



2018-05-04

公司深度报告

买入/维持

诺力股份(603611)

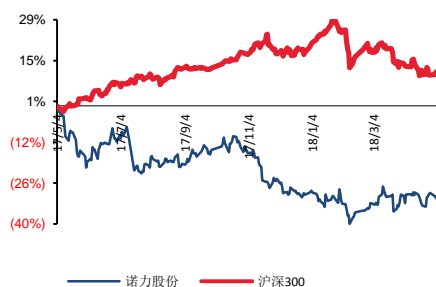
目标价: 30

昨收盘: 21.65

工业 资本货物

智能物流行业集大成者，业绩拐点有望逐步确认

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	191/160
总市值/流通(百万元)	3,947/3,299
12 个月最高/最低(元)	30.65/18.04

相关研究报告:

诺力股份(603611)《签订青海比亚迪大单，锂电行业拓展成效显著》
——2018/03/22

诺力股份(603611)《深度布局智能仓储物流，受益物流智能化浪潮》
——2018/01/18

诺力股份(603611)《拟设立智能仓储物流、智能制造产业并购基金，打造行业标杆企业》
——2017/11/27

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

报告摘要

轻小型搬运车龙头，业绩拐点有望逐步确认：公司为国内轻小型搬运车龙头企业，近几年电动叉车占比逐步提升。受益于叉车行业销量快速增长，2017 年公司传统搬运车、叉车等业务实现收入 16.61 亿，同比增长 26.79%，净利润 1.13 亿，同比下滑 22.07%（排除中鼎集成影响），下滑主要原因是原材料价格上升影响毛利率以及汇兑损失较大。随着原材料价格及汇率走稳，公司逐步通过调价向下游转嫁压力，我们判断业绩拐点有望逐步确认。

受益于新能源锂电等行业智能物流系统爆发，在手订单饱满业绩有望加速：中鼎集成为国内知名物流系统集成商和物流设备供应商，公司占 90% 股权。2016-2017 年中鼎集成实现净利润 3415.40 万元和 5284.83 万元，均超业绩承诺，近三年来净利润复合增速达到 34.37%。2017 年中鼎集成新签订单超 10 亿，其中新能源、汽车领域签单金额 5.13 亿，2018 年截止 3 月 22 日，新接单 4.8 亿，其中比亚迪青海锂电池公司二期、三期项目订单 1.83 亿。受益于新能源锂电等行业智能物流系统爆发，中鼎集成在手订单饱满，合计超过 10 亿，业绩有望加速。

积极布局新兴业务，有望再造一个诺力：公司积极布局高空作业平台、AGV、停车设备等新兴业务，高空作业平台全球高空作业平台市场规模约 600 亿-700 亿，国内是蓝海市场，增速有望保持 30% 以上；AGV 机器人在“中国制造 2025”、智慧物流等政策护航下，销售量持续增长，预计 2018 年 AGV 机器人销量将超 1.8 万台，同比增长超 40%；停车设备市场空间超百亿，目前行业集中度较低，仍大有可为。公司将不断发挥自身制造优势持续布局新兴业务，未来有望贡献较大增量。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.01 亿、2.52 亿和 3.02 亿，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格和汇率波动风险，新兴业务拓展不及预期等

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2119.60	2590.75	3067.36	3523.34
增长率	61.83%	22.23%	18.40%	14.87%
归属母公司净利润(百万元)	159.50	200.70	251.51	302.03

执业资格证书编码：S1190517040001

增长率	10.12%	25.82%	25.32%	20.09%
每股收益 EPS (元)	0.83	1.05	1.31	1.58
PE	26	21	16	14
PB	2.55	2.42	2.26	2.11

目录

1 轻小型搬运车龙头，业绩拐点有望逐步到来.....	5
1.1 公司概况.....	5
1.2 国内轻小型搬运车龙头，叉车行业销量持续增长.....	6
1.3 电动叉车产品占比提升，业绩拐点有望逐步到来.....	8
2 收购中鼎集成，剑指物流行业集大成者.....	10
2.1 收购中鼎集成，切入智能物流系统领域.....	11
2.2 智能物流系统市场规模超千亿.....	12
3 积极布局新兴业务，有望再造一个诺力.....	14
3.1 高空作业平台：角逐国内蓝海市场.....	14
3.2 AGV：智能物流系统的重要拼图.....	16
3.3 停车设备：立体车库行业大有可为.....	19
4 盈利预测与投资建议.....	20
5 风险提示.....	21

图表目录

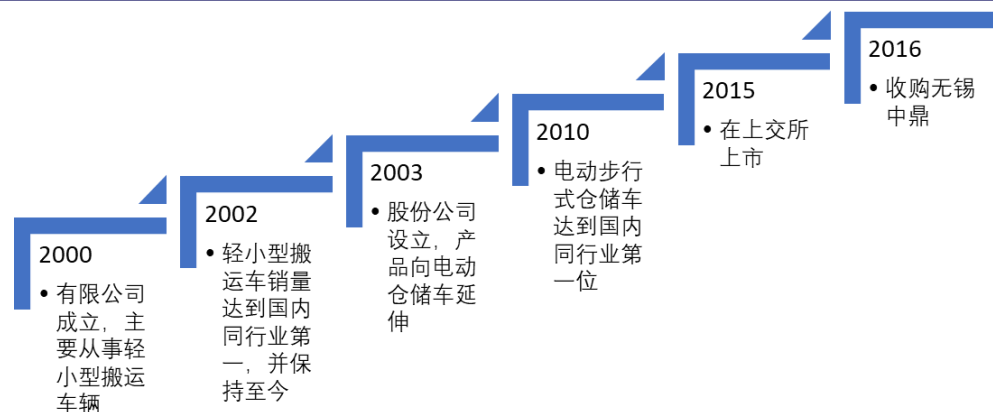
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构集中（2017 年 12 月 31 日）	5
图表 3：公司工业车辆产品线	6
图表 4：2016 年全球叉车供应商前 10 名	6
图表 5：国内部分叉车企业情况	7
图表 6：2008-2017 年国内叉车销量情况	7
图表 7：诺力马来西亚公司收入和净利润快速增长（单位：百万）	8
图表 8：公司各项业务营业收入占比变化情况	8
图表 9：公司 2011-2017 年收入及增速情况（单位：百万元）	9
图表 10：公司 2011-2018Q1 年净利润及增速情况（单位：百万元）	9
图表 11：公司各项业务毛利率情况	10
图表 12：公司综合毛利率和净利率情况	10
图表 13：公司期间费用率变化情况	10
图表 14：公司海外收入及占比情况	10
图表 15：中鼎集成产品展示	11
图表 16：2014-2017 年收入、净利润情况（单位：百万元）	11
图表 17：智能物流系统产业链	12
图表 18：国内自动化立体仓库应用市场分布情况（2013 年）	13
图表 19：2011-2022 年物流系统总体市场规模预测	13
图表 20：国内外竞争对手情况	13
图表 21：公司高空作业平台类型	14
图表 22：全球高空作业平台保有量情况（单位：万台）	15
图表 23：世界高空作业平台企业 2016 年排名	15
图表 24：公司 AGV 产品系列	16
图表 25：2013-2018 年中国 AGV 机器人销量（单位：台）	17
图表 26：AGV 应用领域占比情况（按销售额）	18
图表 27：2016 年中国移动机器人（AGV）市场份额构成	18
图表 28：诺力停车设备产品	19
图表 29：2010-2017 年国内新增停车位及增速情况	19
图表 30：2010-2017 年国内销售总额及增速情况	19
图表 31：2017 年企业中标数量排行榜	20

1 轻小型搬运车龙头，业绩拐点有望逐步到来

1.1 公司概况

公司前身诺力有限于 2000 年由丁毅等 15 名自然人出资设立，设立后购买浙江省长兴诺力机械厂改制的净资产。经过十几年的发展，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，轻小型手动搬运车保持国内同行业第一位。2010-2012 年，电动步行式仓储车辆为国内同行业第一位，2013 年为第二位。2015 年，公司在上交所上市。

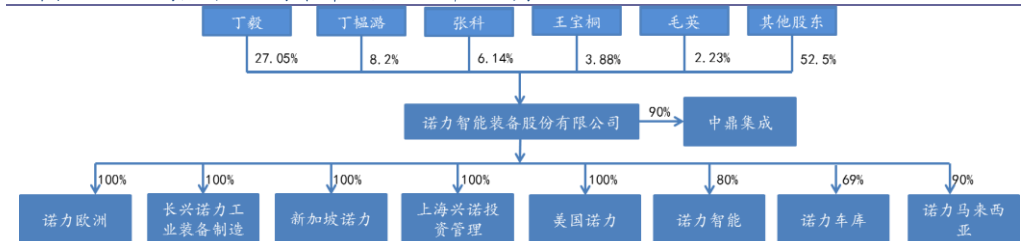
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司公告，太平洋研究院整理

股权结构较为集中，下属子公司业务架构清晰。实际控制人丁毅先生持有公司 27.05% 股份，其子丁韞潞、配偶毛英分别持有 8.20% 和 2.23% 股份，合计持有股份 37.48%。丁毅先生从 1984 年至 2000 年在诺力机械厂工作，历任供销科长、厂长；2000 年至 2002 年在诺力有限任董事长、总经理；2003 年至今，在诺力股份任董事长、总经理。公司下属子公司业务包含工业车辆、物流系统集成、AGV、立体车库等，业务架构清晰。

图表 2：公司股权结构集中（2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

股权激励绑定核心管理层，高解锁条件彰显信心。2017 年 7 月，公司向 154 名中高层管理人员以及核心骨干授予 557 万股限制性股票，授予价格为 12.97 元/股。同时，本次限制性股票解除

限售的公司业绩条件为：以 2016 年营业收入为基数，2017 年、2018 年、2019 年各年度的营业收入较 2016 年相比，增长比例分别不低于 50%、80%、100%，彰显公司对未来经营业绩的信心。

1.2 国内轻小型搬运车龙头，叉车行业销量持续增长

公司为国内轻小型搬运车龙头企业。公司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，主营业务归属于工业车辆行业。公司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。其中，公司轻小型手动搬运车保持国内同行业第一位。

图表 3：公司工业车辆产品线

手动/半电动车系列：



电动搬运车系列：



电动叉车系列：



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从竞争格局来看，全球知名的工业车辆生产企业有日本丰田、德国凯傲、三菱-力至优等企业，产品主要聚焦于各类高端工业车辆，其轻小型搬运车等中低端产品基本通过代工方式生产。国内企业主要有安叉集团、杭叉集团、本公司、杭州中力、宁波如意等，安叉集团、杭叉集团产品侧重于内燃叉车和电动乘驾式叉车，本公司、杭州中力、宁波如意在轻小型搬运车辆和电动步行式仓储车辆市场处于优势地位。

图表 4：2016 年全球叉车供应商前 10 名

排名	公司名称	销售收入（亿美金）	国家
1	丰田	85.63	日本
2	凯傲	58.79	德国
3	三菱-力至优	34.07	日本
4	永恒力	32.52	德国
5	科朗	29.10	美国
6	海斯特-耶鲁	25.70	美国
7	安徽叉车集团	9.28	中国
8	斗山	7.81	韩国
9	杭叉集团	7.74	中国
10	克拉克	7.40	韩国

资料来源：《MMH 现代物料搬运》，太平洋研究院整理

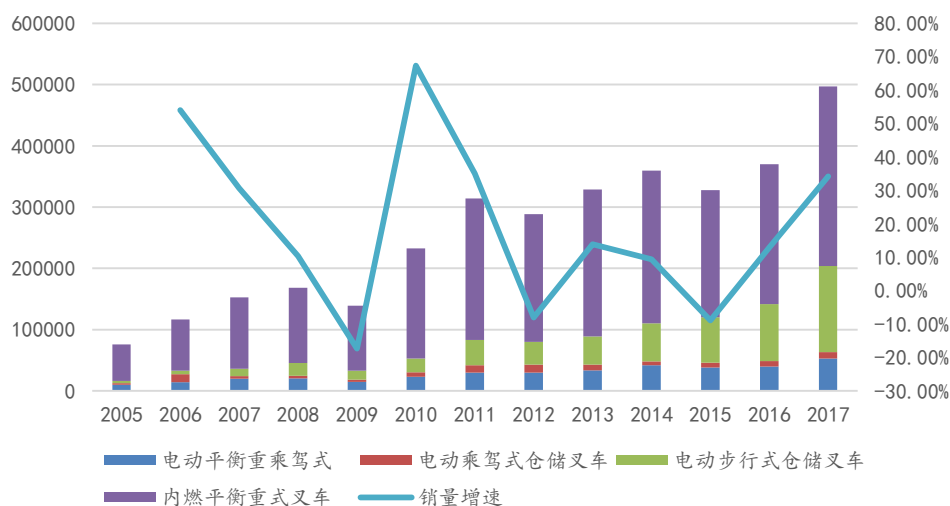
图表 5：国内部分叉车企业情况

序号	公司名称	主要产品
1	安叉集团	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
2	杭叉集团	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
3	诺力股份	轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等
4	杭州中力	轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等
5	宁波如意	轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等

资料来源：太平洋研究院整理

叉车行业销量持续增长，2017 年行业增幅达到 34.23%。叉车行业的下游应用领域非常广泛，与宏观经济联系紧密。2011-2015 年，宏观经济整体比较低迷，行业销量在 30 万台左右波动，2016 年之后宏观经济呈现回稳势头，全年销量达到 37 万台，增幅 12.95%。2017 年，行业销量进一步加速，全年销量达到 49.67 万台，同比增长 34.23%，增幅创 2011 年以来新高。随着整体经济体量的增大，叉车作为物流行业最基础的产品，销量将持续增长。

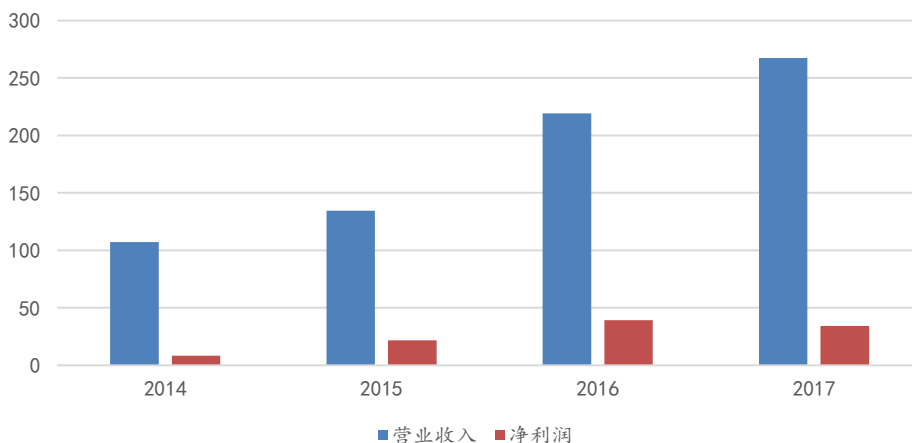
图表 6：2008-2017 年国内叉车销量情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

采取境外设厂方式，有效规避欧盟反倾销税影响。2013 年 4 月，欧盟对所有中国企业生产的手动搬运车及其配件征收 70.8% 的反倾销税，有效期 5 年。公司采取境外备货、境外设厂、拓展新市场、扩大高端产品销售等多项措施以削弱其不利影响。2013 年 5 月，公司收购诺力马来西亚公司并进行增资，收购完成后持有诺力马来西亚公司 90% 的股份。2014 年诺力马来西亚子公司开始贡献收入，当年创造净利润 800 多万元，并且随着投产产能的释放利润快速增长，有效规避了欧盟反倾销税的影响。

图表 7：诺力马来西亚公司收入和净利润快速增长（单位：百万）

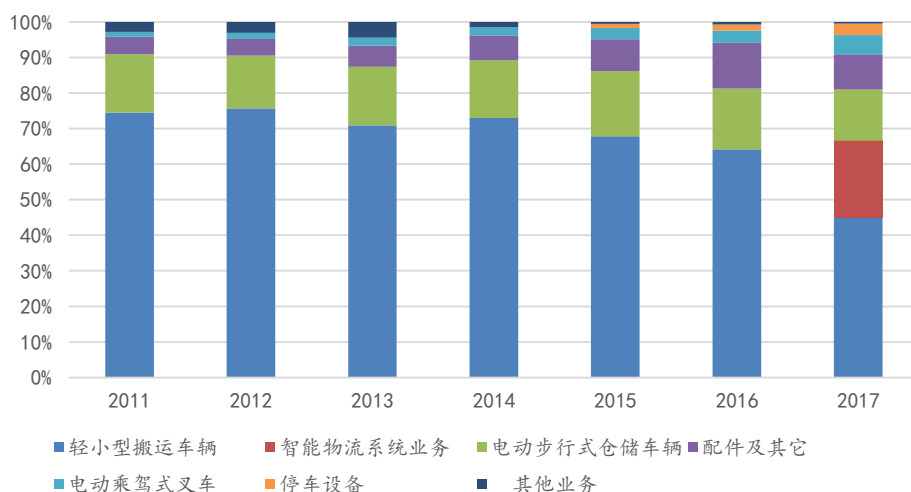


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

1.3 电动叉车产品占比提升，业绩拐点有望逐步到来

轻小型搬运车贡献主要收入，电动叉车占比逐步提升。公司自 2000 年成立以来，轻小型搬运车辆一直贡献主要收入。公司在巩固强势业务的同时进行产品升级转型，提高电动叉车的销售占比。公司轻小型搬运车收入占比从 2012 年高点的 75.7% 下降到 2016 年的 64.17%，与之对应，电动步行式仓储叉车和电动乘驾式叉车合计占比从 2012 年的 16.59% 增长到 2016 年的 20.54%，成为公司在叉车市场的重要突破口。2016 年底公司完成对中鼎集成 90% 的股权收购，2017 年中鼎集成贡献的智能物流系统业务收入占比 21.6%，排除这部分业务影响，公司轻小型搬运车收入占比为 57.31%，电动叉车收入占比为 25.37%，电动叉车产品占比进一步提升。

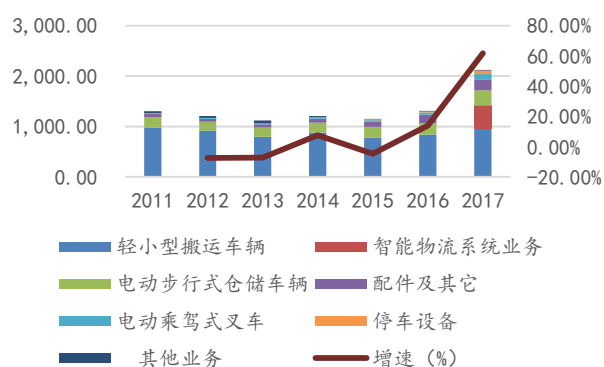
图表 8：公司各项业务营业收入占比变化情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

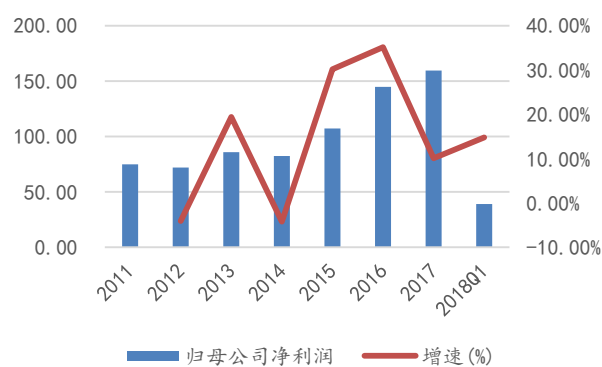
公司传统主业收入保持平稳增长，近两年净利润波动加大。2011-2015 年，公司传统主业整体收入保持平稳，基本维持在 12 亿上下波动。近两年受益于行业增长，收入增幅提升，2016 年收入 13.09 亿，同比增长 13.98%，2017 年扣除中鼎收入 16.61 亿，同比增长 26.79%。净利润方面，2011-2014 年维持在 8000 万左右，2015 年和 2016 年分别实现净利润 1.07 亿和 1.45 亿，同比增长 30.19%和 35.12%，而 2017 年扣除中鼎净利润为 1.13 亿，较上年下滑 22.07%。近两年净利润波动较大，主要原因是原材料价格影响毛利率和汇兑影响。

图表 9: 公司 2011-2017 年收入及增速情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 10: 公司 2011-2018Q1 年净利润及增速情况 (单位: 百万元)

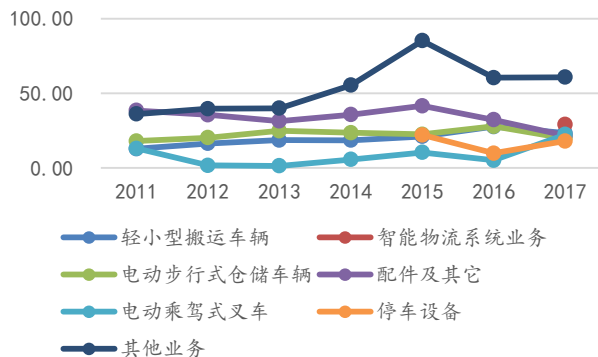


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

公司轻小型搬运车毛利率受原材料波动影响较大。由于轻小型搬运车的收入占比较高，2017 年收入占比为传统主业（不包含中鼎）的 57.31%，我们重点关注轻小型搬运车，其制造成本中，88.95%为原材料成本，且钢材占比较高。2015 年钢材价格处于低位，从 15 年底开始钢材价格快速上涨，2016 年公司原材料价格上涨滞后，其成本尚未大幅度上升，而 2017 年受到影响较大。

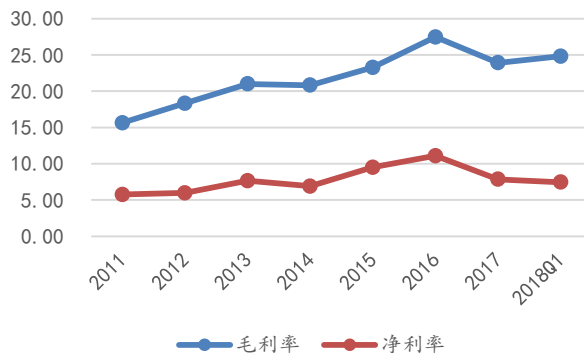
反映到毛利率，2015 年、2016 年、2017 年轻小型搬运车毛利率分别为 21.10%、27.64%、23.38%，分别较上年+2.6pct、+6.54pct、-4.26pct。公司综合毛利率和净利润率趋势与轻小型搬运车毛利率变化趋势一致，对业绩产生了较大影响。进入 2018 年之后，原材料价格稳中有降，且公司将逐步提价转嫁成本，我们判断毛利率有望回稳。

图表 11：公司各项业务毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

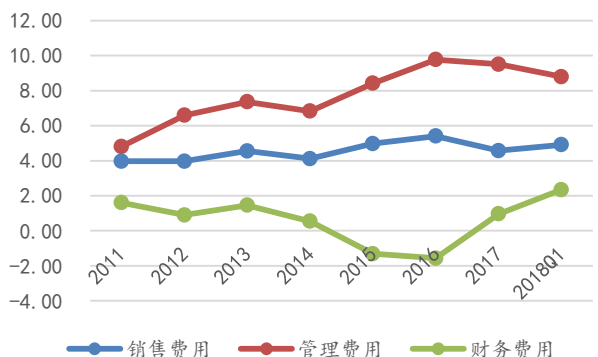
图表 12：公司综合毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

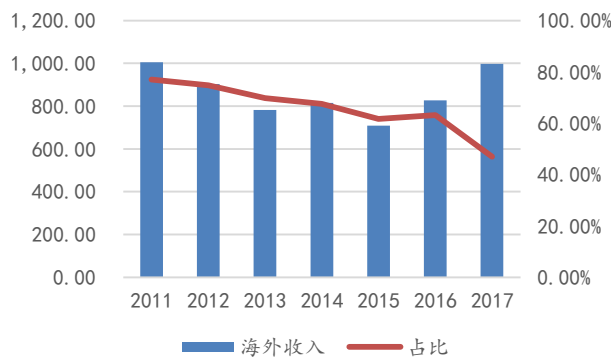
公司海外收入占比高，受汇兑影响较大。从期间费用率来看，销售费用率总体保持平稳。管理费用率随着人员成本、研发费用等增加，总体有所上升，2016 年上升较快主要是收购中鼎集成产生费用增加。财务费用率方面，2015-2016 年财务费用率为负，而 2017 年和 2018Q1 上升较快，主要原因是公司海外收入占比较高，受汇兑影响较大，其中 2017 年海外收入占比快速下降主要是并入中鼎影响。2014-2016 年，人民币处于贬值通道，因此财务费用下降较快，并且在海外业务未根据汇率调价的情况下，汇率贬值将提升毛利率水平，而 2017 年-2018Q1 人民币快速升值，汇兑损失较大。

图表 13：公司期间费用率变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：公司海外收入及占比情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

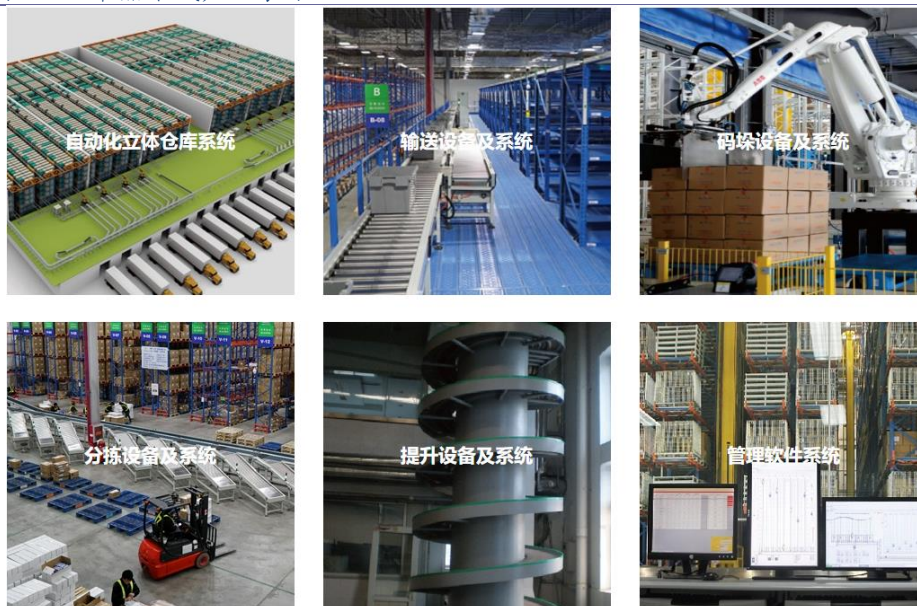
2 收购中鼎集成，剑指物流行业集大成者

2.1 收购中鼎集成，切入智能物流系统领域

2016 年，公司向张科、张元超和张耀明 3 名自然人发行股份及支付现金购买其持有的中鼎集成 90%的股权，对价 5.4 亿元，其中，以 21.79 元/股发行 1487 万股支付 3.24 亿，占对价 60%。同时，公司向丁毅、王宝桐等 2 名认购对象以每股 21.79 元/股发行 1097 万股，募集配套资金 2.39 亿。标的资产过户于 2016 年 12 月完成，配套融资于 2017 年 1 月完成。本次收购增发股份将于 2020 年 1 月解禁。

中鼎集成成立于 2009 年，主要从事智能化物流系统集成及相关物流设备的研发设计、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。中鼎主要产品包括自动化立体库、车间输送系统、码垛分拣系统和提升设备，其中有轨巷道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。公司的服务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，完成的各类工程案例近 600 个，已成为国内知名的物流系统集成商和物流设备供应商。

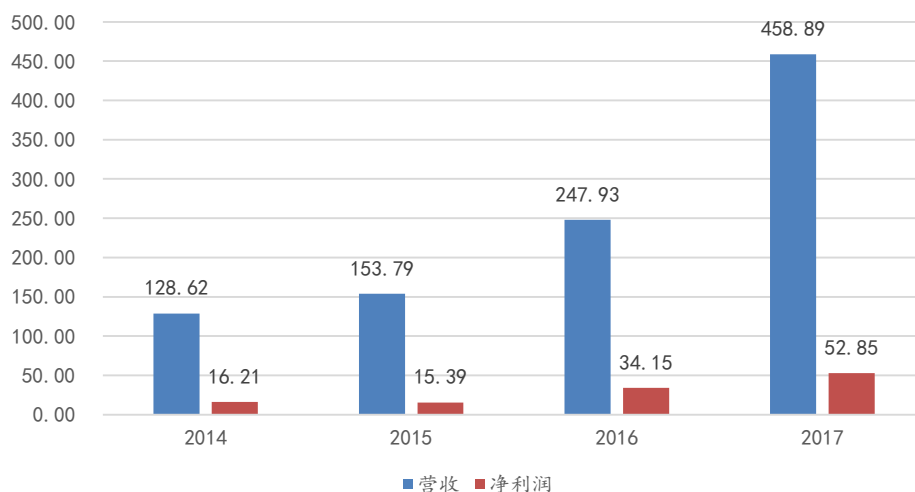
图表 15：中鼎集成产品展示



资料来源：中鼎集成官网，太平洋研究院整理

中鼎集成业绩呈高速增长，连续两年超业绩承诺。中鼎集成承诺 2016 年、2017 年、2018 年实现净利润数分别为 3200 万、5000 万和 6800 万。2016 年和 2017 年，公司分别实现净利润 3415.40 万元和 5284.83 万元，完成当年业绩承诺的 106.73%和 105.70%。

图表 16：2014-2017 年收入、净利润情况（单位：百万元）



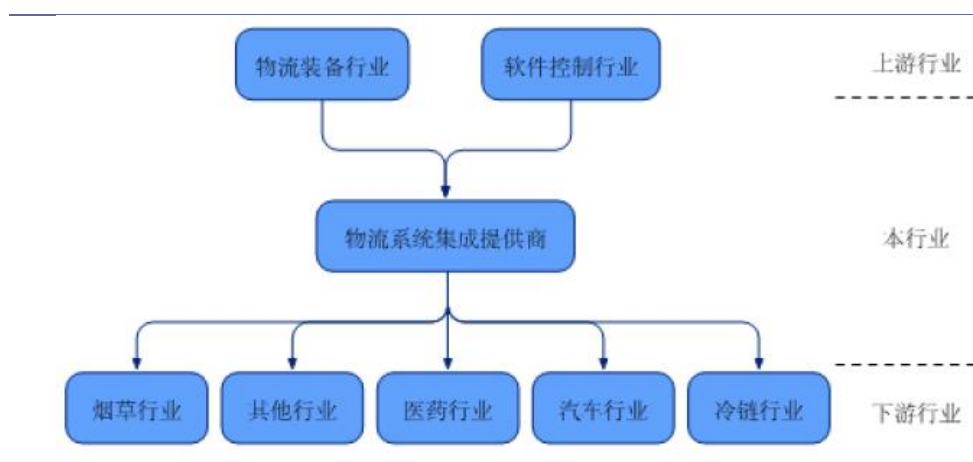
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

受益于新能源锂电等行业智能物流系统爆发，在手订单饱满业绩有望加速。根据公开信息，2017年公司签单金额超10亿，完工项目84个，其中在新能源、汽车等智能制造领域，与CATL、比亚迪、LG、松下、银隆客车、双钱轮胎等知名企业深度合作，签单金额达5.13亿，医药、食品、服装等消费品领域签单金额2.02亿，电商、家居等新零售领域签单金额超1.5亿，化纤、纸业、传统制造等其他市场签单近1.5亿元。截止3月22日，2018年新接单4.8亿，其中比亚迪青海锂电池公司二期、三期项目订单1.83亿，在新能源行业继续巩固领先优势，此外还与国药集团、华谊集团、湛江水产、金正大国际等行业巨头携手合作，共建智能物流系统。受益于新能源锂电等行业智能物流系统爆发，中鼎集成在手订单饱满，合计超过10亿，业绩有望加速。

2.2 智能物流系统市场规模超千亿

由于近年来土地使用成本的提高和我国人口红利的逐渐消失，企业在仓储、物流上必须提高现有土地的利用率以减少企业的土地成本，同时加强自动化建设以降低人工成本的增加给企业所带来的负担，越来越多的企业放弃传统的仓储、物流方式，进而选择智能物流系统。物流系统上游包括物流装备技术和软件控制系统，中游为系统集成，下游行业包括医药行业、食品冷链、新能源、汽车、煤炭、电力、铁路、烟草行业等具体运用行业。

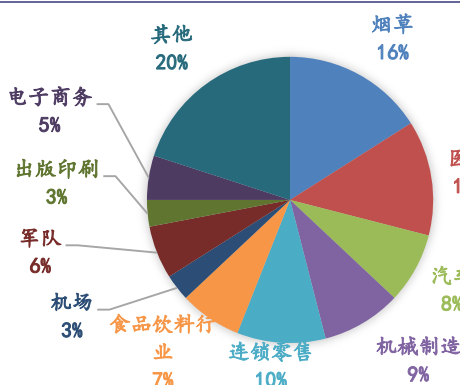
图表 17：智能物流系统产业链



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

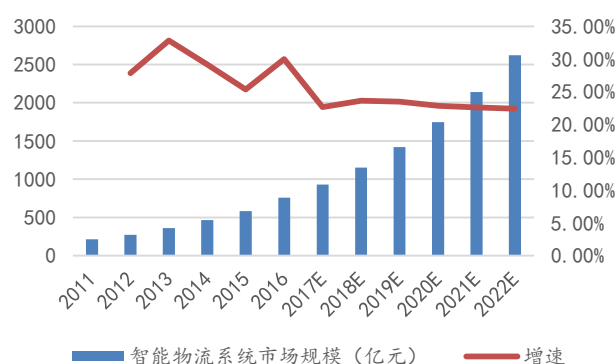
智能物流系统应用广泛，2018 年市场规模有望超千亿。目前智能物流系统在国内各行业已有广泛应用，尤其以烟草、冷链、新能源汽车、医药、机械制造等行业更为突出。根据中国物流技术协会信息中心的统计，2016 年智能物流系统市场规模达到 758 亿，过去 16 年国内自动化物流仓储系统市场以年均 23% 的速度快速成长，并且近几年受益消费升级和智能制造发展的推动，增速呈现逐渐加速的趋势，预计 2018 年智能物流系统市场规模将超 1000 亿，2022 年将突破 2600 亿元。

图表 18：国内自动化立体仓库应用市场分布情况（2013 年）



资料来源：中国物流技术协会信息中心，太平洋研究院整理

图表 19：2011-2022 年物流系统总体市场规模预测



资料来源：中国物流技术协会信息中心，太平洋研究院整理

目前，国外知名的自动化物流系统提供商均已进入国内市场，行业竞争日趋激烈。国外自动化物流系统提供商拥有丰富的行业经验及领先的软硬件技术。国内企业在与国外先进的智能物流系统提供商竞争中不断发展，推出具有自主知识产权智能物流产品，凭借较好的本地化服务优势，在一些低端项目中具备了较强的竞争优势，并成功进入高端项目领域。

图表 20：国内外竞争对手情况

公司名称	主要产品和技术	下游行业	2017 年收入（亿美元）
------	---------	------	---------------

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

国外	日本大福	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	28.7
	胜斐迩	货架系统、输送和仓储周转箱，物流系统、车间设备，规划和实施综合的物流系统	汽车、电器制造、食品等	24.9（2014 年）
	德马泰克	储存与缓存产品，输送系统、码垛机等	电商、汽车、医药、服装等	16.8（2015 年）
	范德兰德	仓库自动化，包裹、邮政，机场行李分拣系统	食品、服装、汽车、电商等	10.5（2014 年）
	瑞仕格	输送系统、自动导向车系统	医药、食品	7.1（2014 年）
国内	今天国际	堆垛机、AGV、RGV 等	新能源、烟草、食品、汽车	0.87
	昆明昆船	堆垛机、AGV、输送设备等	烟草、电力、食品	1.8（2012 年）
	新松	AGV 等	电力、医药	1.10（物流与仓储自动化成套装备）
	东杰智能	输送设备、堆垛机、分拣设备等	汽车、食品、医药	0.78
	音飞储存	货架、堆垛机、穿梭车等	物流仓储、烟草、食品等	0.92

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

3 积极布局新兴业务，有望再造一个诺力

3.1 高空作业平台：角逐国内蓝海市场

高空作业平台是满足高处作业的需要而设计和生产的一类专用设备，它可以将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到指定位置进行各种安装、维修操作，并为作业人员提供安全保障。高空作业平台下游应用广泛，门架式、铝合金桅柱式以及部分型号的剪叉式，适用于室内装潢、维修、设备安装、物流搬运等场合，直臂式、曲臂式、桅柱爬升式以及部分型号的剪叉式，适用于室外建筑施工、大型设备安装、建筑物表面清洗、基础设施维修等。目前公司高空作业平台产品已具有桅柱式、曲臂式、剪叉式三个产品系列。

图表 21：公司高空作业平台类型



桅柱式



曲臂式



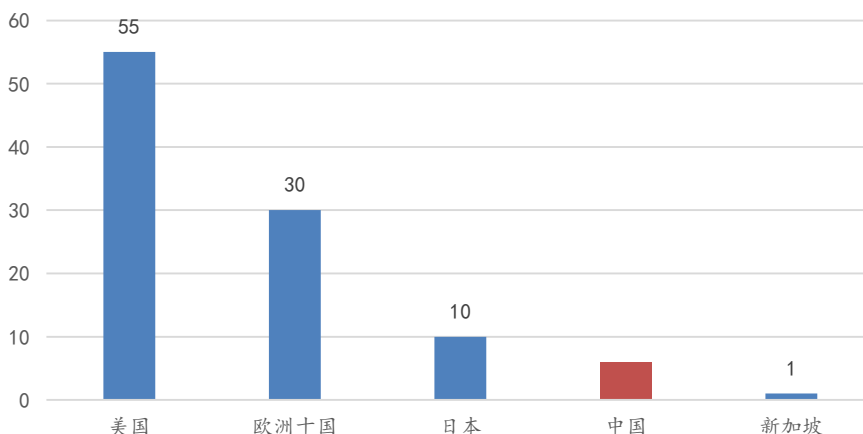
剪叉式

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

发达国家是高空作业平台最大市场，国内市场潜在空间近 10 倍。欧美发达国家人工成本高，对高空作业安全性要求高，成就其为高空作业平台的最大市场。根据国际高空作业平台协会（IPAF）

的统计，2015 年全球高空作业平台租赁市场设备保有量约为 112 万台。其中，美国高空作业平台设备保有量约 55 万台，欧洲十国（丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、英国）约 30 万台，日本约 10 万台，新加坡也有约 1 万台。而中国作为全球第二大经济体，估计 2017 年保有量仅约 6 万台，市场才刚刚起步。从人均保有量来看，新加坡每 400 人有一台设备，美国是 600 人，欧洲是 3200 人，中国是每 2.3 万人一台，差距更大。如果要发展到美国的保有量规模，当前中国市场还有近 10 倍的空间，潜力巨大。

图表 22：全球高空作业平台保有量情况（单位：万台）



资料来源：太平洋研究院整理

据估计，全球高空作业平台市场规模约 600 亿-700 亿。根据英国 KHL 集团最新发布的 ACCESS 行业全球制造商 2016 年销售数据，前 20 强销售收入总共为 83 亿美元，占据绝大部分市场。国内企业中，浙江鼎力跻身全球前二十强，并且在细分的自行高空作业平台领域已挺进世界前十强。

图表 23：世界高空作业平台企业 2016 年排名

排名	公司	国家	收入 (百万美元)	收入增幅	平台类别
1	JLG Industries	美国	1911.1	-3%	自行式
2	Terex (Genie)	美国	1748	-8%	自行式/车载式
3	Skyjack	美国	834.7	3%	自行式
4	Haulotte	法国	581.9	3%	自行式/拖车式
5	Aichi Corporation	日本	538.2	7%	自行式/车载式
6	Altac	美国	441	0%	车载式
7	Allmak Hek	瑞典	309.2	1.3%	桅柱爬升式
8	Tadano	日本	225	1.8%	车载式
9	GJJ	中国	217.5	-10%	桅柱爬升式
10	Time	美国	210	5%	车载式
11	Ruthmann	德国	193.7	25%	车载式/履带式
12	Palfinger Platforms	德国	168.8	10%	车载式
13	Niftylift	英国	142.5	7%	自行式
14	Manitou	法国	139.8	10%	自行式
15	Bronto Skylift	芬兰	139.5	14%	车载式
16	Snorkel	美国	130.5	19%	自行式
17	浙江鼎力	中国	111.1	45%	自行式
18	Multitel pagllaro	意大利	99.28	39%	车载式
19	Geda	德国	88.47	9%	桅柱爬升式
20	France Elevateur	法国	79.1	-2%	车载式

资料来源：KHL，太平洋研究院整理

国内高空作业平台行业增速有望保持 30%以上。我们估计，2017 年国内高空作业平台销量在 2 万台左右，增速达到 40%以上。由于高空作业平台下游 70%-80%应用于建筑行业，而目前我国建筑行业产值已超过美国，从这一点来看，国内高空作业平台才刚开始发展。我们假设到 2020 年我国平台保有量达到美国的 1/4，以截止 2017 年 6 万台的设备存量和 2 万台的年销量来估算，预计未来几年行业仍有望保持 30%以上的增速。基于对中国市场以及亚太等发展中国家市场的看好，包括 Terex、JLG、Haulotte 以及 Skyjack 在内的国外巨头纷纷在国内设立工厂。

3.2 AGV：智能物流系统的重要拼图

公司于 2015 年 6 月成立控股子公司上海诺力智能，承担 AGV 等相关产品的研发工作，并相继开发出 AGV 托盘搬运车、AGV 托盘堆垛车、AGV 托盘智能拣选车等多种类型的物流自动导引工业车辆，目前公司的 AGV 小车已进入国内外大型家电、新能源汽车、机械制造等众多行业。

图表 24：公司 AGV 产品系列

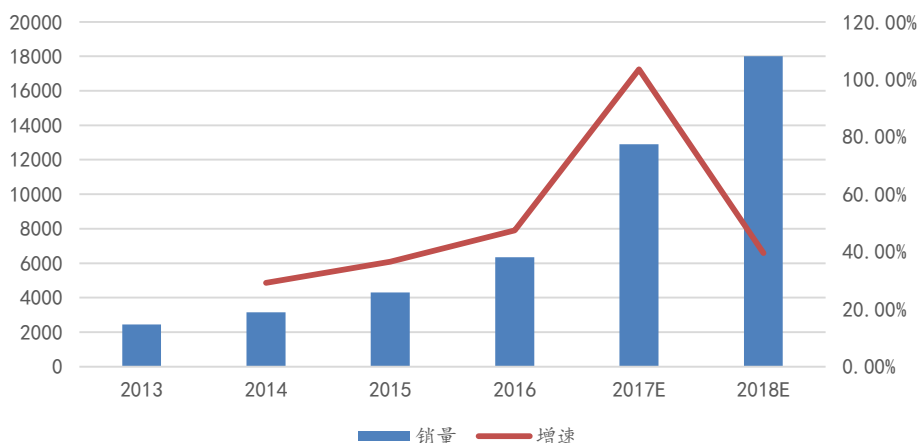


资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

AGV (Automated Guided Vehicle) 即“自动导引运输车”，是指装备有电磁或光学等自动导引装置，它能够沿规定的导引路径行驶，具有安全保护以及各种移载功能的运输车，AGV 属于轮式移动机器人 (WMR——Wheeled Mobile Robot) 的范畴，AGV 主要三项技术：铰链结构、发动机分置技术和能量反馈。AGV 优势包括：1) 自动化程度高；2) 充电自动化；3) 美观，提高观，赏度，从而提高企业的形象；4) 方便，减少占地面积，生产车间的 AGV 小车可以在各个车间穿梭往复。随着物流系统的迅速发展，AGV 的应用范围不断扩展，AGV 系统能够广泛运用于工业、军事、交通运输、电子等领域，具有良好的环境适应能力。

预计 2018 年 AGV 机器人将超 1.8 万台，同比增长超 40%。近年来，在国内工业机器人需求量激增以及“中国制造 2025”、智慧物流等各项政策的保驾护航下，我国 AGV 机器人销售量持续增长。根据前瞻产业研究院数据显示，2013 年我国 AGV 机器人销量为 2439 台，2014 年上升至 3150 台，同比增长 29.15%；2016 年销量为 6500 台，同比增长 51.16%，2013-2016 年年复合增长率达 38.64%，增幅较大的主要原因为电商仓储 AGV 的使用和推广以及户外港口 AGV 的应用。预计 2018 年 AGV 机器人销量将超 1.8 万台，同比增长超 40%。

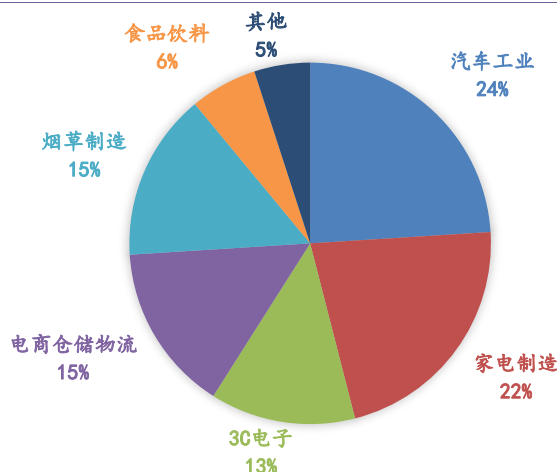
图表 25：2013-2018 年中国 AGV 机器人销量 (单位：台)



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

从需求领域来看，目前我国 AGV 机器人需求领域较为集中，主要分布在汽车工业、家电制造等生产物流端，其中汽车工业领域 AGV 机器人销售额占比 24%，家电制造占比 22%。除了工业领域的应用外，AGV 开始向商业行业推广应用，其中对 AGV 需求最大的是电商仓储物流、烟草和 3C 电子行业，三者占比分别为 15%、15%和 13%。

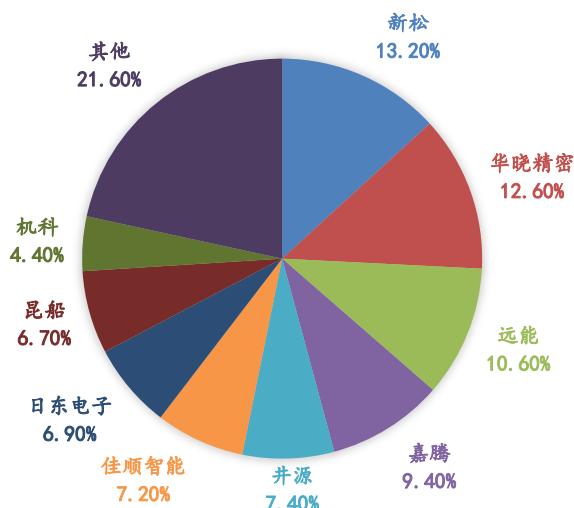
图表 26: AGV 应用领域占比情况（按销售额）



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

国内 AGV 企业约 70 家，国产品牌占有率接近 90%。根据 GGI 统计数据显示，国内 AGV 机器人企业大约 70 家，有近 30 家是最近两三年新进入的企业，主要是国内 AGV 应用市场在近几年才真正打开。目前行业并未出现国外机器人巨头垄断的局面，国产品牌市场占有率接近 90%，其中重载型的中高端市场以新松、昆船、机科等为代表，轻负载的中低端市场以远能、佳顺智能、嘉腾等为代表。

图表 27: 2016 年中国移动机器人 (AGV) 市场份额构成



资料来源：GGII，太平洋研究院整理

3.3 停车设备：立体车库行业大有可为

2014年6月，公司收购诺力车库设备制造有限公司100%，2016年7月对外转让31%的股份，目前诺力车库为公司控股子公司。公司停车设备产品包括升降横移类、垂直升降类、平面移动类、巷道堆垛类、汽车升降类、垂直循环类等九大系列。

图表 28：诺力停车设备产品



PSH-T2 层升降横移类机械停车



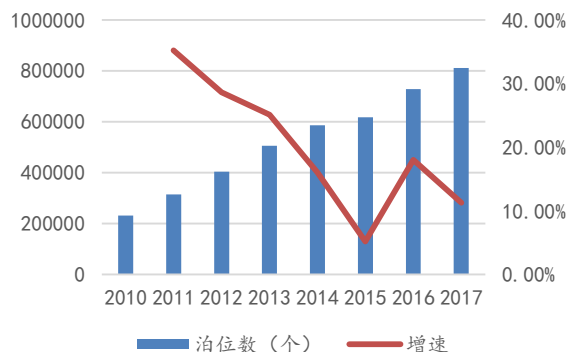
垂直升降类（塔库）

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

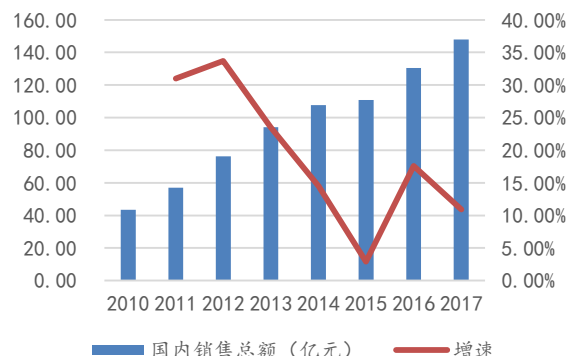
国内立体车库市场空间超百亿。立体车库是指利用机械方法，将车辆作垂直、横向、纵向搬运，达到存放和取出车辆目的，集机、电、仪一体化的全套设备，具有占地少、利用率高、经济效益好等优势，是解决城市停车难问题的重要措施。根据中国重机协会停车设备工作委员会(CPSMA)的统计数据，2017年国内新增停车位811066个，同比增长11.3%；国内销售总额（包括汽车专用升降机）147.88亿元，同比增长10.9%。

图表 29：2010-2017 年国内新增停车位及增速情况

图表 30：2010-2017 年国内销售总额及增速情况



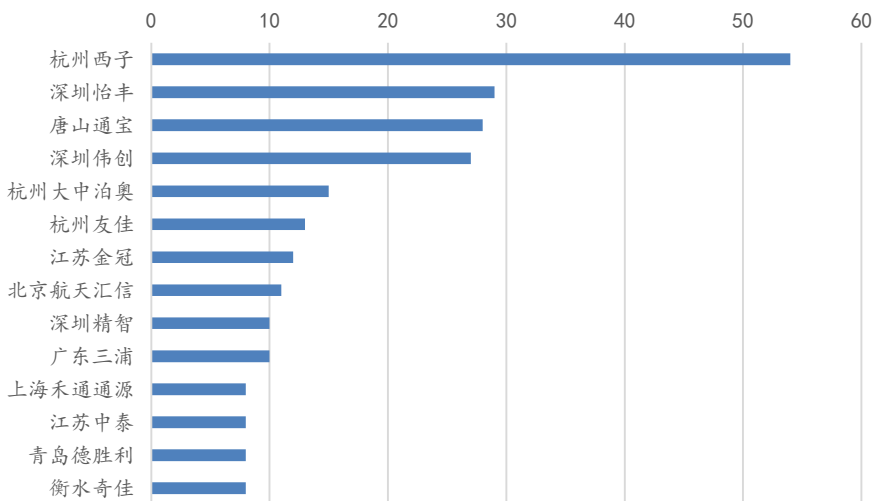
资料来源：CPSMA，太平洋研究院整理



资料来源：CPSMA，太平洋研究院整理

立体车库行业市场集中度较低。目前，立体车库行业市场集中度较低，国内龙头企业西子停车 2016 年收入约 7 亿，按照销售收入计算，市占率仅 5.4%。根据中国停车网公开项目中标数据，2017 年西子停车中标 54 个项目，排名第一，深圳怡丰、唐山通宝、深圳伟创分别中标 29、28、27 个项目，位列第二、三、四名。

图表 31：2017 年企业中标数量排行榜



资料来源：中国停车网，太平洋研究院整理

4 盈利预测与投资建议

1) 公司传统搬运车和叉车业务仍然有较高增长，在原材料价格及汇率走稳基础上，公司逐步通过调价向下游转嫁压力，业绩有望迎拐点；2) 中鼎集成在手订单饱满，受益于新能源锂电等行业智能物流系统爆发，业绩有望加速；3) 公司持续布局高空作业平台、AGV、停车设备等新兴业务，未来有望贡献较大增量。基于以上几点考虑，我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 2.01 亿、2.52 亿和 3.02 亿，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 14 倍，维持“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格和汇率波动风险，新兴业务拓展不及预期等

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2119.60	2590.75	3067.36	3523.34
营业成本	1613.02	1951.50	2309.12	2653.09
营业税金及附加	15.44	13.45	16.49	20.38
销售费用	96.80	116.58	138.03	158.55
管理费用	201.38	233.17	260.73	281.87
财务费用	20.27	12.95	15.34	17.62
资产减值损失	14.18	12.00	12.00	12.00
投资收益	-0.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.94	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.02	251.10	315.66	379.84
其他非经营损益	-0.39	3.87	3.87	3.87
利润总额	202.63	254.96	319.52	383.70
所得税	36.24	45.60	57.15	68.63
净利润	166.39	209.36	262.37	315.08
少数股东损益	6.89	8.67	10.86	13.04
归属母公司股东净利润	159.50	200.70	251.51	302.03
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	634.31	738.67	895.22	1067.78
应收和预付款项	634.26	774.57	917.02	1053.36
存货	675.52	817.56	967.62	1111.96
其他流动资产	17.14	20.53	23.95	27.23
长期股权投资	41.09	41.09	41.09	41.09
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	448.90	410.54	372.17	333.81
无形资产和开发支出	484.00	472.33	460.67	449.01
其他非流动资产	28.97	28.50	28.04	27.57
资产总计	2964.19	3303.79	3705.77	4111.80
短期借款	28.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1171.21	1423.09	1684.30	1934.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	142.19	166.01	191.19	215.40
负债合计	1342.20	1589.10	1875.48	2150.38
股本	191.40	191.40	191.40	191.40
资本公积	838.36	838.36	838.36	838.36
留存收益	632.22	716.26	821.00	939.10
归属母公司股东权益	1589.81	1673.85	1778.59	1896.68
少数股东权益	32.17	40.84	51.70	64.74
股东权益合计	1621.99	1714.69	1830.29	1961.43
负债和股东权益合计	2964.19	3303.79	3705.77	4111.80
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	265.02	314.54	381.49	447.95
PE	25.98	20.65	16.48	13.72
PB	2.55	2.42	2.26	2.11
PS	1.96	1.60	1.35	1.18
EV/EBITDA	13.25	10.74	8.45	6.81

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	166.39	209.36	262.37	315.08
折旧与摊销	41.74	50.49	50.49	50.49
财务费用	20.27	12.95	15.34	17.62
资产减值损失	14.18	12.00	12.00	12.00
经营营运资本变动	-127.72	-10.03	-9.55	-9.07
其他	-42.76	-12.00	-12.00	-12.00
经营活动现金流净额	72.09	262.77	318.65	374.12
资本支出	-105.08	0.00	0.00	0.00
其他	-114.81	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-219.89	0.00	0.00	0.00
短期借款	3.80	-28.80	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	308.46	0.00	0.00	0.00
支付股利	-105.93	-116.65	-146.77	-183.94
其他	-60.99	-12.96	-15.34	-17.62
筹资活动现金流净额	145.35	-158.41	-162.11	-201.56
现金流量净额	3.06	104.36	156.54	172.56
财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	61.83%	22.23%	18.40%	14.87%
营业利润增长率	20.22%	23.68%	25.71%	20.33%
净利润增长率	14.60%	25.82%	25.32%	20.09%
EBITDA 增长率	46.72%	18.68%	21.28%	17.42%
获利能力				
毛利率	23.90%	24.67%	24.72%	24.70%
三费率	15.02%	14.00%	13.50%	13.00%
净利率	7.85%	8.08%	8.55%	8.94%
ROE	10.26%	12.21%	14.34%	16.06%
ROA	5.61%	6.34%	7.08%	7.66%
ROIC	18.04%	18.62%	23.19%	27.71%
EBITDA/销售收入	12.50%	12.14%	12.44%	12.71%
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.83	0.88	0.90
固定资产周转率	8.41	11.62	16.61	24.08
应收账款周转率	5.61	5.10	5.03	4.96
存货周转率	3.04	2.61	2.58	2.55
销售商品提供劳务收	95.94%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	45.28%	48.10%	50.61%	52.30%
带息债务/总负债	2.15%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.49	1.51	1.52	1.54
速动比率	0.98	0.98	0.99	1.01
每股指标				
每股收益	0.83	1.05	1.31	1.58
每股净资产	8.47	8.96	9.56	10.25
每股经营现金	0.38	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND，太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。