

# 主业触底反弹，智能装备多元驱动

## ——诺力股份（603611）深度报告

2018年05月28日

强烈推荐/维持

诺力股份

深度报告

### 报告摘要：

公司智能物流装备多元化发展，多项业务创新高。公司近年来主营业务收入稳健增长。2017年轻小型搬运车辆营业收入达到9.52亿元，电动步行式仓储车辆收入达到3.06亿元，电动乘驾式叉车收入达到1.15亿元，停车设备收入达到6709万元，均创近年来最高水平。随着公司并购无锡中鼎，以及电动仓储物流车辆的发展，公司营业收入结构更加均衡，智能物流装备多元化发展趋势明显。2017年公司轻小型搬运车辆业务占比将至45%，智能物流系统业务占比达到22%，电动步行式仓储车辆（占比14%）和电动乘驾式叉车（占比5%）占比均快速提升。

**原材料及汇率等成本端压力有望纾解。**公司2018年一季度毛利率达到24.82%，较2017年（23.90%）小幅改善。2017年受原材料大幅涨价，行业竞争加剧，以及汇兑损失影响，公司销售毛利率和净利率有一定程度回落。我们认为，进入2018年随着原材料价格回落，以及人民币升值趋缓，公司成本压力有望得到一定程度纾解，公司盈利能力有望触底回升。

**无锡中鼎订单饱满，打造智能物流装备一体化供应商。**公司2016年以5.4亿元的价格，收购无锡中鼎90%的股权。无锡中鼎2016年-2018年利润承诺分别为3200万元、5000万元、6800万元。2016年及2017年无锡中鼎实均超额完成利润承诺。2017年无锡中鼎接单业绩达到10.03亿元，再创历史新高。公司还在高位拣选车、高空作业平台、AGV车辆、立体车库等领域有所布局，有望成为一站式智慧仓储物流整体解决方案提供商。

**智能物流装备市场空间超千亿，发展空间巨大。**2018年国内智能物流系统的市场规模将超过1000亿元，未来几年年均增长速度将达到20%。1991年到2017年间，我国物流费用占GDP的比重从23.67%将至14.60%，但我国整体物流成本仍然偏高，甚至远高于巴西、印度、印尼等发展中国家。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2018年-2020年实现营业收入分别为26.58亿元、32.02亿元和38.01亿元；归母净利润分别为2.24亿元、2.78亿元和3.49亿元；EPS分别为1.17元、1.44元和1.82元，对应PE分别为20X、16X和13X。我们给予公司2018年25倍合理估值，目标价29.25元/股，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1、原材料价格大幅波动；2、汇率大幅波动；3、下游订单持续性不及预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,309.76	2,119.60	2,658.08	3,201.50	3,800.54
增长率（%）	13.98%	61.83%	25.40%	20.44%	18.71%
归母净利（百万元）	145.19	166.39	224.00	277.50	349.47
增长率（%）	32.89%	14.60%	34.62%	23.88%	25.94%
净资产收益率（%）	11.19%	10.03%	12.28%	13.74%	15.45%
每股收益(元)	0.91	0.86	1.17	1.44	1.82
PE	25.88	27.38	20.19	16.30	12.94
PB	3.18	2.84	2.48	2.24	2.00

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 任天辉

010-66554037

[rentianhui1989@hotmail.com](mailto:rentianhui1989@hotmail.com)

执业证书编号：

S1480517090003

### 研究助理：樊艳阳

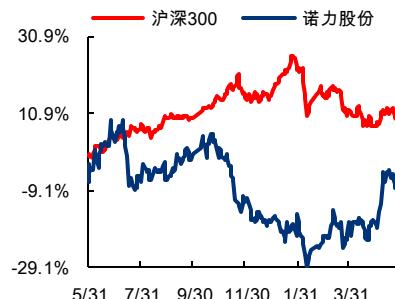
010-66554089

[fanyanyang1990@126.com](mailto:fanyanyang1990@126.com)

### 交易数据

52周股价区间（元）	23.67-25.45
总市值（亿元）	45.3
流通市值（亿元）	37.87
总股本/流通A股（万股）	26796/22400
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.96

### 52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《诺力股份（603611）：仓储车辆发展提速，并购无锡中鼎带来新增长驱动力》

2017-04-20

## 目 录

<b>1. 推进智能物流装备多元化, 盈利能力触底反弹</b> .....	<b>4</b>
1.1 公司深耕仓储搬运车辆近 20 年, 布局智能物流装备 .....	4
1.2 收入结构趋于均衡, 智能物流装备多元化趋势明显 .....	5
1.3 原材料及汇率影响逐步弱化, 盈利能力拐点显现 .....	7
<b>2. 仓储物流搬运车辆龙头, 电动仓储车辆快速放量</b> .....	<b>8</b>
2.1 全球化生产布局持续, 行业地位稳固 .....	8
2.2 电动仓储车辆增长迅猛, 慕投项目助力产能提升 .....	9
2.3 多元化产品布局推进, 股权激励提升积极性 .....	11
<b>3. 无锡中鼎在手订单饱满, 打造智能物流体系</b> .....	<b>12</b>
3.1 在手订单充裕, 完成业绩承诺无虞 .....	12
3.2 构建完备智能物流体系, 布局千亿元级市场 .....	13
<b>4. 盈利预测与投资评级</b> .....	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 表格目录

<b>表 1: 公司主要子公司及主营业务</b> .....	<b>5</b>
<b>表 2: 物流装备国内外主流企业</b> .....	<b>14</b>
<b>表 3: 公司盈利预测表</b> .....	<b>16</b>

## 插图目录

<b>图 1: 公司主要发展历程</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2: 公司主要股东结构 (截止 2018 年一季度)</b> .....	<b>4</b>
<b>图 3: 公司主要产品及业务布局</b> .....	<b>4</b>
<b>图 4: 公司营业收入稳健增长 (单位: 亿元, %)</b> .....	<b>5</b>
<b>图 5: 公司归母净利润稳定增长 (单位: 亿元, %)</b> .....	<b>5</b>
<b>图 6: 公司各业务板块营业收入情况 (单位: 亿元)</b> .....	<b>6</b>
<b>图 7: 公司各版块业务收入情况 (单位: 亿元)</b> .....	<b>6</b>
<b>图 8: 公司毛利率触底反弹 (单位: %)</b> .....	<b>6</b>
<b>图 9: 公司盈利能力有望触底反弹 (单位: %)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 10: 公司三项费用率趋于稳定 (单位: 万元, %)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 11: 2018 年后钢价走势逐步趋稳 (单位: 元/吨)</b> .....	<b>7</b>
<b>图 12: 美元兑人民币走势趋缓</b> .....	<b>7</b>
<b>图 13: 公司轻小型搬运车辆</b> .....	<b>8</b>
<b>图 14: 公司电动乘驾式叉车</b> .....	<b>8</b>

图 15: 公司部分 ODM/OEM 部分品牌 .....	8
图 16: 公司海外收入规模及业务占比 (单位: 亿元, %) .....	8
图 17: 公司仓储搬运车辆近年销量情况 .....	9
图 18: 公司搬运车辆近年均价变化情况 (单位: 万元/台) .....	9
图 19: 公司营业收入稳健复苏 (单位: 亿元, %) .....	9
图 20: 公司电动仓储车辆销量增长情况 (单位: 台) .....	9
图 21: 国内电动仓储车辆仍有较大提升空间 .....	10
图 22: 欧美亚是全球最主要工业车辆消费市场 .....	10
图 23: 工业车辆下游应用广泛 .....	10
图 24: 沿海经济发达地区是国内主要消费市场 .....	10
图 25: 公司搬运车辆毛利率情况 (单位: %) .....	11
图 26: 公司主要产品成本拆解情况 (单位: %) .....	11
图 27: 公司剪叉式高空作业平台产品 .....	11
图 28: 公司 AGV 产品 .....	11
图 29: 公司为 LG 化学提供的仓储物流设备 .....	12
图 30: 公司为上汽五菱提供的自动化立体仓库系统 .....	12
图 31: 无锡中鼎近年新签接单情况 (单位: 亿元, %) .....	12
图 32: 无锡中鼎近年盈利情况 (单位: 亿元) .....	12
图 33: 公司存货、应收账款、应付账款、预收账款波动情况 (单位: 百万元) .....	13
图 34: 2015 年主要经济体物流成本 GDP 占比 (单位: %) .....	15
图 35: 2018 年物流装备细分领域市场空间 (单位: 亿元) .....	15

## 1. 推进智能物流装备多元化, 盈利能力触底反弹

### 1.1 公司深耕仓储搬运车辆近 20 年, 布局智能物流装备

诺力股份成立于 2000 年, 公司在轻小型搬运车辆、电动仓储车辆领域逐步建立起较强的市场影响力。2002 年至今, 公司轻小型搬运车辆销量达到国内第一, 并保持至今。2010 年-2012 年, 公司电动步行式仓储车辆达到国内第一, 目前保持行业前二的水平。

图 1: 公司主要发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

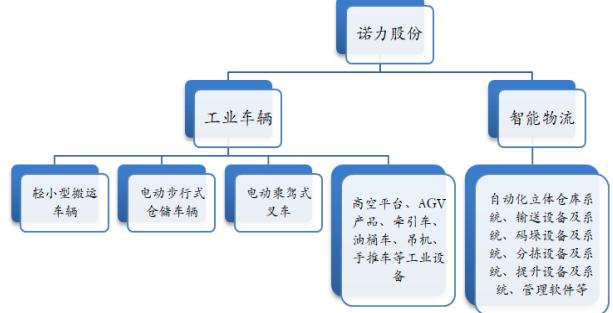
公司 2016 年底收购无锡中鼎, 布局智能物流装备领域。目前公司形成轻小型搬运车辆、智能物流系统业务、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车、停车设备、配件及其他业务为主的业务格局。

图 2: 公司主要股东结构 (截至 2018 年一季度)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3: 公司主要产品及业务布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

丁毅为公司第一大股东及实际控制人, 持有公司 27.05% 的股份。公司主要股东中, 丁韫潞系丁毅之子, 毛英系丁毅之配偶, 王新华系丁毅兄长之女婿。

**表 1: 公司主要子公司及主营业务**

主要子公司	持股比例	主营业务
无锡中鼎集成技术有限公司	90%	智能物流系统集成及智能物流装备供应
诺力马来西亚有限公司	90%	轻小型搬运车辆的生产、销售
浙江诺力车库设备制造有限公司	69%	立体停车装置的研发、生产、销售
诺力欧洲有限责任公司	100%	销售搬运仓储车辆及零配件, 为公司提供信息收集和市场推广等服务
诺力北美有限公司	100%	销售搬运仓储车辆及零配件, 为公司提供信息收集和市场推广等服务
诺力俄罗斯有限公司	100%	销售搬运仓储车辆及零配件, 为公司提供信息收集和市场推广等服务
诺力控股新加坡有限公司	100%	销售搬运仓储车辆及零配件, 为公司提供信息收集和市场推广等服务
长兴诺力工业装备制造有限公司	100%	仓储设备、液压元器件、液压搬运机械、起重运输设备配件等制造、加工、销售, 货物进出口、技术进出口

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 1.2 收入结构趋于均衡, 智能物流装备多元化趋势明显

公司 2017 年实现营业收入 21.20 亿元, 同比增长 61.83%, 实现归属于母公司所有者的净利润 15950.40 万元, 同比上升 10.12%。其中, 无锡中鼎实现营业收入 4.59 亿元, 归属于公司所有者的净利润 0.53 亿元。

**图 4: 公司营业收入稳健增长 (单位: 亿元, %)**

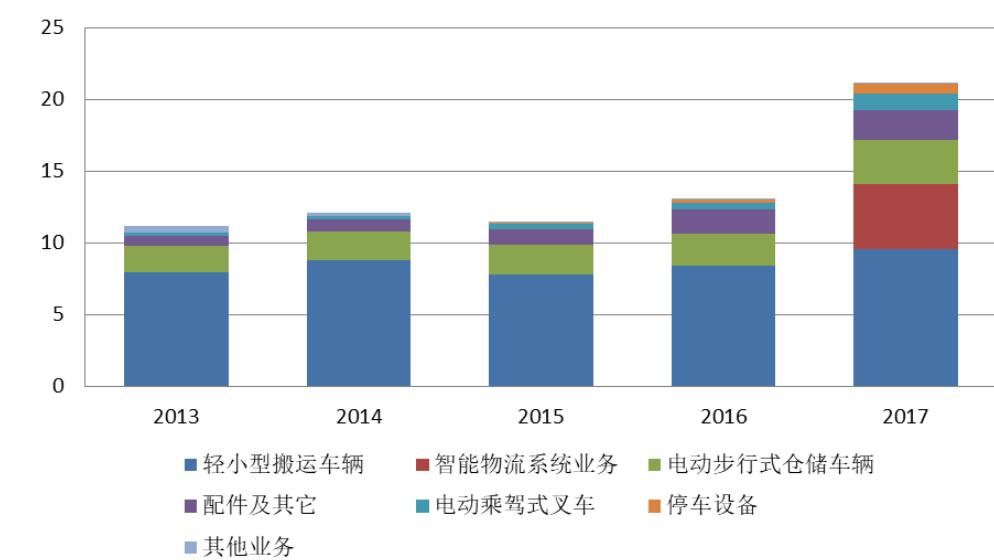

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 5: 公司归母净利稳定增长 (单位: 亿元, %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

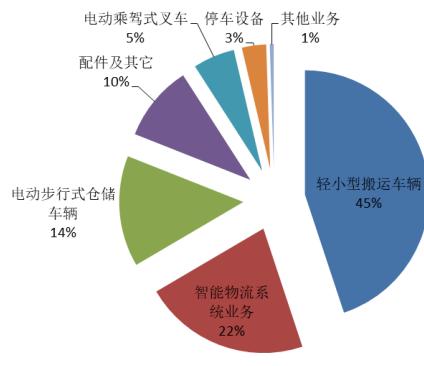
2018年一季度, 公司营业收入达到5.37亿元, 同比增长21.70%, 实现归母净利0.39亿元, 同比增长14.79%。

图 6:公司各业务板块营业收入情况 (单位: 亿元)



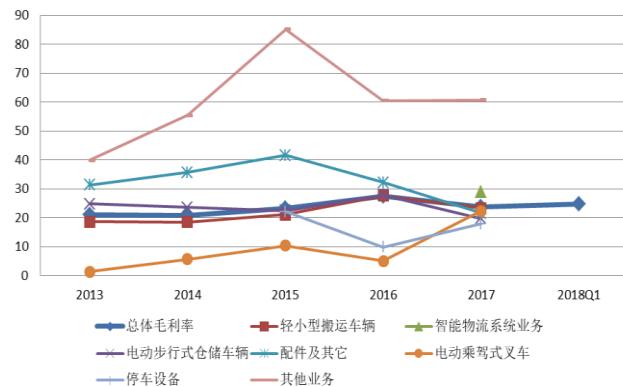
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 公司各版块业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 公司毛利率触底反弹 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

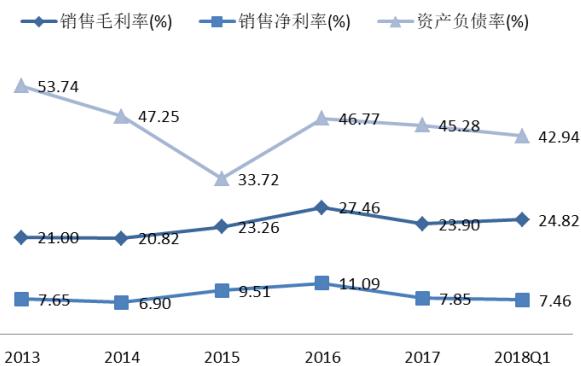
公司近年来主营业务收入稳健增长, 2017年公司多项业务收入创历史新高。轻小型搬运车辆营业收入达到9.52亿元, 电动步行式仓储车辆收入达到3.06亿元, 电动乘驾式叉车收入达到1.15亿元, 停车设备收入达到6709万元, 均创近年来最高水平。

随着公司并购无锡中鼎, 以及电动仓储物流车辆的发展, 公司营业收入结构更加均衡, 智能物流装备多元化发展趋势明显。2017年公司轻小型搬运车辆业务占比将至45%, 智能物流系统业务占比达到22%, 电动步行式仓储车辆(占比14%)和电动乘驾式叉车(占比5%)占比均快速提升。

### 1.3 原材料及汇率影响逐步弱化, 盈利能力拐点显现

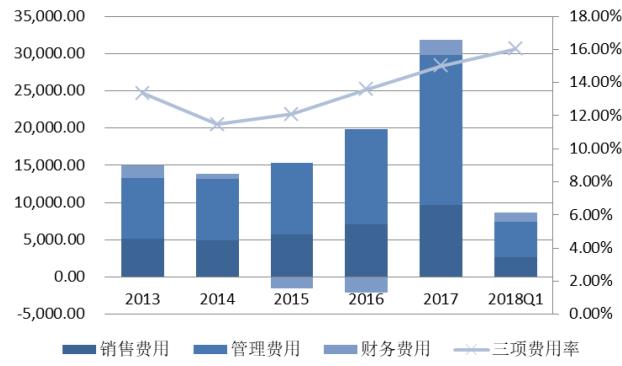
公司 2018 年一季度毛利率达到 24.82%, 较 2017 年 (23.90%) 小幅改善。2017 年受原材料大幅涨价, 行业竞争加剧, 以及汇兑损失影响, 公司销售毛利率和净利率有一定程度回落。

**图 9: 公司盈利能力有望触底反弹 (单位: %)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

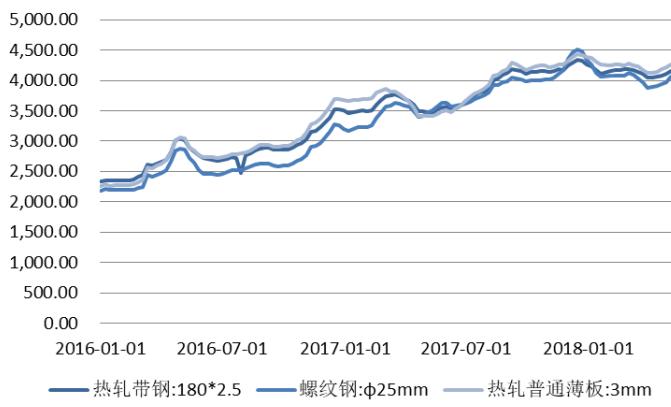
**图 10: 公司三项费用率趋于稳定 (单位: 万元, %)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

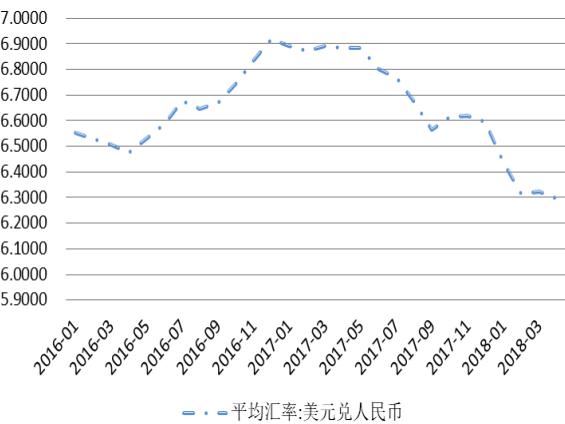
根据公司招股说明书, 钢材、铸钢件、油缸件等其他钢材制品占公司轻小型搬运车辆业务成本的比例在 50% 左右。2016 年到 2017 年, 钢材价格整体处于上行周期, 2018 年后, 钢材价格走势趋稳, 并有小幅回落。

**图 11: 2018 年后钢价走势逐步趋稳 (单位: 元/吨)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 12: 美元兑人民币走势趋缓**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司海外业务占比较高, 2016 年海外收入占比达到 63.15%, 并购无锡中鼎后, 2017 年海外收入占比达到 47.03%。2017 年受人民币升值影响, 公司产生汇兑损失 3063.83 万元。

我们认为, 进入 2018 年随着原材料价格回落, 以及人民币升值趋缓, 公司成本压力有望得到一定程度纾解, 公司盈利能力有望触底回升。

## 2. 仓储物流搬运车辆龙头, 电动仓储车辆快速放量

### 2.1 全球化生产布局持续, 行业地位稳固

公司搬运车辆业务以经销商经营模式为主, 目前与公司存在长期合作关系的有百余家中外经销商和数十家国际知名品牌制造商和经销商。

图 13: 公司轻小型搬运车辆



手动搬运车



手动堆高车

图 14: 公司电动乘驾式叉车



电动乘驾式仓储叉车



电动平衡重乘驾式叉车

资料来源: 公司公告, 东興证券研究所

资料来源: 公司公告, 东興证券研究所

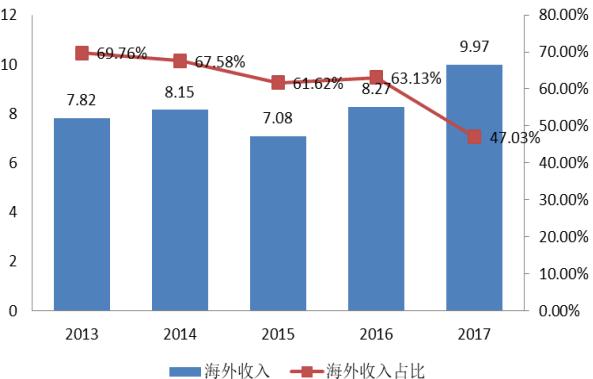
公司为德国凯傲、日本丰田、美国纳科等全球前 5 大工业车辆企业提供 ODM/OEM 服务。此外, 考虑到我国工业辆产品主要以出口为主, 为服务国外客户, 公司在德国、美国及马来西亚等地设有子公司。

图 15: 公司部分 ODM/OEM 部分品牌



资料来源: 公司公告, 东興证券研究所

图 16: 公司海外收入规模及业务占比 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 东興证券研究所

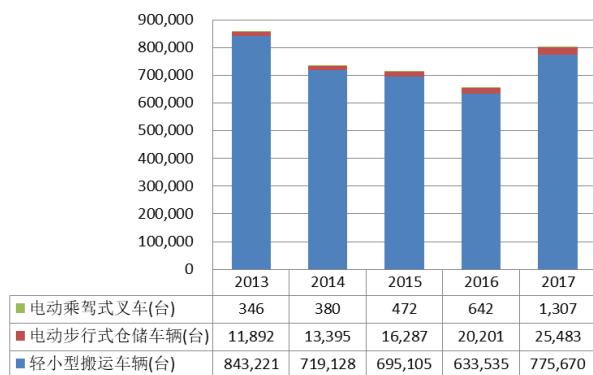
公司轻小型搬运车辆外销产品基本为贴牌生产, 主要客户为国际大中型工业车辆制造商和经销商, 且以 ODM 为主。公司境内销售基本采用自主品牌模式, 通过境内经销商进行销售。

2012 年 2 月 14 日, 欧盟委员会决定自行发起对原产于中国的手动搬运车及其主要配件的反倾销临时复审调查, 并在 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。

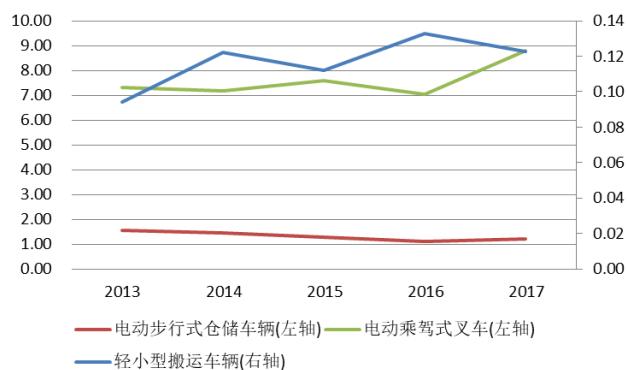
2013 年 6 月, 公司在马来西亚设立控股子公司马来西亚公司, 以此减少贸易摩擦, 消除欧盟反倾销税对公司的中长期影响。马来西亚公司于 2013 年底建成投产。2014 年 2 月起, 马来西亚公司生产的手动搬运车产品开始出口欧盟市场。

**图 17: 公司仓储搬运车辆近年销量情况**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 18: 公司搬运车辆近年均价变化情况 (单位: 万元/台)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

除马来西亚外, 公司还在美国、欧洲、新加坡、俄罗斯等地建立子公司, 积极组织参加国际化展览会, 树立产品在国内外市场的良好品牌形象, 为公司提供信息收集和市场推广等服务。

## 2.2 电动仓储车辆增长迅猛, 募投项目助力产能提升

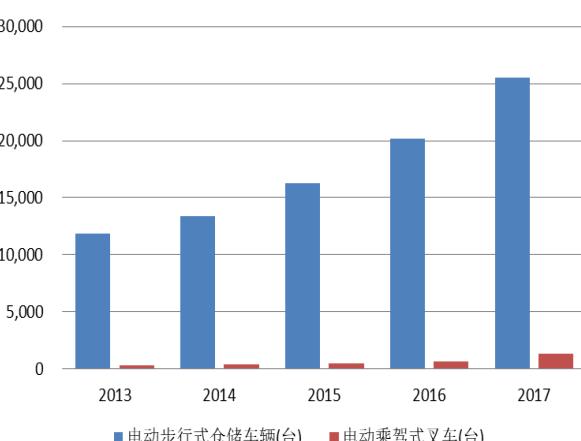
公司近年来电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车销量迅猛。2017 年, 公司电动步行式仓储车辆实现销售收入 3.06 亿元, 同比增长 36.61%; 公司电动乘驾式叉车实现销售收入 1.15 亿元, 同比增长 155.56%。

**图 19: 公司营业收入稳健复苏 (单位: 亿元, %)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

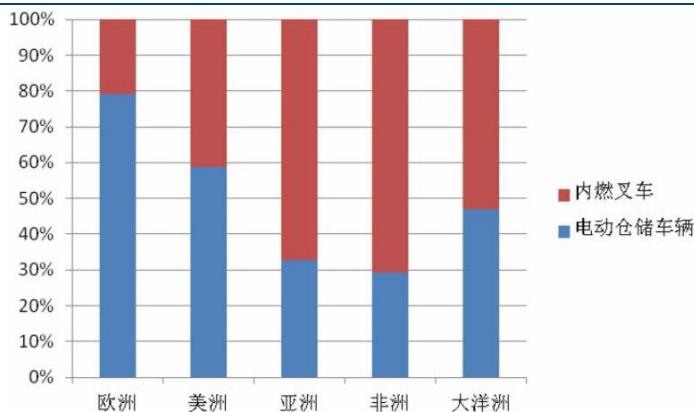
**图 20: 公司电动仓储车辆销量增长情况 (单位: 台)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

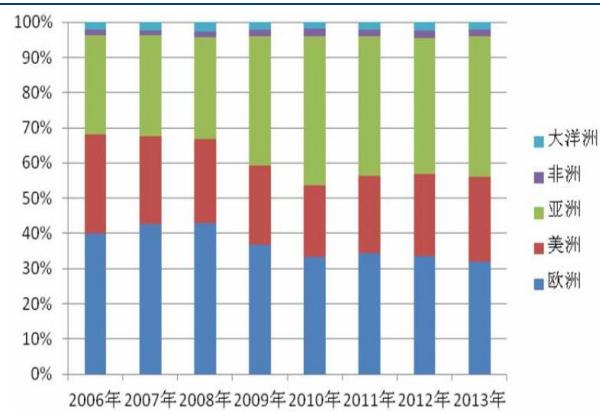
目前内燃叉车仍然是我国机动工业车辆的主要产品, 电动仓储车辆在机动工业车辆总销量中所占的比例约 25%, 与欧洲约 80%, 美国、日本约 60% 的比例相比, 仍有较大差距。

图 21: 国内电动仓储车辆仍有较大提升空间



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

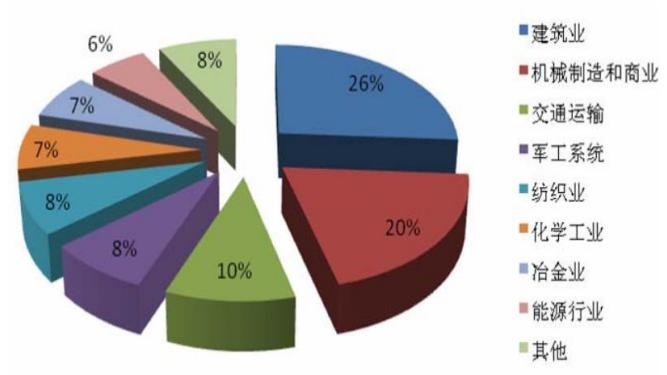
图 22: 欧美亚是全球最主要工业车辆消费市场



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从我国各地区所占市场分布看, 沿海地区和工业发达地区仍然是机动工业车辆的主要消费区, 内陆地区机动工业车辆销售量也呈逐年增长的趋势。

图 23: 工业车辆下游应用广泛



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 沿海经济发达地区是国内主要消费市场

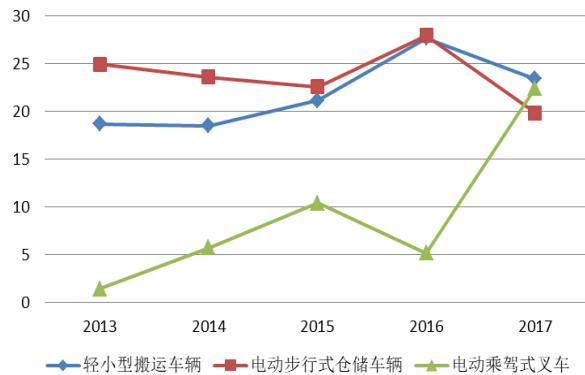


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

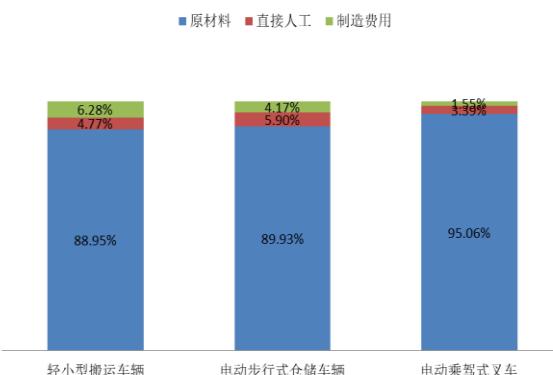
目前来看, 公司主要仓储搬运车辆原材料成本占比仍较高。轻小型搬运车辆原材料成本占比达到 88.95%, 电动步行式仓储车辆原材料成本占比达到 89.93%, 电动乘驾式叉车达到 95.06%。

公司上市后推进“新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目”建设, 目 2017 年底, 四期募投项目——智能工厂已试生产。

我们认为, 随着公司产能利用率的提升, 募投项目的逐步投产和自动化水平的提高, 以及原材料价格逐步回落, 人民币升值趋缓, 公司仓储搬运车辆盈利能力有望进一步提升。

**图 25: 公司搬运车辆毛利率情况 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 26: 公司主要产品成本拆解情况 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 2.3 多元化产品布局推进, 股权激励提升积极性

除物流仓储搬运车辆以外, 公司还在高位拣选车、高空作业平台、AGV 车辆、立体车库等领域有所布局。

**图 27: 公司剪叉式高空作业平台产品**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 28: 公司 AGV 产品**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

智能化和一体化是工业车辆行业未来发展的趋势, 也是未来行业内大企业竞争的制高点。通过自主研发与企业整合, 公司目前已成为集轻小型搬运车+电动仓储车+立体车库+AGV+高空作业平台等为一体的一站式智慧仓储物流整体解决方案提供商。

公司 2017 年推进第一期限制性股票激励计划, 向包括高管、中层管理人员、核心技术 (业务) 骨干共 153 人授予 556.6 万股股份, 授予价格为 12.97 元/股。

解锁条件中公司业绩要求 2017-2019 年公司营收较基年 2016 年增长分别 50%、80%、100% 以上。自授予之日起满 12 个月后, 满足解除限售条件的, 激励对象可以在未来 36 个月内按 30%: 30%: 40% 的比例分三期解除限售。

### 3. 无锡中鼎在手订单饱满, 打造智能物流体系

#### 3.1 在手订单充裕, 完成业绩承诺无虞

无锡中鼎作为原厂商型的系统集成商, 具备智能物流系统核心设备的研发和制造能力。中鼎集成研发和生产的堆垛机、输送机、分拣机、AGV、RGV 等智能设备具备国内一流的技术水平, 特别是自主研发的立体存储系统的核心设备堆垛机, 市占率多年居国内第一。

图 29: 公司为 LG 化学提供的仓储物流设备



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 30: 公司为上汽五菱提供的自动化立体仓库系统

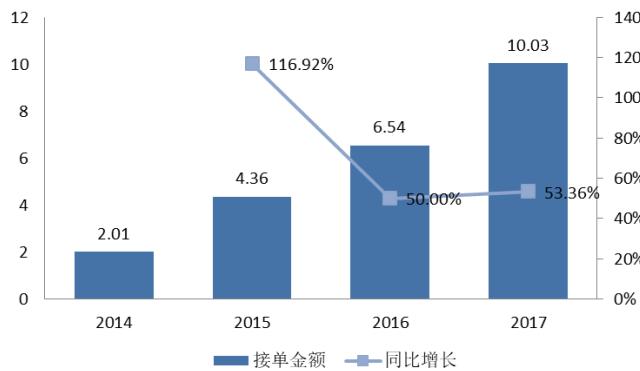


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司 2016 年以 5.4 亿元的价格, 收购无锡中鼎 90% 的股权。公司以 21.79 元/股的价格向丁毅、王宝桐发行股份 2583.75 万股, 包括收购标的公司股权及配套募资 2.39 亿元。

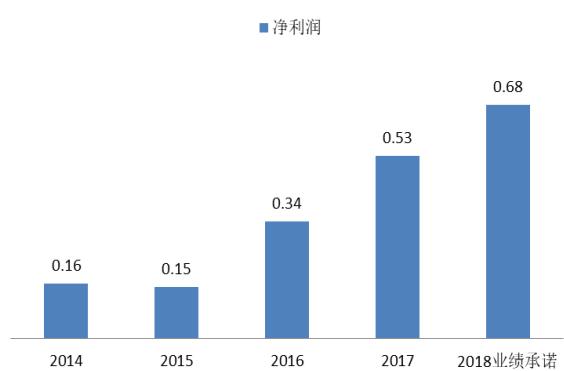
无锡中鼎 2016 年-2018 年利润承诺分别为 3200 万元、5000 万元、6800 万元。2016 年及 2017 年, 无锡中鼎实际完成归母净利润 3415.4 万元和 5284.83 万元。

图 31: 无锡中鼎近年新签接单情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 32: 无锡中鼎近年盈利情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

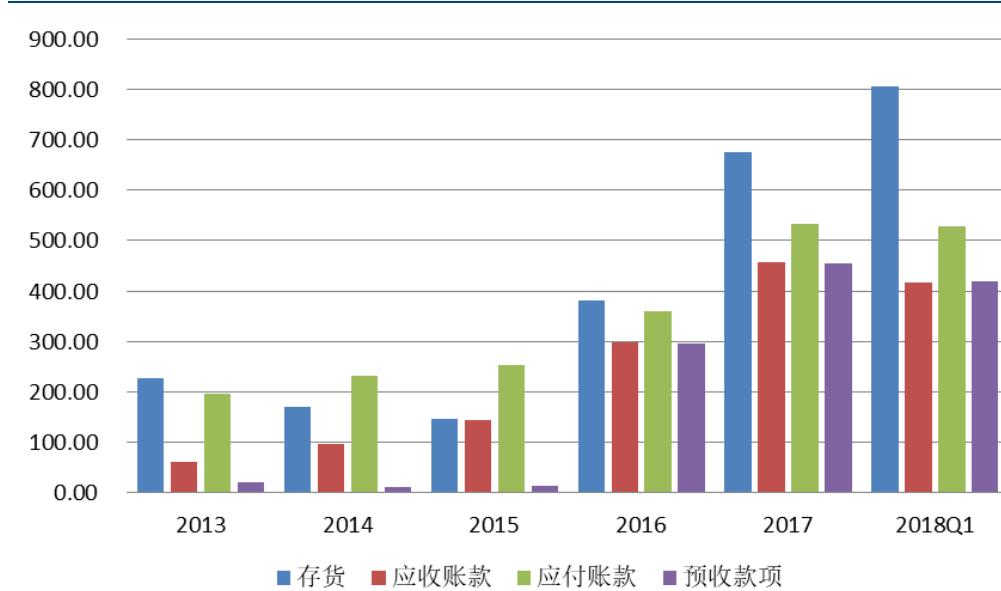
无锡中鼎 2017 年在接单业绩、行业拓展、项目建设等方面快速崛起，全年接单业绩达到 10.03 亿元，再创历史新高。总接单量位居国内同行的前三位。项目验收金额 5.37 亿元，项目验收数量达到 84 个，均居国内同行业前列。

公司继续深耕新能源锂离子动力电池领域，2017 年继续与宁德时代、比亚迪等国内龙头企业合作，同时开发索尼、松下等国际高端动力电池巨头企业，总接单量 3.73 亿。

此外，公司与曲美家具、索菲亚、国药、九州通、双钱等知名企業合作，继续巩固公司在家居、医药、汽车零部件等目标行业的地位。

新零售电商领域，公司基于该行业密集存储、快速分拣、流量巨大的特点，定制开发个性化方案，成功与菜鸟物流合作共建菜鸟嘉兴智能物流配送中心。

**图 33:公司存货、应收账款、应付账款、预收款项波动情况（单位：百万元）**



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

无锡中鼎并表后，公司存货、应收账款、应付账款、预收款项均有较大增长。

无锡中鼎收款结算按照合同约定执行，一般情况下的结算方式为“预收合同款+到货款+完工验收款+质保金”。公司作为智能物流系统工程的总包商，将部分工程分包给其他企业。根据当前行业的交易习惯，总包商与分包商之间采用“3-3-3-1”的结算模式，在验收前，预收合同款、到货款（一般合计 60% 左右）均作为预付款项支付。

随着公司订单的增长，在产品增长迅速，由于公司项目实施周期较长，随着未验收确认项目较多，存货增加迅速。

### 3.2 构建完备智能物流体系，布局千亿级市场

自动化物流装备按照功能可以分为自动化仓储设备、自动化输送设备、自动化搬运设备、自动化分拣设备等。

根据中国物流协会信息中心 2014 年的调查统计, 近十年来, 中国智能物流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。2018 年国内智能物流系统的市场规模将超过 1000 亿元, 未来几年年均增长速度将达到 25.5%。

**表 2: 物流装备国内外主流企业**

企业	主要技术	应用领域
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
德国胜斐迩	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
德国德马泰克	储存与缓存产品, 输送系统、码垛机等	电商、汽车、医药、服装等
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
瑞仕格	输送系统、自动导向车系统	医药、食品等
今天国际	堆垛机、AGV、RGV 等	烟草、食品、汽车等
东杰智能	输送设备、堆垛机、分拣设备等	汽车、食品、医药等
天奇股份	汽车输送线、仓储系统	汽车、烟草等
华昌达	输送设备、RGV 等	汽车等
昆明船舶设备集团有限公司	堆垛机、AGV、输送设备等	烟草、电力、食品等
新松机器人	AGV 等	电力、医药等
三丰智能	输送设备、RGV、堆垛机等	汽车、机械、烟草等

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

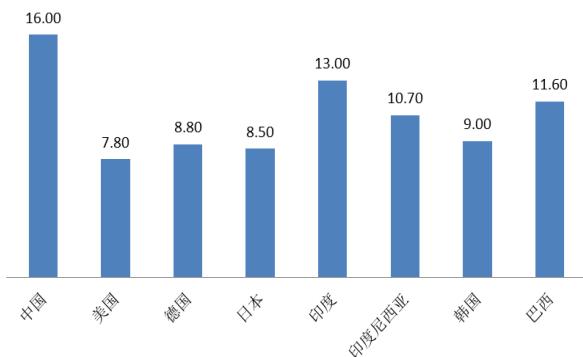
我国智能物流系统行业起步较晚, 但市场竞争程度较为激烈。国际知名企业定位为物流系统集成商并处于产业链核心地位, 据有很强的议价能力和较高的利润率。

国内大部分厂商则定位于设备供应商和分包商, 系统集成能力有一定差距。转型系统集成商、持续研发创新保持客户粘性以及通过外延扩张不断增长是行业内企业持续成长的关键。

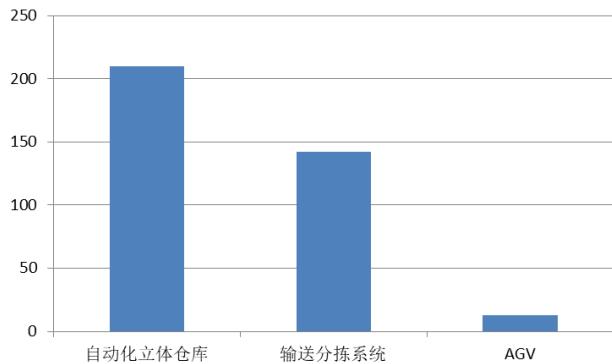
随着企业对智能物流系统需求的增加、自动化设备制造技术和信息化技术的稳步发展, 智能物流系统建设项目将持续加快建设步伐, 智能物流系统取得了长足的发展及广泛的应用。

1991 年到 2017 年间, 我国物流费用占 GDP 的比重从 23.67% 将至 14.60%, 但我国整体物流成本仍然偏高, 甚至远高于巴西、印度、印尼等发展中国家。

随着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。

**图 34: 2015 年主要经济体物流成本 GDP 占比 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 35: 2018 年物流装备细分领域市场空间 (单位: 亿元)**


资料来源: 中国物流装备协会, 东兴证券研究所

公司并购无锡中鼎后,具备了从自动化立体仓库、输送设备及系统、码垛设备及系统、分拣设备及系统、提升设备及系统,到物流搬运车辆(手动搬运车、电动搬运叉车、AGV、高空作业平台)等多数物流装备产品序列,有望充分享受国内物流装备市场发展红利。

## 4. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 26.58 亿元、32.02 亿元和 38.01 亿元; 归母净利润分别为 2.24 亿元、2.78 亿元和 3.49 亿元; EPS 分别为 1.17 元、1.44 元和 1.82 元, 对应 PE 分别为 20X、16X 和 13X。

我们给予公司 2018 年 25 倍合理估值, 目标价 29.25 元/股, 维持“强烈推荐”评级。

## 5. 风险提示

1、原材料价格大幅波动; 2、汇率大幅波动; 3、下游订单持续性不及预期。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业收入	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用	
<b>流动资产合计</b>	1562	1961	2246	2752	3495	营业收入	1310	2120	2658	3202	3801	营业成本	950	1613	2016	2414	2851
货币资金	597	634	610	800	1190	营业税金及附加	9	15	27	32	38	营业费用	71	97	136	160	171
应收账款	298	457	583	702	833	管理费用	128	201	255	304	361	财务费用	-21	20	10	10	10
其他应收款	27	43	54	66	78	资产减值损失	4.89	14.18	0.00	0.00	0.00	营业外收入	10.09	0.74	60.00	60.00	60.00
预付款项	48	54	54	54	54	公允价值变动收益	-3.94	5.94	0.00	0.00	0.00	投资净收益	5.27	-0.22	0.00	0.00	0.00
存货	382	676	828	992	1180	营业利润	169	203	215	281	369	营业外收入	10.09	0.74	60.00	60.00	60.00
其他流动资产	141	15	15	15	15	利润总额	178	203	275	340	429	营业外支出	1.46	1.13	0.30	0.40	0.50
<b>非流动资产合计</b>	917	1003	1033	1040	1044	所得税	32	36	51	63	79	净利润	145	166	224	277	349
长期股权投资	48	41	0	0	0	少数股东损益	0	7	1	1	1	归属母公司净利润	145	160	223	276	348
固定资产	261.77	242.21	249.57	270.82	290.21	EBITDA	266	348	261	334	426	毛利率(%)	27.46%	23.90%	24.17%	24.59%	24.98%
无形资产	91	91	158	149	140	净利率(%)	11.09%	7.85%	8.43%	8.67%	9.20%	营业收入增长	13.98%	61.83%	25.40%	20.44%	18.71%
其他非流动资产	0	0	0	0	0	总资产净利润(%)	7.50%	5.84%	5.38%	6.81%	7.29%	营业利润增长	32.30%	20.22%	5.97%	30.55%	31.48%
<b>资产总计</b>	2479	2964	3279	3792	4539	EPS (元)	0.91	0.86	1.17	1.44	1.82	归属于母公司净利	40.00%	23.82%	40.00%	23.82%	26.03%
<b>流动负债合计</b>	1127	1314	1404	1723	2225	<b>主要财务比率</b>	2016A					2017A					
短期借款	25	29	58	229	0	成长能力	2018E					2019E					
应付账款	359	534	635	761	898	净利率(%)	2020E					2016A					
预收款项	296	455	455	455	1025	EPS (元)	2017A					2018E					
一年内到期的非流动负债	50	0	0	0	0	ROE (%)	2019E					2020E					
<b>非流动负债合计</b>	32	29	0	0	0	每股指标(元)	2016A					2017A					
长期借款	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊)	2018E					2019E					
应付债券	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊)	2020E					2016A					
<b>负债合计</b>	1159	1342	1404	1723	2225	每股净资产(最新摊)	2017A					2018E					
少数股东权益	25	32	33	34	35	每股净资产(最新摊)	2019E					2020E					
实收资本(或股本)	175	191	191	191	191	每股收益(最新摊)	2016A					2017A					
资本公积	546	838	838	838	838	每股净现金流(最新摊)	2018E					2019E					
未分配利润	528	570	649	745	867	每股净资产(最新摊)	2020E					2016A					
归属母公司股东	1295	1590	1818	2012	2256	每股收益(最新摊)	2017A					2018E					
<b>负债和所有者权益</b>	2479	2964	3256	3768	4516	每股净现金流(最新摊)	2019E					2020E					
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>成长能力</b>	2016A					2017A					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		净利率(%)	2018E					2019E					
<b>经营活动现金流</b>	145	72	20	163	784	每股净资产(最新摊)	2020E					2016A					
净利润	145	166	224	277	349	每股收益(最新摊)	2017A					2018E					
折旧摊销	118	125	0	43	46	每股净现金流(最新摊)	2019E					2020E					
财务费用	-21	20	10	10	10	每股净资产(最新摊)	2016A					2017A					
应收账款减少	0	0	-126	-119	-131	每股净资产(最新摊)	2018E					2019E					
预收账款增加	0	0	0	0	570	每股净资产(最新摊)	2020E					2016A					
<b>投资活动现金流</b>	67	-220	12	-50	-50	每股净资产(最新摊)	2017A					2018E					
公允价值变动收益	-4	6	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2019E					2020E					
长期股权投资减	0	0	55	0	0	每股净资产(最新摊)	2016A					2017A					
投资收益	5	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2018E					2019E					
<b>筹资活动现金流</b>	-47	145	-2	78	-344	每股净资产(最新摊)	2020E					2016A					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2017A					2018E					
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2019E					2020E					
普通股增加	15	17	0	0	0	P/E	2016A					2017A					
资本公积增加	309	292	0	0	0	P/B	2018E					2019E					
<b>现金净增加额</b>	165	-2	30	191	390	EV/EBITDA	2020E					2016A					

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

## 研究助理简介

### 樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好评好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。