

诺力股份 (603611.SH)

其它通用设备行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 33.77 元
 目标价格 (人民币): 43.00-50.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	5,403.20
年内股价最高最低(元)	39.88/18.29
沪深 300 指数	3252.52
上证指数	3039.01



外延收购拓展智能物流领域，人民币贬值+产品高端化助力主业增长

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.372	0.670	0.812	1.043	1.216
每股净资产(元)	7.99	5.40	6.25	7.45	8.85
每股经营性现金流(元)	2.54	0.92	0.91	1.40	1.63
市盈率(倍)	N/A	58.12	37.79	29.43	25.24
行业优化市盈率(倍)	40.37	70.57	58.33	58.33	58.33
净利润增长率(%)	-4.20%	30.19%	21.25%	49.26%	16.59%
净资产收益率(%)	17.18%	12.40%	13.01%	16.28%	15.97%
总股本(百万股)	60.00	160.00	160.00	186.00	186.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **收购无锡中鼎具备较强技术研发与客户资源优势。**无锡中鼎主营智能化物流设备及相关系统集成，核心设备如堆垛机、非标货架等由公司自产，建立起较强竞争优势。凭借行业经验与研发实力，公司提前布局冷链、锂电等特殊行业的物流自动化解决方案，取得先发优势。深耕行业为中鼎积累了广泛的客户资源，其中不乏优质企业如双汇、三全、比亚迪、LG 化学等，客户范围涵盖了冷链、新能源、汽车、医药、食品等众多行业。
- **无锡中鼎订单充足，利润承诺可增厚上市公司业绩。**2015 年中鼎签署合同金额同比增长 1 倍多，至 2016 年一季度末，已签订尚未完工销售合同金额达 5.25 亿元，在手订单充足可保证未来业绩成长。中鼎承诺 2016-2018 年净利润分别为 3200 万、5000 万和 6800 万元，按照原有 1.6 亿股本加上收购方案将新发行 2583.8 万股、共计 1.86 亿股股本计算，16-18 年可增厚上市公司 EPS 分别约为 0.03、0.27、0.37 元/股（16 年按照并表两个月计算）。
- **主业产品高端化趋势显现，人民币贬值与反倾销消退助力业绩增长。**公司近年经营业绩稳定，15 年收入小幅下降、扣非后利润小幅增长。平稳业绩之下，产品结构发生悄然变化，中高端的电动化产品收入增长、占比提升，尤其是高端的电动乘驾仓储车，表现出量价齐升趋势。此外，公司收入构成中海外收入占比较高，2015 年占比为 62%，人民币贬值与反倾销影响消退也有利于公司业绩的增长。从 15 年 1 月至 16 年 6 月，人民币贬值幅度约为 7.5%，测算可增加公司人民币折算收入约 4.5%。

盈利预测

- 我们预测 2016-2018 公司营业收入 12.83/15.96/17.98 亿元，分别同比增长 12%/24%/13%；归母净利润 130/194/226 百万元，分别同比增长 21%/49%/17%；EPS 分别为 0.81/1.04/1.22 元；对应 PE 为 38/29/25 倍。

估值假设

- 我们以 2017 年公司盈利预测为基础，对公司进行分步估值：
 - 1) 传统主业：给予 28 倍 PE，预测净利润 1.44 亿，对应市值约 40 亿元；
 - 2) 无锡中鼎：给予 80 倍 PE（参考可比上市公司），预测净利润 5000 万，

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

徐才华 分析师 SAC 执业编号: S1130516010004
 (8610)66216932
 xucaihua@gjzq.com.cn

沈伟杰 联系人
 (8621)60870933
 shenweijie@gjzq.com.cn

对应市值约 40 亿元；

3) 两项合计：公司整体市值约 80 亿元，按目前总股份对应股价约为 50 元/股，假设收购完成总股本扩充至 1.86 亿股，对应股价约为 43 元/股。

投资建议

- 我们认为收购无锡中鼎可加速公司布局智能物流领域进程，标的公司在手订单充足，利润承诺的完成可增厚公司利润；公司主业产品高端化趋势显现，人民币贬值与反倾销消退有助业绩的增长。首次覆盖给予“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 43-50 元。

风险

- 收购无锡中鼎进展不达预期，经济下滑物流仓储行业需求大幅下降。

内容目录

1、外延落地：收购无锡中鼎 90%股权，扩展智能物流领域	5
1.1、无锡中鼎：核心设备自产，冷链、锂电物流建立先发优势	5
1.2、在手订单充足，行业积淀丰富	7
1.3、性价比优势逐显，智能物流系统加速发展	8
1.4、收购无锡中鼎，诺力拓展智能物流领域	9
2、主业增长：搬运车龙头产品升级进行时，人民币贬值与反倾销消退助力业绩增长	11
2.1、国内轻小型搬运车辆行业龙头	11
2.2、经营业绩稳定，产品结构悄然升级	13
2.3、人民币贬值与反倾销影响消退有助业绩回升	13
3、盈利预测及估值假设	14

图表目录

图表 1：无锡中鼎的主要产品为物流设备和物流系统集成	5
图表 2：无锡中鼎核心自产设备—堆垛机	6
图表 3：无锡中鼎核心自产设备—立库货架	6
图表 4：无锡中鼎核心自产设备—输送机	7
图表 5：无锡中鼎近两年及一期收入和利润情况	8
图表 6：无锡中鼎报告期各期签订合同情况	8
图表 7：无锡中鼎在智能物流行业客户资源丰富	8
图表 8：我国物流成本占 GDP 比重较高	9
图表 9：自动化立体仓储相比传统式具有成本优势	9
图表 10：国内智能物流系统行业规模至 2018 年将超千亿元	9
图表 11：诺力收购无锡中鼎交易方案	10
图表 12：收购无锡中鼎与可比上市公司估值比较	10
图表 13：无锡中鼎利润承诺情况	11
图表 14：公司涉及的主要业务领域	11
图表 15：轻小型搬运车	12
图表 16：轻小型堆高车	12
图表 17：电动步行式搬运车	12
图表 18：电动步行式堆高车	12
图表 19：电动乘驾式仓储叉车	12
图表 20：电动平衡重乘驾式叉车	12
图表 21：诺力近年营业收入情况	13
图表 22：诺力近年归母净利润情况	13
图表 23：公司产品收入结构向高端变化	13
图表 24：公司海外收入比例较高	14

图表 25: 人民币兑美元持续贬值	14
图表 26: 公司分产品收入拆分	15

1、外延落地：收购无锡中鼎 90%股权，扩展智能物流领域

1.1、无锡中鼎：核心设备自产，冷链、锂电物流建立先发优势

- 无锡中鼎主要从事智能化物流系统集成及相关物流设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务；旗下有一家全资子公司无锡中云宏业软控科技有限公司是其软件服务提供商。
- 公司自创立以来以堆垛机和输送设备的生产制造为起点，不断在智能物流领域丰富产品和业务种类，加上无锡中云的软件服务，成为了具有较为完整产业链的智能物流系统集成商。

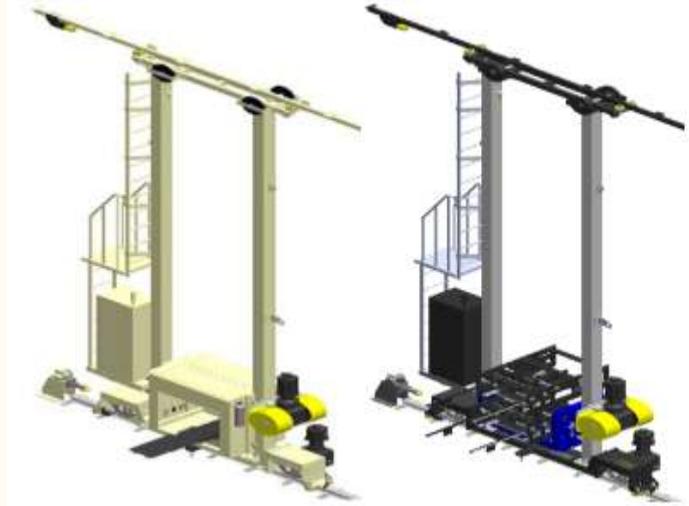
图表 1：无锡中鼎的主要产品为物流设备和物流系统集成



来源：公司公告，国金证券研究所

- **核心设备自产是无锡中鼎主要竞争优势。**公司在开展物流系统集成业务中，堆垛机、非标货架、输送专机等关键核心设备均由公司结合客户需求独立研发生产。这种模式一方面可保证设备的兼容性，提高系统稳定性和运转效率；另一方面可增强公司的售后服务和维护能力。
 - 1) 堆垛机：是高层货架、密集货架内存取货物的主要载货运输设备，整体可沿轨道水平移动。目前公司研发和生产的堆垛机包括双立柱、单立柱、变截面、轻型等类型，载货载荷范围从 50kg 至 8000kg，高度范围在 2.5 米到 35 米之间。

图表 2：无锡中鼎核心自产设备—堆垛机



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2) 立库货架：高层货架存储区中存放货物的主要设备，规模一般明显大于普通货架，对强度、刚度、稳定性、抗震性、与配套物流设备的匹配性等具有较高的要求。公司主要研发生产非标准焊接式货架，可实现对不规则或较重托盘的承载。

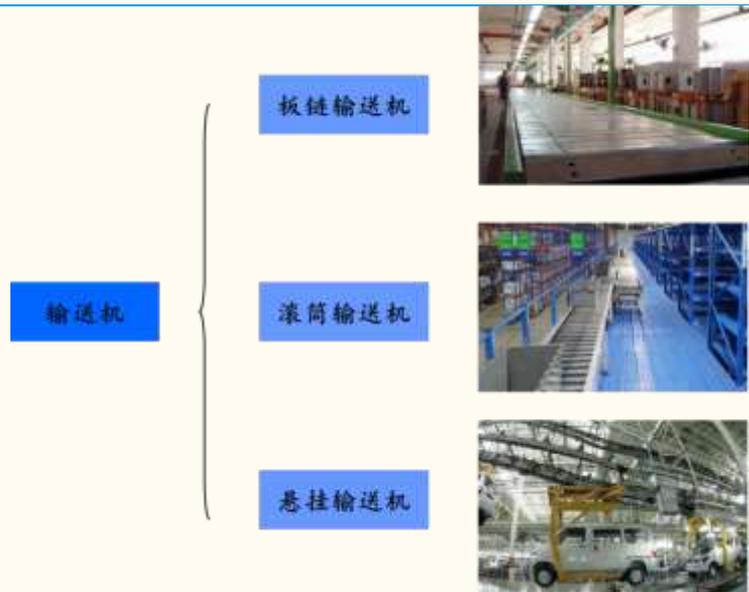
图表 3：无锡中鼎核心自产设备—立库货架



来源：公司公告，国金证券研究所

- 3) 输送机：运用自动控制系统来实现自动化运输的物流设备，具有载重能力大、运距长的特点，可结合不同的布置形式满足不同生产作业的需求。目前公司主要输送机类型为板链输送机、滚筒输送机和悬挂输送机。

图表 4：无锡中鼎核心自产设备—输送机



来源：公司公告，国金证券研究所

- 依托行业经验与研发实力，提前布局冷链、锂电等特殊行业物流解决方案。部分行业如冷链物流与锂电制造等，对作业环境、生产流程要求有低温、无尘、防爆等特殊要求，需结合特定行业知识与经验专门研发。无锡中鼎依托研发实力与行业积淀，提前布局冷链、锂电等特殊行业，已具备一定的先发优势。

1) 冷链行业物料管理方案：2009 年起即开始冷链物流设备的研发，已先后与三全、中粮、双汇、北大荒等公司合作，为其提供冷链整体物流解决方案。

2) 锂电行业物料管理方案：2010 年起正式开展锂电物流装备和锂电池生产工艺的研发试验；先后与 LG 动力电池、比亚迪、天津力神等公司开展合作，提供新能源汽车生产物流整体解决方案。

1.2、在手订单充足，行业积淀丰富

- 业务规模快速扩张，在手订单充足保证业绩增长。2015 年无锡中鼎实现营业收入 1.54 亿元，同比增长 19.7%，净利润 1573 万元，同比下降 8.3%。造成营收增长而利润下降的原因在于，中鼎业务正处于扩张期，2015 年签署的销售合同总金额为 2014 年的 2.17 倍，订单量和施工项目大幅增加导致管理费用增长提前于收入增长。截止 2016 年一季度末，公司已签订尚未完工销售合同数量为 79 笔，合同金额合计 5.25 亿元，为公司后续业绩增长提供保障。

图表 5：无锡中鼎近两年及一期收入和利润情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：无锡中鼎报告期各期签订合同情况

报告期	合同数量	合同金额 (万元)
2014年	46	20,074
2015年	64	43,563
2016一季度	17	6,783

来源：公司公告，国金证券研究所

- **深耕智能物流行业，项目经验与客户资源积淀丰富。**中鼎自设立以来持续深耕智能物流系统行业，核心人员从业年限超 10 年，研发团队经验丰富。截至目前，公司已完成相关物流系统工程案例超 200 个，其中智能物流系统总包集成项目超过 50 个。深耕行业为公司积累了广泛的客户资源，其中不乏优质企业，如双汇、三全、比亚迪、LG 化学等，范围涵盖了冷链、新能源、汽车、医药、食品等各个行业。

图表 7：无锡中鼎在智能物流行业客户资源丰富

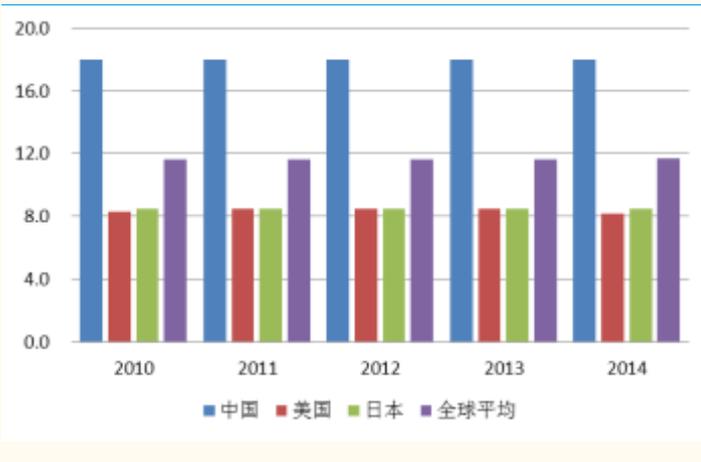
客户广泛	行业	客户名称
	冷链	三全食品、中粮肉食、双汇集团、北大荒等
	新能源	比亚迪、LG化学、中兴高能、天津力神等
	制造业	一汽铸造、中国一重、富瑞特装、正太电器等
	医药行业	扬子江药业、海正药业、江中集团等
	汽车行业	北京现代、沃尔沃、一汽大众等
	煤炭电力	西山煤电、国家电网等
	食品行业	蒙牛、顶新集团、喜之郎等
	其他行业	圣象集团、中国石油、中国烟草等

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3、性价比优势尽显，智能物流系统加速发展

- **国内的物流成本偏高，智能物流有性价比优势。**根据中国物流信息中心物流统计数据显示，2014 年我国物流成本占 GDP 约 18%，是发达国家的两倍，也要高于全球平均水平 11.7%。在面临目前土地成本提高和人口红利逐渐消失，加强自动化建设可以减轻企业的负担。根据中国仓储协会仓储设施与技术应用委员会的调研数据，国内一个典型物流系统项目中，自动化立体仓库的投资成本相比传统式仓储可节约 20%以上。

图表 8：我国物流成本占 GDP 比重较高



来源：国金证券研究所

图表 9：自动化立体仓储相比传统式具有成本优势

项目	传统式仓储	自动立体化仓储	
基建投资	实际托盘数量：个	8970	8970
	总面积：平米	10171	1878
	建筑单价：万元/平	0.36	0.45
	建筑成本：万	3661.55	844.97
硬件投资	货架投资：万	286.65	286.65
	堆垛机：万	0	1400
	其他配套设备：万	0	1500
	信息系统：万	150	150
	叉车：万	525	105
	硬件合计：万	961.65	3441.65
	运行及维护费用	需要工人：个	25
单位成本：万/年	162.5	39	
硬件年维护费：万	20	100	
20年合计费用		9036	7027

来源：中国仓储协会仓储设施与技术应用委员会，国金证券研究所

- 智能物流系统的建设步伐加快，行业规模将超千亿。智能物流系统从 2001 年的不足 20 亿元增长至 2013 年末的 360 亿元。根据中国物流技术协会信息中心估计，在政策驱动和下游应用行业群体的不断扩展下，2018 年国内智能物流系统的市场规模将超 1000 亿元。

图表 10：国内智能物流系统行业规模至 2018 年将超千亿元



来源：中国物流技术协会信息中心，国金证券研究所

1.4、收购无锡中鼎，诺力拓展智能物流领域

- 诺力收购方案为：拟以 21.79 元/股向自然人张科、张元超和张耀明发行 1486.9 万股股份及支付现金 2.16 亿元购买对方持有的无锡中鼎 90% 的股权。同时拟向丁毅、王宝桐发行 1096.8 万股，募集不超过 2.39 亿元，其中丁毅为公司的实际控制人；募集资金将主要用于支付现金对价和支付中介费用。

图表 11：诺力收购无锡中鼎交易方案

1、无锡中鼎物流设备有限公司90%股权交易方案			
交易价格	交易对方	股份支付	发行价格
5.40亿元	张科、张元超和张耀明	1486.9万股	21.79元/股
2、发行股份募集配套资金			
募资总额	发行对象	发行数量	发行价格
2.39亿元	丁毅、王宝桐	1096.8万股	21.79元/股
3、募集配套资金用途			
序号	项目	金额（万元）	
1	支付现金对价	21,600	
2	中介机构费用等其他交易费用	2300	

来源：国金证券研究所

- 收购对价对应 2015 年市盈率约 38 倍，低于可比上市公司平均水平。可比上市公司中，天奇股份、机器人、华昌达等 5 家市盈率均值 93 倍、中值 85 倍。按照“无锡中鼎市盈率=60000 万/2015 年归母净利润”测算，对应市盈率约为 38 倍，要显著低于上述可比公司市盈率水平。

图表 12：收购无锡中鼎与可比上市公司估值比较

序号	公司代码	公司名称	市盈率	市净率
1	002009.SZ	天奇股份	56.81	3.21
2	300024.SZ	机器人	101.58	7.68
3	300278.SZ	华昌达	85.06	5.8
4	603066.SH	音飞储存	69.14	6.49
5	300486.SZ	东杰智能	151.52	8.01
可比上市公司均值			92.82	6.24
可比上市公司中值			85.06	6.49
无锡中鼎			38.13	5.92

来源：公司公告，国金证券研究所

- 收购有利双方发展，诺力拓展智能物流版图，中鼎获得融资渠道。两家公司属于工业物流行业下不同的细分行业，通过本次交易诺力股份进入智能物流系统领域，有利于推进公司产业结构升级，推动主营业务扩张，打造大物流平台。同时无锡中鼎将通过此次合作可以实现同资本市场的对接，利用资本市场的融资功能获取资金支持自身发展。
- 无锡中鼎利润承诺增厚上市公司业绩。无锡中鼎承诺 2016-2018 年净利润数分别为 3200 万、5000 万和 6800 万元，按照原有 1.6 亿股本加上收购方案将新发行 2583.8 万股，共计 1.86 亿股股本，16-18 年可增厚上市公司 EPS 分别为 0.03、0.27、0.37 元/股（16 年按照并表两个月计算）。

图表 13: 无锡中鼎利润承诺情况

利润承诺增厚公司业绩			
单位: 万元	2016年	2017年	2018年
无锡中鼎	3200	5000	6800
EPS增厚: 元/股	0.03	0.27	0.37

注: 2016年按照并表两个月计算利润

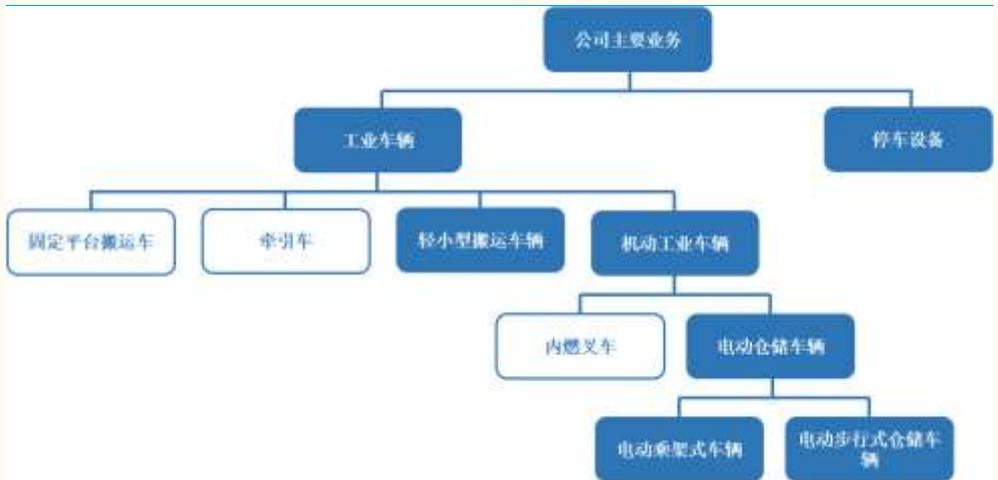
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、主业增长: 搬运车龙头产品升级进行时, 人民币贬值与反倾销消退助力业绩增长

2.1、国内轻小型搬运车辆行业龙头

- 诺力主要从事轻小型搬运车辆及仓储式车辆的研发生产, 是行业龙头企业。公司自成立以来一直专注于轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研发、生产和销售, 目前主要产品包括手动式搬运车、手动式堆高车、电动步行式搬运车、电动步行式堆高车、电动乘驾式仓储叉车和电动平衡乘驾式叉车; 除此之外, 公司正逐步进入智能停车系统领域, 专注停车设备业务。
- 公司隶属于通用设备制造业里的工程机械行业, 细分行业为工业车辆行业。工业车辆行业包括机动工业车辆、轻小型搬运车辆、牵引车、固定平台搬运车等四大类。公司涉及的产品如下图蓝色框所示:

图表 14: 公司涉及的主要业务领域



来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 国金证券研究所

- 公司产品主要有三类: 轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车。各产品应用情况及用途如下:
 - 轻小型搬运车辆: 主要用于工厂、仓库、超市等货物托盘的搬运, 公司 2015 年销售轻小型搬运车辆 69.51 万台, 连续十年排名国内同行业第一位。

图表 15: 轻小型搬运车



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 16: 轻小型堆高车



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 电动步行式仓储车辆: 主要用于工厂、仓库、物流企业等部门的机械化装卸、堆垛和短距离运输的设备。公司 2015 年销售电动仓储车辆 16759 台, 其中电动步行式仓储车辆 16287 台。

图表 17: 电动步行式搬运车



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 18: 电动步行式堆高车



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 电动乘驾式叉车: 电动乘驾式叉车主要用于工厂、仓库、车站、港口、机场等场合, 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。

图表 19: 电动乘驾式仓储叉车



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

图表 20: 电动平衡重乘驾式叉车

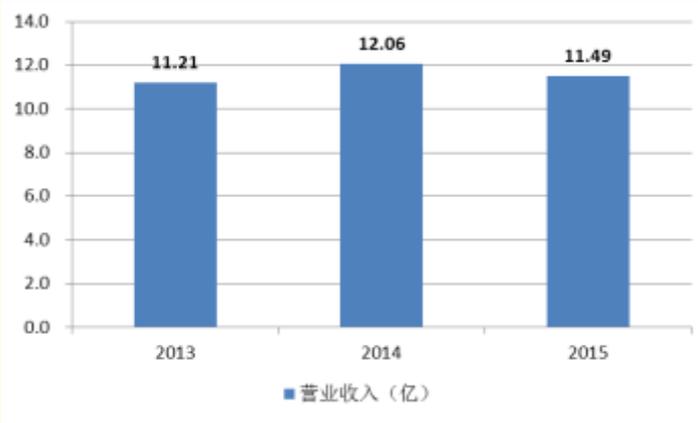


来源: 公司招股书, 国金证券研究所

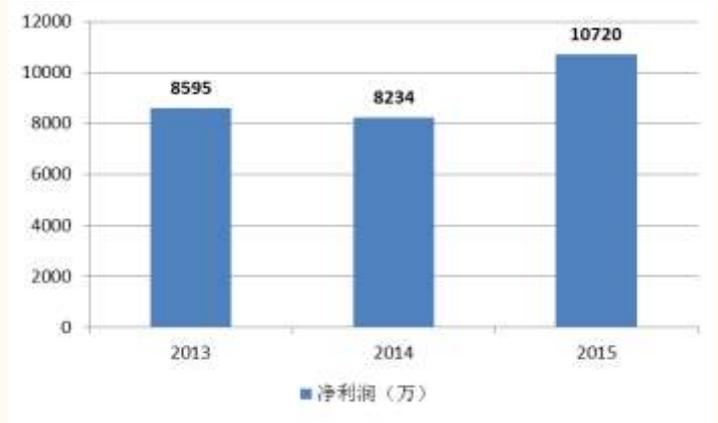
2.2、经营业绩稳定，产品结构悄然升级

- **公司经营业绩稳定。**2015 年公司实现营业收入 11.49 亿元，同比略降 4.71%；归母净利润 1.07 亿元，同比增长 30%；扣非后净利润 9192 万元，同比增长 5.71%；扣非后净利润的变化主要来自投资收益 1026 万元，去年同期此项目为-1333 万元。总体来看，公司 2015 年利润同比增长，公司主业产品市场地位稳固、业务运行平稳。

图表 21：诺力近年营业收入情况



图表 22：诺力近年归母净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- **电动乘驾仓储车辆量价齐升，产品结构向中高端发展。**公司三类产品 2015 年的收入情况表现分化：1) 轻小型搬运车相对低端，平均售价略高于 1000 元，2015 年在销量和价格上都有下滑，占收入比重下降；2) 电动步行仓储车为定位中端，均价在 1 万元以上，15 年售价下滑、但销量增长，总体收入同比增长 7.4%，占比提升至 20.5%；3) 电动乘驾仓储车为高端产品，均价 7 万以上，15 年量价齐升，收入同比增长 31%，但在总收入中占比仍较小。总体来看，公司产品结构正发生变化，中高端产品收入占比逐渐提高。

图表 23：公司产品收入结构向高端变化

产品类别	2014年			2015年			售价变动
	销量:台	收入:万	单价:元/台	销量	收入:万	单价:元/台	
轻小型搬运车辆	719128	87944	1223	695105	77989	1122	-8%
电动步行式仓储车辆	13395	19565	14606	16287	21006	12897	-12%
电动乘驾式仓储车辆	380	2727	71763	472	3576	75763	6%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、人民币贬值与反倾销影响消退有助业绩回升

- **公司收入构成中海外占比较高，人民币贬值有利于公司业绩增长。**公司收入中大部分来自国外，2015 年收入占比为 62%。人民币贬值将对公司出口业务产生有利影响，一方面将直接增加人民币折算的销售收入，另一方面可增强公司出口产品的价格竞争力。去年以来，人民币兑美元汇率持续贬值，从 2015 年 1 月至 2016 年 6 月贬值幅度约为 7.5%，测算可增加公司人民币折算收入约 4.5%。

图表 24：公司海外收入比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：人民币兑美元持续贬值



来源：中国人民银行，国金证券研究所

- **欧盟反倾销影响逐渐下降。**2013 年公司轻小型搬运车受到反倾销影响，在欧盟地区销售额下降约三分之一。针对这种情况，公司一方面强化马来西亚子公司运营，充分释放其产能，弥补母公司轻小型搬运车受到的影响；另一方面，通过承接代工业务、加快产品升级换代和市场推广，消化本部轻小型搬运车产能。在此举措下，2014 年上半年公司轻小型搬运车在欧盟地区销售额同比回升，反倾销对公司影响逐步下降。

3、盈利预测及估值假设

- 我们预测 2016-2018 公司营业收入 12.83/15.96/17.98 亿元，分别同比增长 12%/24%/13%；归母净利润 130/194/226 百万元，分别同比增长 21%/49%/17%；EPS 分别为 0.81/1.04/1.22 元；对应 PE 为 38/29/25 倍。
- 我们以 2017 年公司盈利预测为基础，对公司业务进行分步估值：
 - 1) 传统主业：给予 28 倍 PE，预测净利润 1.44 亿，对应市值约 40 亿元；
 - 2) 无锡中鼎：给予 80 倍 PE（参考可比上市公司），预测净利润 5000 万，对应市值约 40 亿元；
 - 3) 两项合计：公司整体市值约 80 亿元，按目前总股份对应股价约为 50 元/股，假设收购完成总股本扩充至 1.86 亿股，对应股价约为 43 元/股。

图表 26: 公司分产品收入拆分

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
轻小型搬运车辆						
销售收入 (百万元)	795.11	879.44	779.89	795.00	810.00	825.00
增长率 (YOY)	-13.12%	10.61%	-11.32%	1.94%	1.89%	1.85%
毛利率	18.68%	18.50%	21.10%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	646.58	716.74	615.33	628.05	639.90	651.75
增长率 (YOY)	-15.48%	10.85%	-14.15%	2.07%	1.89%	1.85%
毛利 (百万元)	148.53	162.70	164.56	166.95	170.10	173.25
增长率 (YOY)	-1.10%	9.54%	1.14%	1.45%	1.89%	1.85%
占总销售额比重	70.93%	72.93%	67.87%	61.96%	50.75%	45.88%
占主营业务利润比重	63.08%	64.80%	61.58%	51.05%	40.07%	35.58%
电动步行式仓储车辆						
销售收入 (百万元)	184.27	195.65	210.06	245.00	280.00	320.00
增长率 (YOY)	2.54%	6.18%	7.37%	16.63%	14.29%	14.29%
毛利率	24.89%	23.58%	22.53%	32.35%	32.35%	32.35%
销售成本 (百万元)	138.41	149.52	162.73	165.74	189.42	216.48
增长率 (YOY)	-3.49%	8.03%	8.84%	1.85%	14.29%	14.29%
毛利 (百万元)	45.86	46.13	47.33	79.26	90.58	103.52
增长率 (YOY)	26.34%	0.59%	2.58%	67.47%	14.29%	14.29%
占总销售额比重	16.44%	16.22%	18.28%	19.10%	17.54%	17.80%
占主营业务利润比重	19.48%	18.37%	17.71%	24.23%	21.34%	21.26%
电动乘驾式仓储车辆						
销售收入 (百万元)	25.34	27.27	35.76	55.00	80.00	104.00
增长率 (YOY)	20.78%	7.62%	31.13%	53.80%	45.45%	30.00%
毛利率	1.42%	5.70%	10.41%	25.00%	30.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	24.98	25.72	32.04	41.25	56.00	67.60
增长率 (YOY)	21.08%	2.94%	24.58%	28.76%	35.76%	20.71%
毛利 (百万元)	0.36	1.55	3.72	13.75	24.00	36.40
增长率 (YOY)	3.32%	331.98%	139.49%	269.36%	74.55%	51.67%
占总销售额比重	2.26%	2.26%	3.11%	4.29%	5.01%	5.78%
占主营业务利润比重	0.15%	0.62%	1.39%	4.20%	5.65%	7.48%
停车设备						
销售收入 (百万元)			13.33	25.00	40.00	55.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	87.55%	60.00%	37.50%
毛利率	0.00%	0.00%	22.07%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	10.39	19.50	31.20	42.90
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	87.72%	60.00%	37.50%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	2.94	5.50	8.80	12.10
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	86.95%	60.00%	37.50%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	1.16%	1.95%	2.51%	3.06%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	1.10%	1.68%	2.07%	2.49%
配件及其他						
销售收入 (百万元)	116.27	103.53	110.05	118.00	126.00	134.00
增长率 (YOY)	24.85%	-10.96%	6.30%	7.22%	6.78%	6.35%
毛利率	35.00%	39.30%	44.22%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	75.57	62.84	61.39	70.80	75.60	80.40
增长率 (YOY)	29.25%	-16.85%	-2.31%	15.33%	6.78%	6.35%
毛利 (百万元)	40.70	40.69	48.66	47.20	50.40	53.60
增长率 (YOY)	17.43%	-0.02%	19.59%	-3.00%	6.78%	6.35%
占总销售额比重	10.37%	8.59%	9.58%	9.20%	7.89%	7.45%
占主营业务利润比重	17.29%	16.21%	18.21%	14.43%	11.87%	11.01%
中鼎物流						
销售收入 (百万元)				45.00	260.00	360.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	477.78%	38.46%
毛利率				32.00%	31.00%	30.00%
销售成本 (百万元)				30.60	179.40	252.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	486.27%	40.47%
毛利 (百万元)				14.40	80.60	108.00
增长率 (YOY)				#DIV/0!	459.72%	34.00%
占总销售额比重				3.51%	16.29%	20.02%
占主营业务利润比重				4.40%	18.99%	22.18%
销售总收入 (百万元)	1120.99	1205.89	1149.09	1283.00	1596.00	1798.00
销售总成本 (百万元)	885.54	954.81	881.88	955.94	1171.52	1311.13
毛利 (百万元)	235.45	251.08	267.21	327.06	424.48	486.87
平均毛利率	21.00%	20.82%	23.25%	25.49%	26.60%	27.08%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,121	1,206	1,149	1,283	1,596	1,798	货币资金	257	274	429	496	687	916
增长率	7.6%	-4.7%	11.7%	24.4%	12.7%		应收账款	71	120	161	174	216	244
主营业务成本	-886	-955	-882	-956	-1,172	-1,311	存货	227	171	145	162	199	223
%销售收入	79.0%	79.2%	76.7%	74.5%	73.4%	72.9%	其他流动资产	33	19	218	222	225	227
毛利	235	251	267	327	424	487	流动资产	589	584	954	1,055	1,328	1,610
%销售收入	21.0%	20.8%	23.3%	25.5%	26.6%	27.1%	%总资产	63.9%	63.7%	72.5%	72.9%	76.8%	79.7%
营业税金及附加	-5	-4	-5	-5	-6	-7	长期投资	51	50	45	45	45	45
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	209	214	246	271	274	274
营业费用	-51	-50	-57	-64	-72	-81	%总资产	22.7%	23.4%	18.7%	18.7%	15.8%	13.6%
%销售收入	4.5%	4.1%	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	无形资产	69	67	69	74	81	88
管理费用	-83	-82	-97	-109	-124	-140	非流动资产	333	333	362	392	402	409
%销售收入	7.4%	6.8%	8.4%	8.5%	7.8%	7.8%	%总资产	36.1%	36.3%	27.5%	27.1%	23.2%	20.3%
息税前利润 (EBIT)	97	115	109	149	222	259	资产总计	922	916	1,316	1,447	1,730	2,019
%销售收入	8.7%	9.5%	9.5%	11.6%	13.9%	14.4%	短期借款	65	100	29	0	0	0
财务费用	-16	-7	15	5	9	13	应付款项	238	265	322	347	425	475
%销售收入	1.5%	0.5%	-1.3%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	25	24	25	27	33	37
资产减值损失	-2	-4	-5	-2	0	0	流动负债	328	389	376	374	458	512
公允价值变动收益	7	-12	5	0	0	0	长期贷款	150	27	50	50	50	51
投资收益	7	1	5	5	5	5	其他长期负债	18	17	17	10	10	10
%税前利润	6.6%	0.5%	3.5%	3.0%	2.1%	1.8%	负债	495	433	444	434	518	574
营业利润	92	94	128	158	235	276	普通股股东权益	423	479	864	999	1,192	1,416
营业利润率	8.2%	7.8%	11.1%	12.3%	14.7%	15.4%	少数股东权益	3	4	8	13	20	29
营业外收支	10	7	7	7	7	7	负债股东权益合计	922	916	1,316	1,447	1,730	2,019
税前利润	102	101	134	165	242	283	比率分析						
利润率	9.1%	8.3%	11.7%	12.8%	15.2%	15.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-16	-17	-25	-30	-41	-48	每股指标						
所得税率	16.0%	17.2%	18.7%	18.0%	17.0%	17.0%	每股收益	1.432	1.372	0.670	0.812	1.043	1.216
净利润	86	83	109	135	201	235	每股净资产	7.051	7.986	5.401	6.247	7.449	8.853
少数股东损益	0	1	2	5	7	9	每股经营现金净流	1.012	2.543	0.915	0.905	1.403	1.631
归属于母公司的净利润	86	82	107	130	194	226	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010	0.010
净利率	7.7%	6.8%	9.3%	10.1%	12.2%	12.6%	回报率						
							净资产收益率	20.31%	17.18%	12.40%	13.01%	16.28%	15.97%
							总资产收益率	9.33%	8.99%	8.15%	8.98%	11.22%	11.20%
							投入资本收益率	12.70%	15.60%	9.30%	11.48%	14.59%	14.34%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-7.28%	7.57%	-4.71%	11.65%	24.40%	12.66%
							EBIT增长率	9.46%	18.46%	-5.56%	36.83%	49.13%	16.56%
							净利润增长率	19.39%	-4.20%	30.19%	21.25%	49.26%	16.59%
							总资产增长率	19.58%	-0.58%	43.57%	9.96%	19.57%	16.72%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	22.7	24.0	38.4	45.0	45.0	45.0
							存货周转天数	79.9	76.1	65.4	62.0	62.0	62.0
							应付账款周转天数	81.6	81.8	100.6	105.0	105.0	105.0
							固定资产周转天数	68.0	59.8	71.3	68.3	53.2	45.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-11.53%	-30.30%	-40.15%	-44.05%	-52.61%	-59.87%
							EBIT利息保障倍数	5.9	17.6	-7.2	-27.2	-25.3	-19.7
							资产负债率	53.74%	47.25%	33.72%	30.03%	29.95%	28.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD