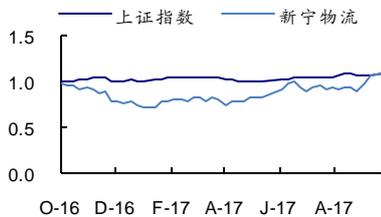


**证券研究报告—深度报告**
**信息技术**
**通信**
**新宁物流(300013)**
**增持**

昨收盘: 18.61 元

(首次评级)

2017年10月19日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	298/235
总市值/流通(百万元)	5,542/4,367
上证综指/深圳成指	3,372/11,275
12个月最高/最低(元)	19.18/11.24

**证券分析师: 程成**

电话: 0755-22940300

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513040001

**联系人: 马成龙**

电话: 021-60933150

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**首次覆盖**
**打造智能仓储物流服务领军企业**
**● 优质第三方仓储物流服务商, 蓄势待发**

公司 2009 年上市以来, 围绕仓储物流产业链不断进行业务拓展。2015 年收购亿程信息进入车联网后, 业绩增厚明显。在经历了一年的内部管理架构整合后, 公司于 2016 年实现快速增长, 实现营业收入 75,868 万元, 比去年同期增长 28.53%, 实现归母净利润 6098 万, 大幅扭亏为盈。2016 年前三季度继续实现高速增长。

**● 传统仓储业升级拓展, 打造“智能仓库”**

公司是长三角地区一流的综合仓储物流提供商, 在以长三角为主的 16 个地区开展物流仓储网点, 并是仁宝、名硕、伟创力、联想、纬创、佳能等知名电子制造商的指定仓储服务商。公司目前大力建设智能仓库, 以降低人工成本, 增强核心竞争力, 提升毛利率。同时公司有望携智能仓库技术深度参与下游制造商生产全生产周期, 打开业务成长空间, 面临 3~4 倍的业务规模提升。

**● 收购亿程信息, 加码车联网**

公司 15 年收购国内卫星定位服务商龙头亿程信息, 并成为公司主要业绩来源和利润增长点, 16 年贡献净利润 4291 万元, 17 年有望实现 9000 万的业绩承诺。随着卫星导航终端产品的升级换代, 公司有望在优势区域进一步提升市场份额, 业绩迎来快速增长。此外, 公司基于现有资源有望为政府打造营运车辆安全管理平台, 该平台潜在市场空间为 300 亿, 一旦全国铺开, 有望未来给公司带来大幅业绩提升。

**● 战略明晰, 由仓储延伸至物流, 打造智能服务产业链**

公司收购亿程信息后, 配合原有的新能源汽车租赁业务, 以及在电子产业链优质的上下游客户资源, 有望增强在物流配送环节的布局, 全面打造智能物流配送体系。公司战略明确, 由智能仓储进一步拓展智能物流, 全力打造“全球电子业第三方智能物流仓储服务”领先企业。

**● 看好公司战略布局和长期发展, 给予“增持”评级**

我们认为公司未来或存在爆发式增长的可能, 潜在价值巨大, 预计公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 1.5/2.3/4.1 亿元, 对应 35/24 /13 倍 PE, 给予“增持”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	759	1,002	1,836	3,166	5,210
(+/-%)	28.5%	32.1%	83.1%	72.5%	64.6%
净利润(百万元)	61	157	228	412	730
(+/-%)	-155.6%	156.7%	45.9%	80.3%	77.1%
摊薄每股收益(元)	0.20	0.53	0.77	1.38	2.45
EBIT Margin	5.9%	17.8%	17.4%	18.4%	19.8%
净资产收益率(ROE)	4.6%	10.9%	14.2%	21.4%	29.5%
市盈率(PE)	91.3	35.6	24.4	13.5	7.6
EV/EBITDA	70.1	31.8	20.9	13.6	9.3
市净率(PB)	4.21	3.87	3.45	2.89	2.25

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 10.02/18.36/31.66 亿元，净利润分别为 1.57/2.28/ 4.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.53/0.77/1.38 元。给予公司高成长预测主要基于看好其智能仓库技术对于业务环节拓展、降成本提效率的促进作用。此外，子公司亿程信息营运车辆安全管理平台具有巨大的潜在价值。给予公司潜在的成长性较高的估值溢价，认为公司 17 年合理市值为 65 亿。

### 核心假设或逻辑

- 工业 4.0 背景下，智能化是提效率、降成本，打造核心竞争力的必由之路，也是公司仓储业务发展的驱动力，公司目前已走在业界前列，在不断研发投入下，有望打造行业标杆；
- 北斗卫星定位终端市场近期迎来产品更新换代和 4G 产品升级，在技术和品牌效应下，公司作为国内营运车辆安全管理平台龙头有望持续提升市场份额，实现优势区域的全覆盖，业绩迎来爆发；
- 政府对“两客一危”等营运车辆的监管升级是行业长期驱动力，允许第三方监控平台的进入给业界带来巨大市场空间，公司已经在新疆建立标杆案例，在政府自上而下推动下，有望迅速将业务拓展至全国。

### 与市场预期的差异之处

市场认为，公司仓储业务较为传统，靠铺设网点扩大业务规模的商业模式，注定其需要不断投入，盈利能力难以释放。

我们认为：

- 公司已认识到当前业务模式下的发展不足，已全面向智能化仓库升级，并借此进行产业环节的拓展，由原材料物流向制造业物流、成品物流、售后物流环节延伸，经营思路由“向外求”发展转变为“向内求”发展，未来的成长质量更佳。
- 借助亿程信息向车联网环节拓展，并与原有的新能源汽车租赁形成较好协同，加强公司在物流配送环节的力量，仓储和物流配送一体化趋势明显，有利于增强公司综合实力。

### 主要风险

- 智能仓库落地推广不达预期
- 政府营运车辆安全管理平台推广不达预期
- 仓库货品损失风险

## 内容目录

<b>投资摘要</b> .....	<b>2</b>
估值与投资建议 .....	2
核心假设或逻辑 .....	2
与市场预期的差异之处 .....	2
主要风险 .....	2
<b>公司业务收入拆分及成长预测</b> .....	<b>5</b>
业务收入拆分及成长预测 .....	5
<b>优质第三方仓储物流服务商，蓄势待发</b> .....	<b>6</b>
业务布局不断完善，16年迎来业绩拐点.....	6
<b>传统仓储业升级拓展，打造“智能仓库”</b> .....	<b>7</b>
长三角优质仓储服务商，网点扩张推进业绩稳步增长 .....	7
降成本，提效率，领先进行仓储信息化建设 .....	9
智能仓储大势所趋，或带来行业变革 .....	10
公司走在行业前列，力度打造全球第三方工业智能仓储服务领军企业 .....	13
<b>收购亿程信息，加码车联网</b> .....	<b>15</b>
后装市场高景气度支撑业绩增长，布局前装静待产业爆发 .....	15
安全管理平台市场前景广阔，或给公司带来又一爆发增长点 .....	18
<b>战略明晰，由仓储延伸至物流，打造智能产业链</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>20</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>21</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>21</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 新宁物流历史沿革 .....	6
图 2: 实际控制人股权结构 .....	6
图 3: 新宁物流历史业绩情况 (万元) .....	7
图 4: 网点布局.....	8
图 5: 产业链角色.....	8
图 6: 新宁物流传统业务收入结构 (万元) .....	9
图 7: 新宁物流传统业务毛利结构 (万元) .....	9
图 8: 新宁物流传统业务 2011-2016 年收入 (万元) .....	9
图 9: 新宁物流传统业务 2011-2016 年毛利率 .....	9
图 10: 新宁物流数据交换平台 .....	10
图 13: 国内外社会物流费用占 GDP 比重 .....	11
图 14: 国内外仓储自动化普及率.....	11
图 12: 智能自动化仓储示意图 .....	12
图 13: 亚马逊的 Kiva 机器人.....	12
图 14: 京东的自动仓储系统.....	12
图 12: 智能仓储体系示意图 .....	13
图 15: 新宁物流全自动立体仓 (合肥仓在建中) .....	14
图 16: 新宁物流自动制、贴标线 (苏州仓) .....	14
图 17: 新宁智能仓库系统示意图.....	14
图 18: 新宁物流服务链条示意图.....	15
图 19: 亿程信息硬件产品 .....	16
图 20: 亿程信息运营服务平台 .....	16
图 21: 亿程信息历史业绩情况 (万元) .....	18
表 1: 公司业务收入拆分 .....	5
表 2: 公司 2016 年业绩拆分情况 .....	7
表 3: 公司研发投入情况 (万元) .....	10
表 4: 智能仓储与传统仓储对比情况 .....	11
表 5: 不同类型仓库智能化必要性 .....	13
表 5: 公司仓储物流客户一览 .....	15
表 6: 亿程信息市场覆盖率情况 .....	17
表 7: 亿程信息对赌业绩完成情况 .....	17

## 公司业务收入拆分及成长预测

### 业务收入拆分及成长预测

为了对公司业务结构更好地把握，将公司业务收入按照仓储业务及其相关业务、亿程信息软硬件销售业务进行拆分，具体情况见下表：

**表 1: 公司业务收入拆分**

收入预测	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
<b>仓储及增值服务</b>					
收入	27977	34132	68264	122875	196600
毛利率	29.08%	33.00%	35.00%	37.00%	37.00%
增速	20.46%	22.00%	100.00%	80.00%	60.00%
<b>代理报关</b>					
收入	5903	7202	8786	10719	13077
毛利率	52.11%	52.00%	52.00%	52.00%	52.00%
增速	18.06%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>代理报检</b>					
收入	848	1035	1262	1540	1879
毛利率	81.61%	82.00%	82.00%	82.00%	82.00%
增速	-34.52%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>代理送货</b>					
收入	13280	18592	37184	70650	127169
毛利率	5.02%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%
增速	-13.65%	40.00%	100.00%	90.00%	80.00%
<b>贸易代理</b>					
收入	2714	3311	4040	4928	6012
毛利率	61.72%	60%	60%	60%	60%
增速	-47.05%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>服务及软件</b>					
收入	14013	15414	30829	61657	123314
毛利率	73.80%	77%	80%	80%	80%
增速	55.75%	10%	100%	100%	100%
<b>设备销售</b>					
收入	10113	19215	30744	39967	45962
毛利率	25.67%	47%	40%	38%	37%
增速	100%	90%	60%	30%	15%
<b>合计</b>					
收入	74848	98900	181108	312335	514013
毛利率	36.32%	45.38%	44.81%	45.81%	47.14%
增速	26.81%	32.13%	83.12%	72.46%	64.57%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

## 优质第三方仓储物流服务商，蓄势待发

### 业务布局不断完善，16年迎来业绩拐点

公司是长三角地区优秀的仓储服务商，2009年上市以来，围绕仓储物流产业链不断进行业务拓展，先后开拓跨境电商、新能源汽车租赁、卫星导航定位等业务，成长为一家优质的第三方综合仓储物流服务公司。

随着2015年公司收购亿程信息，成功布局车联网，公司逐步开始打造“智能仓储物流”产业链，并在智能仓储、智能物流领域不断创新，业务亮点频频，成长潜力巨大。

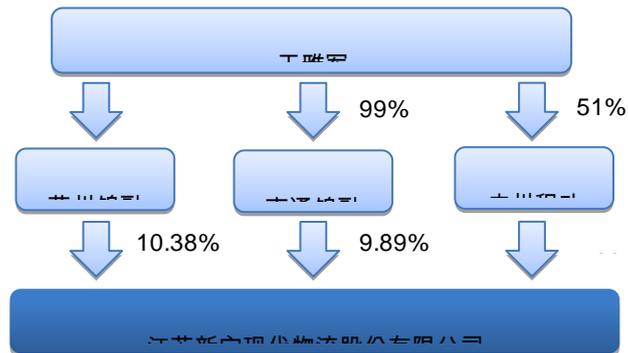
图 1: 新宁物流历史沿革



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

截止上半年，公司实际控制人王雅军先生，通过分别持有苏州锦融投资有限公司84%股权、广州程功信息科技有限公司51%股权，并认缴南通锦融投资中心（有限合伙）99%出资，间接持有公司21.66%股权，并担任公司董事长。

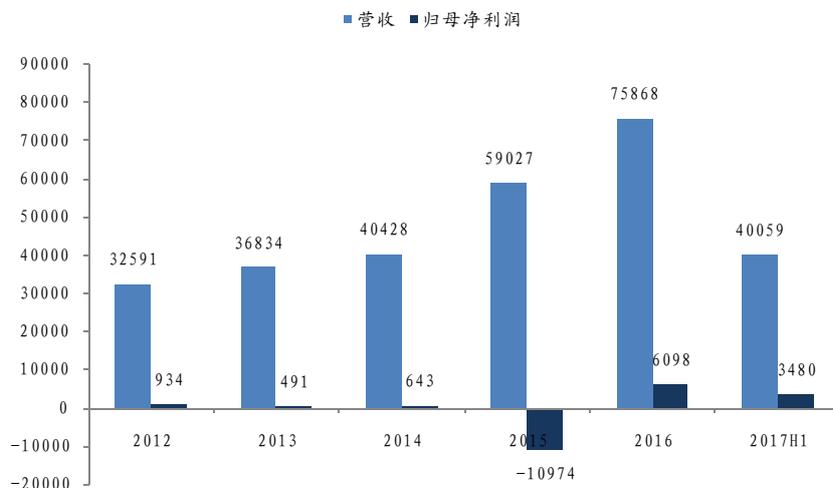
图 2: 实际控制人股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司收购了亿程信息后，经过一整年的组织架构梳理，目前内部管理问题已得到全面解决，盈利能力逐步得到释放，上市公司整体在2016年开始进入加速上升轨道。

图 3: 新宁物流历史业绩情况 (万元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

2016 年, 公司实现营业收入 75,868.69 万元, 比去年同期增长 28.53%; 其中, 软件及服务收入实现收入 14013 万元, 比去年同期增长 55.75%; 仓储及仓储增值服务 27,977 万元, 较上期同期增长 20.46%。公司实现归母净利润 6098 万, 大幅扭亏为盈 (2015 年大幅亏损主要是收购亿程信息后, 当年业绩不达预期, 计提商誉减值 1.03 亿所致)。

表 2: 公司 2016 年业绩拆分情况

单位: 万元	收入	同比增长	收入占比	毛利	毛利率
仓储及增值服务	27977	20.46%	36.87%	8136	29.08%
软件及服务 (亿程信息)	14013	55.75%	18.47%	10341	73.80%
代理送货	13280	-15.81%	17.50%	667	5.02%
设备销售 (亿程信息)	10113	100.00%	13.33%	2596	25.67%
合计	75,868	28.53%		27597	36.38%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所分析师归纳整理

从公司 2016 年业绩拆分情况看, 收购的亿程信息成为最快速增长点和主要业绩来源, 传统仓储业务保持稳定增长。

2017 年上半年, 公司继续保持高速增长势头, 半年已实现 3480 万的归母净利润, 而公司的最新三季报业绩预告显示, 公司前三季度净利润约为 7000 万~7600 万, 同比增长 200%左右, 业绩改善趋势确立。

## 传统仓储业升级拓展, 打造“智能仓库”

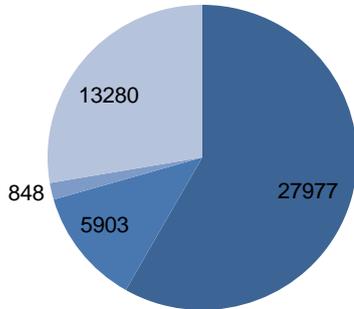
### 长三角优质仓储服务商, 网点扩张推进业绩稳步增长

公司是长三角地区一流的综合仓储物流提供商。公司前身为昆山新宁公共保税仓储有限公司, 自 2000 年开始获准从事公共保税仓储业务, 并于 2001 年率先进入电子元器件公共保税仓储业务领域, 为第一批进驻长三角地区的笔记本电脑制造商——仁宝电子 (全球第二大笔记本电脑制造商) 提供第三方保税仓储服



图 6: 新宁物流传统业务收入结构 (万元)

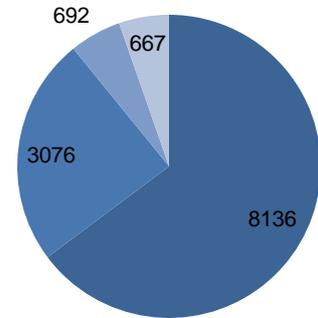
■ 仓储及增值服务 ■ 代理报关 ■ 代理报检 ■ 代理送货



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 7: 新宁物流传统业务毛利结构 (万元)

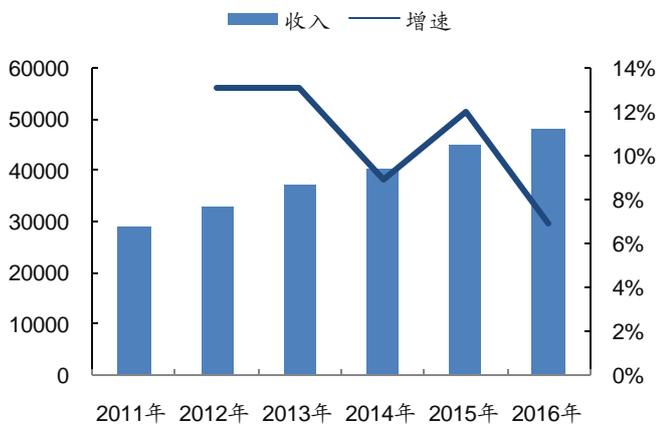
■ 仓储及增值服务 ■ 代理报关 ■ 代理报检 ■ 代理送货



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

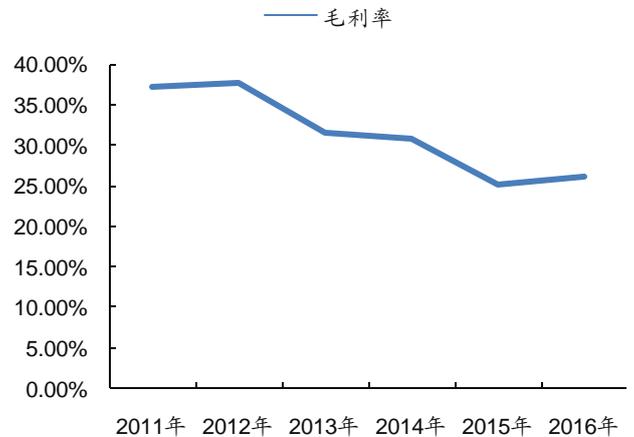
过去几年,随着公司仓储网点的不断扩张,营收规模稳步增长;另一方面,公司新增仓储网点前 1~2 年在投入期,盈利能力未得到体现,拉低了整体的毛利率,此外,竞争激烈、人力成本上升等因素均使得公司毛利率长期呈逐步下滑趋势。

图 8: 新宁物流传统业务 2011-2016 年收入 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 9: 新宁物流传统业务 2011-2016 年毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

面对以上问题,公司近年来改变经营思路,不追求网点规模的简单扩张,而是着力提升仓储单产、提高管理效率,经过近两年探索,目前已初见成效,2016 年毛利率已经企稳回升。公司提升毛利率和竞争力的主要手段,以及未来的主要发展战略即是向“智能仓库”转型。

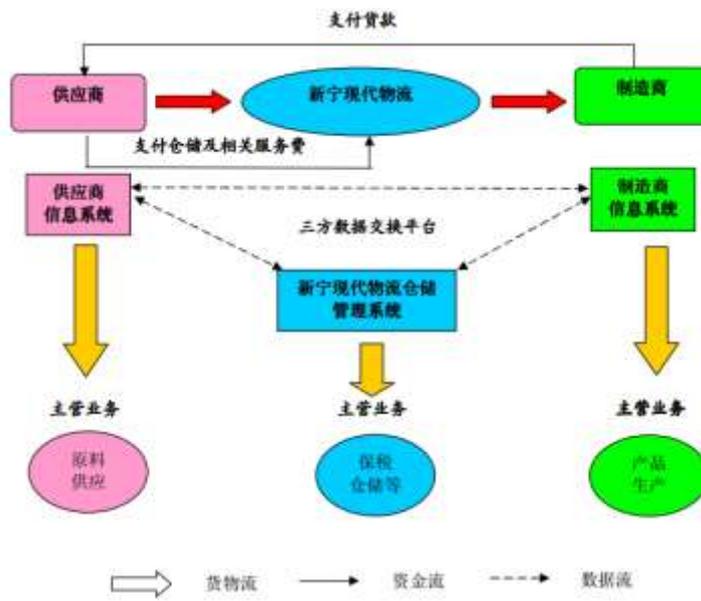
公司的转型升级也受到了政府的大力支持,2016 年除了正常的税收返还带来的 871 万政府补助外,还有“转型升级”、“外贸调结构”等一系列政策支持资金 3429 万,合计的 4434 万营业外收入也给 2016 年的业绩反转及长期发展提供了较大助力。

### 降成本,提效率,领先进行仓储信息化建设

专业的电子元器件保税仓储企业提供一个买卖双方货物顺畅流转和信息数据充

分交换的综合平台，是供应链中不可或缺的重要环节和核心节点。其在满足海关监管要求的同时，能够弥补供应商的不足，对各供应商代理的品种、型号各异的元器件进行数据采集，并作进一步的物理分类和精细管理，实时与供应链各方进行信息交换，使供应商随时可以了解库存信息，使制造商随时可以查询元器件的供给信息，实现元器件在整个流通领域可溯源查询。

图 10: 新宁物流数据交换平台



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司一直以来非常注重仓库的信息化建设，早在 2007 年，公司就开发了“新宁物流营运信息管理系统软件 V1.00”，先于大部分物流企业提供信息化服务。该系统是公司外部供应商、制造商、海关以及内部信息和数据同步交换的综合管理平台。基于该系统功能的模块化和集成化，满足了供应商实时分拨、制造商零库存管理、海关 24 小时实时监管、库存数据动态更新、企业管理及财务结算等需求。

自 2014 年公司开始加大仓储信息化建设以来，公司投入的研发费用持续加大：

表 3: 公司研发投入情况 (万元)

	2014 年	2015 年	2016 年
研发费用	300	1407	2956
研发费用收入占比	0.74%	2.38%	3.90%
研发人员	25	291	290
研发人员数量占比	1.45%	10.00%	10.78%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

除了软件层面，公司还逐步涉足智能设备等硬件领域。2016 年，公司以参股形式在安徽成立了子公司安徽睿德智造智能系统有限公司，该公司将着力于智能物流系统及装备方面的研发及应用，致力于提供最佳的智能物流解决方案。

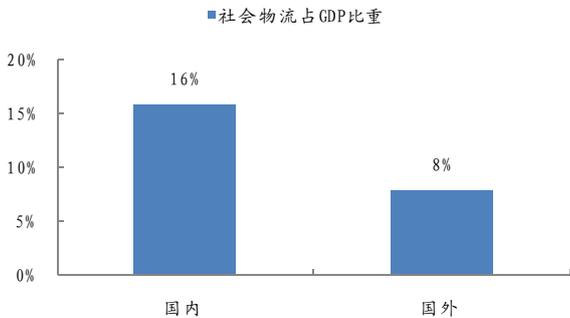
### 智能仓储大势所趋，或带来行业变革

我国社会物流总成本较高，智能仓储发展空间巨大。2015 年，我国社会物流费

用占 GDP 比重高达 16.0%，是美国的两倍左右，高于亚太地区平均水平；单位 GDP 中仓储成本虽有所下降，但仍高达 5.8%，远高于美国的 2.7%。

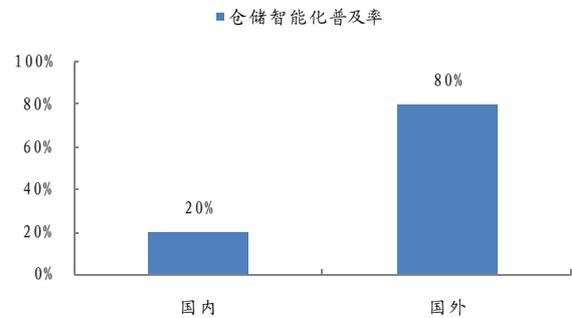
在仓储自动化普及率较高的领域，汽车、医药和烟草行业的仓储自动化普及率也只有 38%、42%和 46%，虽高于国内平均 20%的水平，但远低于发达国家 80%的平均水平，未来工厂物流的改造空间巨大。

图 11: 国内外社会物流费用占 GDP 比重



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 12: 国内外仓储自动化普及率



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

发改委印发的《物流业降本增效专项行动方案（2016-2018 年）》提出，到 2018 年，社会物流总费用占 GDP 的比重较 2015 年降低 1 个百分点以上。若采用智能仓储对传统仓储进行升级替代，从空间利用率、作业效率、人工成本等指标来看，降本增效明显，是仓储业未来发展方向。

表 4: 智能仓储与传统仓储对比情况

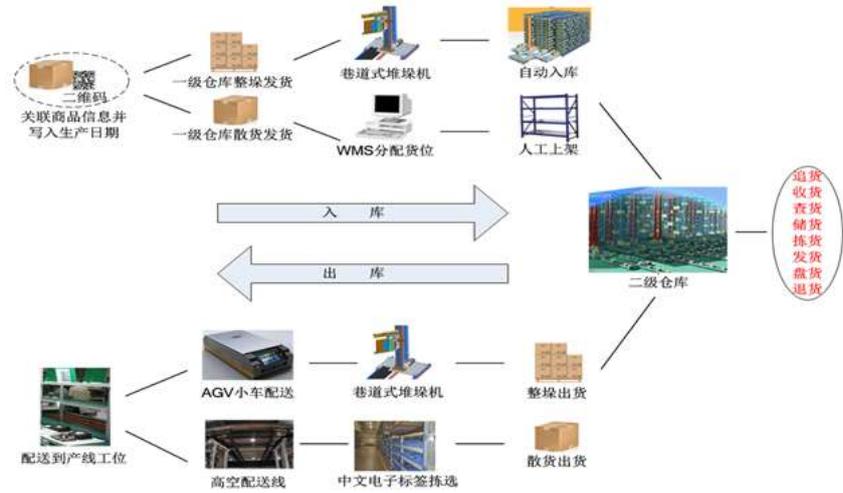
对比	智能仓储	传统仓储
空间利用率	充分利用仓库的垂直空间	需占用大面积土地，空间利用率低
存储量	远远大于普通的单层仓库，节约 70%以上的土地	单层仓库
存储形态	动态储存：货物在仓库内能够按需要自动存取	静态储存：只是货物储存的场所，保存货物是其唯一的功能
作业效率	货物在仓库内按需要自动存取	主要依靠人力，货物存取速度慢
人工成本	可以带来 80%左右劳动力成本的节约	人工成本高
环境要求	能适应黑暗、低温、有毒等特殊环境的要求	受黑暗、低温、有毒等特殊环境影响很大

资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

物流仓储发展主要有**人工仓储、机械化仓储、自动化仓储、集成自动化仓储、智能自动化仓储**五个阶段。在理想的智能自动化仓储阶段，仓库将应用 AGV、自动货架、自动存取机器人、自动识别和自动分拣系统等先进物流设备，通过信息技术实现实时控制和管理。货物到达仓库后，由输送机实现入库，堆垛机与升降机完成货物上架；出库时由 AGV 将货物运至分拣台，自动分拣系统完成分拣出库，并由堆垛机完成出库时的货物堆垛，在此同时，信息系统能及时地记录订货到货时间，显示库存量，计划人员可以方便地做出供货决策，管理人员可以随时掌握货源的供应及需求。

实际上，现阶段我国仓储发展正普遍处于简单自动化阶段。大多数货物信息采集和输入环节还需要人工手动去完成，成本高，出错率高。虽然大多数企业都有自己的 SAP 系统，采用信息化手段管理库存，但人工信息采集环节的存在往往使报表中反映的和实际库存情况存在偏差。

图 13: 智能自动化仓储示意图



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

亚马逊、阿里、京东等电商巨头引领仓储自动化升级趋势。电商巨头近些年纷纷自建超级仓库，并已应用到最先进的自动化技术，有效提升了效率，降低了整体成本。其领先技术有望逐步外溢至一般的中大型仓库中，带动行业整体智能化升级。如下图所示，在亚马逊的仓库中，运行着数以万计的 Kiva 机器人，其可将仓库运营费用减少约 20%，作业效率提升 2-4 倍。京东通过自研智能仓储技术，由机器人代替人工分拣存储货物，效率提升一倍，成本节省一半以上，成功实现“当日送，当日达”，而阿里也已全力建设“菜鸟网路”工程，其中智能化仓库成为网络核心节点。

图 14: 亚马逊的 Kiva 机器人



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 15: 京东的自动仓储系统



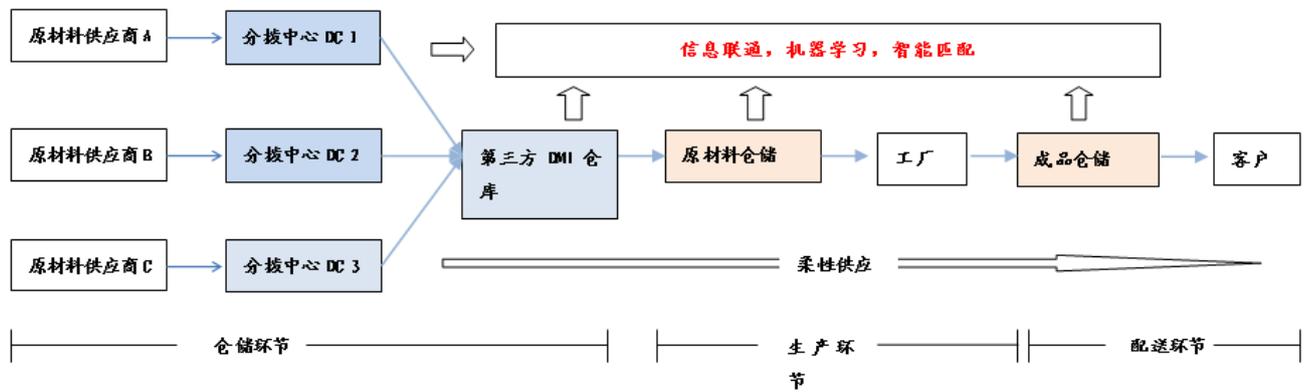
资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

柔性供应链逐步成为主流，智能化仓库走上历史舞台。现代制造业推崇“小批量、多批次”的柔性供应链，根据下游订单需求实时改变生产节奏和货品规格，从而达到“精准生产、零库存”的要求。工厂生产线的柔性生产，对上游原材料供应提出了更高要求，相应的，原材料仓库和成品仓储的柔性供应需要对应进行升级改造，与生产环节联动的智能仓库将代替现有机械化的自动化仓库走上历史舞台。

这里的智能化，指将仓储信息库和生产信息库打通的情况下，更多利用人工智

能的技术，对柔性供应体系下仓库货物的搬运、存储进行高效和智能化安排，通过机器不断学习，与工厂生产节奏实现有效磨合，形成一套无缝衔接地高效仓储物流体系。

图 16: 智能仓储体系示意图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

不同类型仓库特点及智能化改造必要性如下：

表 5: 不同类型仓库智能化必要性

仓库类型	仓储特点	智能化必要性
分拨中心	一对多	需与生厂商紧密结合
VMI	多对多	SKU 多，发货至最小包装，复杂性较高，涉及货物移动、堆放
进项仓储	时效性高	次标准化货物搭配，涉及判断、计算，规划
出项仓储	零库存要求	需与经销商紧密结合

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

智能化仓库体系的引入，将给整个供应链体系带来：

- 出错率降低
- 库存率降低，物流效率提高
- 大大节省人力成本

平均而言，一个分拨中心的人工在 200~300 人，一个 VMI 在 200~300 人，一个工厂的进项仓储人工在 500~600 人，一个出项工厂人工在 300 人。引入智能化仓储技术后，有望将人工控制在 50 人左右，每个仓库节省 1500 万~2500 万/年。

➢ 工厂仓储有望逐步外包给专业第三方

目前像公司这样的第三方专业仓储服务公司，还大多专注于分拨中心和 VMI 仓库，随着智能仓库体系的建立，工厂有望逐步将进行供应链仓储和成品仓储外包给专业第三方，自身全身心投入在生产环节。第三方仓储服务市场有望增加 3~4 倍。

公司力度打造全球第三方工业智能仓储服务领军企业

在仓库自动化方面，公司已走在业界前列，已建立或拟建立多条自动化仓库线，

如下所示:

图 17: 新宁物流全自动立体仓 (合肥仓在建中)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

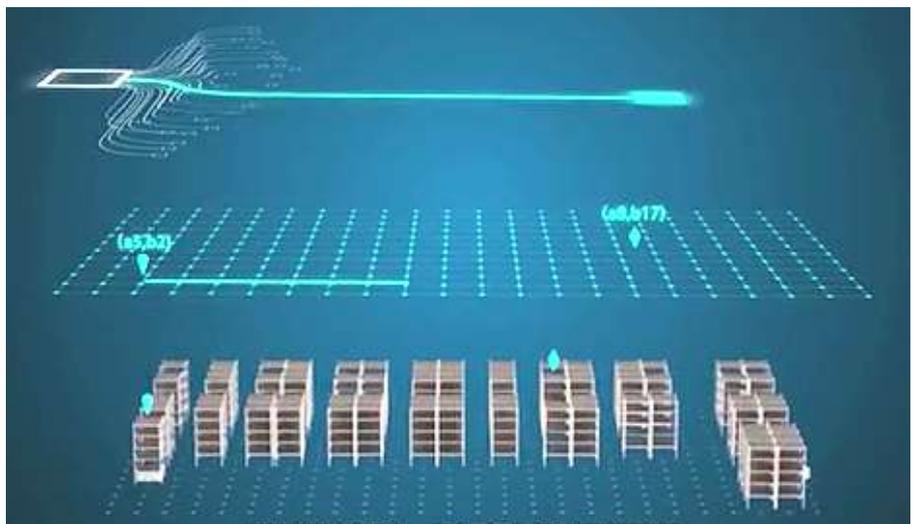
图 18: 新宁物流自动化制、贴标线 (苏州仓)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司不满足于仓库自动化, 向仓库智能化迈进。目前, 新宁联合国内外领先的智能仓储物流解决方案商, 包括中国船舶团队、哈工大团队、华恒集团、德国物流学院等, 共同研发设计新一代智能仓库解决方案。其采用人工智能+大数据的控制系统, 实现自主学习、动态调整货架布局、匹配最优货架组合的方式, 不断提高分拣准确性和效率。经测算, 其与传统仓库相比, 可节省人力成本 40%, 仓位空间减少 20%, 分拣效率提升 2 倍。

图 19: 新宁智能仓库系统示意图

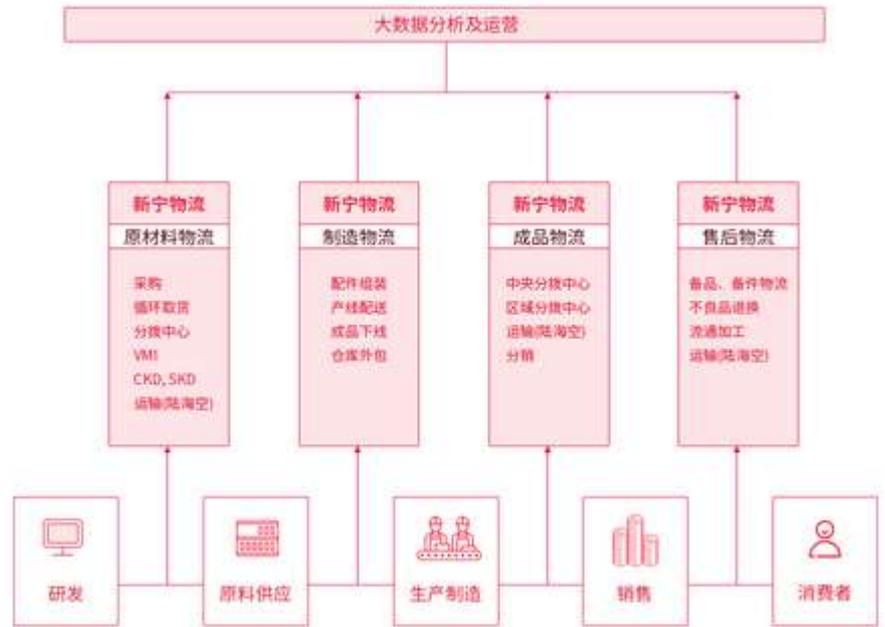


资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

目前, 这一方案已逐步在公司重点仓库进行部署, 包括昆山 VMI 仓库、大联大分拨中心等。在业内普遍还停留在仓库自动化的阶段, 新宁的“智能化”仓库走在市场前列, 领先竞争对手 2~3 年。随着该系统的普及, 公司智能化水平不断提高, 预计整体毛利率将逐步上升, 盈利能力在未来 2~3 年全面释放。

依托智能仓库, 有望深度参与下游制造商生产全生命周期, 市场空间广阔。前文讲到, 随着未来智能化仓储系统的建立, 下游制造商有望将制造物流、成品物流、售后物流环节等逐步外包给第三方, 自身只专注生产制造。新宁有望在树立重点标杆案例的基础上, 全面进入仓储物流后端服务环节, 打开自己的成长空间。目前仁宝、联想等客户均有望成为公司的第一批升级改造对象。

图 20: 新宁物流服务链条示意图



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

新宁依托过去多年的积累，与长三角地区绝大多数的电子产品制造巨头都建立了长期的合作关系，随着未来合作范围的扩大，公司的智能仓储市场有望迎来爆发增长期。

表 6: 公司仓储物流客户一览

昆山地区	仁宝电子科技(昆山)有限公司、纬创资通(昆山)有限公司、微盟电子(昆山)有限公司、彩晶光电科技(昆山)有限公司、富士康(昆山)电脑接插件有限公司等
苏州地区	名硕电子(苏州)有限公司、佳能(苏州)有限公司、罗技科技(苏州)有限公司、亚旭电子科技(苏州)有限公司、泰金宝电子(苏州)有限公司
南京地区	统宝光电(南京)有限公司
上海地区	统宝光电(上海)有限公司、联想(上海)电子科技有限公司
其他	富士康淮安科技园: 富誉电子科技(淮安)有限公司、宏恒胜电子科技(淮安)有限公司

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

## 收购亿程信息，加码车联网

### 后装市场高景气度支撑业绩增长，布局前装静待产业爆发

公司 2015 年以 7.2 亿元收购亿程信息 100% 股权进军车联网。

亿程信息以北斗和 GPS 服务专家为定位，向多行业商业用户和政府机关提供车辆卫星定位运营服务及配套软硬件，是车辆卫星定位运营服务一揽子解决方案提供商。曾被评为中国卫星导航产业十佳运营商，也是目前国内运营自有卫星导航用户规模最大的运营商，在网平台用户规模达 20 多万。

**后装市场领先服务商，重点布局区域市场地位凸显。**近年来，经过在卫星定位运营服务领域多年的精耕细作，亿程信息在货运、客运、危运、驾培、行政执法、智慧城市等多个专业领域积累了大量的优质客户资源，在区域市场中占据优势地位，主要分布在广东、河北、重庆、贵州、陕西等地，同时，在广西、海口、内蒙等全国 11 个省市亦有业务分布。

公司产品以经销模式向客户销售，同时也提供定制化开发。用户在安装完产品时，通常需要亿程信息提供后续运营服务，包括管理、监控及数据收集等。亿程信息根据客户在其运营平台上的使用量，按月收取费用。随着终端硬件覆盖率的提升，运营服务收入逐步成为公司主要业绩来源，2014 年公司软件及服务收入占比已经达到 54%。公司产品如下所示。

图 21: 亿程信息硬件产品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图 22: 亿程信息运营服务平台



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

**公司专注后装市场的同时，大力布局前装市场。**公司在保持后装市场领先地位的同时，2015 年已与陕西中交天健车联网信息技术有限公司和山东新大洋电动车有限公司两家车厂签订业务合作协议，进入前装市场，同时还正在与一些大型车厂开拓前装业务。受新能源汽车政府补贴落地不达预期及前装市场较长的进入周期影响，目前公司在前装市场的业绩还未得到释放，但前装市场是行业发展大趋势，公司已做好准备，静待行业爆发。

**政府对营运车辆监管的升级是行业持续发展的动力。**交通运输部、公安部、国家安监总局联合制定的《道路运输车辆动态监督管理办法》于 2014 年 7 月 1 日起正式施行。其要求（1）危险货物运输车辆、半挂牵引车以及重型载货汽车（总质量为 12 吨以上的普通货运车辆）需要安装使用卫星定位装置，加强动态监控（2）对于有 50 台以上重载普通货运车辆的企业可以自建或选择社会化的监控平台（3）道路危险货物运输企业和拥有 50 辆及以上重型载货汽车或牵引车的道路货物运输企业应当配备专职监控人员。

据统计，截止 2015 年全国公路营运车辆 1473 万辆，硬件销售的市场规模在百亿量级，而按照每辆车每天 6 元的运营服务费计算，监管运营平台的市场规模在 300 亿量级，市场空间巨大。

**政策推动力度近期进一步加强。**一方面，近几年各地“两客一危”事故频发，造成了巨大的经济损失；另一方面，2014 年《办法》执行后，各地监控平台建设进度参差不齐。在此背景下，交通部全面加强全国各省市监控平台建设。2017 年 5 月，交通部发出通知，交通运输部将按照《全国重点营运车辆联网联控系统考核管理办法》规定，严格对省级监管平台进行考核，并通报月度考核结果。2017 年 10 月后，将在《中国交通报》、中国交通新闻网和交通运输部政府网站公开。对排名后三位的单位，交通运输部领导将约谈其省级交通运输主管部门分管领导。约谈时将请有关新闻媒体参加。交通运输部将对全国“两客一危”车辆进行集中抽查，每月抽查车辆 1000 辆，抽查结果将向社会公开通报。

此政策高压之下，全国省级监管平台加大建设力度，有望于近期迅速建成和完

善相关平台的建设。

**产品更新换代带来近两年行业高景气。**车辆北斗卫星定位终端于 2012~2013 年大规模普及，根据 5 年的平均寿命来看，目前已经到了大规模的集中更换期。与此同时，以 2G 网络为主的传统产品，正全面升级为 4G 产品。预计未来两年市场将迎来一波强劲需求。拥有品牌和技术实力的公司有望在升级过程中进一步提升市场份额，完成行业洗牌。

亿程信息目前在广东、河北、重庆、贵州、陕西等地拥有较高的覆盖率，但还有较大的进步空间。伴随着产业升级，公司市场份额的提升，公司近两年业绩有望迎来爆发。

**表 7: 亿程信息市场覆盖率情况**

城市	目前渗透率	营运车辆数量（2015年）
重庆	40%	28 万
贵州	20%~30%	27 万
广东	80%	76 万
河北	客运、驾培领域基本覆盖	142 万

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

亿程信息被收购时承诺 2014-2017 年度的经审计的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 3,655 万元、4,898 万元、7,130 和 9,037 万元。2014 年，其归母净利润为 3669 万元，但 2015、2016 年由于其前装市场开拓不达预期，同时后装市场重视程度不够，导致均未达业绩承诺。

**表 8: 亿程信息对赌业绩完成情况**

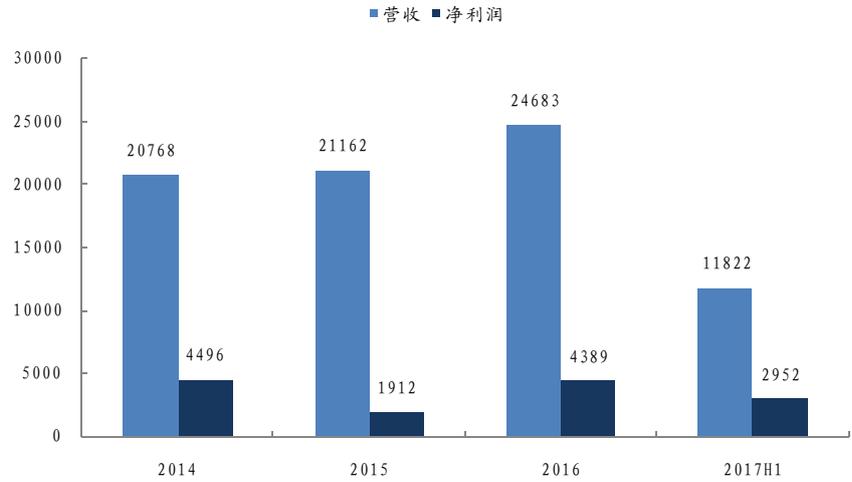
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年（E）
盈利预测	3655	4898	7130	9037
归母净利润	3669	1685	4291	—
业绩补偿款	—	3212	2838	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师归纳整理

根据《盈利预测补偿协议》，亿程信息股东曾卓、罗娟、广州程功信息科技有限公司需要按差额向新宁物流进行补偿，2015、2016 年的补偿款 6050 万元可确认为可供出售金融资产并计入其他综合收益，在 2017 年完成业绩承诺时，可将收到的现金补偿款确认为营业外收入计入当期损益。

亿程信息被收购时净资产账面价值为 2.29 亿，收购对价为 7.2 亿，形成商誉 4.9 亿。因公司 15 年业绩严重不达预期，遂于当年计提商誉减值准备 1.03 亿。16 年虽不达预期，但预期未来盈利能力增强，经减值测试法测算，无须再进行减值准备计提。从 16 年实际业绩情况看，公司利润已经回到正常水平，营收实现较快增长。

图 23: 亿程信息历史业绩情况 (万元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

随着亿程信息在后装产品领域的重新发力, 同时行业迎来高景气度, 公司有望于 2017 年完成业绩承诺。则亿程信息 2017 年将给上市公司一次性贡献 1.5 亿左右的净利润。

### 安全管理平台市场前景广阔, 或给公司带来又一爆发增长点

**营运车辆安全管理平台潜在价值巨大。** 营运车辆安全管理平台, 本质是将原有省级运管部门的监管压力交给了专业第三方, 政府和运输企业相应的安全事故责任也分散给了第三方。在政府越来越严厉的监管要求、事故责任倒查压力下, 该服务模式有望全国推广。根据政策要求, 全国对于有 50 台以上重载普通货运车辆的企业可以自建或选择社会化的监控平台, 市场空间巨大。前文已经提到, 为各省市建立的第三方监控平台的市场空间为 300 亿。

**上海市标杆案例效果显著, 有望助力平台全国推广。** 2014 年, 上海市在第三方帮助下搭建了全市交通运输第三方监控平台, 这是全国首个交通运输行业安全管理平台。该平台利用保险业风险管理技术, 以车载卫星定位系统为信息载体, 在不增企业成本负担的基础上, 对上海市 1.1 万辆省际班车及旅游包车、2.8 万多辆集装箱卡车、4700 余辆危险品运输车等多种类型车辆实行 24 小时全程监控。从平台对超速报警和禁行时段的报警数量分析, 2015 年超速报警总数 13.86 万次, 同比下降 66.03%; 禁行路段报警总数 2.72 万次, 同比下降 47.57%, 其中 12 月份同比下降 92.57%。保险报案和理赔数量显著下降, 此外 2015 年“两客一危”行业没有发生重大事故, 整体安全态势受控, 各项安全评估好于 2014 年。之后, 江苏、湖北等地逐步开始学习引入。

**公司已在新疆建有成熟项目, 有望成为政策极大受益者。** 目前, 公司成功建立了新疆地区的政府营运车辆安全管理平台, 积累了相应的项目经验和技術积累, 有望在政府自上而下推动下在全国实现业务推广, 预计将给公司带来新的爆发点和重要盈利来源。

### 战略明晰, 由仓储延伸至物流, 打造智能产业链

公司收购亿程信息后, 加强智能物流产业的配送环节。公司曾于 2014 年设立

苏州新宁新能源汽车发展有限公司，推出新能源物流车租赁业务，主要提供分时租赁、以租代售等业务，车型为小物流车、箱式货车。该业务补充了公司在配送环节的力量，以往公司送货主要以外包车队为主，毛利率较低，发展新能源汽车租赁后，未来可以组织自有车队进行配送，提高相应环节利润水平。

新能源物流车与亿程信息协同效应明显：1) 新能源物流车是亿程信息打入前装市场很好的切入点。2) 通过亿程开发远程控制系统，可以对新能源汽车实现较好地控制和运营。车联网业务使公司新能源电车租赁业务更加智能化，管理效率更高。

**成立产业并购基金，助力打造智能仓储物流解决方案。**公司于 2015 年出资 5000 万，与上海汉铎股权投资管理有限公司共同发起设立产业并购基金，并于 2016 年对上海钛度智能科技有限公司增资 1500 万，钛度智能主要从事智能硬件的研发和设计。公司成立产业并购基金后，有望在智能仓库和智能物流的大框架下，逐步并购具有自主核心技术的智能产品公司，丰富公司的整体解决方案，增强核心竞争力。

公司围绕“全球电子业第三方智能物流仓储服务商”领先企业的战略目标，逐步打造智能仓库、智能物流，并将二者有机集合，未来有望将智能产业链继续延伸，塑造公司在产业界的独特地位与价值。

## 风险提示

- 1、智能仓库落地不达预期风险；
- 2、政府营运车辆安全管理平台推广不达预期风险；
- 3、仓库货品损失风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	228	228	228	228	营业收入	759	1002	1836	3166
应收款项	496	655	1199	2069	营业成本	483	548	1013	1716
存货净额	34	39	74	125	营业税金及附加	6	7	14	24
其他流动资产	182	240	440	759	销售费用	61	81	148	255
<b>流动资产合计</b>	<b>939</b>	<b>1162</b>	<b>1941</b>	<b>3181</b>	管理费用	165	188	343	589
固定资产	194	202	321	431	财务费用	8	7	19	40
无形资产及其他	75	172	269	366	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	748	748	748	748	资产减值及公允价值变动	(3)	(30)	(3)	(3)
长期股权投资	40	53	65	78	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1995</b>	<b>2337</b>	<b>3344</b>	<b>4803</b>	营业利润	40	148	303	547
短期借款及交易性金融负债	171	551	971	1491	营业外净收支	41	60	0	0
应付款项	294	343	642	1095	<b>利润总额</b>	<b>81</b>	<b>208</b>	<b>303</b>	<b>547</b>
其他流动负债	111	133	247	423	所得税费用	21	53	77	139
<b>流动负债合计</b>	<b>576</b>	<b>1027</b>	<b>1860</b>	<b>3009</b>	少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(4)
长期借款及应付债券	48	(182)	(182)	(182)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>61</b>	<b>157</b>	<b>228</b>	<b>412</b>
其他长期负债	23	26	29	33					
<b>长期负债合计</b>	<b>71</b>	<b>(156)</b>	<b>(153)</b>	<b>(149)</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>647</b>	<b>871</b>	<b>1708</b>	<b>2860</b>	净利润	61	157	228	412
少数股东权益	26	25	23	20	资产减值准备	(103)	0	1	1
股东权益	1323	1441	1613	1924	折旧摊销	44	24	30	38
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1995</b>	<b>2337</b>	<b>3344</b>	<b>4803</b>	公允价值变动损失	3	30	3	3
					财务费用	8	7	19	40
					营运资本变动	(344)	(149)	(360)	(607)
					其它	102	(1)	(3)	(4)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>(236)</b>	<b>60</b>	<b>(101)</b>	<b>(157)</b>
					资本开支	(15)	(160)	(250)	(250)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(28)</b>	<b>(172)</b>	<b>(262)</b>	<b>(262)</b>
					权益性融资	3	0	0	0
					负债净变化	9	(230)	0	0
					支付股利、利息	(15)	(38)	(56)	(101)
					其它融资现金流	156	380	419	521
					<b>融资活动现金流</b>	<b>147</b>	<b>112</b>	<b>363</b>	<b>420</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(117)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					货币资金的期初余额	345	228	228	228
					货币资金的期末余额	228	228	228	228
					企业自由现金流	(282)	(152)	(343)	(384)
					权益自由现金流	(117)	(7)	62	107

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.20	0.53	0.77	1.38
每股红利	0.05	0.13	0.19	0.34
每股净资产	4.44	4.84	5.42	6.46
ROIC	3%	8%	12%	16%
ROE	5%	11%	14%	21%
毛利率	36%	45%	45%	46%
EBIT Margin	6%	18%	17%	18%
EBITDA Margin	12%	20%	19%	20%
收入增长	29%	32%	83%	72%
净利润增长率	-156%	157%	46%	80%
资产负债率	34%	38%	52%	60%
息率	0.3%	0.7%	1.0%	1.8%
P/E	91.3	35.6	24.4	13.5
P/B	4.2	3.9	3.5	2.9
EV/EBITDA	70.1	31.8	20.9	13.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	<b>张欣慰</b> 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>刘紫微</b> 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	<b>吴翰文</b> 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
<b>王艺汀</b> 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	<b>吴国</b> 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>陈俊儒</b> 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
<b>陈雪庆</b> 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	<b>金锐</b> 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	<b>简洁</b> 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	<b>邓怡秋</b> 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
<b>杨云崧</b> 18610043360 yangys@guosen.com.cn	<b>倪婧</b> 18616741177 nijing@guosen.com.cn	<b>牛恒</b> 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
<b>赵海英</b> 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>林若</b> 15618987024 linruo@guosen.com.cn	<b>王灿</b> 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
<b>詹云</b> 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	<b>张南威</b> 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	<b>欧子炜</b> 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
<b>边祎维</b> 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	<b>周鑫</b> 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	<b>丛明浩</b> 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	<b>李杨</b> 17301786715 liyang10@guosen.com.cn		