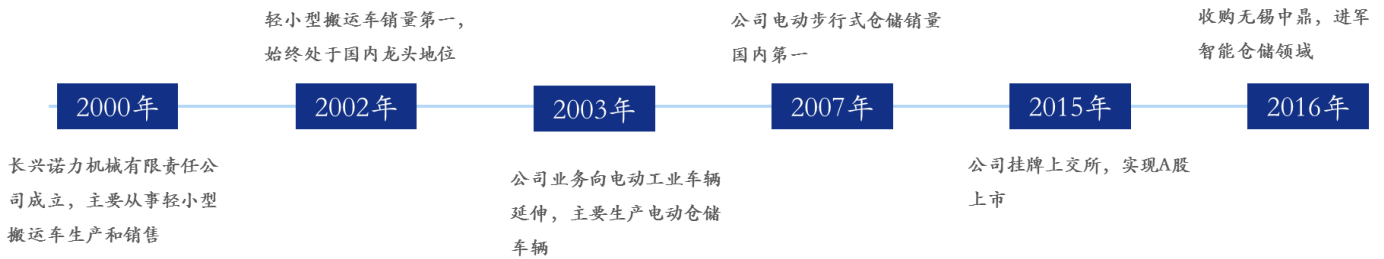
图 32 公司电动步行式叉车销量及占比（单位：台） .....	14
图 33 公司乘驾式叉车销量及占比（单位：台） .....	14
图 34 智能仓储系统构成 .....	14
图 35 自动化立体库下游行业结构 .....	16
图 36 自动化立体库保有量水平（单位：座） .....	16
图 37 淘宝“双 11”成交额（单位：亿元） .....	16
图 38 上市快递企业仓储智能化升级募资金额（单位：亿元） .....	16
图 39 就业人员平均工资：制造业（单位：元） .....	17
图 40 机器投资回报周期：假定机器价格不变（单位：年） .....	17
图 41 物流业总费用及增速（单位：亿元） .....	17
图 42 国内物流业总费用占 GDP 比重 .....	17
图 43 2018 年各国物流成本占 GDP 比重 .....	17
图 44 智能物流系统业务营收（单位：百万元） .....	18
图 45 公司预收账款（单位：百万元） .....	18
图 46 诺力股份 PE Band .....	20
图 47 诺力股份 PB Band .....	20
表 1 国内主要工业车辆生产商 .....	13
表 2 仓储物流发展阶段 .....	15
表 3 国内外厂商对比 .....	15
表 4 公司在手订单对比（单位：万元） .....	18
表 5 营收预测 .....	19
表 6 可比公司估值 .....	19

## 1.轻小型搬运车龙头，积极渗透物流相关领域

### 1.1公司概况

公司成立于 2000 年，是国内仓储物流领域领先的设备供应商和系统集成商；提供系列化产品和定制化服务，包括以轻小型搬运车辆、电动仓储车辆、智能物流机器人等工业车辆为核心的物料搬运板块。2016 年公司收购无锡中鼎，增加智能物流软件业务，形成以中鼎集成为核心的智能物流集成板块。公司以轻小型搬运车为起点，不断涉及仓储行业其他设备领域，打造智能仓储系统集成商，看好公司未来成长。

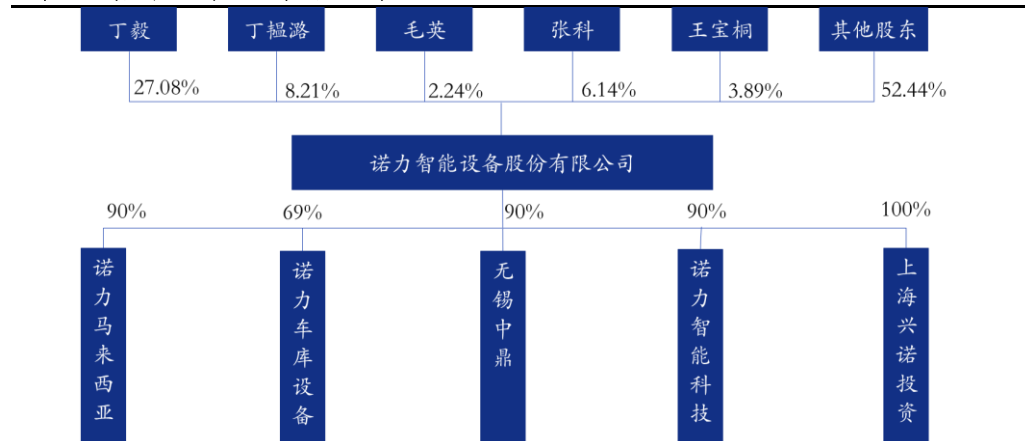
图 1 公司发展进程



资料来源：wind，德邦证券研究所

实控人家族持股 37.53%，股权结构集中，下属子公司架构清晰。公司董事长丁毅持有公司 27.08% 股份，其子和配偶分别持股 8.21% 和 2.24%，实控人家族合计持股 37.53%。公司 2016 年采用“现金+股权”形式收购无锡中鼎，张科为无锡中鼎创始人，目前持有公司 6.14% 的股权。

图 2 公司股权结构及主要控股公司



资料来源：wind，德邦证券研究所

无锡中鼎是仓储物流行业领先的系统集成商和设备供应商，主要业务涵盖堆垛机等核心物流设备以及相应的控制系统。中鼎下游客户广泛，包括医药、新能源、食品冷链、煤炭、电力、烟草、汽车等行业。公司目前有轨巷道堆垛机技术处于国内领先，市占率保持国内第一。

子公司诺力智能科技主要从事 AGV、平库以及多层库堆垛机产品的研发和生产，和无锡中鼎产能很好的产业协同，是公司智能物流板块的重要组成部分。

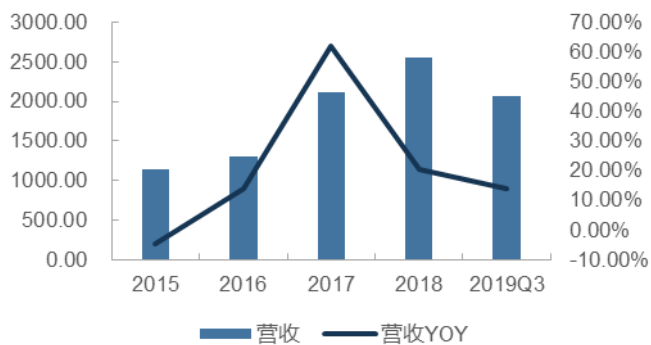
诺力车库设备主要从事机械式停车设备的研发、生产和销售，通过立体式停车库的产品输出，解决城市停车难问题。

## 1.2 轻小型搬运车龙头，业绩增长稳健

### 1.2.1 盈利能力向好，经营质量优异

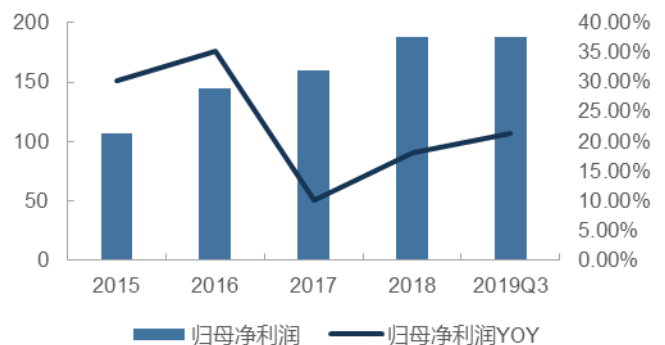
公司上市以来营收和净利润稳健增长。公司上市以来业绩一直保持稳健增长，公司2016年收购中鼎，2017年中鼎并表，公司2017年营收增速达到61.83%。2018年营收25.52亿元，同比增长20.43%，归母净利润1.88亿元，同比增长18.11%；2019前三季度营收20.69亿元，同比增长13.8%，归母净利润1.88亿元，同比增长21.33%。

图3 上市以来营收及增速情况（单位：百万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

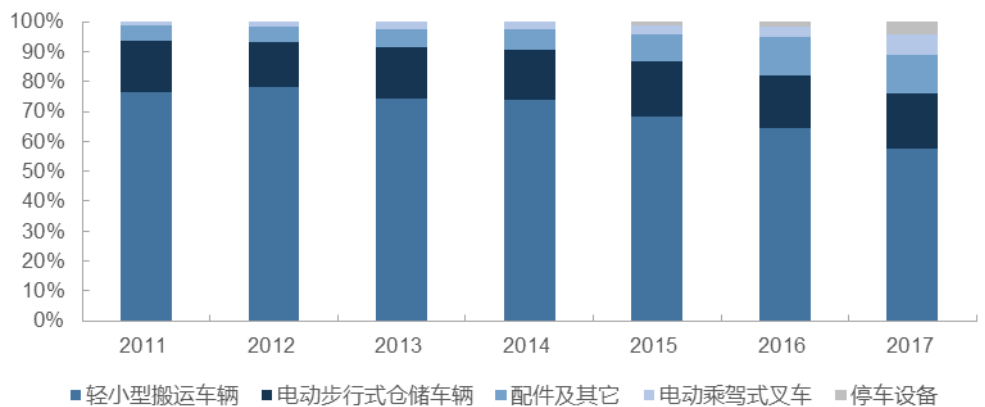
图4 上市以来归母净利润及增速情况（单位：百万元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

轻小型搬运车辆业务在公司发展初期的营收占比长期保持在70%以上，公司在该市场处于垄断地位。从2012年开始，公司和宁波如意共计占据市场97%的市场份额。但轻小型搬运车辆技术含量低，产品在外观和功能上相对稳定。公司把握电动叉车的发展机遇，布局电动仓储叉车市场，通过技术研发迅速抢占市场，目前在电动步行式叉车领域市占率保持第一。

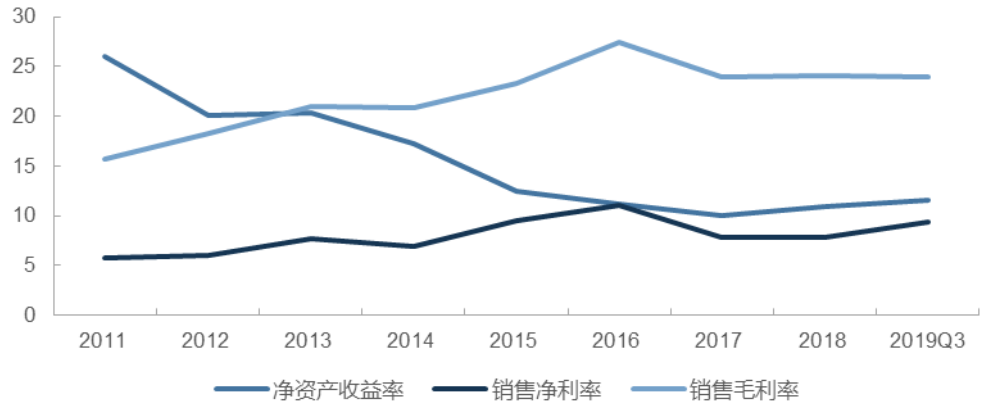
图5 公司营收结构



资料来源：wind，德邦证券研究所

公司2019年净资产收益率和销售净利率分别为11.51%、9.41%，处于缓慢回升状态。销售毛利率受年初原材料价格上涨的影响处于平稳状态，2019年前三季度为23.88%。公司毛利率十年来整体上处于提升状态，2016年受到钢铁行业去产能的影响，钢价维持高位对毛利率产生负面作用。目前，公司实行积极的库存管理并利用有关工具规避原材料价格的波动。

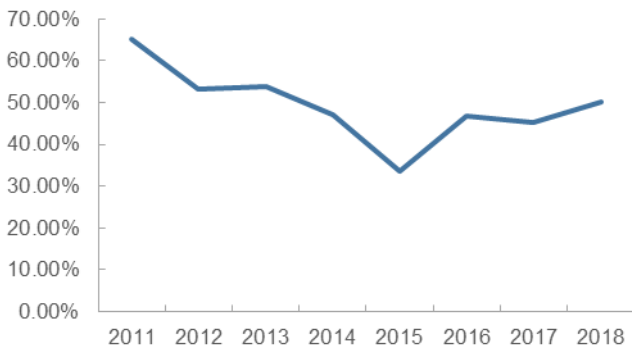
图6 销售利润率和净资产收益率(单位: %)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

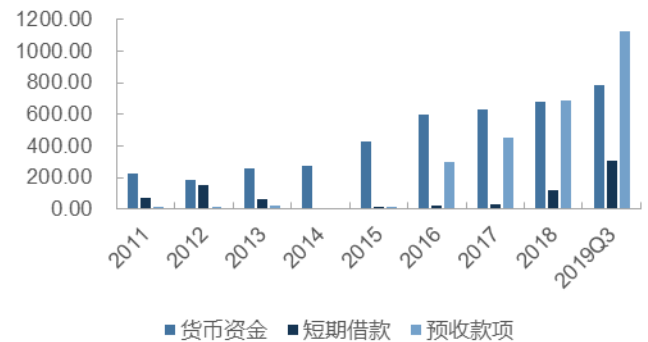
公司在手现金充裕, 偿债风险低。公司资产负债率长期保持在 50%左右, 2015 年之后资产负债率不断上升, 上升的主要原因在于公司短期借款和预售账款出现大幅度增长。公司 2019 年三季度增加了 2.51 亿元的长期借款, 但公司在手现金充裕, 可以覆盖短期借款和长期借款, 公司非流动负债占比长期保持在 10%以下, 经营风险较低。公司 2016 年收购无锡中鼎产生 3.92 亿元的商誉, 无锡中鼎 2016-2018 超额完成业绩承诺, 当前在手订单约 27 亿元, 商誉减值概率较低。

图7 资产负债率



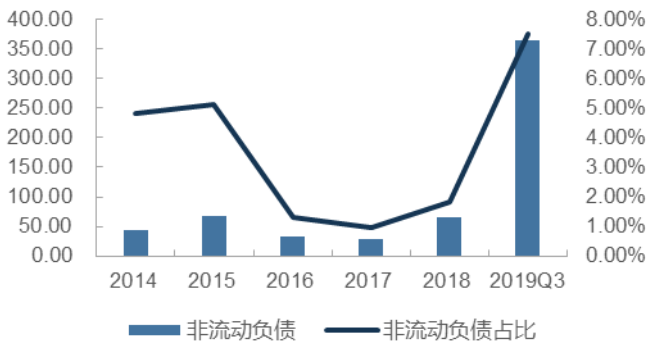
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图8 公司资金情况(单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图9 非流动负债及占比(单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图10 经营活动产生的现金流量净额/带息债务



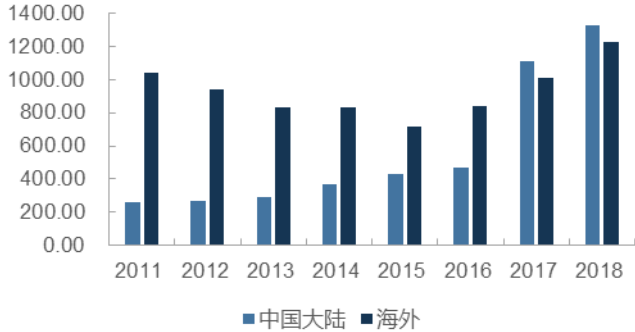
资料来源: wind, 德邦证券研究所



1.2.2 公司业绩易受人民币汇率和上游原材料波动影响

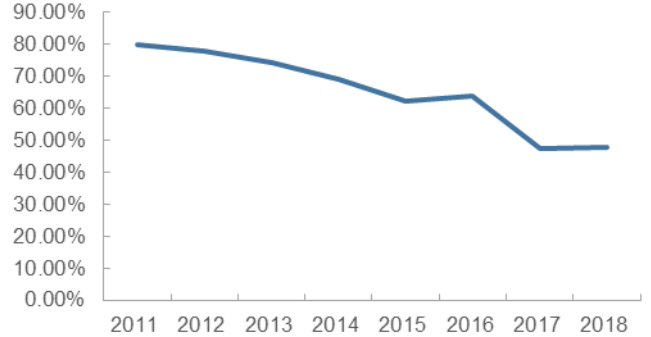
公司业绩易受原材料和人民币汇率波动影响。公司早期从事的轻小型搬运车辆业务主要出口欧美及其他部分发达国家，海外营收占比长期保持在 60% 以上。随着公司国内市场的开拓以及无锡中鼎的并表，海外市场收入不断下降，目前海外收入占比不到 50%。

图 11 公司海内外收入对比 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 12 公司海外收入占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

公司产品轻小型搬运车主要销往欧美地区，剔除无锡中鼎的收入影响，海外营收占比都保持在 50% 以上。因此，公司当年净利润受汇率波动的影响较大。公司 2015、2016 和 2018 年财务费用都实现净收入，主要原因在于人民币兑美元和欧元汇率在这三年里都处于贬值状态，账面产生了较多的汇兑收益。

图 13 美元兑人民币汇率 (单位: 元)



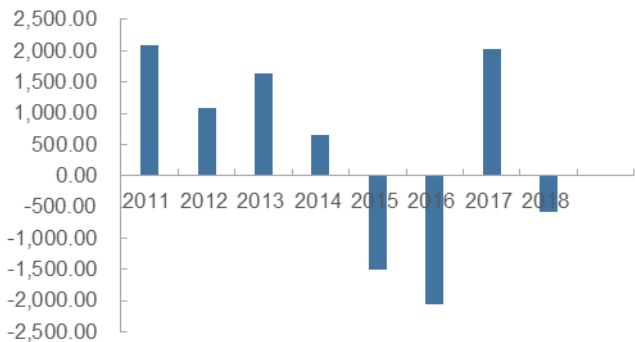
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 14 欧元兑人民币汇率 (单位: 元)



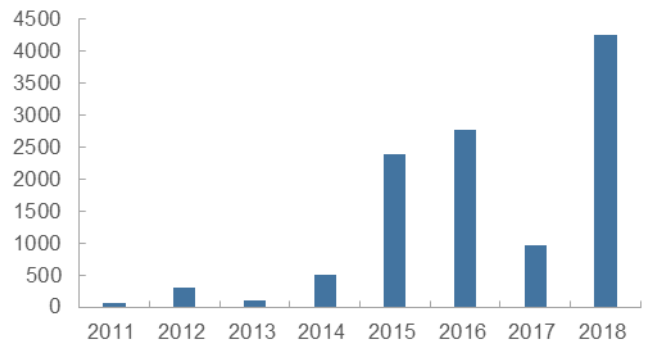
资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 15 财务费用 (单位: 万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 16 汇兑收益 (单位: 万元)



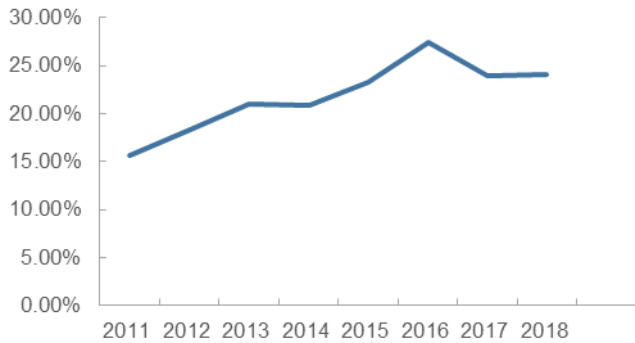
资料来源: wind, 德邦证券研究所

公司毛利易受上游原材料价格波动影响。公司制造成本的 90% 来源于原材料成本，



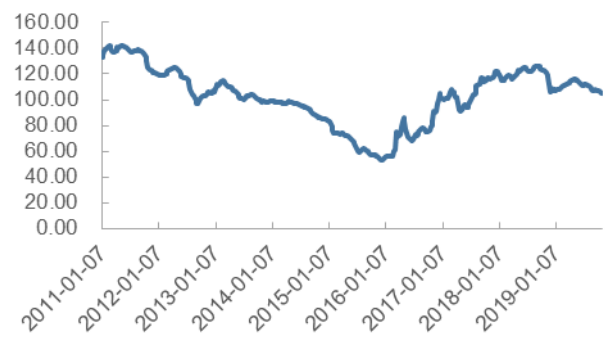
原材料成本中绝大部分是钢材。2016 年国家进行供给侧改革，钢铁行业淘汰落后产能，钢铁价格持续上涨，公司毛利率也在 2017 年出现下滑。未来，随着钢铁行业淘汰落后产能的结束，钢铁价格有望进入下降通道，利好公司业绩。

图 17 公司综合毛利



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 18 钢铁价格指数：中厚板 20



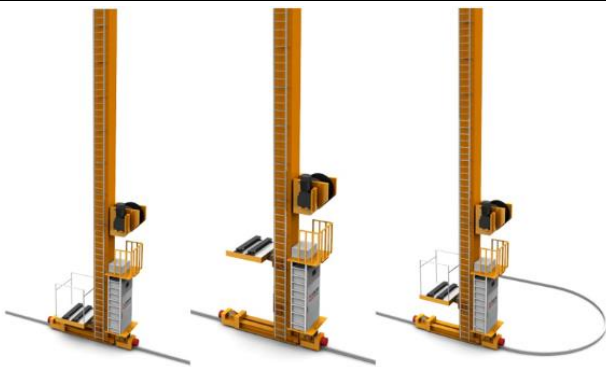
资料来源：wind，德邦证券研究所

### 1.3 收购无锡中鼎，进军智能仓储蓝海市场

公司 2016 年以现金和发行股份购买张科等 3 人持有的无锡中鼎集成技术有限公司 90% 的股权，交易对价 5.4 亿元。其中，以 21.79 元/股发行 1487 万股，支付 3.24 亿元，占交易总额的 60%。

无锡中鼎成立于 2009 年，主要从事智能化物流系统集成及相关物流设备的研发、生产和销售。其主要产品包括自动化立体库、车间输送系统、码垛分拣系统的提升设备等，公司下游行业广泛，覆盖医药、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，公司有轨道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一，完成各类成功案例近 600 个。公司通过收购无锡中鼎，从工业车辆业务延伸到智能仓储设备领域，做软硬件于一体的系统集成商。

图 19 自动化立体库设备-堆垛机



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

图 20 车间输送系统-滚筒输送系统



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

图 21 码垛分拣设备-交叉带式分拣系统



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

图 22 提升设备-螺旋式提升机



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

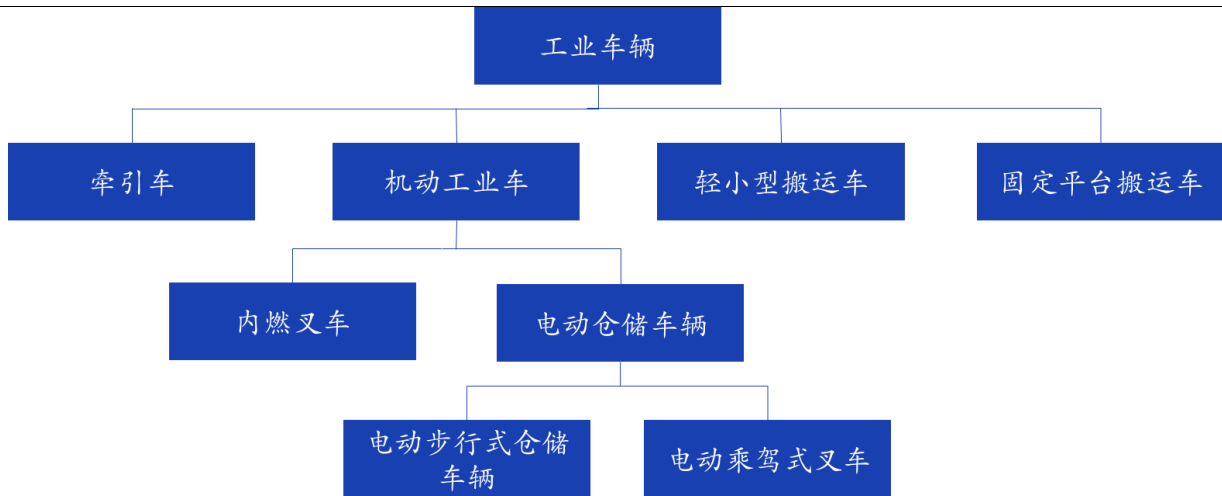
## 2.工业车辆未来有望保持稳定增长

### 2.1工业车辆增速和宏观经济状况密切相关

#### 2.1.1工业车辆分类

工业车辆种类多，主要用于仓储车间。公司轻小型搬运车辆和电动叉车都属于工业车辆，工业车辆主要包括轻小型搬运车辆、牵引车、固定平台搬运车和机动工业车辆，机动工业车辆根据燃料性质可进一步细分为内燃叉车和电动仓储车辆。

图 23 工业车辆分类



资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

内燃叉车，一般采用柴油、汽油、液化石油气或天然气发动机作为动力，载荷能力一般在 1.2~45 吨，作业通道宽度一般为 3.5~5.0 米，考虑到尾气排放和噪音问题，通常用在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所。由于燃料补充方便，因此内燃叉车可实现长时间的连续作业，而且能胜任在恶劣的环境下工作。

电动仓储车辆，以电动机为动力，蓄电池为能源，承载能力一般在 1.0~8.0 吨，作业通道宽度一般为 1.5~5.0 米。由于没有污染、噪音小，广泛应用于室内操作和其他对环境要求较高的行业。随着人们对环境保护和节能减排的日益重视，电动仓储车辆正在部分领域逐步取代内燃叉车。

轻小型搬运车辆，主要应用于货物搬运，水平运动和升降主要以人力驱动（部分车辆采用电驱动升降），因其车体紧凑、移动灵活、自重轻和环保性能好而在各行业得到普遍应用，通常用于短距离频繁作业，主要承担各个环节之间的运输。

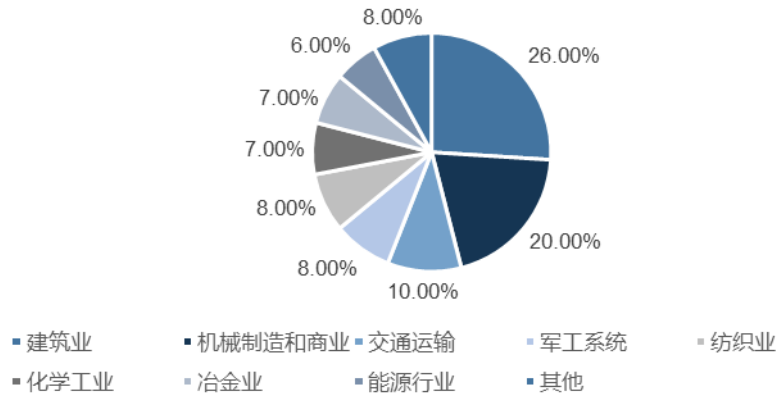
牵引车，专门用于牵引载货挂车进行水平搬运的车辆。牵引车可分为内燃牵引车和电动牵引车。电动牵引车一般采用蓄电池和电动机进行驱动，主要用于室内的牵引作业。

固定平台搬运车是室内经常使用的短距离搬运车辆。

### 2.1.2 工业车辆销量下游应用广泛

工业车辆为工程机械行业一个细分领域，其下游包括了机械制造、轻工业、建筑业、仓储物流服务业等众多行业，涉及面非常广泛，因此对单一行业的周期性波动不太敏感。从细分产品来看，内燃叉车等大功率工业车辆主要应用于建筑业等户外领域，电动仓储车辆、轻小型搬运车辆等产品主要应用于制造业、商业、仓储物流业等室内领域。

图 24 机动工业车辆市场分布



资料来源：公司招股说明书，德邦证券研究所

### 2.1.3 国内外工业车辆保持稳定增长趋势，国内市场产品结构不断改善

2018 年全球机动工业车辆销售超过 150 万台，同比增速超过 14%。中国作为工业车辆生产和销售大国，2018 年机动工业车辆销量达到 59.72 万台，同比增速 20.21%。2019 年受中美贸易摩擦以及国内经济增速放缓的影响，国内机动工业车辆销售增速出现下降，但是国内经济保持中低速增长的态势不会发生改变。同时，随着人工成本上升以及生产效率的要求，未来国内工业机动车辆有望稳定增长。

图 25 全球机动工业车辆销量及增速（单位：台）



资料来源：wind，德邦证券研究所

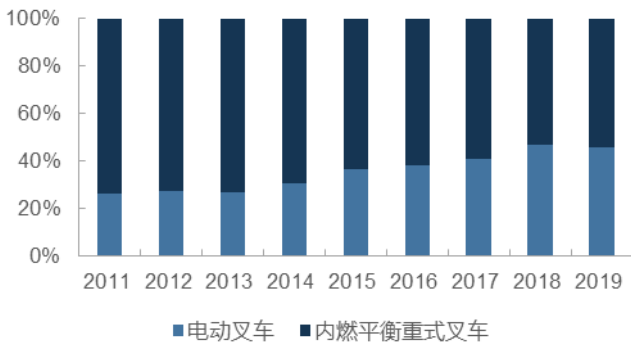
图 26 国内机动工业车辆销量及增速（单位：台）



资料来源：wind，德邦证券研究所

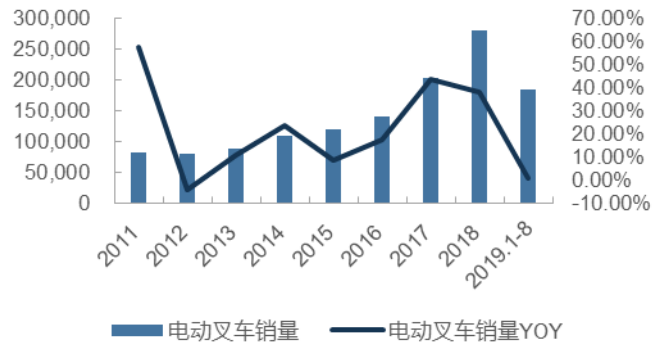
对标国外市场，国内电动叉车占比还有提升空间。相比于内燃叉车，电动叉车有着更好的环保性能和用电成本。随着电池技术和电动叉车输出功率的提升，电动叉车迎来发展机遇。2011 年以来电动叉车销量整体上保持稳步上升的趋势。2019 年 1-8 月，各类电动叉车共计销售 18.48 万辆，同比增长 1%。电动叉车销量占机动工业车辆销量的 46%左右，与欧洲 80%、美国和日本 60%的占比相比，还有很大的提升空间。

图 27 电动叉车占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

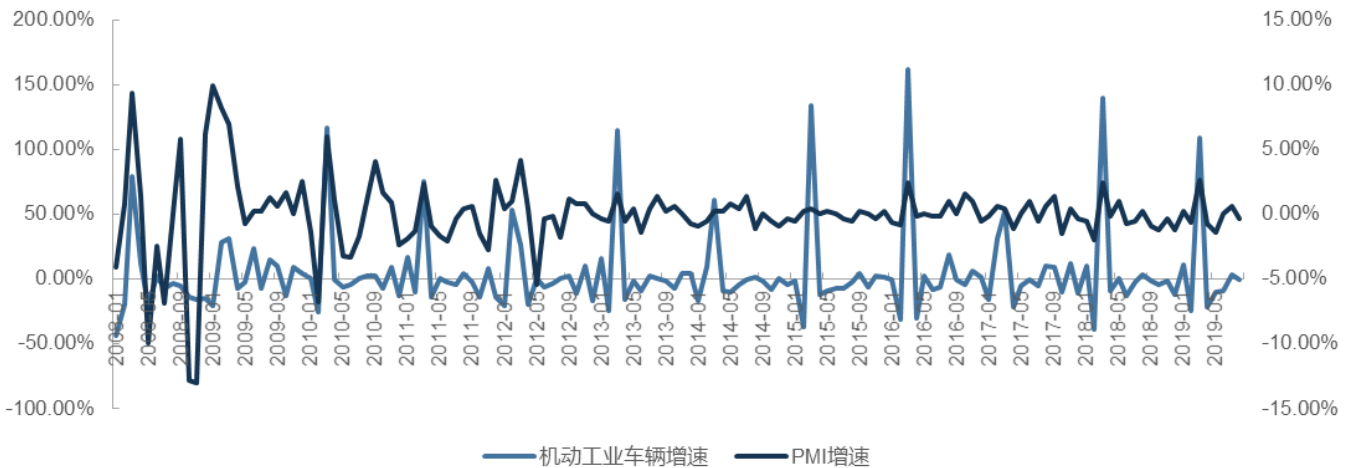
图 28 电动叉车销量及增速 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

工业车辆下游应用广泛,受单一行业影响较小,但与制造业的景气程度密切相关。机动工业车辆销量的波动和月度 PMI 指数的波动呈现出趋同性。2019 年 10 月,国内 PMI 指数 49.3,连续 5 个月处于枯荣线之下,环比降低 1%,但公司机动工业车辆在手订单中海外占比比较高,未来将保持稳定发展。

图 29 机动工业车辆销量和 PMI 波动 (月度数据对比)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

## 2.2 市场竞争格局: 电动叉车成为各大厂商投入重点, 龙头厂商进行差异化竞争

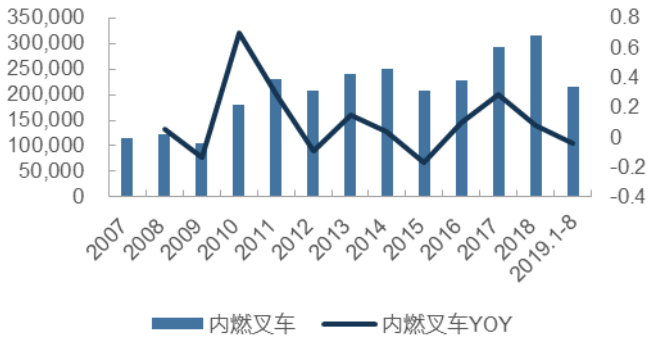
### 2.2.1 内燃叉车市场集中度高, 中国是世界第一大内燃叉车市场

2018 年全球机动工业车辆销售超过 153 万台, 其中中国企业销售了 59.71 万台, 占比将近 40%, 是工业车辆生产制造第一大国, 也是内燃叉车生产制造第一大国。内燃叉车仍然是国内机动工业车辆的主要产品, 中国市场的内燃叉车占到了世界总量的 40%, 亚洲总量的 70%。

在国内工业车辆市场上, 内资企业超过 100 多家和 20 家左右的外资厂商。内燃叉车市场的市场份额主要集中在合力、杭叉、龙叉等企业手中, 前十大企业的占据了全市场超过 80% 的市场份额。2018 年国内企业内燃叉车销量 31.61 万台, 同比增长 7.84%。早期, 由于蓄电池、电机和电控技术的落后, 国内工业车辆企业主要进行内燃机的生产。随着技术的逐步突破以及电动叉车节能、环保安全等方面的优势, 各大厂商纷纷加大电动叉车领域的投入, 内燃叉车销量占比也不断下降。

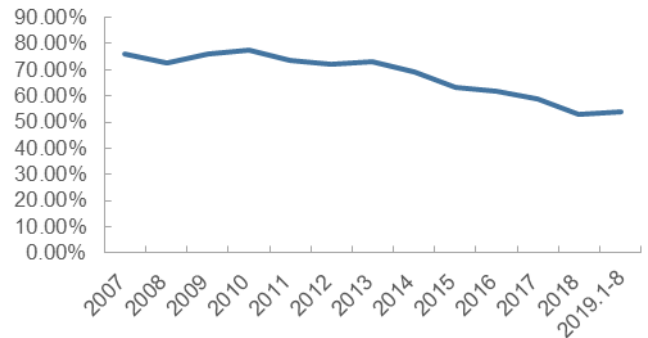


图 30 内燃叉车销量及增速 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 31 内燃叉车销量占比



资料来源: wind, 德邦证券研究所

### 2.2.2 龙头公司进行差异化竞争, 公司逐步向电动叉车领域渗透

外资品牌得益于资金和技术优势, 早期进入中国市场时具有较大优势。中国企业在工业车辆领域初期主要从事内燃机市场和轻小型搬运车市场。随着技术实力和资金实力的增强, 国内企业开始向中高端产品领域渗透。工业车辆虽然竞争激烈, 但是龙头公司进行差异化的竞争。安徽合力、杭叉集团从内燃叉车起家并向电动乘驾式叉车领域扩张, 外资品牌注重高端电动仓储车辆市场的经营, 诺力股份、宁波如意和杭州中力主要垄断轻小型搬运车市场。公司经营采取“扬长避短、先易后难”的策略, 避开老牌厂商传统的内燃叉车领域, 从轻小型搬运车市场起家, 逐步向电动仓储车辆领域渗透。

表 1 国内主要工业车辆生产商

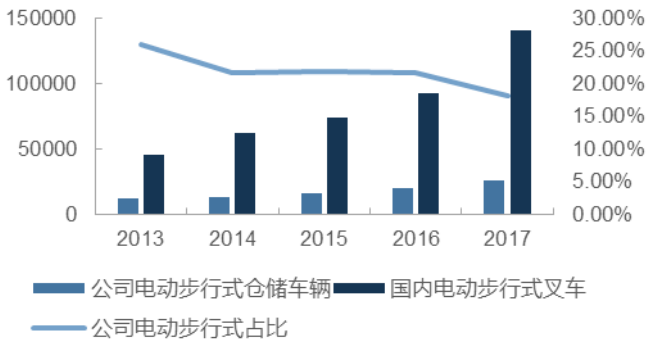
序号	公司名称	主要产品
1	安徽合力	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
2	杭叉集团	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
3	诺力股份	轻小型搬运车、电动步行式搬运车等
4	宁波如意	轻小型搬运车、电动步行式搬运车等
5	杭州中力	轻小型搬运车、电动步行式搬运车等
6	厦工股份	内燃叉车、电动平衡重式、侧面叉车

资料来源: wind, 德邦证券研究所

### 2.2.3 产能扩张后, 公司电动仓储车辆业务有望带动营收

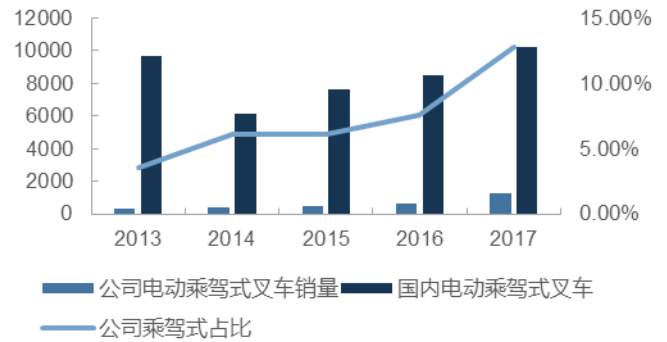
电动叉车销量稳步增长, 公司 2015 年 IPO 募投项目“新增年产 22000 台节能型电动工业车辆”。22000 台节能型电动工业车辆由 1000 台电动乘驾式叉车和 21000 台电动步行式叉车构成。2018 年底投产后, 公司在电动叉车领域形成年产 1400 台电动乘驾式叉车和 36000 台电动步行式叉车的产能。2013-2017 年公司电动叉车销量不断增长, 电动步行式和乘驾式分别销售 25483 台/1307 台, 同比增长分别为 26.14%/103.58%。根据 2017 年电动步行式和电动乘驾式叉车业务板块的收入和销量分别测算得出电动步行式叉车均价为 1.2 万/台, 电动乘驾式叉车售价为 8.81 万元。

图 32 公司电动步行式叉车销量及占比 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 33 公司乘驾式叉车销量及占比 (单位: 台)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

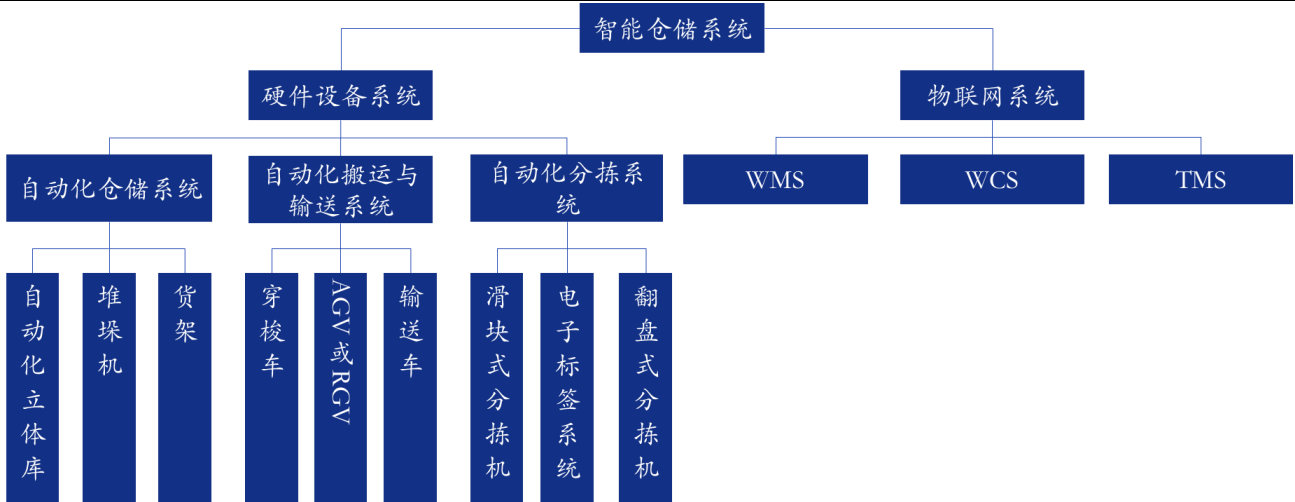
### 3. 智能物流市场规模超千亿, 智能仓储迎黄金发展期

#### 3.1 智能仓储在智能物流中承上启下, 我国正处于自动化升级到智能化升级阶段

智能物流是在互联网和物联网的基础上, 采用信息技术对物品进行智能化的包装、配送、装卸和储藏等环节, 对物流过程中货品的状态进行全程监控, 保证货物能够及时的送到需求者手中。

智能仓储在智能物流中起到承上启下的作用。在物流过程中, 通过节约用地、减轻劳动强度、避免货物损坏或遗失等方式提高仓储的自动化水平以及管理水平, 能够有效地降低损耗、减少资金占用、提高物流效率。整个智能仓储主要由硬件设备系统和软件系统组成。软件系统主要包括仓库管理系统 WMS、仓库控制系统 WCS 和运输管理系统。

图 34 智能仓储系统构成



资料来源: 德邦证券研究所

智能仓储发展主要分为人工仓储、机械化仓储、自动化仓储以及智能自动化仓储五个阶段。1980 年工业物流进入中国, 我国目前正处于推广应用自动化和集成自动化仓储阶段, 未来将会随着行业对互联网的应用进一步往智能自动化仓储方向发展。



**表 2 仓储物流发展阶段**

发展阶段	特点
人工仓储	物资的搬运、存储和管理主要靠人工实现
机械化仓储	用搬运车、堆垛机等设备来部分取代人工
自动化仓储	在机械仓储的基础上引入 AGV/RGV、自动货架等先进的设备系统
集成自动化仓储	以系统集成作为特征, 实现整个系统有机协作
智能自动化仓储	运用互联网技术、自动分拣技术、光导技术、射频识别等对仓储进行执行控制

资料来源: wind, 德邦证券研究所

### 3.2 市场竞争格局: 市场竞争充分, 国内厂商技术迭代进军高端市场

国内智能仓储市场目前处于充分竞争的状态。国内企业和外资厂商都在国内市场推出具有知识产权的智能仓储产品。国内代表企业主要有诺力股份、今天国际、昆仑物流、北高科, 外资厂商主要是日本大福、德马泰克、瑞仕格、胜斐迩。和外资厂商相比, 国内企业主要在产品价格以及产品服务上具备明显优势。外资厂商凭借多年的积累, 在硬件设备技术、项目集成技术以及行业经验上具有比较大的优势。

从行业应用层面来看, 不同厂商深耕不同领域。今天国际和昆船物流在烟草物流领域经营多年, 项目经验丰富。日本大福在汽车和机械领域具备很强的竞争力。国内厂商在烟草、医药、服装食品具备比较好的竞争力, 在电商和机场等领域外资厂商占据明显优势。总的来说, 国内供应商缺乏大项目的总包集成能力, 但是随着行业经验的不断积累, 国内企业通过技术研发正在进军高端市场。目前, 诺力已完成各类工程案例 600 多个, 2017 年诺力和阿里菜鸟物流进行合作建设智能配送中心, 进军零售业智能仓储。

**表 3 国内外厂商对比**

	公司名称	下游行业
外资厂商	日本大福	汽车、电子、机械等
	胜斐迩	汽车、食品、电器制造
	德马泰克	汽车、医药、服装、电商等
	范德兰德	汽车、服装、食品、电商等
	瑞仕格	医药、食品
	诺力股份	新能源、医药、家具、汽车零部件、冷链等
内资厂商	今天国际	新能源、烟草、食品、汽车
	昆船物流	烟草、电力、食品
	东杰智能	汽车、医药、食品
	音飞储存	烟草、食品

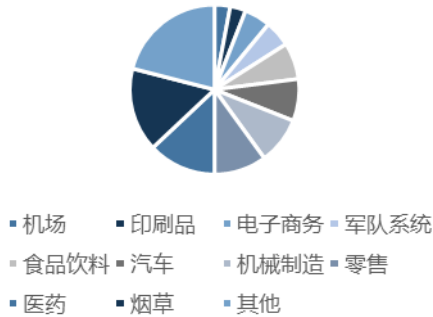
资料来源: wind, 德邦证券研究所

### 3.3 下游应用广泛, 物流快递前景巨大

智能仓储的下游主要包括工业生产物流和商业配送物流。工业物流主要服务于企业内部生产, 为企业自身提供原材料、半成品、零部件以及产成待售品的存储、运输, 实现物流和生产、销售的对接; 商业物流主要用于商品的存储、分拣和配送, 通常应用于电商企业和快递企业。

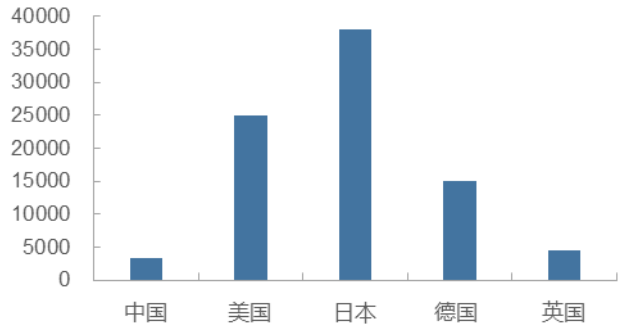
以自动化立体库为例, 产品下游分布烟草、医药、汽车、食品零售等诸多行业, 下游应用广泛, 应用行业分散使得智能仓储产品不存在明显的周期波动。同时和发达国家平均 80% 的自动化率相比, 国内自动化率在 20% 左右, 烟草、医药以及汽车的仓储自动化率水平较高, 但还有很巨大的提升空间。

图 35 自动化立体库下游行业结构



资料来源：前瞻产业研究院，德邦证券研究所

图 36 自动化立体库保有量水平（单位：座）

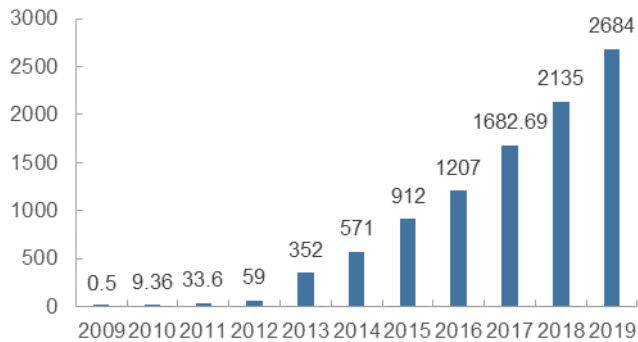


资料来源：前瞻产业研究院，德邦证券研究所

电商物流将会成为国内智能仓储行业增长的巨大引擎。近年来，国内以撮合交易为特征的电子商务平台交易规模不断增加，成交规模的不断扩大使得商品运输、储存量的急剧增长，下游快递行业仅仅依靠人力分拣已经远不能解决问题。以淘宝“双 11”为例，2019 年“双 11”成交 2684 亿元，十年 CAGR 为 136%。

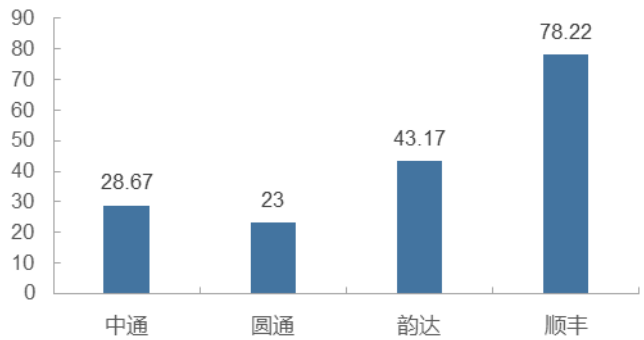
快递企业出于降本增效的考虑，也积极在智能仓储领域进行布局。圆通、申通等快递企业也纷纷借壳上市，在资本市场募集资金对自身仓储设备进行智能升级。从公司的信息披露来看，快递企业主要将资金用于自动化设备和转运中心的建设。电商物流的持续增长将会带动行业的设备需求。

图 37 淘宝“双 11”成交额（单位：亿元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 38 上市快递企业仓储智能化升级募资金额（单位：亿元）

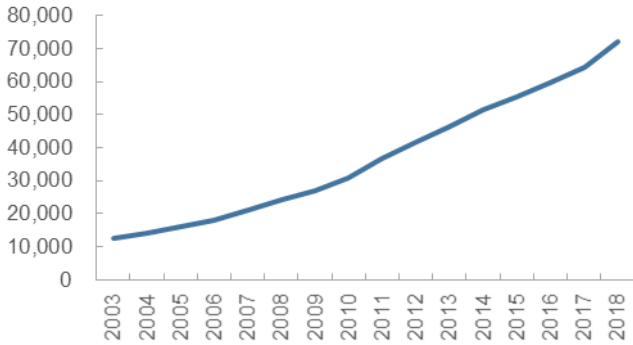


资料来源：wind，德邦证券研究所

### 3.4 人工成本及物流成本高企致仓储物流智能化势在必行

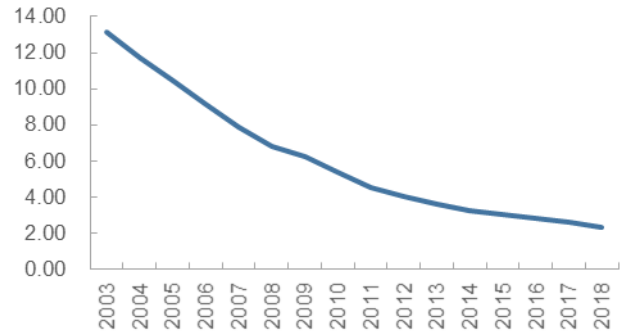
人口红利逐步消失，机器换人大势所趋。随着国内经济的发展，制造业职工工资不断增长，企业的用工成本也随之增加。制造业职工年均工资从 2003 年的 1.2 万元增长到 2018 年的 7.2 万元。用工成本不断增长对物流等劳动密集型企业产生较大压力。另一方面，人工成本上升带来了机器回报周期的下降。假设机器的工作效率是人工的 2 倍并且可以 24 小时工作，那么一台机器等于 6 个工人的劳动量。假设一台机器的投资及保养费用为 100 万元，根据制造业职工的年均工资，机器的投资回报周期从 2003 年 13.15 年下降到 2018 年的 2.31 年。回报周期的缩短也刺激制造业企业对仓储设备进行投资。

图 39 就业人员平均工资：制造业（单位：元）



资料来源：wind，德邦证券研究所

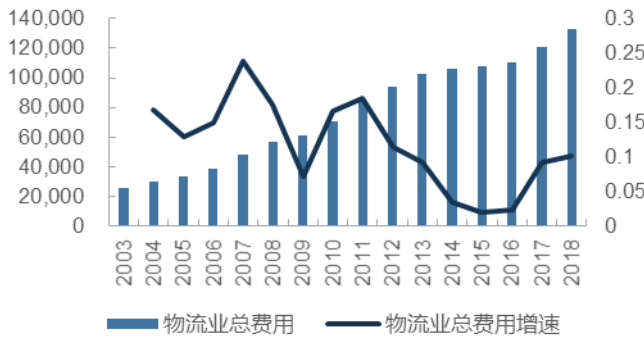
图 40 机器投资回报周期：假定机器价格不变（单位：年）



资料来源：wind，德邦证券研究所

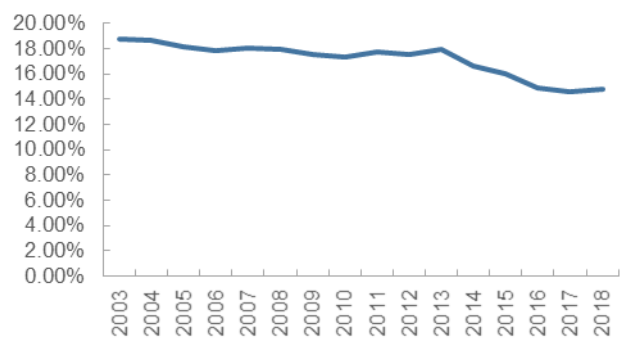
对标欧美等发达国家，国内物流成本较高，具有一定的下降空间。2018 年全国社会物流总额达到 283.1 万亿元，同比增长 11.99%；全国物流业总费用为 13.3 万亿，同比增长 10.13%，占全国 GDP 的 14.8%。和主要发达国家相比，国内物流成本是美国的 1.85 倍，日本和新加坡的 1.74 倍，德国和英国的 1.68 倍。国内物流成本具有较大的下降空间，而在降成本的过程中，智能仓储是关键抓手。

图 41 物流业总费用及增速（单位：亿元）



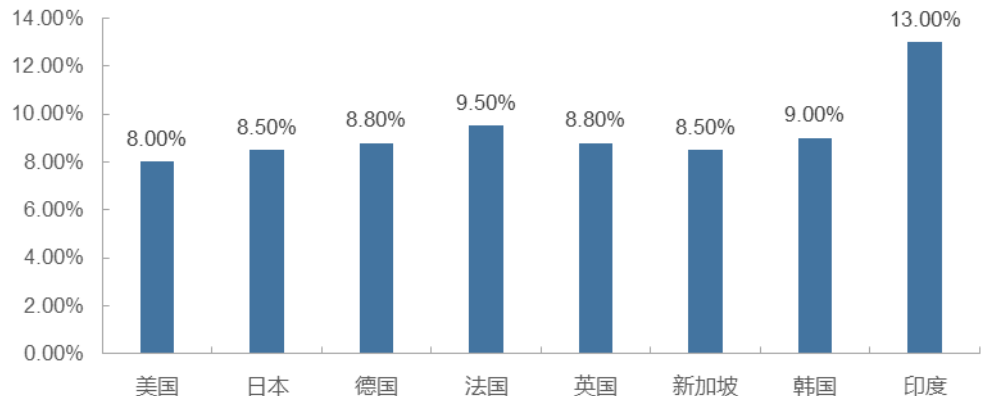
资料来源：wind，德邦证券研究所

图 42 国内物流业总费用占 GDP 比重



资料来源：wind，德邦证券研究所

图 43 2018 年各国物流成本占 GDP 比重



资料来源：wind，德邦证券研究所

### 3.5 公司在手订单充沛，为业绩释放奠定基础

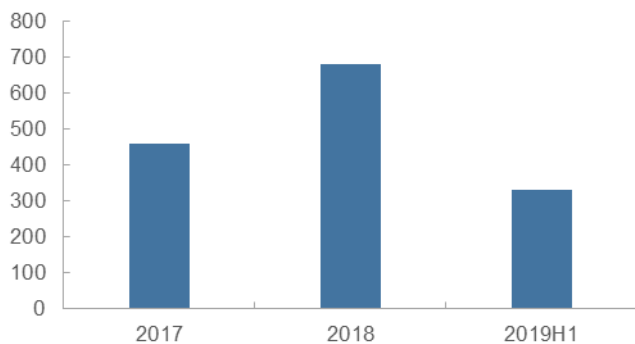
公司 2019 年实现对子公司无锡中鼎的 100% 控股，中鼎集成进一步发挥国内头部智能物流系统集成商的行业优势和技术优势，持续为新能源、食品及冷链、医药、造纸、家居建材等众多行业内的领先企业提供智能物流和供应链解决方案。在新能源动力锂电

领域，中鼎集成自主研发的产品已经更新迭代到第七代，主导负责的国内锂电池产线近60%以上，合作客户包含CATL、比亚迪、LG化学、松下、muRATA(村田)、孚能科技、亿纬锂能等国际一流电池企业以及国内外一流电池企业。

除新能源领域外，中鼎集成在医药行业深耕十数年，项目经验丰富、技术团队专业。根据目前市场新趋势，结合医改政策，研发升级其中的关键技术：货到人拆零、自动包装、托盘密集存储、货到人拣选站台、机器人搬运、信息系统等，拓展更多医药应用场景，更适用药企供应链，提升企业整体实力。

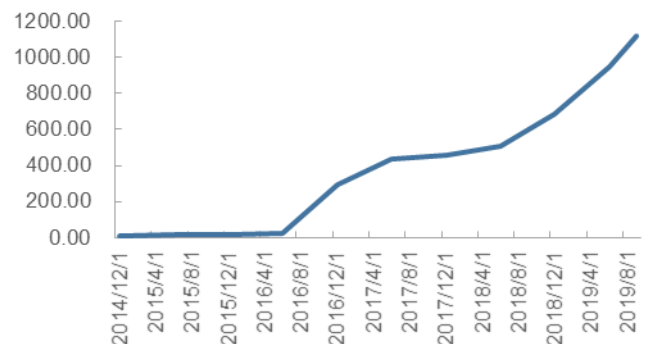
无锡中鼎自收购以来业绩保持快速增长，公司在手订单充沛。公司自2016年收购无锡中鼎以来，在智能仓储领域的业务营收得到快速增长，2018年智能物流系统业务营收6.8亿元，同比增长48.24%。公司在手订单充足，2019年上半年在手订单26.31亿元，新增订单11.17亿元。公司自收购中鼎以来，应收账款保持稳定，预收款大幅增加，主要得益于中鼎下游订单的不断增长。考虑到物流系统业务12个月左右的建设周期，预计2020-2021年智能物流系统业务业绩有保障。

图 44 智能物流系统业务营收 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 45 公司预收账款 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 德邦证券研究所

表 4 公司在手订单对比 (单位: 万元)

	2018 年末手订单	2019H1 在手订单
新能源	95,184.67	147,801.71
医药	27,480.33	34,357.21
家居	17,207.34	26,172.84
汽车零部件	14,666.90	13,996.15
冷链	7,895.10	7,913.60
全部	188,668.00	263,139.35

资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

## 4. 盈利预测和估值

### 4.1 盈利预测

#### 4.1.1 基本假设

我们的盈利预测基于以下的假设:

1) 公司是全球轻小型搬运车龙头企业, 连续 15 年销量保持全球第一, 分别占据欧盟市场 50% 的市场份额和全球 33% 的市场份额。因此, 公司轻小型搬运车业务和全球的宏观经济环境密切相关, 考虑到欧盟、美国以及国内经济增速下滑的可能性, 我们假设轻小型搬运车业务营收 2019-2021 营收增速保持在 5% 左右。

2) 公司电动叉车募投项目于 2018 年底建设结束, 公司电动叉车产能充足。公司积极推动电动步行式叉车和电动乘驾式叉车的销售, 受益于行业增长以及公司的高投入, 假设公司电动叉车业务 2019-2021 年增速保持在 20%左右。

3) 无锡中鼎在手订单 27 亿元左右, 其中新能源行业订单超过 50%, 未来有稳定的业绩释放预期。当前新能源行业处于扩产周期, 对智能仓储的需求量较大。同时, 公司在家具、医药和汽车零部件行业具有丰富的智能仓储经验, 预计无锡中鼎 2019-2021 年营收增速保持的 40%。

4) 公司毛利易受到钢材价格和人民币汇率的影响。当前钢材价格处于下行通道, 人民币汇率受贸易战以及全球经济增长的不确定性影响存在贬值预期, 公司产品毛利将会有一定幅度的提升空间。

#### 4.1.2 盈利预测

预计公司 2019-2021 年营收分别为 29.27 亿元、35.17 亿元、42.91 亿元, YOY 分别为+14.7%、+20.2%、+22.0%, 实现归母净利润 2.55 亿元、3.11 亿元、4.01 亿元, YOY 分别为+35.1%、+22.0%、+30.5%, EPS 分别为 0.95 元、1.16 元、1.51 元, 对应 PE 分别为 17.74、14.63x、11.12x。

表 5 营收预测

	2018	2019E	2020E	2021E
仓储物流车辆及设备 (单位: 万元)	185,779.88	197,441.78	218,384.02	242,466.41
毛利 (%)	22.25%	22.19%	22.69%	23.19%
智能物流系统业务 (单位: 万元)	68,027.15	95,237.80	133,332.92	186,666.09
毛利 (%)	28.45%	28.00%	29.00%	30.00%

资料来源: wind, 德邦证券研究所

#### 4.2 估值和投资建议

公司工业车辆业务和智能仓储业务具有不同的成长性, 我们认为应该对工业车辆业务和智能仓储进行拆分估值。

在工业车辆市场, 安徽合力和杭叉集团在部分业务上和公司业务具有相似性。安徽合力和杭叉集团 2019 年预期 PE 分别为 10.9x、13.4x。考虑到公司相比于合力、杭叉的竞争实力, 以及自身业务的毛利率水平, 公司工业车辆的合理估值为 12-13 倍。预计公司 2019 年工业车辆业务的净利润 1.39 亿元, 合理市值为 16.68-18.07 亿元。

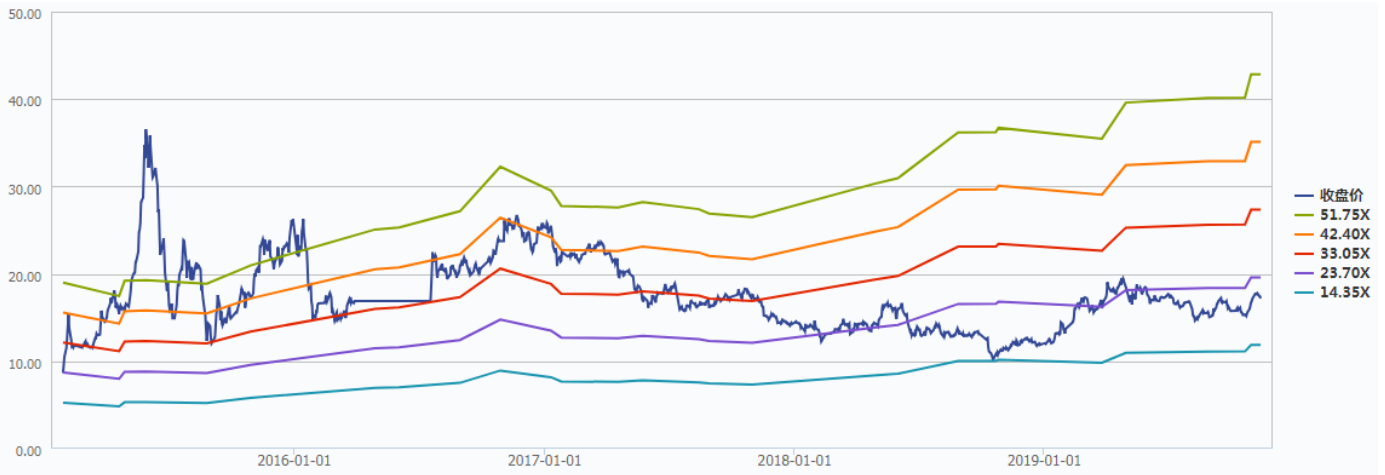
在智能仓储物流市场, 子公司无锡中鼎在手订单 27 亿元, 环比增长 35%左右。公司在新能源、汽车零部件以及医药等领域具有很强的继承能力和竞争实力。可比上市公司今天国际的智能仓储业务主要集中在烟草、医药和汽车领域, 当前估值为 22 倍左右。无锡中鼎在手订单快速增长, 被收购后连续三年超额完成业绩承诺, 显示出无锡中鼎的投资价值。我们认为公司智能物流系统的合理估值为 28-30 倍, 合理市值为 32.48-34.8 亿元。因此, 公司的合理估值为 49.16-52.87 亿元, 对应 2019 年 PE19.28-20.73 倍, 合理股价区间为 18.32-19.69 元, 首次覆盖, 给予增持评级。

表 6 可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	PE (TTM)	PE (19E)
600761. SH	安徽合力	67.87	10.9	10.9
603298. SH	杭叉集团	82.74	13.9	13.4
300532. SZ	今天国际	30.91	134	22.3
603066. SH	音飞储存	22.28	24	22.1

资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 46 诺力股份 PE Band



资料来源: wind, 德邦证券研究所

图 47 诺力股份 PB Band



资料来源: wind, 德邦证券研究所

## 5.风险提示

欧美等发达国家经济增长大幅下滑影响公司海外业务收入; 原材料价格维持高位; 人民币升值导致公司出现汇兑损失; 下游市场需求断崖式萎缩。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2553</b>	<b>2927</b>	<b>3517</b>	<b>4291</b>
每股收益	0.70	0.94	1.14	1.50	营业成本	1939	2222	2635	3169
每股净资产	6.44	7.37	8.51	10.01	毛利率%	24.0	24.1	25.1	26.2
每股经营现金流	1.10	1.45	1.82	1.91	营业税金及附加	20	22	27	33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8	0.7	0.8	0.8
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	110	129	158	192
P/E	17.44	18.56	15.28	11.65	营业费用率%	4.3	4.4	4.5	4.5
P/B	1.91	2.36	2.05	1.74	管理费用	159	176	215	266
P/S	1.83	1.59	1.33	1.09	管理费用率%	6.2	6.0	6.1	6.2
EV/EBITDA	8.88	11.38	8.32	5.84	研发费用	72	76	98	129
股息率%	0.0	0.0	0.0	0.0	研发费用率%	2.8	2.6	2.8	3.0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>253</b>	<b>302</b>	<b>385</b>	<b>502</b>
毛利率	24.0	24.1	25.1	26.2	财务费用	-6	2	4	-2
净利润率	7.4	8.6	8.7	9.3	财务费用率%	-0.2	0.1	0.1	0.0
净资产收益率	10.9	12.7	13.4	14.9	资产减值损失	33	0	0	0
资产回报率	5.3	5.3	5.5	5.9	投资收益	-10	9	5	3
投资回报率	17.7	16.7	22.3	28.9	<b>营业利润</b>	<b>240</b>	<b>316</b>	<b>386</b>	<b>507</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	-1	1	0	-1
营业收入增长率	20.4	14.7	20.2	22.0	<b>利润总额</b>	<b>239</b>	<b>317</b>	<b>386</b>	<b>506</b>
EBIT 增长率	31.3	19.4	27.3	30.4	EBITDA	308	364	452	573
净利润增长率	18.1	33.3	21.4	31.2	所得税	39	55	66	86
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	16.5	17.2	17.1	17.0
资产负债率%	50.1	57.5	57.5	59.1	少数股东损益	11	11	15	20
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>188</b>	<b>251</b>	<b>305</b>	<b>400</b>
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.9					
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	682	900	1204	1650
应收账款周转天数	90.8	120.0	110.0	120.0	应收款项	734	962	1060	1411
存货周转天数	138.9	200.0	210.0	220.0	存货	801	1218	1516	1910
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	其它流动资产	145	162	190	232
固定资产周转率	7.1	5.9	6.8	8.0	流动资产合计	2361	3242	3969	5202
					长期股权投资	153	163	173	183
					固定资产	480	508	531	540
					在建工程	26	18	17	16
					无形资产	86	128	123	118
					非流动资产合计	1176	1520	1547	1560
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3536</b>	<b>4762</b>	<b>5516</b>	<b>6763</b>
净利润	188	251	305	400	短期借款	120	116	40	73
少数股东损益	11	11	15	20	应付账款	700	852	996	1129
非现金支出	87	61	67	71	预收账款	686	1112	1477	2060
非经营收益	11	3	12	14	其它流动负债	200	339	342	420
营运资金变动	-4	62	88	7	流动负债合计	1706	2420	2855	3682
<b>经营活动现金流</b>	<b>294</b>	<b>387</b>	<b>487</b>	<b>511</b>	长期借款	0	251	251	251
资产	-99	-395	-84	-75	其它长期负债	65	65	65	65
投资	-114	-16	-11	-10	非流动负债合计	65	316	316	316
其他	-13	9	5	3	<b>负债总计</b>	<b>1771</b>	<b>2736</b>	<b>3171</b>	<b>3998</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-226</b>	<b>-402</b>	<b>-90</b>	<b>-82</b>	实收资本	268	268	268	268
债权募资	91	-4	-77	33	普通股股东权益	1723	1972	2277	2677
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	42	54	68	88
其他	-106	237	-17	-16	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3536</b>	<b>4762</b>	<b>5516</b>	<b>6763</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-14</b>	<b>233</b>	<b>-94</b>	<b>17</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>54</b>	<b>218</b>	<b>304</b>	<b>446</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 18 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。