

# 诺力股份 (603611)

## 推荐

### 行业：机床工具

### 搬运装备龙头的“大物流平台”之路

诺力股份是国内轻型仓储物流搬运装备龙头，公司上市后将智能物流自动化整体方案提供商作为发展目标，公司开发了物流机器人、高空作业平台等新产品，并进一步向立体仓储、WMS、MES及物流自动化整体解决方案供应商方向延伸，近日公司公告拟以5.4亿元购买无锡中鼎90%的股权，此举将有助于公司实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的转变，打造诺力股份的“大物流平台”。

#### 投资要点：

◇ **物流搬运装备龙头，升级转型智能物流解决方案商**：1) 公司是国内轻型仓储物流搬运装备龙头，主要有轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等三大系列200多个品种的产品。2) 公司上市后，积极制定未来发展战略，将智能物流自动化整体方案提供商作为发展目标，开发了物流机器人、高空作业平台等新产品，进一步向立体仓储、WMS、MES及物流自动化整体解决方案供应商方向延伸，近日公司公告拟5.4亿元收购无锡中鼎90%的股权，未来公司将在智能物流自动化领域高速增长。

◇ **收购无锡中鼎，打造公司的“大物流平台”**：1) 无锡中鼎主营业务为智能化物流系统集成及相关物流系统和装备的研发与销售，已完成相关物流系统工程案例超过200个，是行业内较为知名的物流系统集成商和设备供应商之一，客户广泛分布于食品饮料、冷链、新能源、医药、汽车、机械制造众多领域，客户优质。2) 预计至2018年，国内自动化物流系统市场规模将超过1000亿元，未来几年年均增速将达到25.5%，公司收购无锡中鼎，有助于公司实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的转变，打造诺力股份的“大物流平台”。

◇ **电动仓储车辆为公司传统主业主要增长点**。1) 手动搬运车需求稳定，电动仓储车辆是未来发展方向：电动仓储车辆具有无污染、易操作、节能高效等优点，随着节能、环保、安全、土地集约化的要求越来越高，电动仓储车辆已经在世界范围得到越来越广泛的运用，其销量以年均20%左右的速度增长。2) 电动仓储车辆销量持续增长，募投项目打开产能瓶颈：公司电动步行式仓储车

#### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1149	1304	1492	1720
收入同比(%)	-5%	14%	14%	15%
归属母公司净利润	107	122	145	167
净利润同比(%)	30%	13%	19%	15%
毛利率(%)	23.3%	22.6%	22.9%	22.7%
ROE(%)	12.4%	12.9%	13.3%	13.3%
每股收益(元)	0.67	0.76	0.90	1.04
P/E	44.43	39.20	32.93	28.56
P/B	5.51	5.06	4.38	3.80
EV/EBITDA	31	28	25	22

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：刘菁

S0960116030024

021-52340802

liujing2@china-invs.cn

参与人：俞鹏飞

S0960116070008

021-52288045

yunengfei@china-invs.cn

6-12个月目标价：40

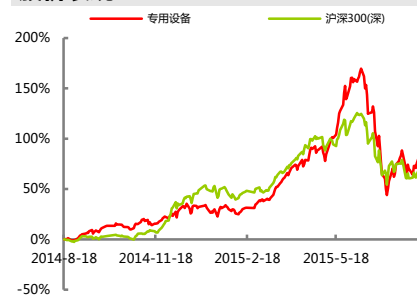
当前股价：29.77

评级调整：维持

#### 基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	93
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	28
成交量(百万股)	1.44
成交额(百万元)	42.92

#### 股价表现



#### 相关报告

辆和电动乘驾式叉车近年增长较快，IPO 募集资金主要用于 22000 台电动车项目等，将有助于公司打开产能瓶颈。

◇ **高空作业平台+AGV 布局顺利，设备产品不断高端化**：1) 高空作业平台作业环境广泛，能够提高劳动效率、降低工伤风险，目前在国内普及率较低，未来增长空间巨大，公司产品覆盖曲臂式、剪叉式、桅柱式等主流型号，有望取得较好表现。2) AGV 在智能物流领域作用巨大，公司与上海交通大学进行战略合作，重点开展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。

◇ **盈利预测与投资建议**：看好公司收购无锡中鼎后的协同发展效应，不考虑收购无锡中鼎，预计 2016-2018 年营业收入分别为 13.0、14.9、17.2 亿元，归属于母公司净利润分别为 1.22、1.45、1.67 亿元，EPS 分别为 0.76、0.90、1.04 元，给予“推荐”评级。

◇ **风险提示**：收购无法完成的风险；产品需求不及预期的风险。

## 目 录

<b>一、 公司简介：物流搬运装备龙头，升级转型智能物流解决方案商</b> .....	<b>6</b>
1.1、 物流搬运装备龙头 .....	6
1.2、 收购无锡中鼎等布局，加速推进自动化智能物流系统建设.....	6
1.3、 收入结构.....	7
1.4、 股权结构及主要参控股子公司 .....	8
<b>二、 收购无锡中鼎，打造公司的“大物流平台”</b> .....	<b>9</b>
2.1、 收购无锡中鼎.....	9
2.2、 无锡中鼎收入结构 .....	13
2.3、 智能物流行业空间广阔.....	14
2.4、 无锡中鼎下游行业分布广泛，客户优质 .....	17
2.5、 收购无锡中鼎有助于打造公司“大物流平台” .....	22
<b>三、 电动仓储车辆为公司传统主业主要增长点</b> .....	<b>22</b>
3.1、 手动搬运车需求稳定，电动仓储车辆是未来发展方向.....	22
3.2、 手动搬运车辆反倾销利空消净 .....	25
3.3、 募投项目加速电动仓储车辆发展 .....	26
<b>四、 高空作业平台+AGV 布局顺利，设备产品不断高端化</b> .....	<b>28</b>
4.1、 推出高空作业平台，培育新利润增长点 .....	28
4.2、 战略布局 AGV，为智能物流做好准备.....	30
<b>五、 投资建议与盈利预测</b> .....	<b>33</b>
<b>六、 风险提示</b> .....	<b>33</b>

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司加速布局智能物流系统.....	7
图表 3 公司营收情况（亿元，%）.....	7
图表 4 公司归母净利润情况（万元，%）.....	7
图表 5 2015 年公司产品收入结构（万元）.....	8
图表 6 2015 年公司国外销售占比为 62%（%）.....	8
图表 7 近年公司总体毛利率水平稳步提升（%）.....	8
图表 8 公司股权较为集中，高管普遍持股（截至 2016 年一季报）.....	9
图表 9 公司主要控股参股公司（元）.....	9
图表 10 最近相关行业上市公司类似收购估值情况.....	10
图表 11 无锡中鼎发展历程.....	10
图表 12 无锡中鼎主要产品及示意图.....	11
图表 13 无锡中鼎核心资产设备.....	12
图表 14 无锡中鼎仓库设备控制监控系统 WCS.....	12
图表 15 无锡中鼎仓库管理系统 WMS.....	13
图表 16 无锡中鼎近年营业收入情况（万元）.....	13
图表 17 无锡中鼎近年毛利率、净利率水平（%）.....	13
图表 18 无锡中鼎下游客户行业划分的收入情况.....	14
图表 19 智能物流是智能制造的重要组成部分.....	14
图表 20 中国物流仓储行业仍然是初级水平.....	14
图表 21 我国物流系统总体市场规模（亿元，%）.....	15
图表 22 2013 年物流系统设备分类市场规模（亿元）.....	15
图表 23 智能物流是智能制造的重要组成部分.....	16
图表 24 国内无锡中鼎主要竞争对手简要情况.....	17
图表 25 无锡中鼎优势.....	17
图表 26 无锡中鼎近期前五大客户情况（万元，%）.....	18
图表 27 无锡中鼎部分下游行业应用案例情况及客户.....	19
图表 28 安井食品冷库详情.....	20
图表 29 喜之郎案列场景.....	20
图表 30 比亚迪案列详情.....	21
图表 31 LG 化学案列场景.....	21
图表 32 北京永裕药品配送中心详情.....	22
图表 33 华仁药品成品库场景.....	22
图表 34 搬运车辆主要分类.....	23
图表 35 公司手动搬运车辆销售情况（万台）.....	23
图表 36 我国手动搬运车辆出口情况（万台）.....	23
图表 37 我国内燃叉车销量及增速（万台，%）.....	24
图表 38 我国电动仓储车辆销量及增速（万台，%）.....	24

图表 39 我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大 ( % ) .....	25
图表 40 我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大 ( % ) .....	25
图表 41 公司产品种类多样 .....	26
图表 42 公司应对欧盟反倾销所采取的核心措施 .....	26
图表 43 电动步行式仓储车辆近年行业销售情况 ( 辆 , % ) .....	27
图表 44 电动乘驾式叉车行业销量情况 ( 辆 , % ) .....	27
图表 45 电动步行式仓储车辆近年行业销售情况 ( 辆 ) .....	27
图表 46 电动乘驾式叉车行业销量情况 ( 辆 ) .....	27
图表 47 根据历史数据测算, 公司募投产能够得到消化 ( 台 ) .....	27
图表 48 高空作业平台替代传统登高设备 .....	29
图表 49 高空作业平台应用广阔 .....	29
图表 50 浙江鼎力近年营业收入及增速 ( 百万元 , % ) .....	30
图表 51 浙江鼎力近年净利润及增速 ( 百万元 , % ) .....	30
图表 52 诺力股份高空作业平台产品 16 年将投向市场 .....	30
图表 53 我国 AGV 本体销量快速增长 ( 台 , % ) .....	31
图表 54 主要国家汽车产业的 AGV 密度 ( 台/万人 ) .....	31
图表 55 公司部分 AGV 产品 .....	32
图表 56 AGVS 网络拓扑结构 .....	32

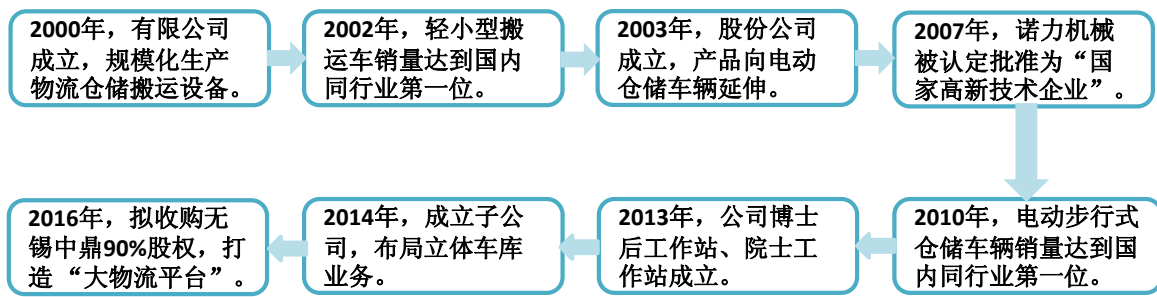
## 一、 公司简介：物流搬运装备龙头，升级转型智能物流解决方案商

### 1.1、 物流搬运装备龙头

诺力股份是国内轻型仓储物流搬运装备龙头，主要有轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等三大系列 200 多个品种的产品，产品覆盖面广，可以提供一站式采购服务。

公司 15 年初上市后，积极制定未来发展战略，将智能物流自动化整体方案提供商作为发展目标，基于搬运车辆已有优势，公司开发了物流机器人（AGV、RGV）、高空作业平台等新产品，通过布局智能仓储设备，公司进一步向立体仓储、WMS、MES 及物流自动化整体解决方案供应商方向延伸，未来公司将在智能物流自动化领域高速增长。

图表 1 公司发展历程



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 1.2、 收购无锡中鼎等布局，加速推进自动化智能物流系统建设

公司传统轻型搬运车辆产品为仓储物流行业的上游产业，由于人力成本上升，电商业务爆发，仓储物流行业正在经历由人工向自动化升级的过程，面对行业发展趋势，公司积极转型升级。2015 年公司成立上海诺力智能科技有限公司，与上海交大合作开发了物流机器人（AGV、RGV），加速推进自动化智能物流系统的建设。

2016 年 7 月公司公告，拟通过发行股份及支付现金购买无锡中鼎 90%的股权，交易对价为 5.4 亿元，其中股份支付和现金支付分别为 60%、40%。公司与无锡中鼎的合作预计将在市场销售、原材料采购、产品研发、生产工艺、运营管理等多个方面产生良好的协同效应，有助于公司实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的转变，打造诺力股份的“大物流平台”。

**图表 2 公司加速布局智能物流系统**

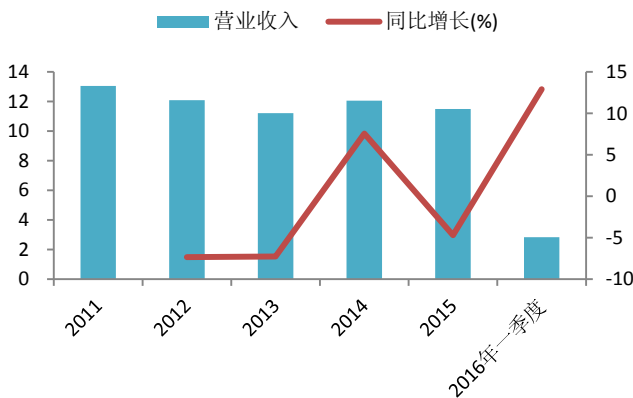
时间	布局
2015年4月	与上海交通大学签订战略合作协议，共同建立联合研发中心，重点开展智能化、无人化仓储物流关键技术研究以及相关产品的产业化开发
2015年6月	共同投资设立诺力智能科技，专注于智能仓储物流设备的生产、研发、销售及解决方案。
2016年7月	拟以5.4亿元收购无锡中鼎90%股权，有助于实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的转变，打造诺力股份的“大物流平台”

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

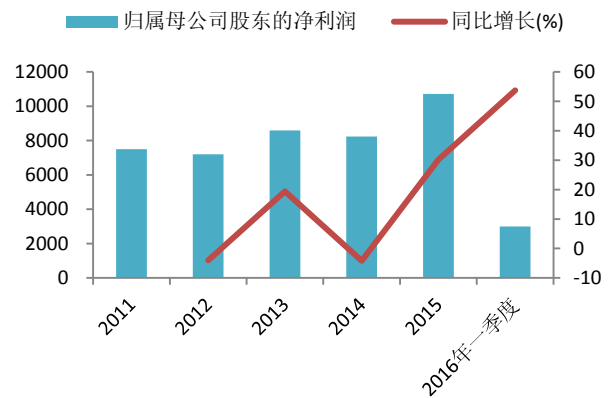
### 1.3、收入结构

2015 年公司实现营业收入 11.5 亿，同比下降 4.71%，归母净利润 9191.9 万元，同比增长 5.71%；2016 年一季度营业收入为 2.83 亿、归母净利润为 2993 万，分别同比增长 12.92%、53.73%。

**图表 3 公司营收情况（亿元，%）**



**图表 4 公司归母净利润情况（万元，%）**



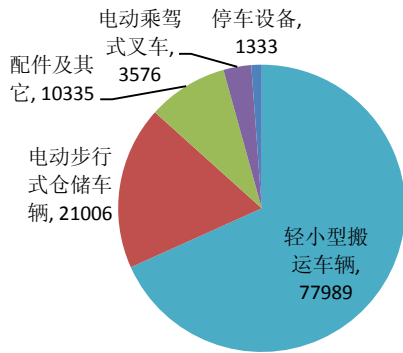
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

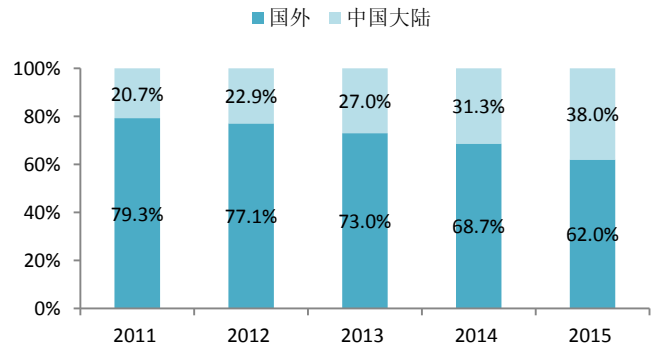
从产品来看，公司 2015 年营业收入中，轻小型搬运车辆收入为 7.8 亿元，占比 68.3%，电动步行式仓储车辆收入 2.1 亿，占比 18.4%，二者是公司目前主要收入和利润来源；电动乘驾式叉车、停车设备收入分别占别 3.1%、1.2%。

从地区来看，公司 2015 年营业收入中，国外收入占比达到 62%，有下降的趋势，国内收入占比近年有所提升。

图表 5 2015 年公司产品收入结构 (万元)



图表 6 2015 年公司国外销售占比为 62% (%)

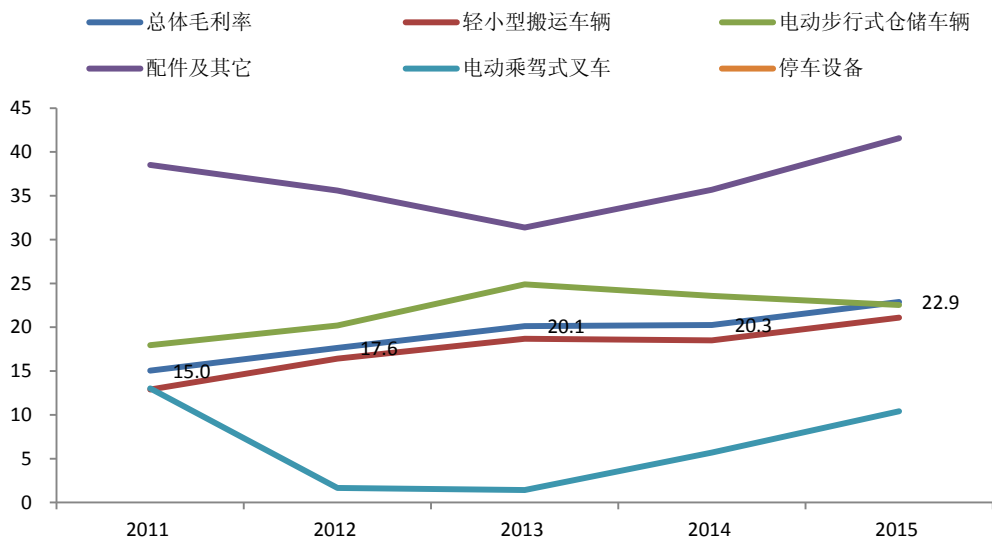


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司近年毛利率水平有所提升，2015 年公司总体毛利率水平为 22.9%，较 2011 年提升了 7.9 个百分点。

图表 7 近年公司总体毛利率水平稳步提升 (%)

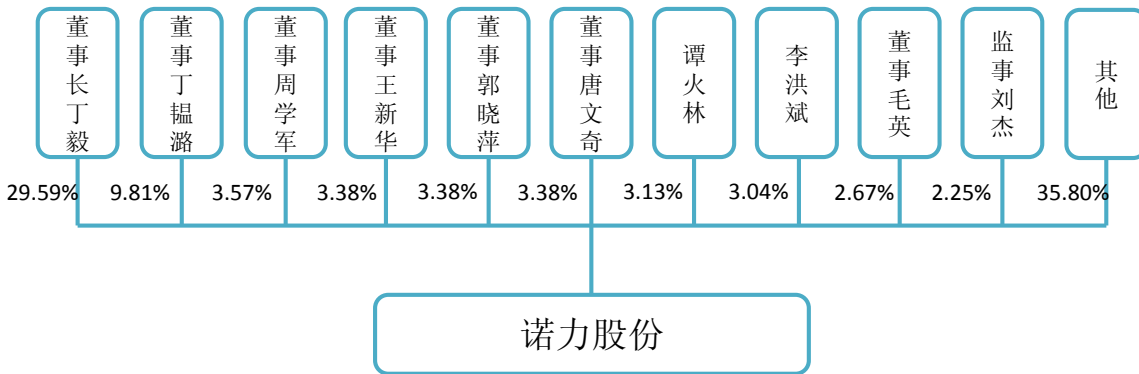


资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

## 1.4、股权结构及主要控股子公司

公司实际控制人为公司董事长丁毅先生，持股比例为 29.59%，其子丁韞潞、配偶毛英分别持有公司股份为 9.81%、2.67%，三人共持有公司 42.07% 股份。



**图表 8 公司股权较为集中，高管普遍持股（截至 2016 年一季报）**


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部。

公司在欧洲、美国、马来西亚等地有全资海外子公司，此外，公司还有杭州白特电驱动技术公司、上海诺力智能科技有限公司等控股子公司，具体情况见下表。

**图表 9 公司主要控股参股公司（元）**

子公司名称	注册资本	本公司持股比例	2015年总资产	2015年净利润
长兴诺力工业装备制造有限公司	1000万元	100%	62,590,387	9,598,000
诺力欧洲有限责任公司	25000欧元	100%	24,832,069	-5,460,965
美国诺力有限公司	200000美元	100%	1,695,358	-1,288,164
浙江诺力车库设备制造有限公司	1500万元	100%	13,052,784	-742,679
诺力马来西亚有限公司	10000000马来西亚令吉	90%	88,311,086	21,556,739
杭州拜特电驱动技术有限公司	300万元	70%	10,256,291	874,877
长兴诺力小额贷款有限责任公司	2亿元	19.50%	252,342,322	-2,995,187
上海诺力智能科技有限公司	2000万元	60%	4,289,177	-897,823

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 二、收购无锡中鼎，打造公司的“大物流平台”

### 2.1、收购无锡中鼎

2016年7月，公司公告拟以5.4亿元收购无锡中鼎90%股权：近期公司公告，拟通过发行股份及支付现金购买无锡中鼎90%的股权，交易对价为5.4亿元（无锡中鼎100%股权价值6亿元），其中股份支付和现金支付分别为60%、40%，无锡中鼎2016-2018年的净利润承诺分别为3200、5000、6800万元。同时拟募集配套资金2.39亿元，公司实际控制人丁毅拟认购金额为7700万元。

**图表 10 最近相关行业上市公司类似收购估值情况**

证券代码	公司名称	标的公司	评估方法	评估增值率	业绩承诺平均市盈率	承诺期净利润复合增长率	PEG
603006	黎明股份	晨通物流	收益法	519.70%	10.38	10.43%	99.52
600525	长园集团	和鹰科技	收益法	1098.01%	10.74	33.33%	32.22
002527	新时达	深圳众为兴	收益法	341.24%	12	30.49%	39.36
002026	山东威达	德迈科	收益法	271.60%	14.6	27.33%	53.42
300420	五洋股份	深圳伟创	收益法	253.19%	11	-	-
算数平均值			-	496.75%	11.74	25.40%	46.98
剔除最高值后平均值			-	346.43%	11.03	-	-
中间值			-	341.24%	11	-	-
无锡中鼎			收益法	507.01%	12	45.77%	26.22

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**无锡中鼎主营业务为智能化物流系统集成及相关物流系统和装备的研发与销售**，实现智能制造、仓储智能化、输送分拣自动化等系统工程的一站式服务，为客户提供从方案设计→设备制造→安装调试→售后服务为一体的系统解决方案，拥有研发营销中心一个、生产基地两个，已完成相关物流系统工程案例超过 200 个，其中智能物流系统总包集成项目超过 50 个，是行业内较为知名的物流系统集成商和设备供应商之一，其中自动化立体仓库最核心设备（直接决定立库运行效率和稳定性）——有轨巷道堆垛机技术及轻型高速堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。

**图表 11 无锡中鼎发展历程**

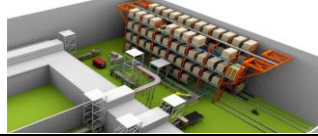
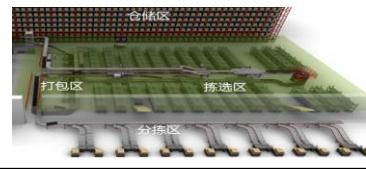
发展历程	
1986年	引进德国西马克公司自动化立体仓库系统成套专有技术进行消化吸收和应用
2006年	无锡富士达物流设备有限公司成立
2008年	确立堆垛机业务在全国产量第一的市场地位
2009年	与无锡中鼎物流设备有限公司合并优化，打造以服务为宗旨的系统集成商
2011年	成立二分厂大力发展现代生产制造业物流输送自动化系统
2012年	与LG化学开始合作建设新能源电池工厂；与美国康德乐开始合作在北京建设医药物流中心
2013年	国家级高新技术企业
2014年	中国冷链“金链奖”优秀案例；中国物流装备产业最具综合力品牌
2015年	中国物流装备产业年度明星品牌；与北大荒、天士力集团开展合作

资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

### （1）主要产品线丰富

无锡中鼎的产品方案根据客户生产、仓储、配送等环节的特定需求进行差异化定制，为非标准化的产品。根据所处供应链位置的不同，**无锡中鼎的主要产品可分为原料/成品仓库、车间缓存处理中心、自动化生产线、自动化输送线、大型配送中心等类别**，此外还包括为冷链、锂电等特殊需求行业专门研发设计的物流解决方案。

**图表 12 无锡中鼎主要产品及示意图**

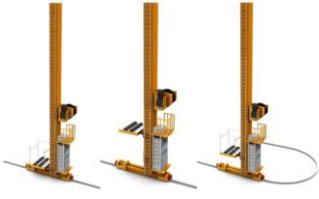


产品	说明	示意图/场景
原料/成品仓库	以托盘为单位对原料和成品进行批量存储，主要由仓储和码垛两部分构成。无锡中鼎的原料/原品仓库设计可以根据客户的库房结构实现多种货物出入方式，并通过输送系统与上游加工线、下游包装线、发运车辆实现无缝衔接，利用计算机软件管理平台实现物流和信息流的共享，提升客户企业的库存管理与分析水平。	
车间缓存处理中心	车间缓存处理中心位于自动化生产线的中间环节，用于存储配件、缓存上游半成品，并按下游生产订单拣选出货，具有储量相对较小、货物品种复杂、效率要求高的特点。	
自动化生产线	自动化生产线可以根据客户需求进行定制化设计，完成特定的生产功能。以纸箱包装线为例，该生产线可以实现开箱、套袋、装箱、贴标、封塑、封箱、打带、计算机信息登记，并通过自动识别系统分流至机器人码垛区域的全自动无人化操作。	
自动化输送线	自动化输送线利用PLC 控制技术，使系统按照生产指令自动识别物料，智能选择最佳路径，快速准确地将特定物料输送至各个生产环节。	
大型配送中心	物流配送是商品流通的核心环节，主要由仓储、拣选、打包、分拣四部分构成，广泛应用于医药、服装、快消品、电商等行业。与传统的物流网络相比，大型配送中心进行规模化和信息化的整合处理能力，有效降低了企业的流通成本。	
特殊行业物流方案	冷链行业物料管理方案 锂电行业物料管理方案	

资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

## (2) 核心自产设备

智能物流系统中，无锡中鼎主要自产核心设备有堆垛机、输送机、立体货架等，普通货架、普通输送机等产品的技术含量和附加值较低，无锡中鼎倾向于外购后进行系统集成和整合，而核心设备自产使得无锡中鼎在采购上具有较大的选择空间、较强的质量控制和议价等能力。

图表 13 无锡中鼎核心资产设备

	描述	图示
堆垛机	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，附属的载货台可沿堆垛机立柱垂直移动，取货货叉可向巷道两侧货架的货格伸缩和微升降，完成取放货的功能，是智能物流系统中的核心设备之一。	
输送机	输送机是运用自动控制系统来实现自动化运输的物流设备，其品种繁多，无锡中鼎研发、生产的输送机以托盘输送为主，箱式输送一般采用外购配件组装的方式。	
立库货架	立库货架是高层货架存储区中存放货物的主要设备，无锡中鼎研发、生产的立库货架以为非标准焊接式货架为主，可以实现对不规则托盘或较重托盘的承载。	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

(3) 软件服务

无锡中鼎在自动化物流系统领域具有独立的软件设计与开发能力，产品主要为设备控制监控系统（WCS）和仓库管理系统（WMS）。

**仓库设备控制监控系统 WCS** (warehouse control system) 介于 WMS 等上层信息管理系统和 PLC 等下层硬件执行系统之间，一方面接受管理系统指令，将其发送给 PLC 等硬件执行系统，从而驱动设备运转；另一方面将 PLC 系统的状态和数据实时反映在界面上，并提供对 PLC 等硬件系统的手动调试接口。此外，WCS 还提供对扫码器、AGV、称重仪等多种终端硬件的接入和管理。

图表 14 无锡中鼎仓库设备控制监控系统 WCS



资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

**仓库管理系统 WMS** (Warehouse Management System)通过 RFID/条形码等信息识别技术实现货物和托盘与数据的绑定，有效控制跟踪物流动态，并与 WCS 等设备

控制系统对接,实现仓库作业调度,构建全面、高效、智能的仓库管理平台。同时 WMS 还可以与 ERP、MES、MRP 等多种软件对接,更好地提高企业管理的深度和广度。

**图表 15 无锡中鼎仓库管理系统 WMS**

用户管理		货物管理		库位管理		订单管理		编码管理	
<b>出入库管理</b> 真实出入库 虚拟出入库 出入电子流 出入单查询		<b>库存管理</b> 库存查询 库存盘点 库位调整 库存调拨 整包拆零 零散打包 损耗管理 退货管理 上架规则 作业统计 数据分析 运营优化				<b>拣选系统</b> 播种式/摘取式		<b>RFID系统</b>	
<b>ERP/WCS对接</b>		<b>仓库操作员</b> 库位分配 作业下达		<b>仓储部长</b> 作业查看 库存查看		<b>车间主任</b> 原料存量 成品空位		<b>销售经理</b> 成品库存 可发货量	
						<b>财务部门</b> 资产盘点		<b>总经理</b> 所有权限	

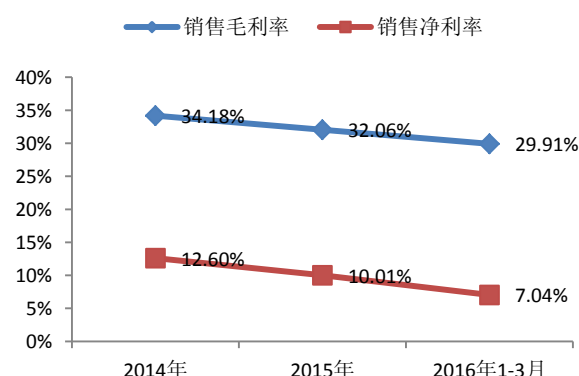
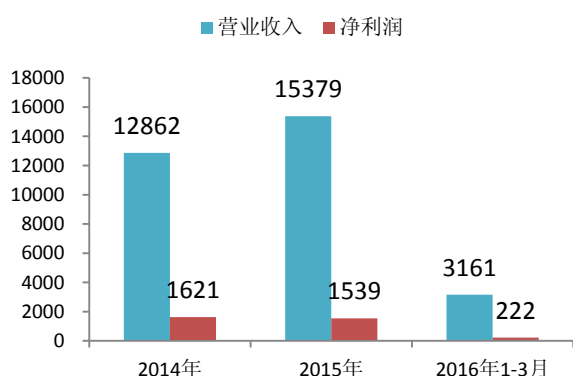
资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

## 2.2、无锡中鼎收入结构

无锡中鼎 2014、2015、2016 年 1-3 月营业收入分别为 1.29 亿元、1.54 亿元、3161 万元,净利润分别为 1716、1573、206 万元,毛利率水平分别为 34.48%、32.31%、30.21%。截至 2016 年 3 月 31 日,无锡中鼎已签订尚未完工销售合同(总包业务与分包业务,不含售后服务业务)数量为 79 笔,合同金额合计 52463.85 万元。

**图表 16 无锡中鼎近年营业收入情况(万元)**

**图表 17 无锡中鼎近年毛利率、净利率水平(%)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

无锡中鼎 2016 年 1 季度毛利率下降的主要原因为当期确认的厦门光华项目毛利率较低,厦门光华是中国医药集团的控股子公司。

无锡中鼎收入中，**总包收入占比较高**，近年维持在 50%以上；按照下游客户行业划分，无锡中鼎营业收入情况如下表，**汽车、医药、食品饮料、新能源等占比较高**。

**图表 18 无锡中鼎下游客户行业划分的收入情况**

	2016年1-3月		2015年度		2014年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
汽车	-	-	5,041.51	32.81%	5,949.47	46.31%
医药	2,429.06	76.85%	1,745.98	11.36%	2,590.46	20.16%
机械	-	-	1,952.58	12.71%	628.12	4.89%
食品冷链	614.53	19.44%	1,745.68	11.36%	1,543.59	12.01%
新能源	-	-	1,986.82	12.93%	387.39	3.02%
石化	-	-	1,123.42	7.31%	536.58	4.18%
电力	-	-	144.44	0.94%	716.24	5.57%
其他	117.18	3.71%	1,623.93	10.57%	496.06	3.86%
小计	3,160.77	100.00%	15,364.37	100.00%	12,847.91	100.00%

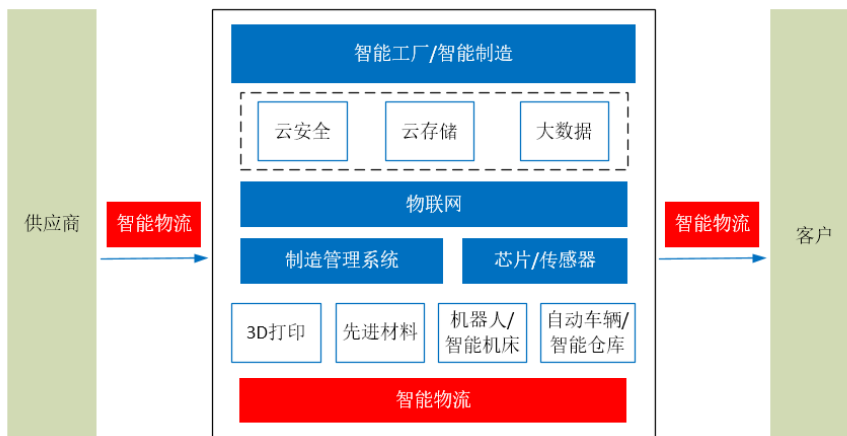
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 2.3、智能物流行业空间广阔

### (1) 智能物流市场将超千亿

智能物流是现代物流的发展方向，也是智能制造的重要组成部分，目标是实现物流运输、配送、仓储、包装、搬运装卸、流通加工以及物流信息等环节的自动化、智能化、柔性化，实现物流环节的自动化运作和高效率优化管理，从而降低综合成本，提高经营效率。











**图表 19 智能物流是智能制造的重要组成部分**



资料来源：中国中投证券研究总部

**我国物流仓储行业潜力巨大，行业发展将促进物流仓储自动化系统需求。**与美国相比，中国物流仓储行业仍然是初级水平，尤其在自动化领域具有很大的发展潜力。物流仓储行业快速发展将促进物流仓储自动化系统需求。

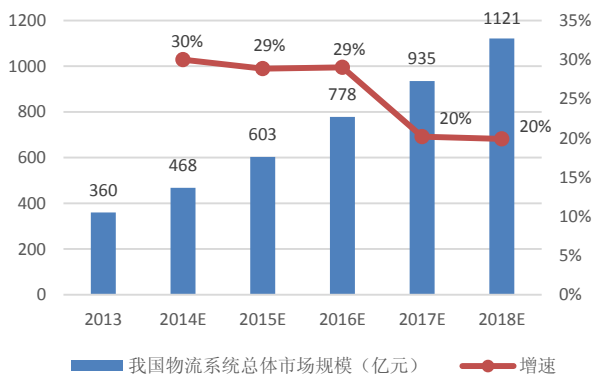
**图表 20 中国物流仓储行业仍然是初级水平**

			
旺季的仓储概况 			-
全国商业仓储总面积 (百万平方米) 	860	1594	1 / 1.85
人均仓储面积 (百万平方米) 	0.63	5.06	1 / 8
国际标准仓储所占比例 (%) 	1.74%	80%	1 / 46
第三方仓储所占比例 (%) 	3%	40%	1 / 13

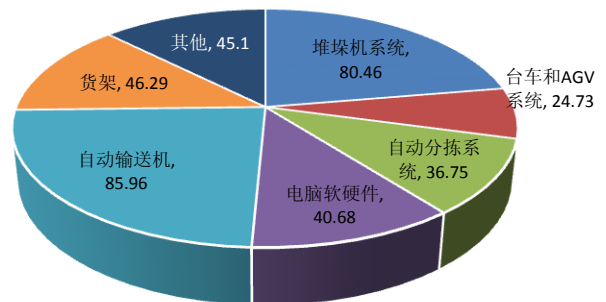
资料来源：西门子、中国中投证券研究总部

伴随经济的发展，我国智能物流系统行业迎来快速发展，根据中国物流协会信息中心 2014 年的调查统计，近十年来，中国物流自动化系统市场规模保持了平均 20% 左右的增长速度，2015 年智能物流系统的市场空间预计达 600 亿元人民币以上，**预计至 2018 年，国内的自动化物流系统市场规模将超过 1000 亿元，未来几年年均增速将达到 25.5%。**

图表 21 我国物流系统总体市场规模 (亿元, %)



图表 22 2013 年物流系统设备分类市场规模(亿元)

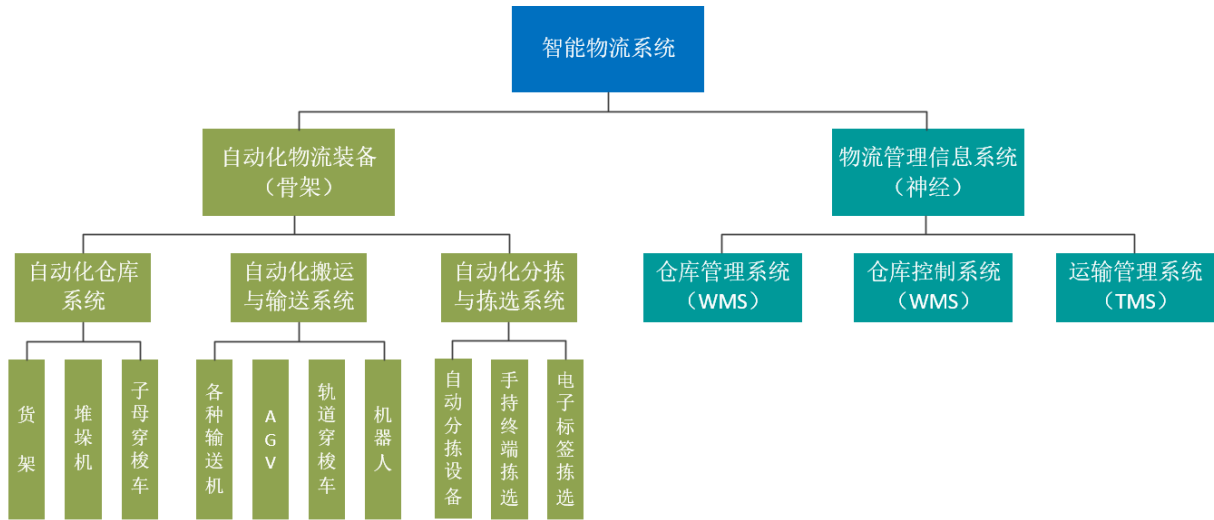


资料来源：物流协会信息中心、中国中投证券研究总部

资料来源：物流协会信息中心、中国中投证券研究总部

自动化物流装备是智能物流系统的骨架，而物流管理信息系统则构成智能物流系统的神经。自动化物流装备主要包括自动化仓库系统、自动化搬运与输送系统、自动化分拣系统等，物流管理信息系统 (LMIS) 则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 (TMS) 等。

**图表 23 智能物流是智能制造的重要组成部分**



资料来源：中国中投证券研究总部

(2) 行业内主要参与者及无锡中鼎的优势

对于物流系统集成商来说，整体设计及物流系统集成能力是衡量企业竞争力的主要标准。目前我国智能物流系统竞争格局可大致分为三个层次：

- i. 具备整体工程设计与总包能力的国际知名企业，如日本大福株式会社、德国德马泰克、胜斐逊等，这些国际知名企业占据了国内60%以上的市场份额，而在高端产品国际知名企业所占市场份额更高。
- ii. 具备较好整体工程设计，且具备较好智能物流设备设计、生产、安装、调试及售后能力的综合性国内企业，如无锡中鼎、东杰智能、音飞存储等。
- iii. 只能提供功能简单、技术水平落后、系统集成程度较低的产品。

我国智能物流系统行业起步较晚，国际知名企业定位为物流系统集成商并处于产业链核心地位，据有很强的议价能力和较高的利润率，而国内大部分厂商则定位于设备供应商和分包商，系统集成能力相对较差。



**图表 24 国内无锡中鼎主要竞争对手简要情况**

竞争对手	基本情况	2015年收入	2015年利润
天奇股份	天奇股份主要从事为规模化产品的全生命周期提供智能化装备的解决方案及服务，包括物流总体规划与系统集成、物流自动化设备研发与制造、物流软件研发、工程建设以及运营管理输出等，其产品主要应用领域为汽车行业。	11.05亿元（自动化输送与自动化仓储系统工程）	-
机器人	新松机器人是一家以机器人技术为核心，致力于数字化智能制造装备的高科技企业。主要从事工业机器人、物流与仓储自动化成套装备生产及系统集成业务，主要产品包括机器人、AGV、立体库等，产品主要应用于汽车、电力等行业。	4.2亿（物流与仓储自动化成套装备部分）	-
音飞储存	音飞存储专业从事仓储货架的生产和销售，是国内最大的仓储货架供应商之一，公司的主要产品各类高精度工业货架和自动存取货物的智能机器人及云端的仓库管理软件，主要应用于酒类、汽车等行业。	4.64亿	6502万
华昌达	华昌达是一家智能型自动化装备系统集成供应商，主营业务是智能型自动化装备系统，致力于为汽车行业客户提供先进的工业机器人、智能制造装备及系统集成解决方案，并提供从研发、设计、制造、项目管理、技术服务等覆盖全项目生命周期的产品与服务。	17.5亿	9612万
东杰智能	东杰智能的主营业务为智能物流成套、非标装备的设计、制造、安装调试与销售，其主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统和智能立体停车系统三大类。	3.66亿	2809万
今天国际	是一家智能物流系统综合解决方案提供商，基于规划集成和软件开发优势，为客户提供一体化的仓储、配送智能物流系统及服务，使客户实现物料出入库、存储、搬运运输、分拣与拣选、配送等物流活动的自动化、信息化和智能化，提升客户的物流管理水平，提高经营效率。	5.07亿	6230万

资料来源：公司公告、Wind、中国中投证券研究总部

无锡中鼎利用条形码、射频识别技术、传感器、全球定位系统等先进的物联网技术通过信息处理和网络通信技术平台广泛应用于物流业运输、仓储、配送、包装、装卸等基本活动环节，实现货物运输过程的自动化运作和高效率优化管理，在技术上要求能够胜任“物品识别、地点跟踪、物品溯源、物品监控、实时响应”等所有工作。

智能的处理技术通过对大量物流数据的分析，对物流客户的需求、商品库存、物流智能仿真等作出决策，实现物流管理自动化；物流智能获取技术实现物流过程中的主动获取信息，主动监控运输过程与货物，主动分析物流信息，使物流从源头开始被跟踪与管理，实现信息流快于实物流；智能传递技术的应用也可帮助企业提高外部的物流数据传递功能。

**图表 25 无锡中鼎优势**

优势	描述
研发创新优势	无锡中鼎被评为高新技术企业、江苏省认定企业技术中心等资质，截至2016年6月30日，无锡中鼎拥有主要专利47项和软件著作权17项，其中发明专利8项，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。
较为完整的产业链优势	从系统功能上，无锡中鼎可以提供原料/成品仓库、车间缓存处理中心、自动化生产线、自动化输送线、大型配送中心等模块类别，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。
核心设备自产优势	堆垛机、焊接式非标货架、特殊专机输送设备等关键核心设备均由无锡中鼎结合客户需求独立研发生产，以实现与整体物流设计方案的无缝对接。
多行业综合服务优势	客户广泛分布于食品饮料、医药、汽车、电力、机械制造、造纸、化工、纺织服装、物流仓储、冷链、新能源锂电等众多领域。

资料来源：中国中投证券研究总部

## 2.4、无锡中鼎下游行业分布广泛，客户优质

根据所处供应链位置的不同，无锡中鼎的主要产品可分为原料/成品仓库、车间缓存处理中心、自动化生产线、自动化输送线、大型配送中心等类别，此外还包括为冷链、锂电等特殊需求行业专门研发设计的物流解决方案。

无锡中鼎的客户广泛分布于食品饮料、冷链、新能源、医药、汽车、电力、机械制造、造纸、化工、纺织服装等众多领域，包括了中粮、双汇、蒙牛、比亚迪、LG化学、中国一重、扬子江药业、北京现代、沃尔沃、一汽大众等众多知名企业。

**图表 26 无锡中鼎近期前五大客户情况 (万元, %)**

2016年1-3月						
客户名称	厦门光华医药科技有限公司	天津信诺制药有限公司	九三集团大连大豆科技有限公司	海正药业(杭州)有限公司	北京机械工业自动化研究所	合计
营业收入	1,262.39	636.75	614.53	529.91	56.41	3,099.99
占全部营业收入的比例	39.94%	20.15%	19.44%	16.77%	1.78%	98.08%
注：厦门光华医药科技有限公司为中国医药集团下属公司。						
2015年						
客户名称	北京乐金系统集成有限公司	青岛软控机电工程有限公司	海正药业(杭州)有限公司	北京机械工业自动化研究所	无锡华顺民生食品有限公司	合计
营业收入	1,999.32	1,561.54	1,533.16	1,333.87	1,320.90	7,748.78
占全部营业收入的比例	13.00%	10.15%	9.97%	8.67%	8.59%	50.38%
注：北京乐金系统集成有限公司为LG集团下属公司；无锡华顺民生食品有限公司为安井集团下属公司。						
2014年						
客户名称	一汽铸造有限公司	北京机械工业自动化研究所	华仁药业(日照)有限公司	天津和昇塑料制品有限公司	青岛软控机电工程有限公司	合计
营业收入	2,418.80	1,687.01	1,516.24	1,200.85	987.18	7,810.09
占全部营业收入的比例	18.81%	13.12%	11.79%	9.34%	7.68%	60.72%
注：天津和昇塑料制品有限公司为顶新国际集团下属公司。						

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图表 27 无锡中鼎部分下游行业应用案例情况及客户**

下游行业	代表案例/客户名称	案例详情/场景	行业其他主要客户								
食品冷链行业	安井食品冷库	<table border="1"> <tr> <td>项目金额：1550万元</td> <td>总面积：8000㎡</td> </tr> <tr> <td>仓库形式：低温成品自动化冷库</td> <td>堆垛机数量：6台</td> </tr> <tr> <td>输送机数量：126</td> <td>最大高度：17.4米</td> </tr> <tr> <td>设计温度：最低-36℃</td> <td>最大库容量：16450</td> </tr> </table>	项目金额：1550万元	总面积：8000㎡	仓库形式：低温成品自动化冷库	堆垛机数量：6台	输送机数量：126	最大高度：17.4米	设计温度：最低-36℃	最大库容量：16450	
项目金额：1550万元	总面积：8000㎡										
仓库形式：低温成品自动化冷库	堆垛机数量：6台										
输送机数量：126	最大高度：17.4米										
设计温度：最低-36℃	最大库容量：16450										
医药行业	北京永裕药品配送中心	<table border="1"> <tr> <td>项目金额：1800万元</td> <td>堆垛机数量：4台</td> </tr> <tr> <td>仓库形式：仓库存储货架系统</td> <td>最大高度：8.3米</td> </tr> <tr> <td>输送机数量：212</td> <td>最大库容量：8200</td> </tr> <tr> <td>设计温度：恒温15摄氏度</td> <td></td> </tr> </table>	项目金额：1800万元	堆垛机数量：4台	仓库形式：仓库存储货架系统	最大高度：8.3米	输送机数量：212	最大库容量：8200	设计温度：恒温15摄氏度		
项目金额：1800万元	堆垛机数量：4台										
仓库形式：仓库存储货架系统	最大高度：8.3米										
输送机数量：212	最大库容量：8200										
设计温度：恒温15摄氏度											
新能源行业	比亚迪	<table border="1"> <tr> <td>项目金额：4350万元</td> <td>总面积：8000㎡</td> </tr> <tr> <td>仓库形式：自动物流存储系统</td> <td>堆垛机数量：33台</td> </tr> <tr> <td>输送机数量：383</td> <td>最大高度：3.32米</td> </tr> <tr> <td>最大库容量：26666</td> <td></td> </tr> </table>	项目金额：4350万元	总面积：8000㎡	仓库形式：自动物流存储系统	堆垛机数量：33台	输送机数量：383	最大高度：3.32米	最大库容量：26666		LG化学、比亚迪、微宏动力
项目金额：4350万元	总面积：8000㎡										
仓库形式：自动物流存储系统	堆垛机数量：33台										
输送机数量：383	最大高度：3.32米										
最大库容量：26666											
汽车	一汽大众										
制造业	一汽制造	<table border="1"> <tr> <td>仓库形式：砂芯储存立体库及输送系统</td> <td>总面积：2000㎡</td> </tr> <tr> <td>输送机数量：31</td> <td>堆垛机数量：3台</td> </tr> <tr> <td>最大库容量：1200</td> <td>最大高度：9.2米</td> </tr> </table>	仓库形式：砂芯储存立体库及输送系统	总面积：2000㎡	输送机数量：31	堆垛机数量：3台	最大库容量：1200	最大高度：9.2米			
仓库形式：砂芯储存立体库及输送系统	总面积：2000㎡										
输送机数量：31	堆垛机数量：3台										
最大库容量：1200	最大高度：9.2米										

资料来源：无锡中鼎官网，中国中投证券研究总部

**(1) 食品冷链领域——南北呼应、遍地开花**

无锡中鼎自 2009 年设立起即开始了冷链物流设备的研发；2011 年，无锡中鼎自行研发的堆垛机、输送系统设备和电气控制系统在-25℃的环境下正式投入使用；2014 年，获得中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会颁发的中国冷链“金链奖”优秀案例奖。

冷库环境苛刻、空间利用率要求较高，主要体现在以下几个方面：1) 冷库比常温库增加了制冷及保温单元，空间利用和设备布局应对应调整；2) 低温环境维修困难，对设备的稳定性要求更高，特别是立库核心设备堆垛机需要重新设计；3) 普通钢材在-20℃以下抗冲击性会明显下降，立柱和货架钢材选型要求更高。

i.在制冷系统方面，系统保持较高的制冷效率非常关键，其蒸发压力及温度，冷凝压力及温度是主要参数，应根据实际条件和系统变化，不断调整和控制运行参数，使其在经济合理的参数下运行，可充分发挥设备效率，保障机器设备和储藏产品的安全。无锡中鼎在制冷设备选型和系统设计中，有针对性的冷库存储类别精细设计，有效的改进冷库结构和保温设计。

ii.在**自动化立体冷库设计方面**，自动化立体冷库结构一般采用立体仓库式、密集存储式，机械、结构、电气、土建等多专业相互交叉、相互制约。无锡中鼎自动化立体冷库采用立体货架、有轨巷道堆垛机系统、出入库输送机系统、低温自动化控制系统、自动分拣系统、计算机监控系统、计算机管理系统以及其他如电线电缆桥架配电柜、托盘、调节平台、钢结构平台等辅助设备**组成的复杂的自动化系统。**

iii.在**自动化立体冷库节能方面**，立体仓库式冷库是采用有轨巷道双深位堆垛机系统，适用于物品多元化，出入库流量大，成本相对高；密集存储式冷库是采用有轨巷道堆垛机系统+穿梭式货架一体式，适用于物品品种相对单一，出入库流量少，需求不高，成本相对低。其中，冷库门的开启也是耗冷的主要因素。**无锡中鼎采用双道互锁高速自控冷库门与自动化系统结合的库架一体式冷库，该结构式冷库是目前比较先进及合理的结构形式，节能效果极为显著。**

近年来，无锡中鼎继与“三全、中粮、双汇”等大型食品企业建设冷库项目后，与国内冷冻食品标杆企业福建安井食品股份有限公司牵手同行，承建无锡安井冷库项目；与中国最大的绿色食品龙头企业北大荒集团开展深度合作，在肉食屠宰、加工，农产品加工方面规划建设了输送、存储、分拣等整体低温物料系统项目。

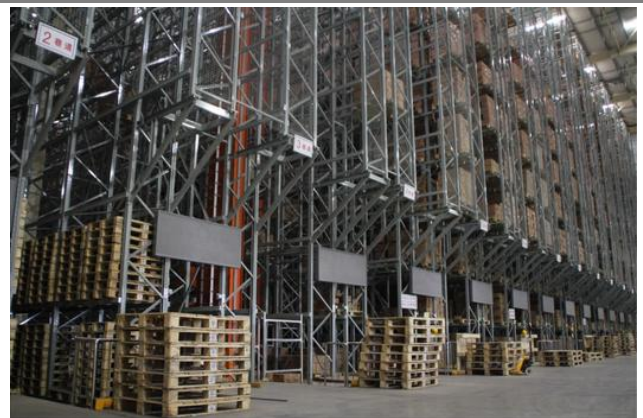
2016 年上半年，无锡中鼎在冷链市场继续发力、乘势而上，先后与大庄园集团、丹东老东北农牧有限公司成功签约，承建自动化低温存储项目。截至目前，无锡中鼎已先后与三全、中粮、双汇、安井、北大荒、正大食品等公司开展合作，已在冷链市场形成南北呼应、遍地开花的良好态势。

**图表 28 安井食品冷库详情**

项目金额：1550万元	总面积：8000m <sup>2</sup>
仓库形式：低温成品自动化冷库	堆垛机数量：6台
输送机数量：126	最大高度：17.4米
设计温度：最低-36℃	最大库存量：16450

资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

**图表 29 喜之郎案列场景**



资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

(2) 新能源领域——细分行业领头羊，目标市场占有率 30%

无锡中鼎于 2010 年正式开展锂电物流装备和锂电池生产工艺的研发试验；2012 年与 LG 化学开始意向合作，至今已成功建设了 LG 化学动力电池 1-4 号工厂及汽车动力电池新工厂，得到了 LG 公司充分的信任与认可；与比亚迪于 2014 年达成合作关系，并参与建设了比亚迪坑梓电池生产新工厂，该工厂建成后将是世界上最大的动力电池工厂之一；与微宏动力于 2015 年正式达成合作关系，并合作建设了微宏动力湖州动力电

池工厂。

无锡中鼎智能化物料管理解决方案结合了 MES 技术、锂电产线视觉控制技术 & 锂电产线智能机器人，组成“整线设备+机器人+软件控制”的智能化解决方案，通过整体物料管理规划，实现生产工艺的自动化无缝对接，让计算机代替人在生产管理中降低错误风险，无人化的产线使电池生产更高效、更安全、更可靠。

无锡中鼎专门成立了新能源锂电设备研发生产团队，可实现标准化、模块化生产，效率大幅提升，消化订单的速度也相应加快。在 2015 年迅猛发展基础上，2016 年上半年继续高歌猛进：继续深化与 LG 化学的合作；新增微宏动力高温老化库项目、天津捷威自动化立体仓库系统等项目，与深圳比亚迪深度合作，提供生产、存储全过程的内部物料自动化系统，目前合作金额已超亿元。

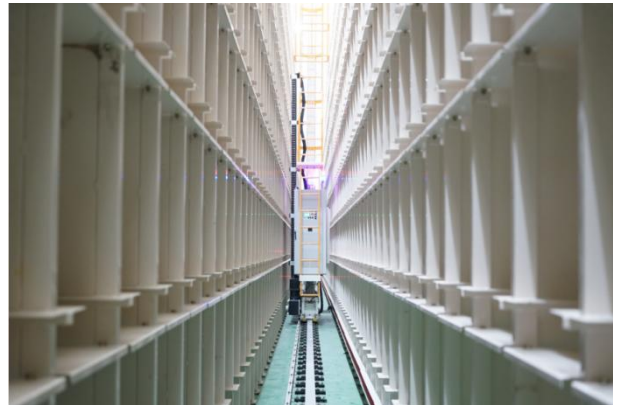
在新能源锂电生产行业，经过 6 年发展沉淀，无锡中鼎在自动化成分容系统自动化无缝对接技术稳居全国前五，是细分行业的领头羊，截至目前，无锡中鼎已先后与 LG 动力电池、比亚迪、湖州微宏动力、天津力神、天津捷威、宁波德朗能、中兴高能等公司开展合作，为其提供新能源电池生产物流整体解决方案，另外还与包括韩国 GPI、韩国 JIE 等多家一流供应商签订长期战略合作伙伴合作协议。新能源领域，无锡中鼎未来目标 30% 的市场份额。

**图表 30 比亚迪案例详情**

项目金额：4350万元	总面积：8000m <sup>2</sup>
仓库形式：自动物流存储系统	堆垛机数量：33台
输送机数量：383	最大高度：3.32米
最大库存量：26666	

资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

**图表 31 LG 化学案例场景**



资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

### (3) 医药行业——牵手国药

无锡中鼎于 2014 年与国内最大的医药龙头企业国药集团牵手合作，陆续承建了北京、山东、厦门等区域大型医药物流配送中心项目。

2016 年，无锡中鼎与国药集团再次携手，签订常州国药物流配送中心项目，该项目规划货位数 5700 个，设计 5 台堆垛机，并通过采用高速分拣系统，螺旋式提升系统为企业有效运用空间，提高运行效率，降低运营成本。

图表 32 北京永裕药品配送中心详情

项目金额：1800万元	堆垛机数量：4台
仓库形式：仓库存储货架系统	最大高度：8.3米
输送机数量：212	最大库存量：8200
设计温度：恒温15摄氏度	

资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

图表 33 华仁药品成品库场景



资料来源：无锡中鼎官网、中国中投证券研究总部

## 2.5、收购无锡中鼎有助于打造公司“大物流平台”

近十年来，中国物流自动化系统市场规模保持了平均 20%左右的增长速度，2015 年智能物流系统的市场空间预计达 600 亿元人民币以上，**预计至 2018 年，国内的自动化物流系统市场规模将超过 1000 亿元，未来几年年均增速将达到 25.5%**。公司通过收入收购无锡中鼎进入智能物流系统行业，有助于提高公司的盈利能力。

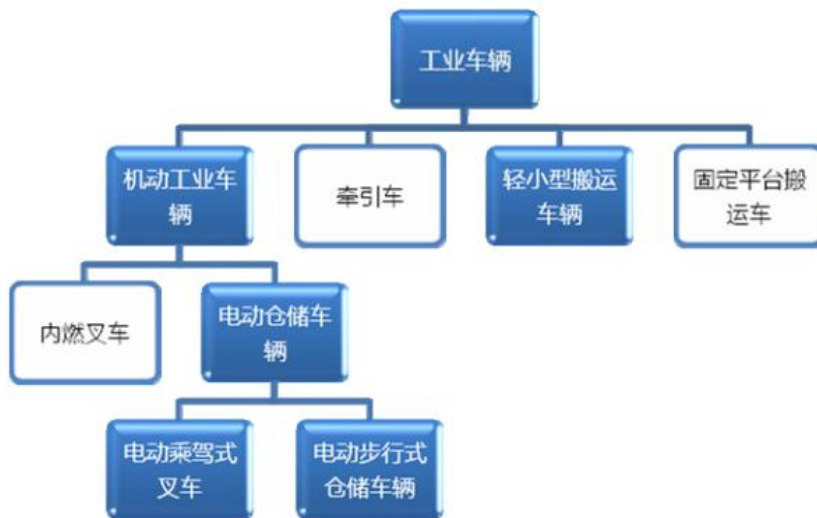
**有望实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的升华**：公司与无锡中鼎属于工业物流行业下不同的细分行业，二者合作预计将在市场销售、原材料采购、产品研发、生产工艺、运营管理等多个方面产生良好的协同效应，此次收购无锡中鼎，公司得以迅速布局智能物流系统行业，而且协同效应显著，将有助于推动主营业务扩张与升级，提升行业话语权，有助于公司实现从卖产品到提供智能化物流解决方案的转变，打造诺力股份的“大物流平台”。

## 三、 电动仓储车辆为公司传统主业主要增长点

### 3.1、 手动搬运车需求稳定，电动仓储车辆是未来发展方向

搬运车辆属于工业车辆，是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式车辆，主要包括轻小型搬运车辆（手动搬运车辆）、电动仓储车辆和内燃叉车。

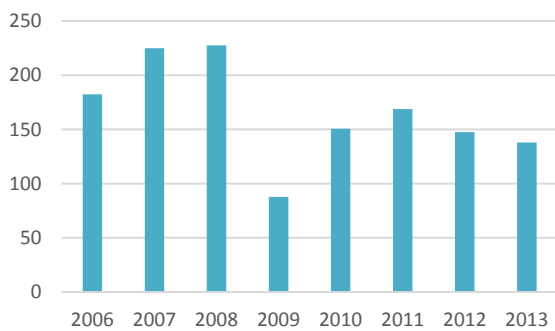
图表 34 搬运车辆主要分类



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

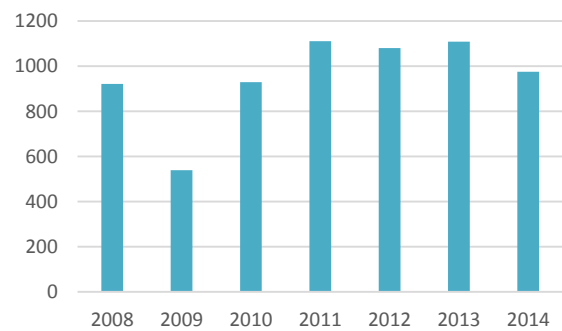
**手动搬运车辆需求稳定。**我国是手动搬运车辆第一生产大国，年产量已占到全球总产量的 80%以上，2013 年我国手动搬运车辆销量 138 万台，同比下降 11.68%，2014 年手动搬运车辆出口 976 万台，同比下降 12.01%，由于全球经济增速放缓，手动搬运车辆需求趋于稳定。

图表 35 公司手动搬运车辆销售情况 (万台)



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

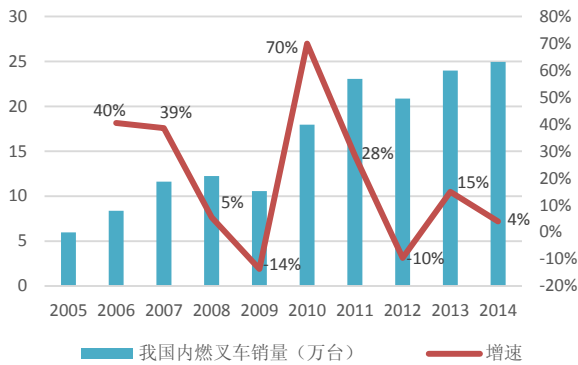
图表 36 我国手动搬运车辆出口情况 (万台)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

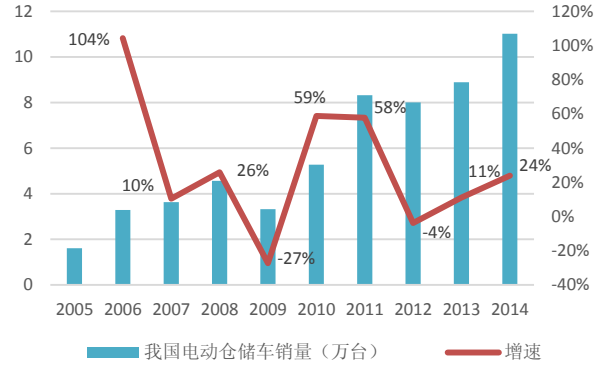
**内燃叉车增速放缓,电动仓储车辆增长速度加快。**2014 年我国内燃叉车销量 24.94 万台，增长放缓至 4%，同年电动仓储车辆销量 11.02 万台，增速加快至 24%。

图表 37 我国内燃叉车销量及增速 (万台, %)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图表 38 我国电动仓储车辆销量及增速(万台, %)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

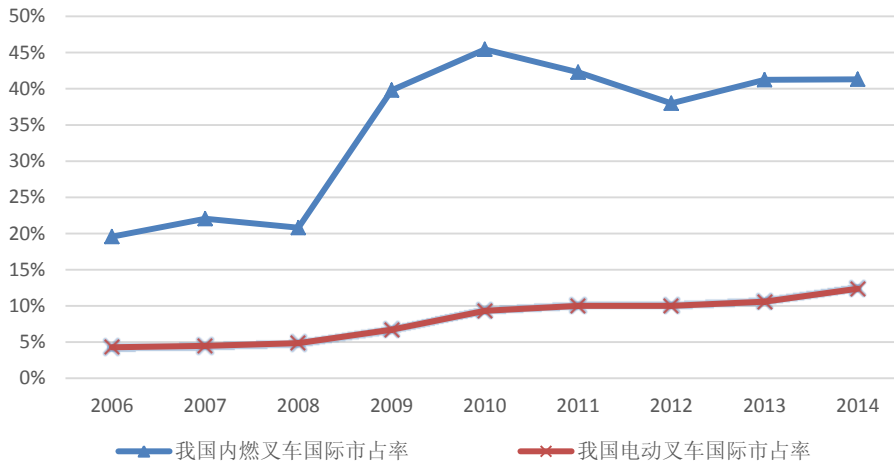
**电动仓储车辆是未来发展方向。**电动仓储车辆采用电驱动，与内燃叉车相比，具有无污染、易操作、节能高效等优点。随着经济的发展和环保、节能要求的提高，电动叉车迅猛发展，尤其是在港口、仓储及烟草、食品、轻纺等行业，电动仓储车辆正逐步替代内燃叉车。

未来我国电动工业车辆的市场需求主要来自以下三方面：第一、经济自然增长带来的国内外市场空间的扩张；第二、发展中国家因人工成本上升、环保压力 等因素带来的工业车辆从手动、内燃向电动的升级换代；第三、国产产品抢占国外产品原有的市场份额。

**电动仓储车辆出口空间广阔。**2014 年我国内燃叉车的全球市场占有率为 41.30%，列世界第一位；电动仓储车辆的全球占有率为 12.36%，世界排名第二位。相对于内燃叉车的优势地位，我国各种电动仓储车辆的全球市场占有率还很低，但一直持续保持增长态势，发展势头良好。根据海关统计数据，近年来我国出口电动乘驾式叉车的均价水平基本保持在 1.1 万美元/辆左右，而日本丰田、德国永恒力、美国纳科等大厂的产品均价皆在 2.5 万美元/辆以上，是我国出口产品均价的两倍以上，可见我国电动仓储车辆的性价比优势突出，未来我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大。



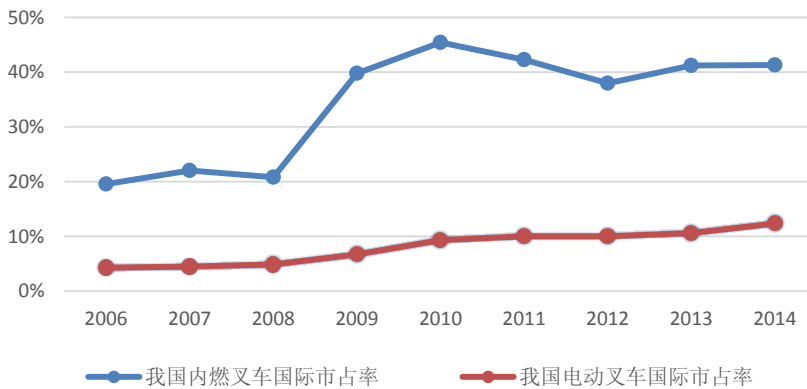
**图表 39 我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大 (%)**



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

**电动仓储国内空间广阔。**早期由于“三电”（蓄电池、电机、电控）相对落后，我国电动仓储车辆的发展速度远落后于内燃叉车。改革开放以来，电动仓储车辆销售量逐年递增，不过目前内燃叉车仍然是我国机动工业车辆的主要产品，电动仓储车辆在机动工业车辆总销量中所占的比例约 25%，与欧洲约 80%，美国、日本约 60%的比例相比，差距很大。近二十年来，随着节能、环保、安全、土地集约化的要求越来越高，以及电机、蓄电池与充电装置技术水平的进步，不消耗石油、不污染环境的电动仓储车辆已经在世界范围得到越来越广泛的运用，其销量以年均 20%左右的速度增长。

**图表 40 我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大 (%)**



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

### 3.2、手动搬运车辆反倾销利空消净

诺力股份由手动搬运车辆起家，连续十余年国内销量第一，公司积极适应行业发展趋势推出电动仓储车辆，目前公司共拥有轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等三大系列 200 多个品种产品，产品覆盖面广，可以提供一站式采购服务。

**图表 41 公司产品种类多样**

轻小型搬运车辆

电动步行式仓储车辆

电动乘驾式叉车



手动搬运车



电动步行式搬运车



电动乘驾式仓储叉车



手动推高车



电动步行式推高车



电动平衡重乘驾式叉车

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

**多重布局应对轻小型搬运车辆欧盟反倾。**欧盟 2013 年 4 月 22 日做出的终审裁决，将对包括诺力股份在内的所有中国企业生产的手动搬运车及其配件征收 70.80% 的反倾销税，该裁决自 2013 年 4 月 24 日生效，有效期 5 年。为应对欧盟反倾销的不利影响，公司主要采取了如下几项核心措施：

**图表 42 公司应对欧盟反倾销所采取的核心措施**

应对方法	具体措施
提前备货	2013年4月，公司设立 Noblelift D.O.O，并在其租赁仓库中储备了150353台手动搬运车以应对反倾销税提高后的短期冲击，2013年下半年起，上述存货陆续开始在欧盟地区销售。
马来西亚设厂生产	2013年6月，公司在马来西亚设立控股子公司马来西亚公司，主要生产手动搬运车（即涉税产品），因大部分生产成本（60%以上）在当地发生，属于合理、合法规避反倾销。预计未来几年中，马来西亚公司的产能完全释放后，能够有效满足欧盟市场的需求，并在较大程度上消除欧盟反倾销税对公司的中长期影响。
产品升级	欧盟此次反倾销主要针对的是公司的手动搬运车，而手动搬运车经过一定的技术改造，再加装称重功能后，将升级为电子秤搬运车，而电子秤搬运车不在欧盟反倾销涉税产品之列。
加强电动类产品的市场拓展及新产品的开发	欧盟历次反倾销调查均针对我国手动搬运车及其主要部件，电动类产品并未涉及反倾销调查。为此，公司在 2005 年便制定了“巩固轻小型搬运车（含 手动搬运车）市场优势，积极做大电动仓储车辆，探索开拓其他新产品”的产品发展战略，逐年加强电动类产品的市场拓展。

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

### 3.3、募投项目加速电动仓储车辆发展

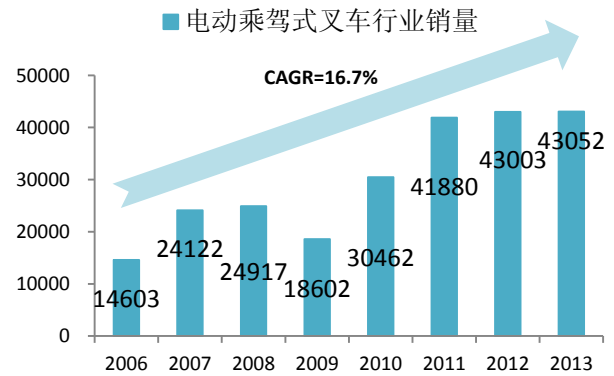
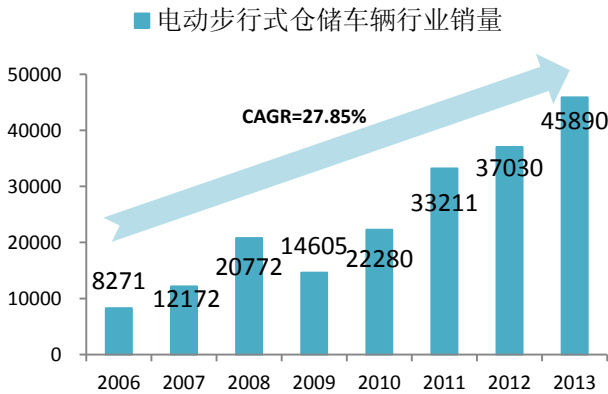
**电动仓储车辆销量持续增长，募投项目打开产能瓶颈。**电动仓储车辆是未来发展方

向。公司积极适应行业发展趋势推出电动仓储车辆，销量持续增长。

近年来，我国电动工业车辆销量快速增长，根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的统计数据，2013年我国电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车的销量分别为45890、43052辆，2006-2013年的年均复合增长率分别为27.85%、16.7%。

**图表 43 电动步行式仓储车辆近年行业销售情况 (辆, %)**

**图表 44 电动乘驾式叉车行业销量情况 (辆, %)**



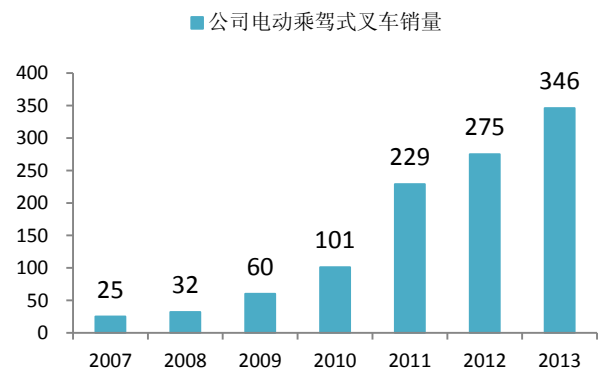
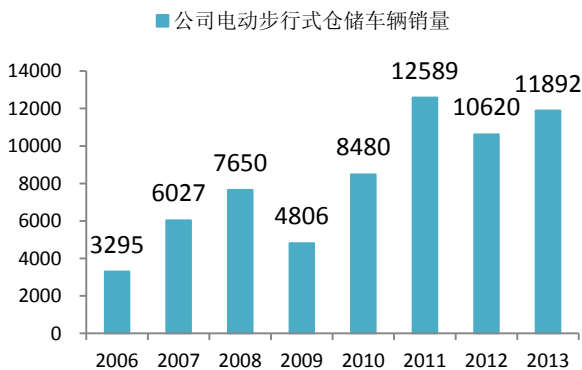
资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

公司在电动步行式仓储车辆方面有较强的竞争优势，近年来相关产品销量保持较高增长。电动乘驾式叉车方面，公司于2007年开始生产，2009年相关技术成熟稳定后，公司电动乘驾式叉车的产销量翻倍增长，6年的年化增长速度超过60%，远高于行业平均水平。

**图表 45 电动步行式仓储车辆近年行业销售情况 (辆)**

**图表 46 电动乘驾式叉车行业销量情况 (辆)**



资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

募投项目产能释放前，公司受到产能不足的制约，甚至存在放弃部分订单以及老客户维修部件供应不及时的情况。公司募集资金主要用于22000台电动车项目等，将有助于公司打开产能瓶颈。

**图表 47 根据历史数据测算，公司募投产能够得到消化 (台)**

电动步行式仓储车辆	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
	T-2年	T-1年	IPO当年+建设期	建设期+40%达产	80%达产期	全达产期
产能数据	15000	15000	15000	19200	31800	36000
销量数据	11892	14967	18836	23706	29835	37548
电动乘架式叉车	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
	T-2年	T-1年	IPO当年+建设期	建设期+40%达产	80%达产期	全达产期
产能数据	400	400	400	600	1200	1400
销量数据	346	492	700	996	1418	2017

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部。注：1、2013年的销量数据为实际发生数，其后年度的销量数据系按照公司和行业历史平均年增速测算得出。2、此处假设2015年1月募集资金到位并开始项目建设。

2016年8月，公司拟实施“新增年产6000台智能化节能型乘驾式叉车建设项目”，拟利用公司现有土地，新建厂房91000平方米，新增激光切割机、数控加工中心、数控车床等生产及辅助设备297台（套），项目完成后形成新增年产6000台智能化节能型乘驾式叉车的生产能力。

## 四、高空作业平台+AGV布局顺利，设备产品不断高端化

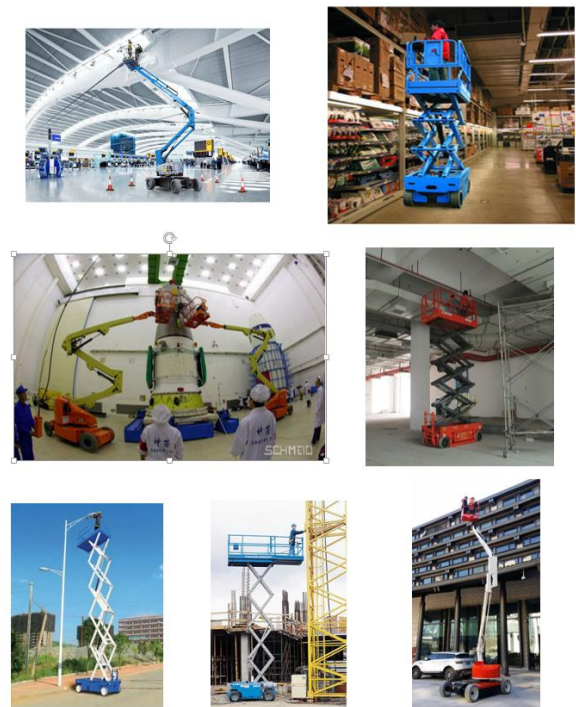
### 4.1、推出高空作业平台，培育新利润增长点

**高空作业平台应用广阔。**高空作业平台替代传统脚手架等登高设备，广泛用于超市与仓储物流、厂房建筑施工、室内外装修维护、机场、车站、大型展馆、船舶制造、航空航天制造等高空作业环境。高空作业平台由电力或内燃机驱动，可以在使用过程中安全自动行走，能有效提高劳动效率，降低劳动强度和工伤风险。

图表 48 高空作业平台替代传统登高设备



图表 49 高空作业平台应用广阔



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

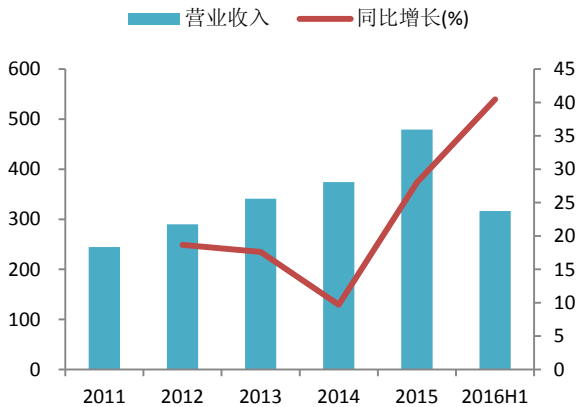
资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

**国内渗透率低,空间广阔。**高空作业平台在欧美发达国家发展较早,目前应用成熟,而在我国尚属于新兴领域,目前我国高空作业平台设备保有量在 2 万台以上,而美国设备保有量达到 50 万台以上,如果以美国成熟市场中每约 600 人就拥有一台高空作业平台的标准作参考,中国高空作业平台保有量理论上能达到 100 万台,对标国外市场,保守预计我国高空作业平台市场至少存在 10 倍以上的成长空间。

**安全性、经济性促进国内替代加速。**高空作业平台在我国发展较晚的主要原因有：1) 意识形态原因,国内对安全、效率重视不够；2) 产品认知度不高,高空作业平台为脚手架替代品,而非必需品,相对于脚手架初期投资成本高太多,国内仍处在产品推广阶段,很多客户都不太了解；3) 过去经济优势不明显,过去国内人力成本低,高空作业平台由于较少见,租赁费用高,经济优势并不明显。而目前,国内生产安全意识越来越强,高空作业平台产品也开始饱受关注,市场热度只增不减,租赁商成倍增长,且伴随着人力成本的上升和高空作业平台租赁费用的不断下降(由以前的约 7~8 千/月下降到现在的 4 千/月左右),在效率和成本上高空作业平台优势开始凸显。

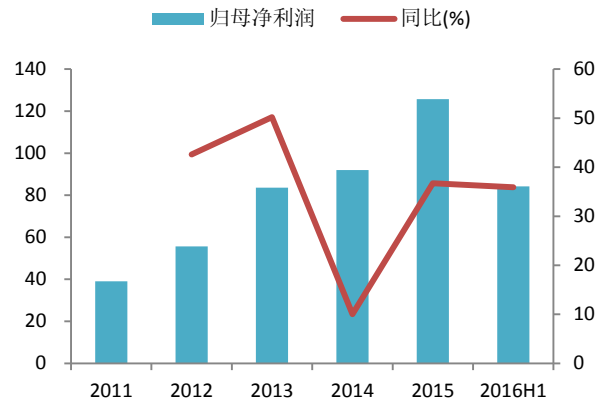
**由叉车拓展至高空作业平台,有望复制浙江鼎力发展。**诺力股份由叉车生产、销售进入高空作业平台领域,与浙江鼎力发展链路径类似。浙江鼎力自成立至 2008 年,产品以全电动叉车、半电动叉车和手动叉车等仓储物流搬运为主,2009 后浙江鼎力将高空作业平台作为主要发展方向,叉车业务有序缩减,经过 5 年发展,浙江鼎力已成长为国内高空作业平台最大生产商。

**图表 50 浙江鼎力近年营业收入及增速 ( 百万  
元 , % )**



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

**图表 51 浙江鼎力近年净利润及增速( 百万元 , % )**



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

**预计高空作业平台业务 16 年会有良好表现。**诺力股份已完成高空作业平台的技术与团队储备，产品覆盖曲臂式、剪叉式、桅柱式等主流型号。公司过去采用采购贴牌方式为海外客户配套提供高空作业平台产品，现主要产品已实现自主生产，同时将会积极与租赁公司合作，开拓国内市场。2015 年 12 月公司申请变更经营范围，正式将高空作业平台加入经营范围之中，随着 16 年主要产品正式推向市场，预计将会取得良好表现。

**图表 52 诺力股份高空作业平台产品 16 年投向市场**

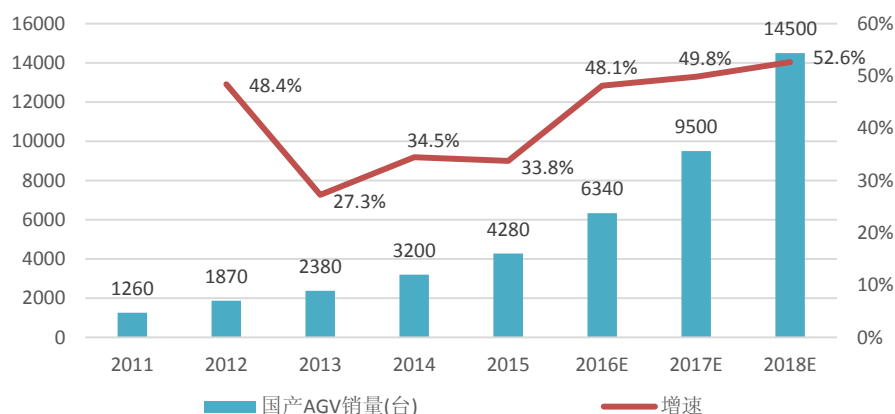


资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

## 4.2、战略布局 AGV，为智能物流做好准备

**AGV 行业快速增长。**2015 年国产 AGV 机器人销量 4280 台 较去年同比增长 34%，2015 年 AGV 市场新增需求主要来自汽车、3C、电商、烟草行业，其中汽车制造业仍然是最为主要的市场。根据业内专家估计 2015 年我国 AGV 单体市场规模大约为 5 亿元人民币，至 2018 年市场规模有望达到 15 亿以上。

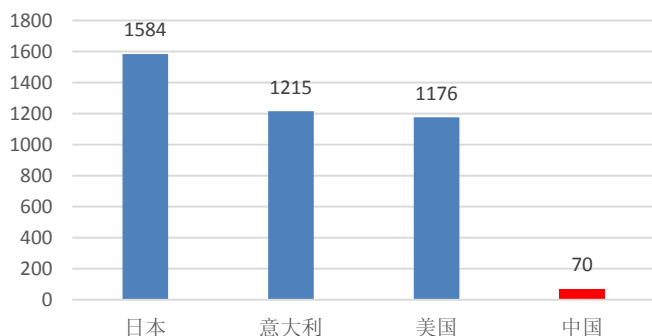
**图表 53 我国 AGV 本体销量快速增长 (台, %)**



资料来源：综合整理、中国中投证券研究总部

**我国 AGV 密度提升空间广阔。**以 AGV 实用最为广泛的汽车行业为例，日本汽车产业的 AGV 密度是 1584 台/万工人为全球最高，其次为意大利和美国的汽车产业，AGV 密度分别为 1215 台/万工人和 1176 台/万工人，而我国同样作为汽车制造大国，我 AGV 密度仅为 70 台/万工人，远低于主要发达国家水平，显示出我国 AGV 拥有巨大的潜在空间。

**图表 54 主要国家汽车产业的 AGV 密度 (台/万人)**



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部

**AGV 在智能物流领域将大有作为。**传统物流设备容易受场地改变或者工序升级而难以实现二次利用，AGV 极具柔性的工作特点则可以很好地解决这一问题，使物流设备利用效率大大提升，AGV 搬运机器人将会在智能化物流系统发挥巨大作用。

**1) 在工厂物流领域**，随着制造业自动化、智能化、柔性化的推进，在原料上线、成品下线、仓储转运及货物出库等方面，AGV 将成为工厂物流解决方案中必然的主流选择。

**2) 在电商物流领域**，随着电商仓储物流系统自动化的发展，AGV 与堆垛机、分拣机等自动化设备配合，实现柔性化、智能化搬运，将成为商业物流配送领域重要的智能工具。

**开发 AGV 放大车辆已有优势，为智能物流解决方案供应商做好准备。**AGV 单体主

要有机械部分、动力系统、控制系统三部分构成。公司具备电动仓储车辆批量生产优势，覆盖 AGV 的机械部分和动力部分，在控制部分，导航、调度等关键技术公司与上海交大合作自主研发。公司基于已有设备优势开发高性价比 AGV 产品，是向智能仓储物流整体解决方案商转型的第一步。

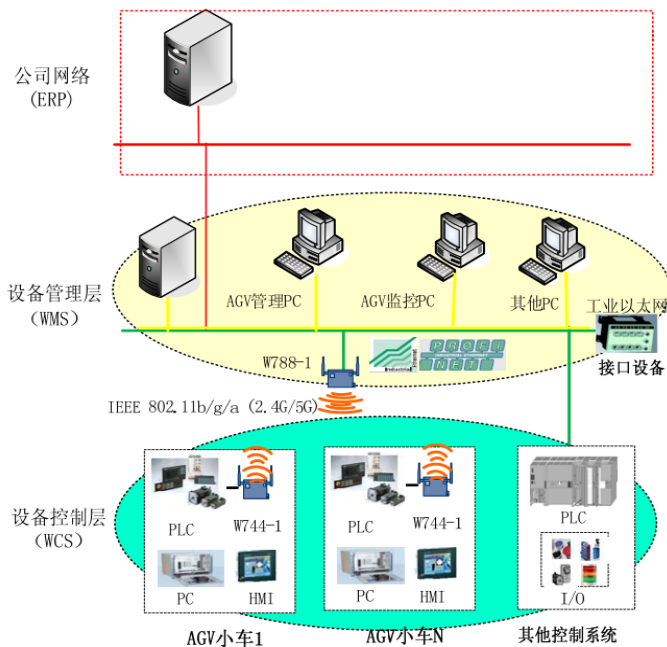
**图表 55 公司部分 AGV 产品**



资料来源：中国中投证券研究总部

目前，公司已开发了激光导引车、环境导引车、AGV 四向车、窄巷道 AGV 导引车等特别功能的智能车辆，这些车辆将配合 WCS（仓库控制系统）、WMS（仓库管理系统）、MES、ERP 等系统构成 AGVS（AGV System），为不同需求的智能物流中心、智能工厂提供智能化物流整体解决方案。

**图表 56 AGVS 网络拓扑结构**



资料来源：网络资料、中国中投证券研究总部



## 五、 投资建议与盈利预测

看好公司收购无锡中鼎后的协同发展效应,不考虑收购无锡中鼎,预计 2016-2018 年营业收入分别为 13.0、14.9、17.2 亿元,归属于母公司净利润分别为 1.22、1.45、1.67 亿元, EPS 分别为 0.76、0.90、1.04 元,给予“推荐”评级。

## 六、 风险提示

### 6.1、 收购无法完成的风险

收购无锡中鼎需履行多项决策与审批程序后方可实施,主要包括中国证监会并购重组委员会审核通过,并取得中国证监会核准,交易能否通过中国证监会的核准尚存在一定确定性。

### 6.2、 产品需求不及预期的风险

1) 公司主要产品为物流搬运装备,出口占比较高,因此受到经济形势和国际贸易政策的影响较大。

2) 随着国内智能物流系统行业的快速发展,逐渐吸引更多的市场竞争者进入本行业,,无锡中鼎可能面临的市场竞争日益加剧,产品需求可能会不及预期。

## 附：财务预测表

**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	954	1026	1264	1499
现金	429	577	705	909
应收账款	144	134	170	187
其它应收款	11	18	17	21
预付账款	12	15	16	19
存货	145	174	194	226
其他	213	109	162	137
<b>非流动资产</b>	362	337	309	281
长期投资	45	48	46	47
固定资产	225	210	189	164
无形资产	66	64	64	62
其他	26	15	10	8
<b>资产总计</b>	1316	1363	1573	1780
<b>流动负债</b>	376	345	406	446
短期借款	19	0	0	0
应付账款	254	268	318	360
其他	103	77	88	86
<b>非流动负债</b>	67	67	67	67
长期借款	50	50	50	50
其他	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	444	411	473	513
少数股东权益	8	10	12	15
股本	160	160	160	160
资本公积	237	237	237	237
留存收益	474	548	693	860
归属母公司股东权益	864	942	1087	1253
<b>负债和股东权益</b>	1316	1363	1573	1780

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	146	196	105	172
净利润	109	123	147	169
折旧摊销	29	27	28	29
财务费用	-15	-15	-22	-29
投资损失	-5	-4	-3	-4
营运资金变动	9	70	-50	6
其它	19	-5	4	0
<b>投资活动现金流</b>	-220	2	3	3
资本支出	59	0	0	0
长期投资	0	2	-1	1
其他	-161	5	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	216	-51	21	29
短期借款	19	-19	0	0
长期借款	23	0	0	0
普通股增加	100	0	0	0
资本公积增加	221	0	0	0
其他	-148	-32	21	29
<b>现金净增加额</b>	138	147	128	204

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1149	1304	1492	1720
营业成本	882	1010	1150	1329
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	57	59	71	80
管理费用	97	99	120	135
财务费用	-15	-15	-22	-29
资产减值损失	5	4	5	5
公允价值变动收益	5	-4	1	-1
投资净收益	5	4	3	4
<b>营业利润</b>	128	142	166	197
营业外收入	9	9	15	12
营业外支出	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	134	149	179	206
所得税	25	26	32	37
<b>净利润</b>	109	123	147	169
少数股东损益	2	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	107	122	145	167
EBITDA	142	154	172	197
EPS (元)	0.67	0.76	0.90	1.04

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-4.7%	13.5%	14.4%	15.3%
营业利润	36.1%	11.6%	16.6%	18.4%
归属于母公司净利润	30.2%	13.3%	19.0%	15.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.3%	22.6%	22.9%	22.7%
净利率	9.3%	9.3%	9.7%	9.7%
ROE	12.4%	12.9%	13.3%	13.3%
ROIC	18.6%	26.4%	28.5%	36.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.7%	30.2%	30.1%	28.8%
净负债比率	17.83%	12.15%	10.57%	9.75%
流动比率	2.53	2.98	3.11	3.36
速动比率	2.14	2.47	2.63	2.85
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.03	0.97	1.02	1.03
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	3.63	3.87	3.92	3.92
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.76	0.90	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.23	0.65	1.08
每股净资产(最新摊薄)	5.40	5.89	6.80	7.83
<b>估值比率</b>				
P/E	44.43	39.20	32.93	28.56
P/B	5.51	5.06	4.38	3.80
EV/EBITDA	31	28	25	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
------	------

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镞，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

刘菁，中投证券研究所机械行业组长、首席分析师，中国人民大学金融学硕士，东南大学工学学士。曾在实业工作超过八年，遍  
历研发、市场销售及管理岗位。

李喆，中投证券研究所机械行业研究员，华中科技大学工学硕士、学士，曾任职于汇川技术。

俞能飞，中投证券研究所机械行业研究员，厦门大学经济学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务  
中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际  
大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大  
厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434