

2017年02月26日

诺力股份 (603611.SH)

从设备到系统集成，打造物流智能化平台

■仓储车辆国内领军企业，外延收购无锡中鼎战略涉足物流智能产业
公司系仓储物流车辆领军企业，主营产品包括轻小型搬运车辆（行业龙头市占率第一）、电动步行式搬运车和电动乘驾式叉车。2016年上半年公司海外销售占比回升到70%，欧盟反倾销政策的不利影响已基本消化。受益于出口和内销的同步增长及人民币贬值的影响，2016前三季销售收入9.84亿元，同比增长18%，净利润1.07亿元，同比增长55%。

2016年7月公司出资5.4亿元收购无锡中鼎90%股权，2016-2018年承诺净利润分别为3200万元、5000万元和6800万元。此次收购完善公司在智能物流领域的布局，打通上下游，从仓储物流设备到无锡中鼎和上海诺力智能的物流集成系统，积极打造大物流平台，诺力将从设备到系统为客户提供一体化解决方案。

■物流智能化自动化升级在即，预计市场规模增速25%以上

物流自动化是物流作业过程的设备和设施自动化，包括运输、装卸、包装、分拣、识别等作业过程，自动化的实现依靠自动化物流装备和物流管理信息系统共同作用。随着企业对自动化物流系统需求增加、自动化设备制造技术和信息化技术的稳步发展，自动化物流系统建设将持续加快建设，加速对传统物流系统升级取代。预计至2018年，国内自动化物流系统市场规模将超过1,000亿元，我们预计未来几年年均增速25%以上，随着2016年顺丰快递、圆通快递、申通快递、韵达货运等主流快递公司借壳等方式上市同时配套融资主要用于相关中转中心建设、物流网络建设和信息技术建设，对智能仓储物流部分设备的需求及升级开启在即。

■多元化产业发展，积极布局AGV、立体车库和高空作业平台产业

公司凭借在仓储物流设备的优势，涉足AGV、立体车库和高空作业平台两大新兴领域。携手上海交大产学研合作，专攻AGV和智能仓储的软硬件研发，机械式停车设备已有效解决多地医院、小区、酒店停车难题，16年上半年收入增速135%；高空作业平台也加快突出新产品，未来市场空间广阔，有望成为潜在增长极。

■投资建议：预计公司2016-2018年营业收入为13.25亿元、19.65亿元、22.42亿元，同比增长15.4%、48.2%、14.1%，净利润为1.49亿元、2.32亿元、2.70亿元，同比增长39.7%、55.1%、16.4%，EPS为0.94元、1.25元、1.45元。给予“买入-A”投资评级，6个月目标价43.75元，对应2017年35倍动态PE。

■风险提示：原材料价格波动，汇率波动风险，新业务拓展不及预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,205.9	1,149.1	1,325.8	1,965.3	2,242.1
净利润	82.3	107.2	149.7	232.2	270.4
每股收益(元)	0.44	0.58	0.94	1.25	1.45
每股净资产(元)	2.58	4.65	6.11	9.06	9.89

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	73.8	56.7	34.9	26.2	22.5
市净率(倍)	12.7	7.0	5.3	3.6	3.3
净利润率	6.8%	9.3%	11.3%	11.8%	12.1%
净资产收益率	17.2%	12.5%	15.5%	14.0%	14.8%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%
ROIC	22.4%	27.5%	28.4%	40.7%	22.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

专用汽车

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：43.75元

股价(2017-02-24) 33.33元

交易数据

总市值(百万元)	6,193.97
流通市值(百万元)	3,100.52
总股本(百万股)	185.84
流通股本(百万股)	93.03
12个月价格区间	22.18/40.18元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.24	-12.87	3.48
绝对收益	3.06	-13.14	22.17

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082050

相关报告

诺力股份：拟收购物流自动化翘楚无锡中鼎，打造智能物流大平台。 2016-07-20

内容目录

1. 仓储车辆领军企业，海外业务企稳回升	5
1.1. 小型搬运车辆龙头，市场占有率居国内行业第一.....	5
1.2. 2016 年净利润预增 40%左右，海外销售占比高达 71%.....	6
2. 车辆设备与集成系统协同，打造诺力大物流平台	8
2.1. 收购智能物流无锡中鼎，协同发展打造大物流平台.....	8
2.2. 扩产能调整产品结构，由手动车辆向电动车辆转型.....	10
2.3. 设立上海诺力智能，补强物流自动化技术实力.....	11
2.4. 成立子公司诺力车库，涉足立体车库产业.....	11
3. 物流智能化自动化升级在即，预计市场规模增速 25%以上	11
3.1. 物流自动化智能化升级趋势确立，下游行业应用广泛.....	11
3.2. 亚马逊物流中心无人化，Kiva 机器人智能化是关键.....	13
3.3. 国内自动化物流兴起，各物流企业设备智能化需求打开.....	14
3.4. 从物流装备到系统集成，无锡中鼎提供一体化解决方案.....	16
3.5. 携手上海交大产学研合作，AGV 国产化进程加速.....	18
4. 物流搬运车辆领军者，电动叉车需求空间广阔	20
4.1. 亚非新兴市场成长可观，电动替代内燃势在必行.....	20
4.2. 三大主导产品巩固仓储车辆龙头，人民币贬值增厚海外收入.....	23
4.3. 顺应市场调整产品结构，电动仓储车辆占比上升.....	25
5. 立体车库+高空作业平台，外延新领域值得期待	27
5.1. 都市停车难题亟待解决，立体车库设备空间广阔.....	27
5.2. 高空作业平台增长迅速，普及率远低于发达国家.....	28
6. 盈利预测及投资评级	30
6.1. 预测假设.....	30
6.2. “买入-A”投资评级，6 个月目标价 43.75 元.....	31
7. 风险提示	31
7.1. 原材料价格波动.....	31
7.2. 人民币汇率波动.....	31
7.3. 新业务拓展不及预期.....	31

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构.....	5
图 3: 诺力股份各子公司主营业务情况.....	6
图 4: 2016 年 Q3 营业收入同比增长 18%.....	7
图 5: 2016 年 Q3 净利润同比增长 55%.....	7
图 6: 公司历年海外销售占比达七成.....	7
图 7: 诺力股份打造大物流平台战略布局.....	8
图 8: 2016 年无锡中鼎净利润高速增长提前完成业绩承诺.....	9
图 9: 自动化物流系统网络结构图.....	12
图 10: 自动化仓储物流设施结构示意图.....	12
图 11: 2015 年社会物流总额达 219 万亿元.....	13

图 12: 2016 年双十一销售额达 1207 亿元持续增长	13
图 13: 自动化物流市场规模预测	13
图 14: 自动化物流行业比例	13
图 15: Kiva 仓库机器人全貌.....	14
图 16: Kiva 仓库机器人执行分拣工作	14
图 17: 京东固安智能物流中心.....	15
图 18: 京东 AGV 自动导引叉车.....	15
图 19: 自动化立体仓库案例	17
图 20: 药品自动化配送中心案例	17
图 21: 无锡中鼎自动化物流下游行业分布.....	17
图 22: 中国 AGV 市场每年新增台数同比增长逾 50%.....	19
图 23: 工业车辆行业分类.....	20
图 24: 2006-2015 中国叉车总销量情况	21
图 25: 中国叉车市场销量占全球比例为 22%.....	21
图 26: 亚洲叉车市场销量占全球比例为 38%.....	21
图 27: 中国电动叉车销售比例仅为 31%远低于全球水平.....	22
图 28: 我国电动叉车和内燃叉车的出口数量.....	22
图 29: 近年来三大产品产量	24
图 30: 2016 年以来人民币兑美元中间价暴跌.....	24
图 31: 公司在国内叉车市场和在全球叉车市场的占有率均逐年递增	25
图 32: 2011 年轻小型搬运车占比 77%	25
图 33: 2015 年轻小型搬运车占比 68%	25
图 34: 电动步行式搬运车产量销量	26
图 35: 电动乘驾式叉车产量销量	26
图 36: 国外机械立体车库	27
图 37: 国内机械立体车库	27
图 38: 2007-2016 年机动车保有量及同比增长	28
图 39: 2007-2015 年机械式泊车位数量	28
图 40: 传统停车位数量与实际停车需求情况.....	28
图 41: 诺力机械桅柱式高空作业平台	29
图 42: 诺力机械剪叉式高空作业平台	29
图 43: 主营业务分业务预测假设	30

表格目录

表 1: 董事长认购配套募集资金 7700 万元.....	9
表 2: 无锡中鼎签订合同订单情况	9
表 3: 无锡中鼎历年来经营情况及未来三年承诺净利润.....	10
表 4: IPO 募投项目电动工业车辆扩产能计划	10
表 5: 主流快递公司借壳上市.....	16
表 6: 海内外对标公司情况	18
表 7: AGV 市场主要企业情况	19
表 8: 公司主要产品图例	23
表 9: 募投项目全面达产后电动工业车辆占比显著提高.....	26

表 10: 各个国家地区 GDP、人口数量与高空作业平台普及率.....	29
表 11: 相对估值对比公司一览表	31

1. 仓储车辆领军企业，海外业务企稳回升

1.1. 小型搬运车辆龙头，市场占有率居国内行业第一

浙江诺力机械股份主要从事轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研发、生产和销售，是国内较早进入工业车辆生产领域的企业之一，拥有十余年的产品研发和生产经验。目前，公司已成长为国内知名的仓储物流搬运车辆制造企业，产品线从轻小型搬运车辆扩大至电动仓储车辆，在工业车辆中端及中高端市场占据了领先地位。

2002 年至今，公司的轻小型搬运车辆销售量始终处于国内同行业第一。2003 年以来，公司电动仓储车辆开始规模化生产，电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车等产品销售规模增幅较快，成为公司新的利润增长点。2010 年至 2012 年，公司电动步行式仓储车辆销量达到国内同行业第一位，2013 年为第二位。目前，该公司致力于打造“一站式”仓储设备龙头，积极谋求全面收购仓储其他子行业的企业，看好未来快速增长。

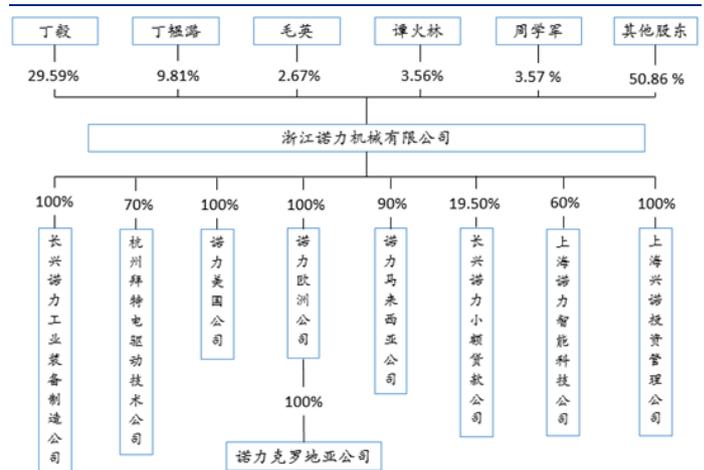
2015 年 1 月公司于上交所挂牌上市，公司的股权结构较比集中，上市公司实际控制人丁毅持股比例为 29.6%，其子其子丁韞潞、其配偶毛英持股比例分别为 9.81%和 2.67%。上前五大股东持股比例合计为 49.7%。

图 1：公司发展历程



资料来源：招股招股书、安信证券研究中心

图 2：公司股权结构



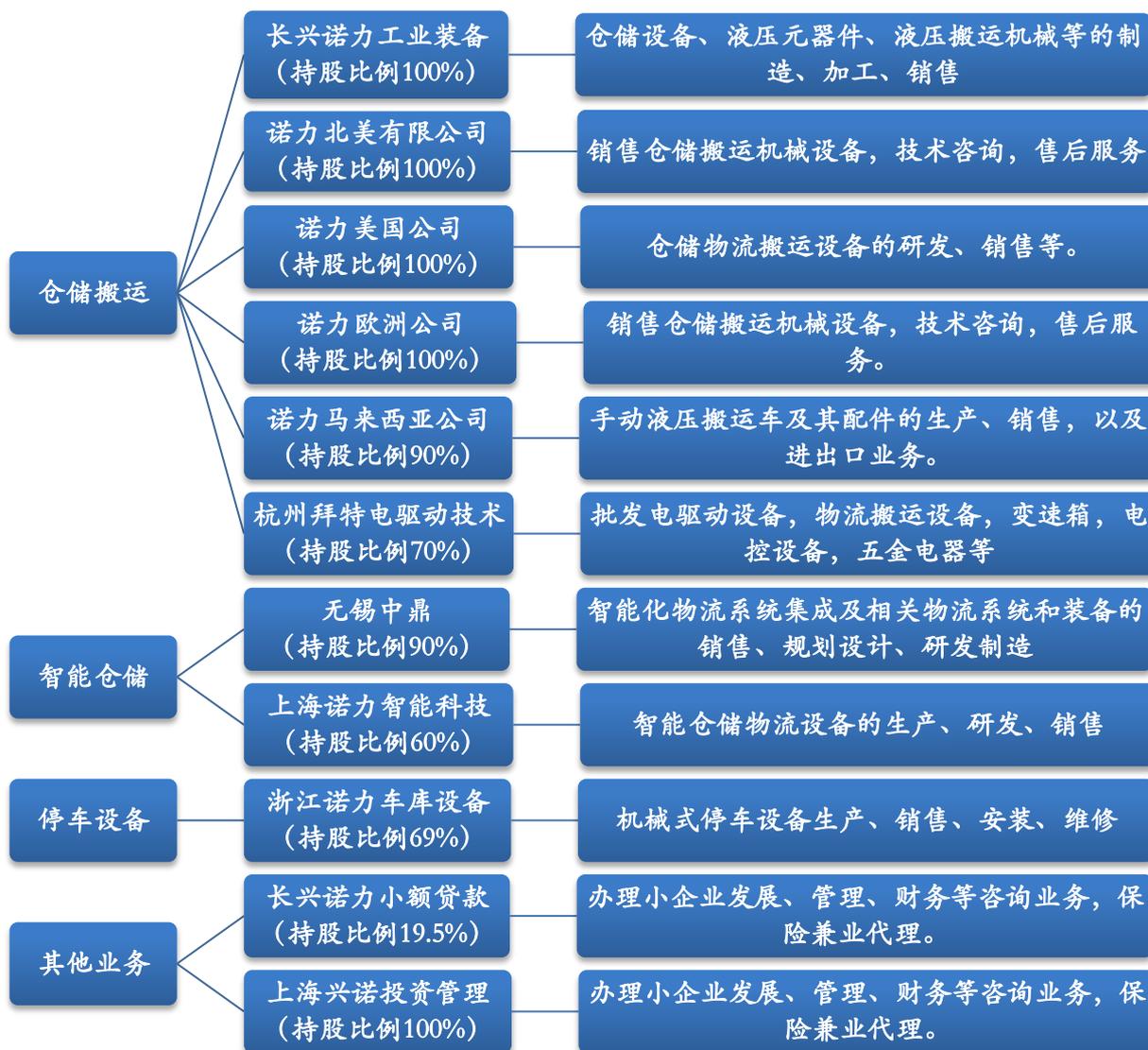
资料来源：招股招股书、安信证券研究中心

公司主营业务为手动仓储车辆、电动步行式仓储车辆、配件及其它、电动乘驾式仓储车辆。随着仓储物流车辆行业的格局变化，近些年来电动步行式和乘驾式仓储车辆的占比稳步提高。在全球经济形势复杂和传统制造业景气度下行的背景下，公司加强产品研发和重点品类的拓展，顺应趋势大力发展清洁环保的电动叉车。

工业车辆是工程机械的重要分支，是物流行业的重要装备，是以内燃机、蓄电池或人力为动力的搬运、仓储和装卸类的机械产品。不同于其他的工程机械车辆，工业车辆应用领域非常广泛，其下游用户覆盖制造业、物流业、建筑业、军工系统、纺织业、化学工业、冶金业、能源业等众多行业。工业车辆可大大节约人力成本，提高劳动效率，市场空间广阔。诺力股份涉足了工业车辆分类中的部分子行业。

目前，公司产品结构以手动仓储车辆为主，电动仓储车辆与配件及其他占一定比例。另外，为了方便海外销售，公司先后在德国、美国及马来西亚等地成立了诺力美国公司、诺力克罗地亚公司、诺力欧洲公司、诺力马来西亚公司等数家子公司。目前，公司已经具备完善的仓储车辆销售网络。

图 3：诺力股份各子公司主营业务情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

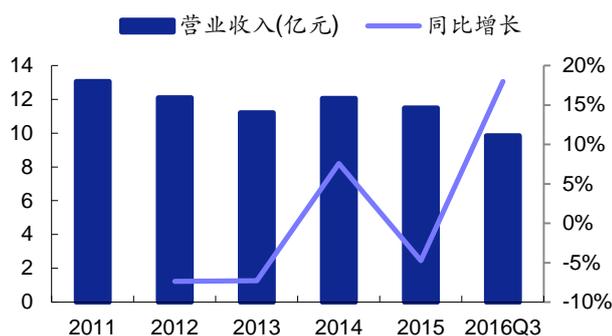
1.2. 2016 年净利润预增 40%左右，海外销售占比高达 71%

2015 年，由于全球宏观经济复苏乏力，公司占比较大的外销业务略有下滑，加之传统制造业产能过剩，实体经济普遍的盈利水平偏低。2015 年公司实现营业收入 11.49 亿元，同比下降 4.7%，实现归母净利润 1.07 亿元，同比增长 30.2%，净利润的大幅增长主要得益于海外销售部分毛利率的大幅提升。

2016 年公司不断调整营销策略使得出口和内销的销售业绩同步增长，同时受益于人民币贬值，归母净利润明显增厚。前三季度实现销售收入 9.84 亿元，同比增长 14.36%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 55%。此外公司新增年产 22000 台节能型电动工业车辆建设项目预计将在 2017 年完成建设，这将进一步支持公司的业绩增长。

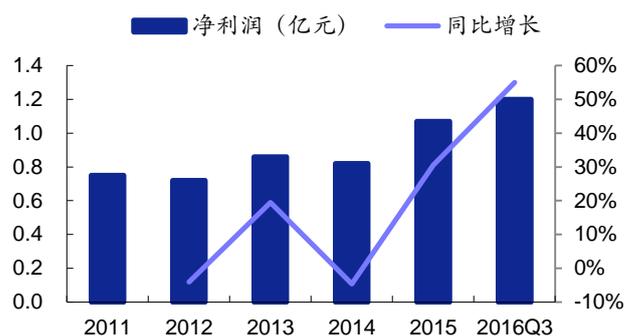
公司公告 2016 年度业绩预告，预计 2016 年实现归属母公司净利润同比增长 40%左右，估计 2016 年净利润 1.5 亿元左右。主要原因：1) 产品的升级换代，电动类产品的占比逐年提高；2) 强化精细化管理，降本增效；3) 受益于美元的升值使公司出口业务利润有所提升。

图 4：2016 年 Q3 营业收入同比增长 18%



资料来源：wind、安信证券研究中心

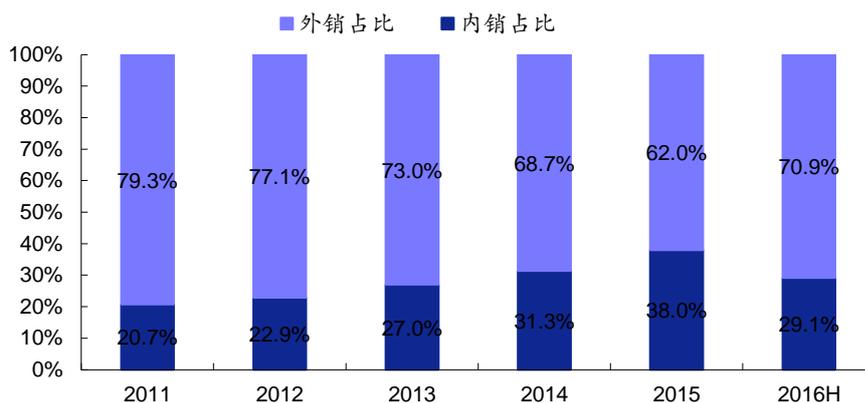
图 5：2016 年 Q3 净利润同比增长 55%



资料来源：wind、安信证券研究中心

目前公司产品海外销售的占比较大，但随着国内市场对仓储搬运车辆需求的不断增长，和欧盟反倾销税的影响，公司产品的海内外销售结构有所调整，国内销售比例有所上升。2011 年国外销售收入占总收入的 79%，2015 年国外销售收入占比下降至 62%，随着海外销售的升温，2016 年前半年海外销售比例回升到 71%。

图 6：公司历年海外销售占比达七成



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

欧盟反倾销裁决加速锻造企业内功，海外销售强劲反弹

2013 年欧盟委员会做出终审裁决，对包括公司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。受上述反倾销税影响，2013 年公司手动搬运车及其配件在欧盟地区的销售额下降了三分之一左右。

反倾销裁决以来，公司已着手采取境外备货、境外设厂、拓展新市场、扩大高端产品销售等多项措施应对此次反倾销裁决的不利影响。2016 年反倾销税的不良影响被基本消化，上半年国外市场的销售占比达到 70.9%，出现明显回升。

在盈利能力方面，公司的营业收入、净利润分别开始企稳回升，2016 年前三季度实现营业收入 9.84 亿元，同比增长 17.97%，我们预测未来将保持平稳增长态势。

2. 车辆设备与集成系统协同，打造诺力大物流平台

在工业 4.0 的大背景下，诺力股份积极探索工业 4.0 产业链实施路径，特别关注物流仓储和智能化工厂解决方案，提高对智能化产品的研发投入，努力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 7：诺力股份打造大物流平台战略布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

目前诺力股份的业务将主要分为两大块：母公司以轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研发、生产、销售为核心，子公司无锡中鼎及上海诺力智能以智能化物流系统集成及智能仓储、搬运设备研发为核心。在工业 4.0 的大背景下，诺力股份将积极探索工业 4.0 产业链实施路径，努力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”，提高公司产品或服务附加价值，增强公司竞争力。

2.1. 收购智能物流无锡中鼎，协同发展打造大物流平台

2016 年 7 月，公司公告拟收购无锡中鼎 90% 股份，资产评估 5.4 亿元。其中，向无锡中鼎持有人张科、张元超、张耀明发行 1487 万股股票，支付股票对价 3.24 亿元，另付现金对价 2.16 亿元。同时向丁毅（董事长、实际控制人）、王宝桐定增 1097 万股募集资金不超过 2.39 亿元，交易价格为 21.79 元/股，董事长丁毅先生出资 7700 万元参与定向增发，彰显大股东对公司发展前景的坚定信心以及收购无锡中鼎重大的战略意义。此次发行股份收购无锡中鼎已于 2016 年 12 月 22 日完成资产变更手续，配套融资于 2017 年 1 月 23 日完成相关手续。

表 1: 董事长认购配套募集资金 7700 万元

认购对象	金额 (万元)	股份 (万股)	职务	完成后持股比例
丁毅	7700	353.37	董事长、实际控制人	27.37%
王宝桐	16200	743.46	无	4.00%
合计	23900	1096.8		

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

无锡中鼎耕耘智能物流行业 30 多年, 核心设备市场占有率稳居国内第一。无锡中鼎物流设备有限公司始于 1985 年, 公司位于长三角腹地江苏无锡。作为中国首批物流装备企业, 经过 30 年不断发展, 已成为国内知名的物流系统集成商和物流设备供应商。公司目前主要经营自动化仓储、输送、分拣等系统工程一站式总包服务, 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, 涉及食品、药品、汽车、电力、机械、造纸、烟草、能源化工等各领域, 相关工程案例达 500 多个。其中自动化立体仓库最核心设备——有轨巷道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。

随着物流自动化行业发展进程的加快, 无锡中鼎在人才、资金、技术等方面加大投入, 销售接单能力得到了明显提升。2015 年和 2016 年 1-8 月分别签订销售合同 64 份、53 份, 合同金额 4.35 亿元、3.07 亿元, 截止到 2016 年 8 月公司已签订尚未完工的在手订单 5.77 亿元。考虑到物流系统建设合同周期较长, 公司签订项目的实施时间平均为 303 天, 可以预见其 2017 年营业收入和净利润仍将有较大增长。

表 2: 无锡中鼎签订合同订单情况

	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
合同数量	46	64	53
合同金额 (万元)	20,073.77	43,562.91	30,741.73

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

无锡中鼎保持高速增长, 2016 年前 8 月已经超额完成承诺业绩。公司在 2015 年实现营业收入 1.53 亿元, 净利润 1539 万元; 2016 年仅前八月实现营业收入 19391 万元, 净利润 3485 万元, 预计全年实现净利润增长将超过 150%。根据业绩承诺, 无锡中鼎 2016 年、2017 年、2018 年净利润 (归母净利润与扣非净利润孰低) 分别不低于 3,200 万元、5,000 万元、6,800 万元。其中 2016 年已提前完成业绩承诺, 在手订单充裕为未来业绩快速增长提供坚实保障。

图 8: 2016 年无锡中鼎净利润高速增长提前完成业绩承诺


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 3：无锡中鼎历年来经营情况及未来三年承诺净利润

	2014	2015	2016 年 1-8 月	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入 (万元)	12,861.56	15,379.33	19,390.81	31,011.08	47,392.96	56,841.49	65,231.27	72,955.86
营业成本 (万元)	8,465.31	10,448.95	12,329.40	101.6%	52.8%	19.9%	14.8%	11.8%
毛利率 (%)	34.2%	32.1%	36.4%					
净利润 (万元)	1,620.52	1,539.12	3,484.98	3,200.00	5,000.00	6,800.00	7,017.78	7,363.07
净利率 (%)	12.6%	10.0%	18.0%	10.3%	10.6%	12.0%	10.8%	10.1%
总资产 (万元)	25,186.24	40,890.10	50,877.58					
净资产 (万元)	5,103.86	9,912.98	13,397.97					
资产负债率 (%)	79.7%	75.8%	73.7%					

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

无锡中鼎的物流自动化集成系统与诺力股份的物流车辆设备属于工业物流行业下不同的细分行业，两家公司的合作将在市场销售、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，实现一加一大于二的价值。从车辆设备到物流集成系统，完成诺力大物流平台建设的战略布局。

2.2. 扩产能调整产品结构，由手动车辆向电动车辆转型

为顺应市场变化，公司产品结构也在适应变化，传统的手动搬运车辆产销下滑，而公司在电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车上的生产能力充分释放，产能利用率接近甚至超过 100%。随着未来经济转型，下游仓储物流业机械化程度提高以及电动仓储车辆对内燃仓储车辆的替代，未来市场对电动仓储车辆的需求将有增无减，公司有限的产能将不能满足市场发展的需求，因此扩产计划势在必行。

2015 年公司首次公开发行募集资金主要用于新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目，投资额度达 2.13 亿元，建设期为 1.5 年。建设达产后新增产能包括 21,000 台电动步行式仓储车辆和 1,000 台电动乘驾式叉车，电动步行式仓储车辆产能为现有的 2.4 倍，电动乘驾式叉车产能为现有的 3.5 倍。

表 4：IPO 募投项目电动工业车辆扩产能计划

产品名称		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
		T-2 年	T-1 年	IPO 当年+建设期	40%达产	80%达产期	全达产期
电动步行式仓储车辆	产能数据	15,000	15,000	15,000	19,200	31,800	36,000
	招股书预计销量	11,892	14,967	18,836	23,706	29,835	37,548
电动乘驾式叉车	产能数据	400	400	400	600	1,200	1,400
	招股书预计销量	346	492	700	996	1,418	2,017

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

募投项目达产后，公司高端产品所占比例明显提高。有助于公司实现成为具有国际竞争力和国际知名度的仓储物流设备创新者和服务提供商这一战略目标。另外，本次固定资产投资，可以进一步强化公司与国际品牌商的合作关系。国际品牌商选择代工生产商有非常严格的标准，一般要求代工生产商达到以下条件：一是具备足够大的生产规模；二是装备水平较为先进；三是具备核心部件的自制能力；四是质量检测设备齐全。

公司在扩产能的同时，对消化新产能有足够的准备：

- (1) 此次募投项目的产品可以充分利用现有产品的经营平台。
- (2) 公司在消化增量产能方面积累了经验。电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车的产能

由 2009 年的 5,100 台提高到 2013 年的 15,400 台，在此背景下，公司各年产能利用率仍接近 100%。

(3) 未来公司预期销量的增长足以消化新增产能。主要体现在：经济转型下，下游物流仓储行业的高速发展、电动仓储车辆对内燃仓储车辆以及人工手动仓储车辆的替代、抢占国外市场有明显的价格优势。

募投项目落成后，公司电动仓储车辆营业收入比例将大幅提升。公司的拳头产品从较低端的人工手动轻小型搬运车辆转变为较为高端的电动仓储车辆。公司布局电动仓储车辆行业，此举切合下游行业发展趋势，同时提高公司总体利润率，将为公司未来业绩提供强劲的发展动力。

2.3. 设立上海诺力智能，补强物流自动化技术实力

2015 年 6 月公司出资 1200 万元（股权占比 60%）与上海漠泽和自然人王东升共同出资成立上海诺力智能科技有限公司。子公司主营业务为工业自动化设备领域、物流装备系统领域和机器人专业领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、设备安装，以及工业机器人、通讯设备、仪器仪表、电子产品的销售。

发展智能化物流仓储设备是未来发展方向，也是大势所趋。公司设立控股子公司上海诺力智能，是意欲在智能化物流仓储设备方面进行规划和投资，有利于公司技术水平的提升和市场拓展。此外上海诺力智能与设备制造商无锡中鼎会在物流自动化领域形成良好的协同效应。

2.4. 成立子公司诺力车库，涉足立体车库产业

2014 年 2 月 24 日，公司成立浙江诺力车库设备制造有限公司，注册资本为 1,500 万元，是一家专注机械式立体停车设备、立体仓储设备设计、开发、制造、销售、安装维护、租赁和投资为一体的现代化高科技企业，并致力于车库的精湛技术不断创新，保证满足不同客户的要求。主要产品为 PYZSD-NL 型二层升降横移类停车设备。

随着我国私家车保有量的快速增长，传统的平面停车已经不能满足住宅小区、商用写字楼、购物中心等集中区域的停车需求，北上广深等一线城市及多数的二三线城市都因地价高昂而面临停车位严重不足的难题。

诺力车库所经营的机械式立体车库具有存取方便、占地空间小、运营管理经济等诸多优点。2015 年诺力车库公司实现停车设备营业收入 1338 万元，占全年总收入的 1.16%。2016 年实现营业收入 4502 万元，同比增长毛利率为 27.36%，净利润 442 万元，首次实现盈利，未来该部分业务有望成长为新的业绩增长点。

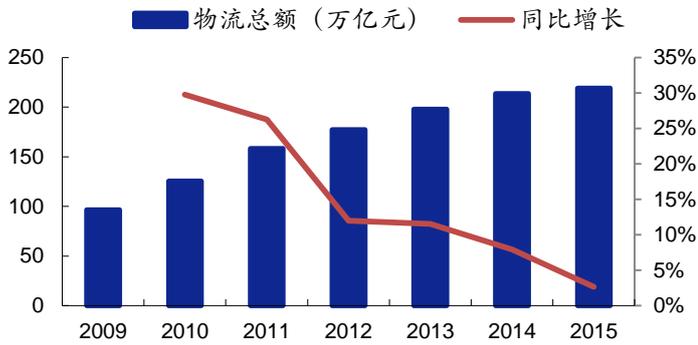
3. 物流智能化自动化升级在即，预计市场规模增速 25%以上

3.1. 物流自动化智能化升级趋势确立，下游行业应用广泛

物流自动化是指物流作业过程的设备和设施自动化，包括运输、装卸、包装、分拣、识别等作业过程，自动化的实现依靠自动化物流装备和物流管理信息系统的共同作用。

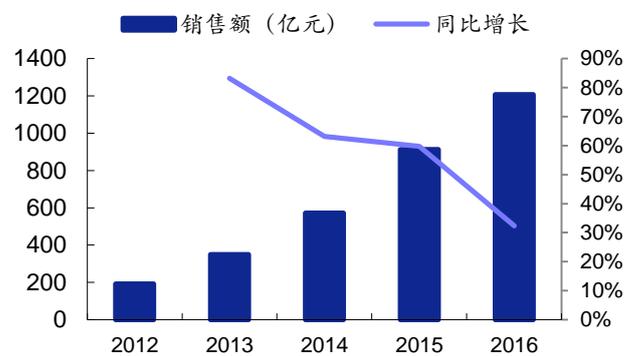
术运营，一天时间内难以消化巨大的物流运营计划，智能仓储、智能物流发展势在必行。

图 11: 2015 年社会物流总额达 219 万亿元



资料来源: wind, 安信证券研究中心

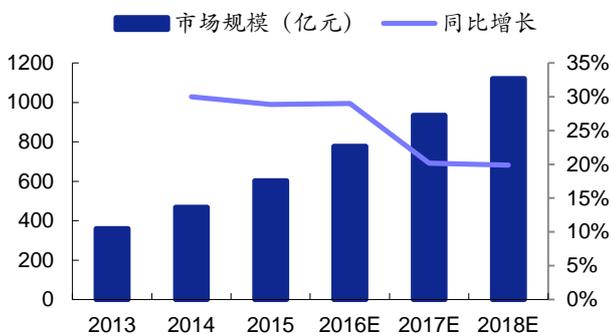
图 12: 2016 年双十一销售额达 1207 亿元持续增长



资料来源: 新浪网, 安信证券研究中心

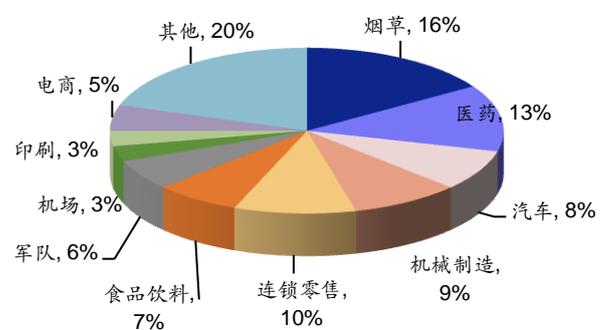
根据中国产业信息网发布的《2015-2022 年中国物流货运行业发展动态与产业链投资机会分析报告》显示，自动化物流系统市场规模从 2001 年的不足 20 亿元，迅速增长至 2013 年的 360 亿元。未来几年，随着企业对自动化物流系统需求的增加、自动化设备制造技术和信息化技术的稳步发展，自动化物流系统建设项目将持续加快建设步伐，对传统物流系统进行升级取代。预计至 2018 年，国内的自动化物流系统市场规模将超过 1,000 亿元，我们预计未来几年年均增长速度将达到 25% 以上，物流智能化自动化升级市场空间正逐步打开。

图 13: 自动化物流市场规模预测



资料来源: 中国物流技术协会信息中心、安信证券研究中心

图 14: 自动化物流行业比例



资料来源: 中国物流技术协会信息中心、安信证券研究中心

近年来，国内的自动化物流系统已逐步进入快速发展阶段，自动化立体库的推广应用是该系统应用中的代表性产品，近几年新建立自动化立体库的单体规模也逐渐增大，自动化设备数量更多，系统集成也更加复杂。截至 2013 年底，全国累计建成的自动化立体库已超过 2,100 座，目前已建成的自动化物流系统中，烟草占 16%，医药占 13%，连锁零售占 10%，机械制造占 9%，汽车占 8%，食品饮料行业占 7%，军队占 6%，电子商务占 5%，出版印刷占 3%，机场占 3%，其他占 20%。

3.2. 亚马逊物流中心无人化，Kiva 机器人智能化是关键

2012 年亚马逊斥资 7.75 亿美元现金收购 Kiva System 公司，大大提升了亚马逊的物流系统的自动化水平。据悉时至 2015 年亚马逊在物流环节应用 Kiva 机器人的数量达到 10000 台，用于北美的各大运转中心。Kiva 系统作业效率要比传统的物流作业提升 2-4 倍，机器人每小

时可跑 30 英里，准确率达到 99.99%。

Kiva 机器人作业颠覆传统电商物流中心作业“人找货、人找货位”模式，通过作业计划调动机器人，实现“货找人、货位找人”的模式，整个物流中心库区无人化，各个库位在 Kiva 机器人驱动下自动排序到作业岗位。

图 15: Kiva 仓库机器人全貌



资料来源：百度图片

图 16: Kiva 仓库机器人执行分拣工作



资料来源：百度图片

Kiva 机器人构成

- **导航系统:** 一个朝上的摄像头读取放在货架下的条形码以识别货架。另一个摄像头被放置在机器人的底部用来查看地板上的条形码。位置信息获取需要结合读取其他导航传感器（例如编码器，加速度传感器和速率陀螺仪）信息。
- **举重机制:** 一个巨大的螺旋状物开始旋转用来将货架从地面举起 5 厘米。与此同时，机器人的轮子会沿着螺旋状物旋转方向的反方向旋转以确保货架的稳固。
- **电力系统:** 四个铅酸电池为机器人上的电机以及其他电子设备提供电源。当电池电量过低，机器人会自动地移动到充电站充电。
- **碰撞检测系统:** 如果有人或者物体阻挡了机器人的去路，红外传感器和触摸式保险杠会使机器人停止移动。
- **驱动系统:** 两个无刷直流电机控制独立的橡胶轮子，使机器人以每秒 1.3 米的速率移动。

(1) 一名工人站在有空纸箱子的拣选位置准备交付订货。

(2) 一台电脑运行资源分配算法后派出机器人找到货架并将货架运送到拣选位置。

(3) 机器人带着需要的货架在拣选位置一字排开，第一单元的位置就在工人的前面。

(4) 在金属杆上悬挂的激光设备会在将要被检索的产品上照射一个红点。

(5) 工人从货架上抓取产品并扫描条形码以验证这是正确的产品。

(6) 工人将产品放到贴有运输标签的纸箱子里。

(7) 排在最前面的机器人离开后，后面的机器人将占据它的位置。订单完成后，纸箱子将被传送带送到运输区域或者使用机器人送过去。

3.3. 国内自动化物流兴起，各物流企业设备智能化需求打开

伴随企业对自动化物流不断增长的是稳定增长的物流产业的扩大。随着人民生活水平的提高和经济发展的需要，越来越多的企业建设并扩大其物流规模，伴随物流规模的扩大，越来越多新建的物流园需要引进自动化物流系统。

同时，2013 年国家发改委发布的《全国物流园区发展规划》共确定一级物流园区布局城市 29 个，二级物流园区布局城市 70 个，并提出到 2020 年基本形成布局合理、规模适度、功能齐全、绿色高效的全国物流园区网络体系的发展目标。

伴随物流产业蓬勃发展的，是市场集中度的稳步提升。截至 2014 年底，我国 A 级物流企业超过 3000 家，其中 5A 级企业近 200 家。在 2014 年度中国物流企业 50 强排名中，第 50 名企业物流业务收入 22.4 亿元，入围门槛比上年提高 2.1 亿元。快递、电商、零担、医药、物流地产等细分物流市场品牌集中、企业集聚、市场集约的趋势进一步显现。这一特点也有利于自动化物流的发展，因为自动化物流需要的部署成本较高，对公司规模有一定要求，部署完成后可以显著降低物流的运营成本，预测未来会有越来越多的大型公司物流业务引入自动化物流。

京东“亚洲一号”是京东立志将自动化运营中心打造成亚洲范围内 B2C 行业内建筑规模最大、自动化程度最高的现代化运营中心的一个项目名称。“亚洲一号”物流中心分为 4 个区域——立体库区、多层阁楼拣货区、生产作业区和出货分拣区。

图 17：京东固安智能物流中心



资料来源：京东公司官网

图 18：京东 AGV 自动导引叉车



资料来源：京东公司官网

- 1、立体库区+“机器人”作业：“立体库区”库高 24 米，利用自动存取系统(AS/RS 系统)，实现了自动化高密度的储存和高速的拣货能力
- 2、多层阁楼拣货区：京东的“多层阁楼拣货区”采用了各种现代化设备，实现了自动补货、快速拣货、多重复核手段、多层阁楼自动输送能力，实现了京东巨量 SKU 的高密度存储和快速准确的拣货和输送能力。
- 3、生产作业区：京东亚洲一号的“生产作业区”采用京东自主开发的任务分配系统和自动化的输送设备（即：内行都知道的，京东的玄武系统），实现了每一个生产工位任务分配的自动化和合理化，保证了每一个生产岗位的满负荷运转，避免了任务分配不均的情况，极大地提高了劳动效率。
- 4、出货分拣区：“出货分拣区”采用了自动化的输送系统和代表目前全球最高水平的分拣系统，分拣处理能力达 16000 件/小时，分拣准确率高达 99.99%，彻底解决了原先人工分拣效率差和分拣准确率低的问题。

京东的物流系统分为两大核心：玄武系统：物流中心运作系统，设计多项功能的集成；青龙系统，主要是全国全网的配送运营系统，最早实现可视化最终的电商自建物流系统；青龙平台 2013 年完成搭建，涉及 14 大核心模块，这是物流信息处理的核心，业务操作、站点管

理、各部门协同、强大的数据收集和处理、基于销售数据的 GIS 应用等。

2016 年五月，京东与沈阳新松机器人签订战略合作协议，共同努力开创国内智慧物流领域的新时代。新松作为中国最大的机器人科技企业，代表了中国乃至世界领先的物流机器人技术研发水平，形成了包括智能立体仓库、仓库机器人、移动机器人、码/拆垛机器人、高速高精度堆垛机、高速分拣系统、智能输送系统、制造执行系统等物流成套装备的设计生产能力，并可为行业客户提供方案。在国内智能物流领域具有广泛的应用，对客户的需求拥有深刻洞察和理解。

2016 年顺丰快递、圆通快递、中通快递、韵达货运等主流快递公司通过借壳的方式登陆 A 股市场，同时配套募集巨额资金，主要用于相关中转中心建设、物流网络建设和信息技术建设等，对智能仓储物流部分的设备需求空间可观。**顺丰快递在募集资金交易报告中披露，其在合肥、郑州等九地的中转厂建设项目拟投入资金 50.33 亿元，其中自动化仓储物流设备的采购金额高达 10.17 亿元。**

近年来电商行业大战一触即发，以阿里系为代表的双十一狂欢节、京东的 618 狂欢节、苏宁易购 818 发烧节等等。在单日销量屡创新高的高同时，巨量的订单和包裹对仓储物流环节的要求大大提高，传统的人海战术在效率和准确率上都不能满足业务处理的需要。从**2016 年主流快递公司的集体上市的举措和自动化中转中心建设项目上，我们判断，未来仓储物流的自动化升级改造势在必行，从物流设备到系统集成，母公司诺力股份及子公司无锡中鼎将在仓储物流自动化升级的行业潮流中分享红利。**

表 5：主流快递公司借壳上市

快递公司	借壳公司	代码	募集资金	募投项目用途
顺丰快递	鼎泰新材（尚未更名）	002352	80 亿	拟投入 50.33 亿元用于九地中转场建设项目，其中仅设备采购费用合计达 10.17 亿元，主要用于半自动化设备和自动化分拣设备采购。
圆通快递	圆通速递（大杨创世）	600233	85 亿	投资 56.5 亿元用于多功能转运及仓储一体化建设和转运中心信息化及自动化升级项目，提高仓储物流的自动化和信息化水平。
中通快递	中通快递（艾迪西）	002468	48 亿	拟投入 17.98 亿元用于中转仓配一体化项目和技改及设备购置项目。为电商类客户提供仓库租赁、运营、配送等仓配一体化服务，提高高峰时段业务处理能力。
韵达货运	韵达股份（新海股份）	002120	171 亿	用于支付置入资产和置出资产的差额部分

资料来源：wind，公司公告，安信证券研究中心

3.4. 从物流装备到系统集成，无锡中鼎提供一体化解决方案

公司主营业务为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，以实现智能化制造、仓储、输送、分拣等物流系统工程一站式作业。无锡中鼎的有轨巷道堆垛机技术水平已达到国内领先，生产量和销售量均居国内领先水平，销售市场遍及全国并出口日本、缅甸、西班牙和中东地区，年产值 2 亿多元，销售业绩已连续 4 年保持 30% 以上的增速。目前，无锡中鼎的产品包括自动化物流装备的销售和物流系统集成服务两大类。

图 19：自动化立体仓库案例



资料来源：无锡中鼎官网，安信证券研究中心

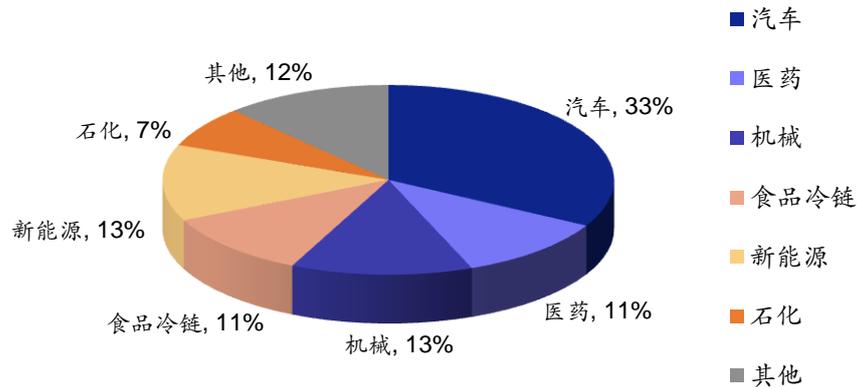
图 20：药品自动化配送中心案例



资料来源：无锡中鼎官网，安信证券研究中心

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。其集成业务收入占比接近 90%。

图 21：无锡中鼎自动化物流下游行业分布



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司主营自动化仓储、输送、分拣等物流自动化一站式总包服务，有轨巷道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。无锡中鼎具有跨行业综合服务能力，自设立以来完成相关物流工程案例超过 500 个，其中智能物流系统总包集成项目超过 50 个，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。

自动化物流产业的发展壮大离不开两个因素：一是资本充足。物流系统的建设需要成本高、回收周期长，资本充足可以确保企业应对风险、扩大生产规模。二是具备设计和总包能力。大型和超大型的仓储项目往往对软件设计和系统集成方面的要求很高。目前的现状是很多国内企业由于资金、技术的不足，只能活跃在低端市场，缺乏在大型和超大型物流系统建设方面和国外企业竞争的能力，国外企业占据了我国 60% 以上物流集成业务。

表 6：海内外对标公司情况

	公司名称	主要产品和技术	下游行业	2014 年收入
国外	大福(日本)	生产输送系统、仓储系统、搬运系统、控制系统等多种物流装备以及系统集成	汽车、电子、零售等	25.4 亿美元
	德马泰克(德国)	储存与缓存产品，输送系统、码垛机等	电商、汽车、医药、服装	16 亿美元
	范德兰德(荷兰)	仓库自动化，包裹、邮政，机场行李分拣系统	食品、服装、汽车、电商	10.5 亿美元
	瑞士格(瑞典)	输送系统、自动导向车系统	医药、食品	7.1 亿美元
国内	今天国际	堆垛机、AGV、RGV 等	烟草、食品、汽车	0.77 亿美元
	新松机器人	AGV 等	电力、医药	0.68 亿美元
	东杰智能	输送设备、堆垛机、分拣设备等	汽车、食品、医药	0.61 亿美元
	天奇股份	输送设备、RGV 等	汽车等	0.67 亿美元
	音飞储存	货架、堆垛机、穿梭车等	物流仓储、烟草、食品	0.72 亿美元

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

国际知名物流系统集成商在营业收入方面远远超过了国内同行业公司。从其各自行业定位方面来看，大部分国内企业只能作为物流系统分包商或设备制造商，这导致了国内企业主要产品局限于物流设备，也直接限制了国内企业承接项目的规模和项目所带来的营业收入。无锡中鼎与诺力股份母公司协同发展，发挥在仓储物流设备和集成系统两方面的协同优势，共享人才技术资源和下游客户资源。

3.5. 携手上海交大产学合作，AGV 国产化进程加速

2015 年 4 月，公司与上海交通大学签署战略合作协议，在仓储物流领域共同组建“上海交通大学-诺力智能仓储系统联合研发中心”，专攻 AGV 和智能仓储的软硬件研发。同年 6 月，公司以自有资金出资，与上海漠泽智能科技有限公司、自然人王东升共同投资设立了上海诺力智能科技有限公司。

AGV 比起传统的仓储搬运车辆相比，有着明显的优势：

(1) 显著提高生产效率。由于人工检取与堆置物料的劳动力减少，操作人员无需为跟踪物料而进行大量的报表工作，因而显著提高劳动生产率。另外，非直接劳动力如物料仓库会计员、发料员以及运货车调度员的工作的减少甚至完全取消又进一步减低了成本。可 365 天 7 天 24 小时连续工作。

(2) 节能环保。ACV 的充电和驱动系统耗能少，能量利用率高，噪音极低，对制造和仓储环境没有不良影响。

(3) 降低设备与产品损坏概率。AVG 运输物料时，很少有产品或生产设备的损坏，这是因为 AVG 按固定路径行驶，不易与加工设备和其他障碍物碰撞。

(4) 方便数字化管理。可十分方便地与其他物流系统实现自动连接，如自动化仓库、各种缓冲站、自动积放链、升降机和机器人等，实现在工作站之间对物料进行跟踪；对输送进行确认；按计划输送物料并有执行检查记录；与生产线和库存管理系统进行在线连接以向工厂管理系统提供实时信息。

(5) 显著降低成本。一台普通标配的 AGV 可以抵三个搬运工和一个司机加一台运输车，人工替代效果明显。目前，国内 AVG 售价大概在 5 万辆~20 万/辆，使用寿命长达 10 年。而目前仓储业从业人员的平均年薪已经达到了 6 万元以上，并呈逐年递增的趋势。广泛使用 AGV 可以大幅降低仓储物流企业人力成本。

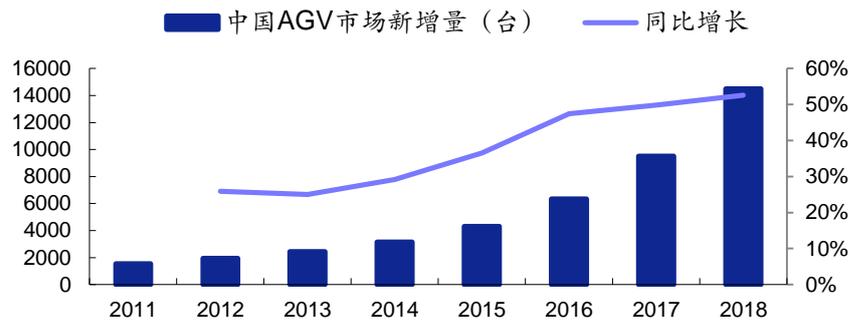
(6) 其他。大幅提高仓库空间利用率；提高仓储系统可靠性与稳定性。

日本汽车产业的 AGV 工业机器人密度是 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 工业机器人密度分别为 1215 台/万工人和 1176 台/万工人。但目前国内的 AGV 工业机器人密度仅有 70 台/万工人。国内的 AGV 市场规模虽小，但正处于飞速发展期，市场空间广阔。

高工产研机器人研究所编写了《2015 年中国移动机器人(AGV)行业调研报告》，相关数据显示，2014 年国内 AGV 新增量达 3150 台，同比增长 29.15%；2015 年 AGV 新增规模预计达 4300 台，增幅超过 36%。

图 22：中国 AGV 市场每年新增台数同比增长逾 50%



资料来源：《2015 年中国移动机器人(AGV)行业调研报告》，安信证券研究中心

而新增市场中，超过 70% 是来自国产品牌。随着本土企业技术水平提高，国产占有率将继续提高。目前国内从事 AGV 产业的研发、制造与销售的公司有 70 家左右，市场份额较大的主要有沈阳新松机器人自动化股份有限公司(300024.SZ)、云南昆船智能装备有限公司、机科发展科技股份有限公司。

表 7：AGV 市场主要企业情况

公司	AGV 应用历史
机器人 (300024.SZ)	1991 年公司承接了“总装车间发动机、油箱、后桥 AGV 及副环线装配系统”项目，公司的 AGV 产品真正走向市场。近年来沈阳新松的 AGV 市场份额牢牢地占据行业第一的位置，其 AGV 产品主要应用于汽车及军工两大领域，汽车领域的 AGV 市场份额位居行业第一。2015 年上半年，公司的物流与仓储自动化成套装备营业收入为 1.98 亿元。
云南昆船	1996 年公司开始进入 AGV 行业，至今始终专注于 AGV 行业。云南昆船的 AGV 产品主要应用于烟草行业，其在烟草行业中的市场份额占比超过 60%。2015 年，云南昆船 AGV 业务收入过亿，仅次于新松。
机科发展	近年来公司才加强 AGV 业务的开拓与发展。公司的 AGV 产品主要应用于印钞造币、轮胎及军工领域，尤其是公司在印钞造币领域的 AGV 市场份额超过七成。2015 年，北京机科发展 AGV 业务收入规模过亿元，与云南昆船相当。

资料来源：高工产研机器人研究所，安信证券研究中心

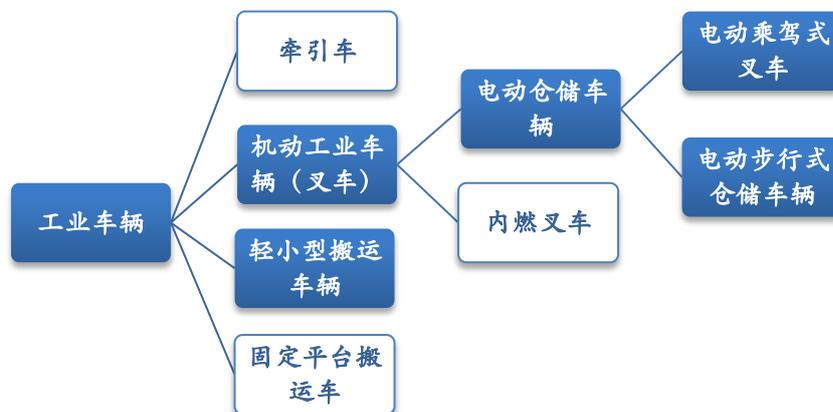
相比之下，诺力股份入行较晚，从 2009 年才开始进入 AGV 行业，并开始研究无人化工业仓储车辆。即便如此，公司通过成立研究院、子公司以及与高校合作等方式提高自身的技术水平。2012 年，公司正式成立浙江省诺力智能仓储物流机械研究院。2015 年公司校企联合与上海交通大学共同组建“上海交通大学-诺力智能仓储系统联合研发中心”，随后又出资成立上海诺力智能科技有限公司。

目前，诺力智能的电转向技术、CAN 总线的整合为诺力股份原有的电动车辆实现联网控制运行奠定了基础。在电动车辆的基础上，诺力智能开发了激光导引车、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，这些车辆配合 WMS、MES、ERP 等系统，可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。

4. 物流搬运车辆领军者，电动叉车需求空间广阔

按照中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准，工业车辆行业细分产品包括机动工业车辆、轻小型搬运车辆、牵引车、固定平台搬运车等四大类，具体如下：

图 23：工业车辆行业分类



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：蓝色标注为公司主要产品的所属类别

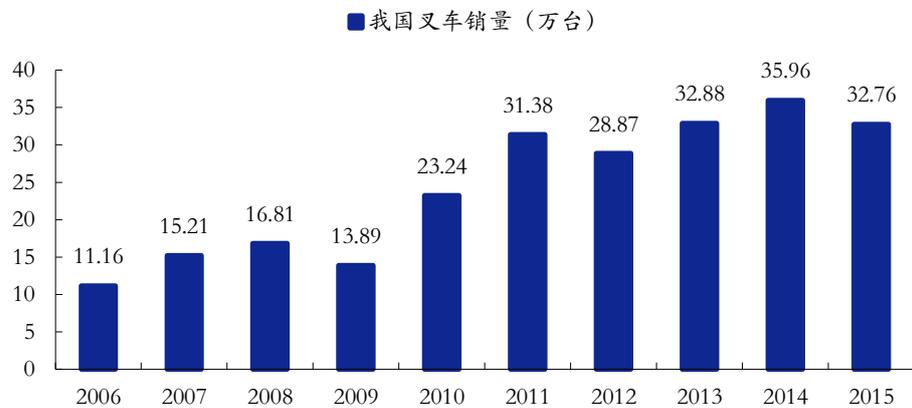
- **内燃叉车：**一般采用柴油、汽油、液化石油气或天然气发动机作为动力，载荷能力一般在 1.2~45 吨，作业通道宽度一般为 3.5~5.0 米，考虑到尾气排放和噪音问题，通常用在室外、车间或其他对尾气排放和噪音没有特殊要求的场所。由于燃料补充方便，因此内燃叉车可实现长时间的连续作业，而且能胜任在恶劣的环境下工作。
- **电动仓储车辆：**以电动机为动力，蓄电池为能源，承载能力一般在 1.0~8.0 吨，作业通道宽度一般为 1.5~5.0 米。由于没有污染、噪音小，广泛应用于室内操作和其他对环境要求较高的行业。随着人们对环境保护和节能减排的日益重视，电动仓储车辆正在部分领域逐步取代内燃叉车。
- **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。

4.1. 亚非新兴市场成长可观，电动替代内燃势在必行

我国叉车行业进入本世纪以来便步入了“黄金发展期”，发展环境显著改善、生产规模迅速扩张、产品性能明显提高、服务质量逐步改善。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的统

计,近十年间我国企业叉车总销量由2006年的11.16万台增至2015年的32.76万台,实现了叉车行业的巨大飞跃。自2009年开始,我国成为世界第一大叉车生产国和消费市场。2014年在国内经济增速放缓的大环境下,我国企业叉车总销量达到35.96万台,刷新历史记录。尽管2015年受经济放缓的影响,叉车总销量略有下滑,但总销量仍超30万量。

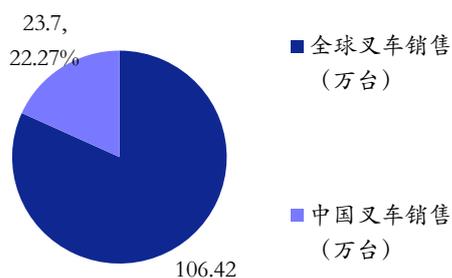
图 24: 2006-2015 中国叉车总销量情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

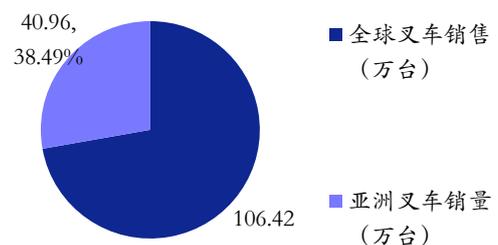
新兴市场如亚洲(除日本外)、非洲的叉车产业目前仍处于发展阶段。随着新兴市场国家经济的发展,世界叉车工业逐步呈现出向亚洲及世界其他新兴市场国家转移的趋势。根据世界工业车辆统计协会的统计,2015年全世界共实现叉车销售106.42万台;其中,亚洲市场2015年的销量达到40.96万台占全世界叉车销量的38.49%,位列世界各洲第一;中国市场2015年的销量为23.70万台,占全世界叉车销量的22.27%,继续位列世界第一大叉车销售市场。作为叉车产销第一大国,我们判断,伴随着世界叉车工业逐步向新兴市场国家转移,我国叉车行业将迎来良好的发展契机,未来增长将依靠新兴市场需求的打开。

图 25: 中国叉车市场销量占全球比例为 22%



资料来源: 世界工业车辆统计协会, 安信证券研究中心

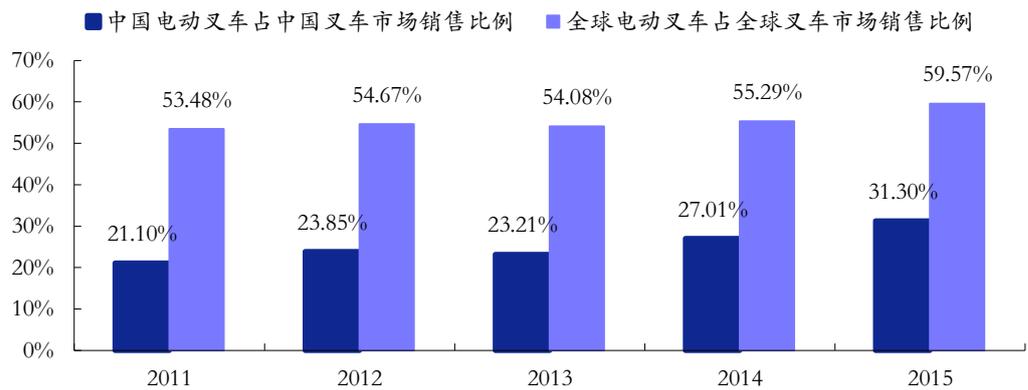
图 26: 亚洲叉车市场销量占全球比例为 38%



资料来源: 世界工业车辆统计协会, 安信证券研究中心

虽然我国位列世界第一大叉车消费市场,但目前仍以内燃叉车消费为主,电动叉车销量占比较低。2015年国内叉车市场电动叉车销量占比为31.30%,较2014年的27.01%已有较大幅度提升,但远低于全球电动叉车59.57%的平均水平,与经济发达的欧洲地区电动叉车销售80%的比例更是难以望其项背。

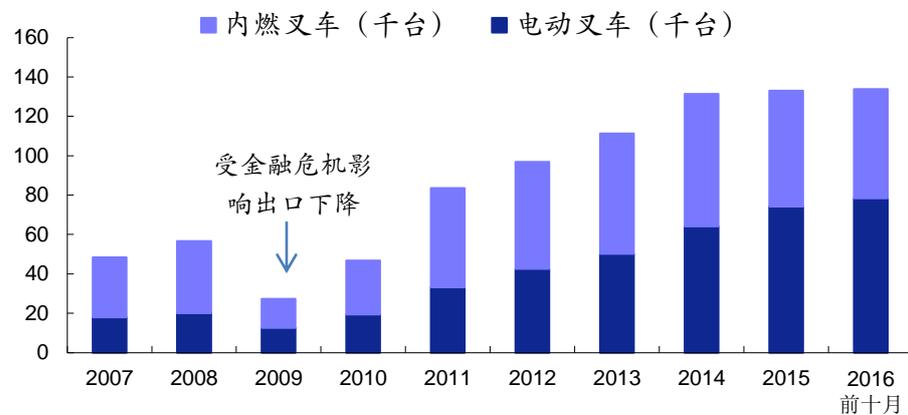
图 27：中国电动叉车销售比例仅为 31% 远低于全球水平



资料来源：中国工程机械协会工程车辆分会，安信证券研究中心

我国作为叉车行业产销第一大国，叉车产品的海外出口数量逐年提升，并且结构也在改变，电动叉车出口数量增加，而内燃叉车的出口数量逐年减少。在 2015 年电动叉车的出口数量首次超过内燃叉车，目前占比达到 58.6%。我们认为，随着电动叉车在技术性能上的提升，电动叉车的出口数量将保持 20% 的较高速增长，逐步完成对内燃叉车的替代。

图 28：我国电动叉车和内燃叉车的出口数量



资料来源：国家海关总署，安信证券研究中心

我们判断我国电动叉车对内燃叉车的替代空间可观，主要有以下几点原因：

- (1) 电动叉车以更加清洁的电能作为动力，节约化石燃料避免环境污染。
- (2) 厂区作业环境和运输产品对叉车的工作噪音、尾气等方面的要求日渐提高。
- (3) 欧美地区的发达国家已经大部分完成电动叉车对内燃叉车的替代，其电动叉车的比例高达 80%，远高于我国电动叉车 30% 的比例。随着新型蓄电池和充电技术的完善，电动叉车未来有望完全替代内燃叉车。

作为仓储物流设备生产商，诺力股份相信电动车辆以其清洁环保和成本优势正逐渐成为工业车辆界的主力军，为提高仓储物流的效率而不断努力。

4.2. 三大主导产品巩固仓储车辆龙头，人民币贬值增厚海外收入

目前，公司已成长为国内知名的仓储物流搬运车辆制造企业，产品线从轻小型搬运车辆扩大至电动仓储车辆，在工业车辆中端及中高端市场占据了领先地位。公司共拥有轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆和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。公司主要产品包括轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车三大系列，公司主要产品图例如下：

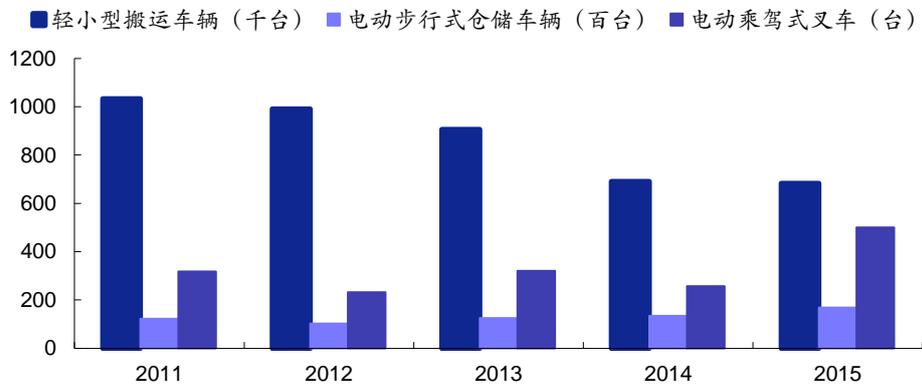
表 8：公司主要产品图例

系列	产品名称及图例	产品名称及图例
轻小型搬运车辆	手动搬运车 	手动堆高车 
	电动步行式搬运车 	电动步行式堆高车 
电动乘驾式叉车	电动乘驾式仓储叉车 	电动平衡重乘驾式叉车 

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

上述产品均是以蓄电池或人力为动力的搬运、仓储和装卸类车辆，是物流行业的重要装备，在国民经济各行业的物料装卸、搬运、仓储等环节广泛应用。2011年至2016年上半年，公司三大系列产品在公司主营业务收入中的占比均在90%以上。

图 29：近年来三大产品产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

按照公司产品的销售方式，可以分为经销模式和直销模式。报告期内，公司主要采用经销商模式，仅有子公司美国诺力（基本直接销给美国当地最终用户）及少量国内客户（如可口可乐、娃哈哈、沃尔玛等）采取直销模式。经销模式下，针对国内外的客户，又可分为贴牌生产（ODM/OEM）和自主品牌模式。公司外销产品基本为贴牌生产，主要客户为国际大中型工业车辆制造商和经销商，如日本丰田、德国凯傲、比利时TVH等，且以ODM为主。公司境内销售基本采用自主品牌模式，通过境内经销商进行销售。由于出口较多，公司利润易受汇率波动影响。

公司业绩受益于人民币持续贬值，一方面，因为公司海外业务营收超过60%，人民币贬值有利于公司出口业务的增长，另一方面，人民币的贬值能给公司带来汇兑收益，根据2015年的财务数据，我们测算出人民币每贬值2%，公司的毛利率会由于汇兑收益的原因增加1%。

图 30：2016 年以来人民币兑美元中间价暴跌



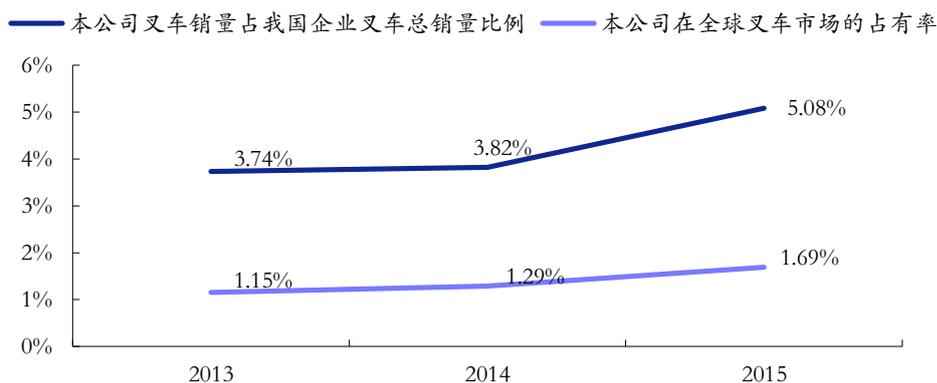
资料来源：中国外汇交易系统，安信证券研究中心

此外公司积极布局海外子公司拓展海外业务以及应对欧盟反倾销政策。受欧盟反倾销税影响，2013年，公司轻小型搬运车在欧盟地区的销售额下降了三分之一左右。2014年上半年，随

着欧洲子公司前期备货陆续消化，以及马来西亚子公司开始投产，公司轻小型搬运车在欧盟地区的销售额同比有所回升。目前，公司欧洲子公司的备货已基本消化完毕，后续主要依靠马来西亚子公司弥补欧盟反倾销对母公司轻小型搬运车销售的影响。根据公司公告披露公司于2016年10月27日在俄罗斯设立全资子公司，相信此举措有助于拓展公司在海外的业务及品牌影响力。

公司致力于成为全球领先的工业车辆生产企业，近年来在保持外销优势地位的同时，加大了内销力度。公司在近三年不断提高叉车的销量，公司叉车销量占我国企业叉车总销量比例和公司在全球叉车市场占有率都逐年递增，显示了公司在工业车辆领域地位逐步提升。

图 31：公司在国内叉车市场和在全球叉车市场的占有率均逐年递增

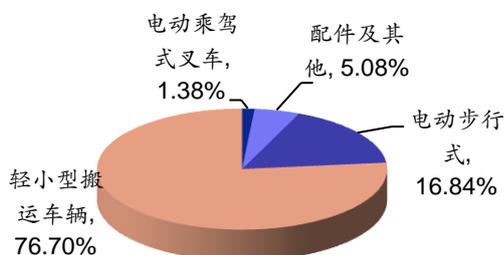


资料来源：中国工程协会工程车辆分会，公司公告，安信证券研究中心

4.3. 顺应市场调整产品结构，电动仓储车辆占比上升

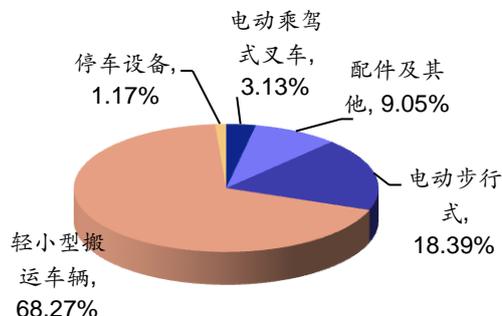
公司目前有三大生产销售的主要产品，为顺应市场需求，技术含量较低的轻小型搬运车辆业务占比逐渐下降，从2011年的77%下降到2015年的68%，根据公司的产品结构调整电动工业车辆的销量上升，营业收入占比提高到22%。

图 32：2011 年轻小型搬运车占比 77%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

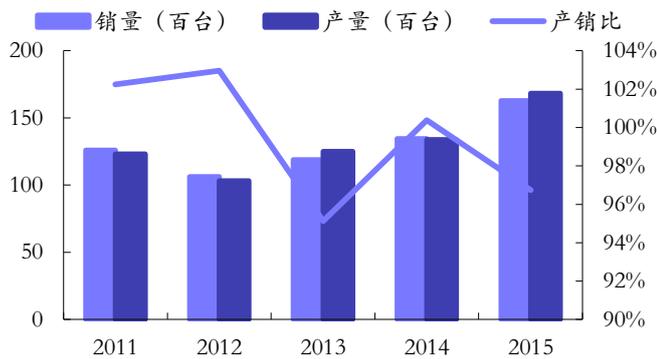
图 33：2015 年轻小型搬运车占比 68%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

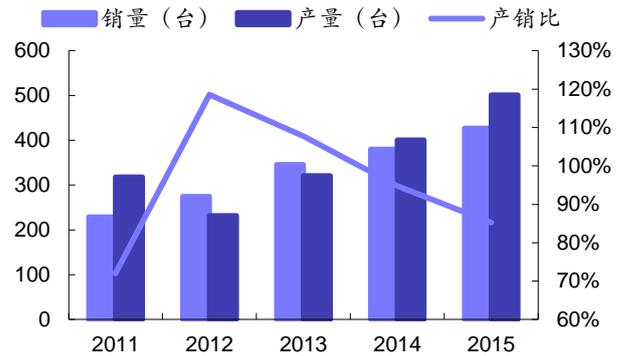
从2011-2015年电动步行式搬运车和电动乘驾式叉车的产销情况可以看出，两项产品几近满产生产，现有产能已经不能满足生产需要。

图 34：电动步行式搬运车产量销量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 35：电动乘驾式叉车产量销量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2015 年公司首次公开发行股份募集资金主要用于新增年产 2.2 万台节能型电动工业车辆建设项目，投资额度达 2.13 亿元。该募投项目主要用于电动步行式仓储车辆（扩产 2.1 万台）和电动乘驾式叉车（扩产 1000 台）的生产线建设。近年来手动搬运车辆的产销量均出现明显下滑，仓储物流产业对中低端搬运车辆的需求饱和。因此公司顺应市场竞争调整产品结构，按照募投项目建设规划，到 2018 年底电动仓储车辆的营收占比将达到四成。

表 9：募投项目全面达产后电动工业车辆占比显著提高

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
电动步行式仓储车辆预计销量与收入					
销量(辆)	13,447	16,287	17,280	28,620	32,400
营业收入(万元)	19,565	21,006	25,142	41,641	47,141
电动乘驾式叉车预计销量与收入					
销量(辆)	380	472	540	1,080	1,260
营业收入(万元)	2,727	3,576	3,875	7,749	9,041
轻小型搬运车辆预计销量与收入					
销量(辆)	719,128	695,105	649,013	616,562	585,734
营业收入(万元)	87,944	77,989	79,369	75,401	71,631
营业总收入(万元)	118,691	114,909	116,699	134,363	137,616
电动仓储车辆占比	18.78%	21.39%	24.86%	36.76%	40.83%

资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

5. 立体车库+高空作业平台，外延新领域值得期待

5.1. 都市停车难题亟待解决，立体车库设备空间广阔

机械车库，即机械式立体车库，是停车设备的一种，属特种设备产品之一，具有存取方便，运行经济，维修方便，占地面积少等特点，有效解决车辆较多而停车面积较少的问题。

图 36：国外机械立体车库



资料来源：百度图片，安信证券研究中心

图 37：国内机械立体车库

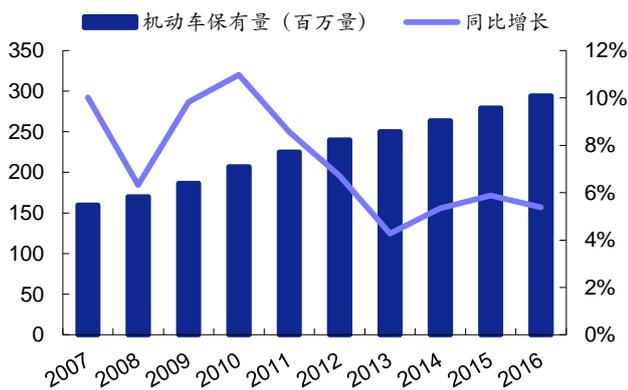


资料来源：百度图片，安信证券研究中心

自动立体停车装备系统在世界各地的发展是极不均衡的，德国开发最早，技术居于领先地位，在二层及多层平面式立体停车库系列中，它已发展了 H 型、U 型和 V 型。日本由于国土面积小而应用最广，自从 1959 年引进了建造机械式立体停车库技术之后，到 1983 年，就已经在本土上共建造了 25454 座多种形式的机械式车库，平均每座容车量达到十辆左右，最多的能达到百辆以上。从上世纪七十年代末期起，车库容量年递增率为 5%-7%，已经赶上了同期汽车拥有量的年递增率 4%-6%，从技术特征上看，日本更重视竖式自动立体车库的发展，即密集型自动立体停车库的发展。

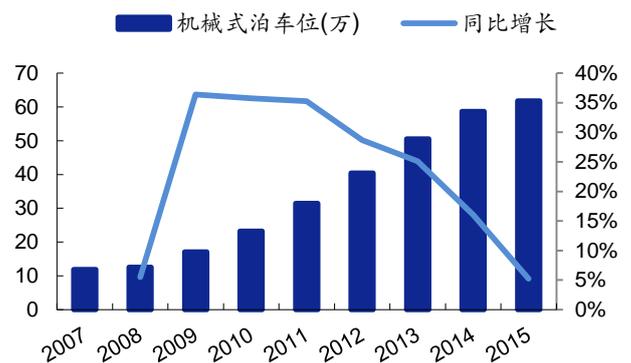
2016 年我国机动车保有量已经达到 2.94 亿辆，在现有体量基础上未来每年仍将保持 5% 左右的增长。一方面是日益增长的停车需求，一方面是传统车库的用地价格高居不下，形成了几乎所有一二线城市共同面临的停车难题。北京五环外的停车位为 10~15 万元/个，四环到三环间则是 15~30 万元/个，三环内停车位则是高于 40 万元/个。对比传统车位，机械立体车库可以高效利用空间，从而创造更多的停车位供给。西安同一小区的传统停车位价格为 23 万元/个，而立体车库则是 7.5~13.5 万元/个。目前北京是机械车库占比最高的城市，比例高达 13%，而广州比例则不足 1%，机械车库建设较为滞后，未来发展空间可期。

图 38：2007-2016 年机动车保有量及同比增长



资料来源：公安部，安信证券研究中心

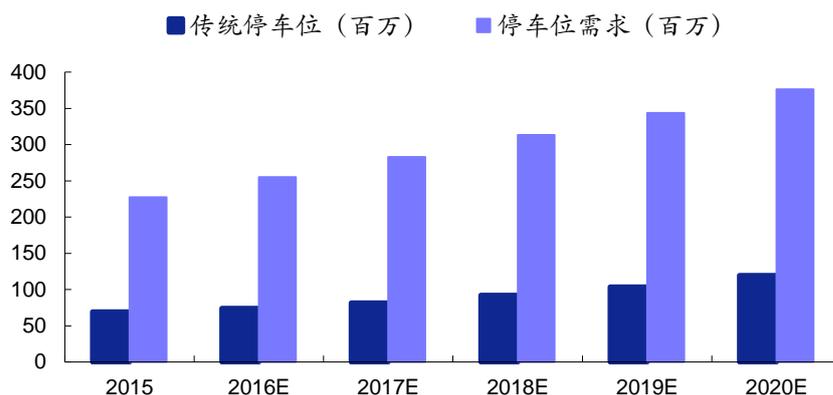
图 39：2007-2015 年机械式泊车位数量



资料来源：中国停车设备工程委员会，安信证券研究中心

根据《2015-2020 年中国停车场建设行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示,2020 年,我国的传统车库数量将达到 11949 万个,远远不能达到满足。而传统停车位增加的数量远不及停车需求的增长速度。2015 年,停车位需求-传统车位数量的缺口为 15833 万个,2020 年增长到 25701 万个。

图 40：传统停车位数量与实际停车需求情况



资料来源：《2015-2020 年中国停车场建设行业投资战略规划分析报告》，安信证券研究中心

随着住宅小区、商业写字楼、购物中心等地停车矛盾的日益突出,公司的子公司诺力车库致力于机械式立体停车设备的研发和生产,已完成多地医院、酒店、住宅小区、商业广场和工业园区的机械式泊车项目。2015 年停车设备实现销售收入 1333 万元,占全年总收入的 1.16%;2016 年上半年实现销售收入 965 万元,其中毛利率高达 42%。未来智慧泊车市场持续看好,随着公司的订单项目的增加,该部分业务将成为公司新的业绩增长点。

5.2. 高空作业平台增长迅速,普及率远低于发达国家

高空作业平台是指移动速度低于 10km/h 以下的,可供人员登高作业,承载重量小于 500kg 的高空作业设备,主要用于建筑,设备维护、设备安装及建筑物清洁等领域的高空作业。高空作业平台从臂架的形式可以分为:个人式的单桅套筒(或柱式)高空作业平台、双桅柱式高空作业平台、剪叉式高空作业平台、曲臂式高空作业平台、直臂式高空作业平台。

图 41：诺力机械桅柱式高空作业平台



图 42：诺力机械剪叉式高空作业平台



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司拥有桅柱式、剪叉式、臂式等多种类高空作业平台产品及相关专利，其中桅柱式作业平台可广泛用于电力、石化、仓库、制造业的设备安装及维护，曲臂式作业平台应用于车站、码头、商场、体育场馆、小区物业、厂矿车间等大范围作业。

尽管目前国内市场尚处初期，但高空作业平台的需求量也随着国家经济发展而增长。国内高空作业平台的制造企业和租赁企业数量的不断的增长。据国际高空作业联盟统计，2011年，国内高空作业平台制造商只有 20 家左右，高空作业平台租赁商仅有十几家。经过近几年的发展，目前国内高空作业平台制造商已经增长到 50 家，至 2014 年底国内从事高空作业平台租赁的企业约 200 家，用于租赁的高空作业平台数量约 10000 台左右，高空作业平台租赁渗透率达到 50% 以上。这些数据显示国内高空作业平台的需求在不断的上升。

表 10：各个国家地区 GDP、人口数量与高空作业平台普及率

	美国	新加坡	日本	香港	中国
市场保有量 (万台)	50	1	10	1	2
GDP (亿美元)	161970	3078	59970	2740	103850
人口数量 (亿人)	3.07	0.05	1.27	0.07	13.69
普及率 (亿美元/台)	0.32	0.31	0.6	0.27	5.19
普及率 (人/台)	614	500	1270	700	68450

资料来源：CNKI，安信证券研究中心

对比国际市场，高空作业平台已经成为一种主流的高空作业方式，截止 2015 年统计结果，美国高空作业平台保有量为 50 万台，日本保有量约有 10 万台，新加坡、香港等国家和地区高空作业平台保有量约为 1 万台。结合发达国家的 GDP 和人口数据测算，中国高空作业平台的普及比照美国分别有 17 倍和 111 倍的差距。目前市场尚处于导入期，随着中国人口红利效应的减弱、人工成本增加和机械化程度的不断提高，高空作业平台势必将迎来高速增长阶段。届时，中国高空作业平台保有量将达到 30~40 万台，和国内市场现存的保有量对比，还有 15~20 倍的发展空间。

6. 盈利预测及投资评级

6.1. 预测假设

假设一：诺力股份传统业务包括搬运车辆、仓储车辆等业务保持稳定增长，预计未来三年传统业务增速分别为 13%、15%、16%，海外出口增长强劲。

假设二：无锡中鼎承诺 2016 年、2017 年、2018 年净利润（归母净利润与扣非净利润孰低）分别不低于 3,200 万元、5,000 万元、6,800 万元。公司在手订单饱满支撑业绩快速增长，我们预计无锡中鼎净利润将保持快速增长。

假设三：作为轻小型搬运车辆的龙头，我们预计公司该部分收入的毛利率将稳步增长，2016 年、2017 年、2018 年将分别为 27.5%、27.5%、28%；其他业务毛利率及期间费用率保持基本稳定。同时公司海外销售占比较大，将会受到汇率波动影响，假设汇率保持基本稳定。

图 43：主营业务分业务预测假设

	历史年份				预测年份			
	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
产品总收入	1,171.9	1,071.7	1,315.5	1,296.2	1,341.4	2,011.2	2,335.6	2,691.8
产品总成本	965.1	855.9	1,031.0	985.4	962.2	1,418.3	1,639.9	1,884.5
综合毛利率	17.6%	20.1%	21.6%	24.0%				
轻小型搬运车辆	915.2	795.1	879.4	779.9	857.9	943.7	1,038.0	1,141.8
收入增速		-13.1%	10.6%	-11.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
收入占比	78.1%	74.2%	66.9%	60.2%	64.0%	46.9%	44.4%	42.4%
成本	765.0	646.6	716.8	615.3	622.0	684.2	747.4	822.1
成本增速		-15.5%	10.9%	-14.2%	1.1%	10.0%	9.2%	10.0%
成本占比	79.3%	75.5%	69.5%	62.4%	64.6%	48.2%	45.6%	43.6%
产品毛利率	16.4%	18.7%	18.5%	21.1%	27.5%	27.5%	28.0%	28.0%
电动步行式仓储车辆	179.7	184.3	195.7	210.1	262.6	315.1	378.1	453.7
收入增速		2.5%	6.2%	7.4%	25.0%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	15.3%	17.2%	14.9%	16.2%	19.6%	15.7%	16.2%	16.9%
成本	143.4	138.4	149.5	162.7	190.9	228.4	274.9	326.2
成本增速		-3.5%	8.0%	8.8%	17.3%	19.7%	20.3%	18.7%
成本占比	14.9%	16.2%	14.5%	16.5%	19.8%	16.1%	16.8%	17.3%
产品毛利率	20.2%	24.9%	23.6%	22.5%	27.3%	27.5%	27.3%	28.1%
配件及其它	56.0	66.9	84.6	103.4	131.3	164.1	205.1	256.4
收入增速		19.6%	26.3%	22.2%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	4.8%	6.2%	6.4%	8.0%	9.8%	8.2%	8.8%	9.5%
成本	36.1	45.9	54.4	60.4	77.0	96.3	120.2	150.0
成本增速		27.4%	18.4%	11.1%	27.6%	25.0%	24.8%	24.8%
成本占比	3.7%	5.4%	5.3%	6.1%	8.0%	6.8%	7.3%	8.0%
产品毛利率	35.6%	31.4%	35.7%	41.6%	41.3%	41.3%	41.4%	41.5%
电动乘驾式叉车	21.0	25.3	27.3	35.8	44.7	55.9	69.8	87.3
收入增速		20.8%	7.6%	31.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
收入占比	1.8%	2.4%	2.1%	2.8%	3.3%	2.8%	3.0%	3.2%
成本	20.6	25.0	25.7	32.0	39.6	49.2	61.1	76.0
成本增速		21.1%	2.9%	24.6%	23.5%	24.3%	24.3%	24.4%
成本占比	2.1%	2.9%	2.5%	3.3%	4.1%	3.5%	3.7%	4.0%
产品毛利率	1.7%	1.4%	5.7%	10.4%	11.5%	12.0%	12.5%	12.9%
停车设备	-	-	-	13.4	45.0	58.5	76.1	98.9
收入增速					236.4%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	3.4%	2.9%	3.3%	3.7%
成本	-	-	-	10.4	32.7	42.7	55.5	72.2
成本增速					214.0%	30.6%	30.0%	30.0%
成本占比	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	3.4%	3.0%	3.4%	3.8%
产品毛利率				22.2%	27.4%	27.0%	27.0%	27.0%
无锡中鼎	-	-	128.6	153.8	-	473.9	568.4	653.7
收入增速				19.6%	-100.0%		19.9%	15.0%
收入占比	0.0%	0.0%	9.8%	11.9%	0.0%	23.6%	24.3%	24.3%
成本	-	-	84.7	104.5	-	317.5	380.8	438.0
成本增速				23.4%	-100.0%		19.9%	15.0%
成本占比	0.0%	0.0%	8.2%	10.6%	0.0%	22.4%	23.2%	23.2%
产品毛利率			34.2%	32.1%		33.0%	33.0%	33.0%

资料来源：WIND，安信证券研究中心

6.2. “买入-A”投资评级，6个月目标价43.75元

我们预计公司2016-2018年营业收入13.25亿元、19.65亿元、22.42亿元，同比分别增长15.4%、48.2%、14.1%，净利润分别为1.49亿元、2.32亿元、2.70亿元，同比分别增长39.7%、55.1%、16.4%，EPS分别为0.94元、1.25元、1.45元。

收购完成后，公司成功切入智能物流设备产业，我们选取7家智能物流设备及系统细分行业的优质公司作为可比公司，2017年可比公司对应的动态PE平均值为40倍，我们给予公司2017年35倍的动态PE，6个月目标价43.75元，维持“买入-A”投资评级。

表 11：相对估值对比公司一览表

股票代码	股票名称	股价		EPS				PE			BPS
		2017/2/22	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E			
603066.SH	音飞储存	53.31	0.78	0.84	0.97	68.7	63.6	54.7	7.78		
300532.SZ	今天国际	59.81	0.99	0.85	1.09	60.4	70.3	54.9	8.51		
002026.SZ	山东威达	11.10	0.23	0.30	0.38	48.3	37.1	29.6	5.30		
300230.SZ	永利股份	30.28	0.50	0.61	1.22	60.2	50.0	24.8	9.64		
002009.SZ	天奇股份	14.50	0.27	0.32	0.42	53.7	45.8	34.4	4.92		
300486.SZ	东杰智能	22.63	0.30	0.34	0.47	75.4	66.7	48.2	4.75		
002611.SZ	东方精工	16.03	0.11	0.17	0.47	145.7	94.9	33.8	2.32		
均值		29.67	0.45	0.49	0.72	73.2	61.2	40.1	6.17		

资料来源：Wind，安信证券研究中心

7. 风险提示

7.1. 原材料价格波动

公司生产用原材料主要为钢材、铸钢件、油缸件及车架等其他钢材制品，钢材价格的波动直接影响到公司产品毛利率。近年来受下游需求不足、整体产能过剩等因素影响，钢材等主要原辅材料价格持续低位震荡，若未来需求侧出现改善、供给侧产能得到有效控制，将会导致公司毛利率下降，降低公司利润空间。

7.2. 人民币汇率波动

公司国外业务收入占比较大，2015年占主营业务收入的62.01%，贷款主要以美元结算。若人民币持续升值将对公司的出口业务产生不利影响：可能导致公司产生汇兑损失，以人民币折算的销售收入减少，毛利率下降，同时还将对公司出口产品的价格竞争力产生不利影响。

7.3. 新业务拓展不及预期

国内自动化物流、电动叉车等属于新兴行业，技术和产品发展未稳定，市场未成熟，短期内行业竞争较为混乱，给公司新业务是否能顺利拓展带来一定不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,205.9	1,149.1	1,325.8	1,965.3	2,242.1	成长性					
减:营业成本	954.9	881.9	950.9	1,386.0	1,574.7	营业收入增长率	7.6%	-4.7%	15.4%	48.2%	14.1%
营业税费	4.0	4.7	5.3	7.9	9.0	营业利润增长率	1.6%	36.1%	42.1%	55.7%	16.8%
销售费用	49.6	57.1	72.9	111.0	123.3	净利润增长率	-4.2%	30.2%	39.7%	55.1%	16.4%
管理费用	82.3	96.7	114.7	171.0	193.9	EBITDA 增长率	-5.1%	9.9%	51.5%	56.7%	18.0%
财务费用	6.5	-15.0	-0.5	4.8	8.3	EBIT 增长率	-7.8%	12.2%	60.6%	58.8%	17.8%
资产减值损失	3.5	5.4	6.5	5.2	5.0	NOPLAT 增长率	-9.1%	10.3%	60.5%	60.2%	17.8%
加:公允价值变动收益	-11.8	4.7	2.3	0.0	-0.8	投资资本增长率	-10.2%	55.4%	11.9%	118.3%	6.1%
投资和汇兑收益	0.6	4.6	3.0	3.0	3.0	净资产增长率	13.4%	80.4%	13.4%	71.8%	9.5%
营业利润	93.8	127.6	181.4	282.6	330.1	利润率					
加:营业外净收支	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	毛利率	20.8%	23.3%	28.3%	29.5%	29.8%
利润总额	100.6	134.3	188.1	289.2	336.8	营业利润率	7.8%	11.1%	13.7%	14.4%	14.7%
减:所得税	17.3	25.1	35.2	52.1	60.6	净利润率	6.8%	9.3%	11.3%	11.8%	12.1%
净利润	82.3	107.2	149.7	232.2	270.4	EBITDA/营业收入	10.5%	12.1%	15.8%	16.7%	17.3%
						EBIT/营业收入	8.3%	9.8%	13.6%	14.6%	15.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	61	66	63	50	51
货币资金	273.6	429.2	458.5	763.5	672.6	流动营业资本周转天数	12	31	50	38	40
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	175	241	267	229	247
应收帐款	119.3	154.8	191.4	278.1	407.0	应收帐款周转天数	28	43	47	43	55
应收票据	1.0	6.1	2.1	4.9	4.7	存货周转天数	59	50	45	41	46
预付帐款	15.4	11.8	13.4	25.2	19.5	总资产周转天数	274	350	372	365	420
存货	170.7	145.5	187.3	259.3	318.1	投资资本周转天数	105	133	149	169	209
其他流动资产	3.6	206.6	160.0	160.0	160.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	21.3	-	ROE	17.2%	12.5%	15.5%	14.0%	14.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	8.3%	10.8%	9.2%	10.4%
长期股权投资	49.8	45.2	45.2	173.6	173.6	ROIC	22.4%	27.5%	28.4%	40.7%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	197.7	224.5	237.8	308.6	331.4	销售费用率	4.1%	5.0%	5.5%	5.7%	5.5%
在建工程	16.5	21.0	60.6	96.4	105.8	管理费用率	6.8%	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%
无形资产	64.3	66.1	64.2	62.3	60.4	财务费用率	0.5%	-1.3%	0.0%	0.2%	0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.5%	12.1%	14.1%	14.6%	14.5%
资产总额	916.3	1,315.6	1,422.6	2,566.3	2,666.5	偿债能力					
短期债务	-	19.5	-	-	116.5	资产负债率	47.2%	33.7%	30.5%	33.8%	30.3%
应付帐款	254.0	309.1	309.0	445.6	577.9	负债权益比	89.6%	50.9%	43.9%	51.1%	43.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.50	2.53	2.43	2.70	2.00
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.06	2.15	1.98	2.23	1.60
长期借款	27.1	50.0	-	297.2	-	利息保障倍数	15.37	-7.49	-332.89	60.35	40.55
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	432.9	443.6	433.7	867.5	806.6	DPS(元)	0.22	0.22	0.27	0.48	0.50
少数股东权益	4.3	7.8	11.0	16.0	21.8	分红比率	48.6%	37.3%	28.6%	38.2%	34.7%
股本	60.0	160.0	160.0	185.8	185.8	股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	1.5%	1.5%
留存收益	422.9	711.1	817.9	1,497.0	1,652.2						
股东权益	483.4	872.0	988.9	1,698.8	1,859.8						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.44	0.58	0.94	1.25	1.45
净利润	83.2	109.3	149.7	232.2	270.4	BVPS(元)	2.58	4.65	6.11	9.06	9.89
加:折旧和摊销	28.3	29.1	29.0	41.6	49.6	PE(X)	73.8	56.7	34.9	26.2	22.5
资产减值准备	3.5	5.4	-	-	-	PB(X)	12.7	7.0	5.3	3.6	3.3
公允价值变动损失	11.8	-4.7	2.3	0.0	-0.8	P/FCF	188.2	-48.5	88.3	-40.0	-2,172.5
财务费用	8.7	3.6	-0.5	4.8	8.3	P/S	5.0	5.3	3.9	3.1	2.7
投资损失	-0.6	-4.6	-3.0	-3.0	-3.0	EV/EBITDA	-	42.5	23.0	17.2	14.4
少数股东损益	0.9	2.1	3.2	5.0	5.8	CAGR(%)	41.8%	36.2%	21.3%	41.8%	36.2%
营运资金的变动	25.1	-188.1	-9.9	-39.4	-45.8	PEG	1.8	1.6	1.6	0.6	0.6
经营活动产生现金流量	152.6	146.5	170.8	241.2	284.6	ROIC/WACC	1.8	2.2	2.3	3.3	1.8
投资活动产生现金流量	-13.1	-220.4	-77.0	-704.5	-55.7	REP	-	5.1	3.7	1.4	2.4
融资活动产生现金流量	-119.5	215.5	-64.6	768.3	-319.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034