

公司深度

诺力股份 (603611)

机械设备 | 专用设备

乘锂电扩产之风，智能物流龙头顺势启航

2019年06月26日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 19.5-21.3 元

交易数据

当前价格 (元)	17.29
52 周价格区间 (元)	10.06-20.77
总市值 (百万)	4628.12
流通市值 (百万)	3913.23
总股本 (万股)	26767.59
流通股 (万股)	22632.89

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
诺力股份	-2.65	1.62	31.6
专用设备	5.91	-2.12	9.57

黄红卫

执业证书编号: S0530519010001
huanghw@cfzq.com

刘崇武

liucw@cfzq.com

分析师

0731-89955704

研究助理

0731-88954679

相关报告

- 《诺力股份：诺力股份 (603611.SH) 2019 年一季报点评：业绩符合预期，股东增持彰显发展信心》 2019-05-06
- 《诺力股份：诺力股份 (603611.SH) 公司点评：智能物流业务高速增长，打造智能物流龙头》 2019-03-27
- 《诺力股份：诺力股份 (603611.SH) 公司点评：智能物流再获大订单，打造智能物流龙头》 2019-01-28

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	2119.60	2552.64	3103.24	3710.88	4340.84
净利润 (百万元)	159.50	188.40	255.38	321.25	393.26
每股收益 (元)	0.60	0.70	0.95	1.20	1.47
每股净资产 (元)	5.94	6.77	7.15	7.65	8.25
P/E	28.53	24.15	17.82	14.16	11.57
P/B	2.86	2.51	2.38	2.22	2.06

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

- **工业仓储车辆与智能物流双主业发展。**公司作为我国工业仓储车辆龙头企业，轻小型搬运车辆市场占有率位居国内第一。同时，公司通过收购无锡中鼎进军智能物流领域。目前无锡中鼎已经成为国内智能物流的龙头企业，未来增长潜力较大。此外，公司还布局了高空作业平台以及智能停车库等业务，未来有望提供发展新动力。
- **智能物流订单充足，未来成长空间大。**2018 年公司智能物流业务新签订单 15.73 亿元，同比增长 56.83%，目前在手订单约为 27 亿元，其中新能源领域订单超过 16 亿元。公司定位智能物流龙头，深度绑定新能源行业，下游客户包括宁德时代、比亚迪、松下、索尼等电池龙头企业。随着 2019 年锂电池产能的进一步扩张，公司订单量有望继续保持高速增长。
- **IPO 项目投产，仓储物流车辆业绩有望稳步提升。**公司 IPO 募投“2.2 万台节能型电动工业车辆建设项目”在 2018 年年底投产，预计完全达产后可贡献 3.3 亿元左右的收入。同时，仓储车辆原材料钢材价格在 2019 年呈现稳中有降的趋势，公司仓储物流车辆毛利率有望得到改善。
- **新业务顺利拓展，未来有望贡献新力量。**公司在高空作业平台领域已布局多年，2019 年 1 月，公司与捷尔杰签订委托生产协议，说明公司高空作业平台得到一线厂商的认可。目前国内高空作业平台保有量约为 8 万台左右，对标欧美，我国高空作业平台有望达到 50 万台，未来成长空间很大。同时，公司还拓展了智能停车库业务，我国机械式立体停车库市场规模达到 140 亿元以上，且需求依旧旺盛，未来增长潜力较大。
- **投资建议：**公司仓储车辆稳步发展，智能物流提供增长主要动力。预计 2019-2021 年，公司实现收入 31.03 亿元、37.11 亿元、43.41 亿元，实现归母净利润 2.55 亿元、3.21 亿元、3.93 亿元，对应 EPS 0.95 元、1.20 元、1.47 元，对应 PE 18 倍、14 倍、12 倍。对公司仓储车辆和智能物流单独进行估值，认为 2019 年年底公司合理市值约为 52.19-57.02 亿元，对应合理价格区间为 19.47-21.28 元。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**智能物流业务发展不及预期，钢材价格大幅上涨。

内容目录

1 布局智能物流，加速成长步伐	4
1.1 轻小型搬运车龙头，打造智能物流龙头	4
1.2 业绩稳步增长，盈利能力改善	5
2 受益锂电扩产，智能物流业务快速发展	7
2.1 智能仓储简介	7
2.2 智能仓储系统需求旺盛	8
2.3 锂电扩产高峰，锂电仓储迎发展黄金期	9
2.4 国内物流自动化系统集成商未来成长空间大	12
2.5 绑定国内动力电池龙头，在手订单充足	13
3 电动车辆产能释放，仓储车辆业务有望稳增长	14
3.1 工业车辆需求旺盛，电动叉车占比提升	14
3.2 募投项目投产助力电动叉车业绩增长	15
3.3 钢材等原材料价格下滑，轻小型搬运车毛利率有望提升	16
4 新业务持续拓展，未来成长空间大	17
4.1 国内高空作业平台有望持续高景气度	17
4.2 停车位供需失衡，智能停车库需求旺盛	20
5 盈利预测	23
5.1 盈利预测	23
5.2 公司估值	24
6 风险提示	25

图表目录

图 1：公司仓储物流车辆及设备	4
图 2：智能物流集成系统	4
图 3：公司股权结构	4
图 4：公司主营业务	5
图 5：公司归母净利润	5
图 6：公司主营业务构成	5
图 7：公司主要业务毛利率	5
图 8：公司毛利率及净利率	6
图 9：公司费用率略有降低	6
图 10：公司 ROE 略有增长	6
图 11：运营能力略有下降	6
图 12：公司经营活动现金流量净额	7
图 13：公司存货有较大增长	7
图 14：智能仓储系统构成	7
图 15：智能仓储产业链	8
图 16：全国快递业务收入	8
图 17：全社会物流总额	8
图 18：制造业平均就业工资	9
图 19：社会物流总费用在 GDP 中的占比	9
图 20：中国智能仓储市场规模	9

图 21: 智能仓储企业参与度.....	10
图 22: 全球新能源汽车产量.....	10
图 23: 中国新能源汽车产量.....	10
图 24: 全国动力电池装机量.....	11
图 25: 每月动力电池装机量 (GWh)	11
图 26: 公司新能源领域客户.....	13
图 27: 公司智能物流在手订单.....	14
图 28: 全球工业车辆销量.....	14
图 29: 全国工业车辆销量.....	14
图 30: 各类型工业车辆销量占比.....	15
图 31: 各类型工业机动车.....	15
图 32: 全国电动步行式仓储车辆销量.....	15
图 33: 电动平衡重乘驾式叉车销量.....	15
图 34: 公司电动步行式仓储车辆销量.....	16
图 35: 公司电动乘驾式仓储车辆销量.....	16
图 36: 我国轻小型搬运车车辆出口数量.....	16
图 37: 公司轻小型搬运车车辆销量.....	16
图 38: 轻小型搬运车毛利率.....	17
图 39: 2011 年-2017 年钢材综合价格指数.....	17
图 40: 2018 年-至今年钢材综合价格指数.....	17
图 41: 高空作业平台类型.....	18
图 42: 全球前 50 强租赁商设备保有量.....	19
图 43: 全球前 5 强租赁商设备保有量.....	19
图 44: 高空作业平台保有量.....	20
图 45: 我国汽车保有量逐年增加.....	20
图 46: 停车位需求量.....	20
图 47: 新建车库项目数量.....	21
图 48: 新增泊车位数量.....	21
图 49: 国内新增车库项目结构.....	22
图 50: 国内新增泊位数结构.....	22
图 51: 机械停车设备国内销售总额.....	22
图 52: 公司智能车库相关产品.....	23
图 53: 公司智能车库营收.....	23
图 54: 公司智能车库净利润.....	23
表 1: 动力电池需求预测.....	11
表 2: 2016-2017 全球物流系统系统集成商前 10 名.....	12
表 3: 国内主要物流系统集成商.....	12
表 4: 高空作业平台全球前 20 名.....	18
表 5: 各类型立体式停车库优缺点.....	21
表 6: 公司主营业务拆分及预测.....	24
表 7: 智能物流业务可比公司估值.....	24
表 8: 仓储物流车辆及设备可比公司估值.....	25

1 布局智能物流，加速成长步伐

1.1 轻小型搬运车龙头，打造智能物流龙头

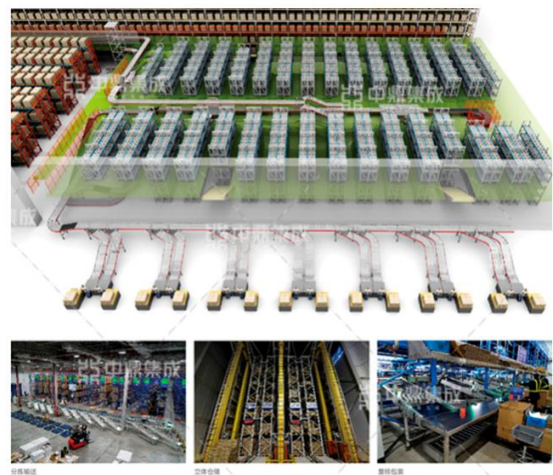
轻小型搬运车龙头，打造智能物流龙头。公司是我国工业车辆行业的龙头企业之一，液压搬运车稳居全球销量第一名，电动仓储车保持国内销量领先。同时公司通过收购无锡中鼎，打造为国内智能物流龙头企业。公司主要业务可以分为二部分，一部分是仓储物流车辆及设备，主要提供轻小型搬运车辆、电动仓储车辆、智能物流机器人等工业车辆。另一部分为提供智能物流集成系统。此外公司还在拓展高空作业平台等业务，构建有竞争力的产品组合。

图 1：公司仓储物流车辆及设备



资料来源：公司官网，财富证券

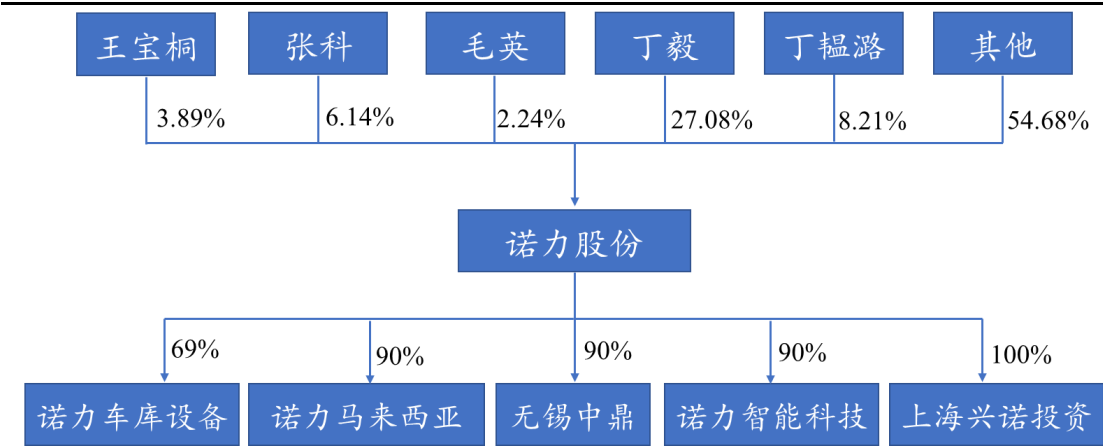
图 2：智能物流集成系统



资料来源：公司官网，财富证券

公司成立于 2003 年，于 2015 年在上交所上市。实际控制人为丁毅，其配偶毛英以及儿子丁韞潞分别持有公司 2.24% 和 8.21% 的股份，截止至 2019 年 4 月 24 日，三人共计持有公司 37.53% 的股份。张科为无锡中鼎创始人，目前持有公司 6.14% 的股份。公司旗下子公司无锡中鼎是国内智能物流的龙头企业之一。

图 3：公司股权结构

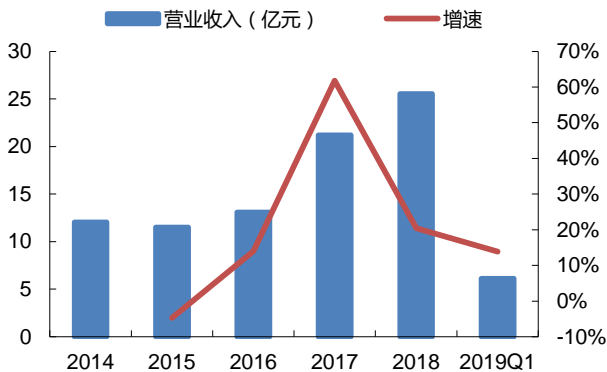


资料来源：公司公告，财富证券

1.2 业绩稳步增长，盈利能力改善

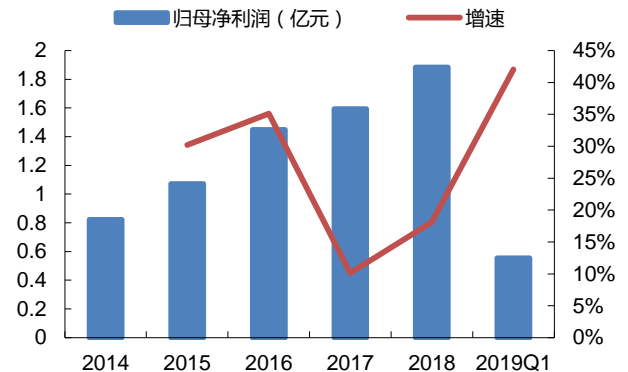
业绩稳步提升。近年来，公司业绩一直保持稳步增长的态势。归母净利润从2014年的0.82亿元增长至2018年的1.88亿元，年复合增速达23%。2019年一季度公司业绩继续保持较高速度增长，2019Q1公司实现营收6.11亿元，同比增长13.91%；实现归母净利润5548.98万元，同比增长42.03%。公司自2016年收购无锡中鼎后，协同发展效应良好，实现了“1+1>2”，对于公司业绩稳步提升起到了促进作用。

图4：公司主营业务



资料来源：公司公告，财富证券

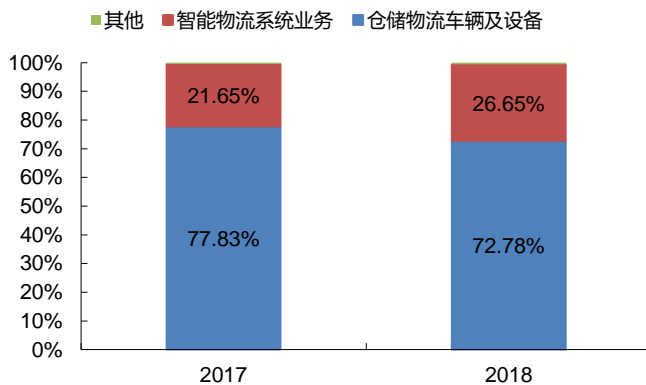
图5：公司归母净利润



资料来源：公司公告，财富证券

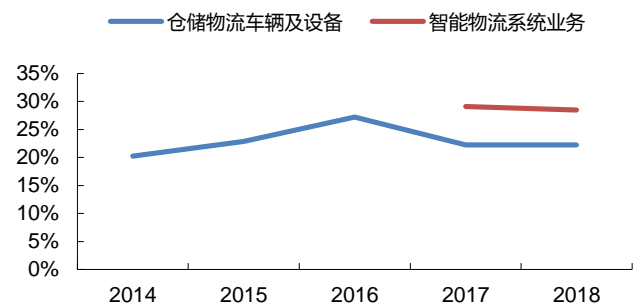
公司主要业务可以分为仓储物流车辆及设备和智能物流系统业务，近年来智能物流系统业务在公司营收中呈现逐步增大的趋势，2018年智能物流系统业务在营收中的占比达到26.65%。未来随着智能物流系统业务的快速发展，在公司营收中的占比将进一步增大。公司仓储物流车辆及设备毛利率从2016年开始，呈现下滑的趋势，主要原因为上游钢材等原材料价格上涨。2018年智能物流业务毛利率为28.45%，同比略有下滑，智能物流由于大部分都是定制化业务，所以毛利率会有所波动。

图6：公司主营业务构成



资料来源：公司公告，财富证券

图7：公司主要业务毛利率

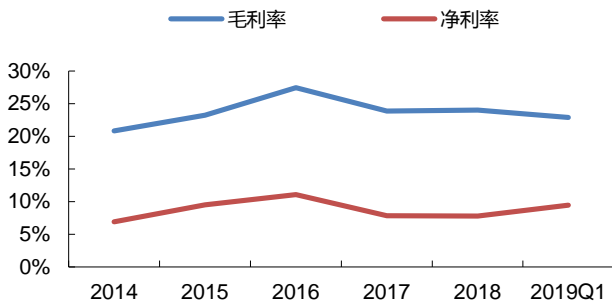


资料来源：公司公告，财富证券

费用率略有下降，净利率有所提升。受到钢材等上游原材料价格影响，公司毛利率呈现下滑的趋势，2019Q1公司综合毛利率为22.91%，同比下滑了1.91pct。毛利率虽有所下滑，但是净利率保持增长态势，2019Q1公司净利率达到9.46%，同比提升2pct。净利率增长的原因一方面为费用率的降低。2019Q1三项期间费用率为12.65%，同比下降

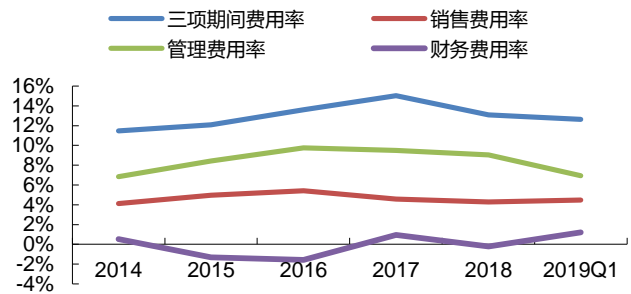
了 3.39pct；另一方面为远期结售汇合约公允价值增加，导致公允价值变动收益同比增长 169.63%。

图 8：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，财富证券

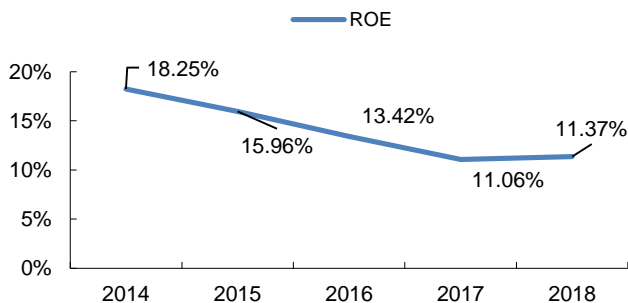
图 9：公司费用率略有降低



资料来源：公司公告，财富证券

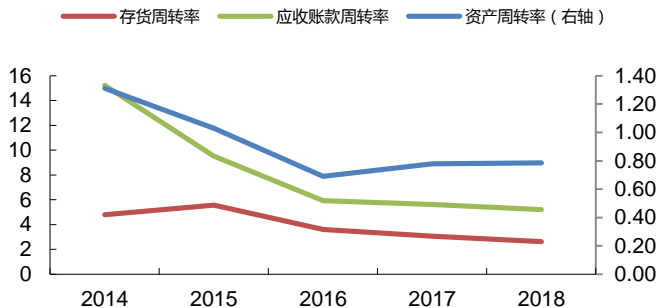
ROE 略有增长，运营能力有所下滑。2014 年至 2016 年由于资产周转率的下滑，导致公司 ROE 出现了较为严重的下滑。2018 年公司 ROE 开始触底反弹，达到 11.37%。公司 ROE 的反弹主要为资产周转率和净利率的提升。近几年公司的运营能力是有所下滑的，存货周转率以及应收账款周转率都是呈现下降的趋势。主要为公司收购无锡中鼎后，开拓了智能物流业务。智能物流业务前期需要备货垫资，并且项目的周期相对比较长（半年到二年），所以导致运营能力有所下降。

图 10：公司 ROE 略有增长



资料来源：公司公告，财富证券

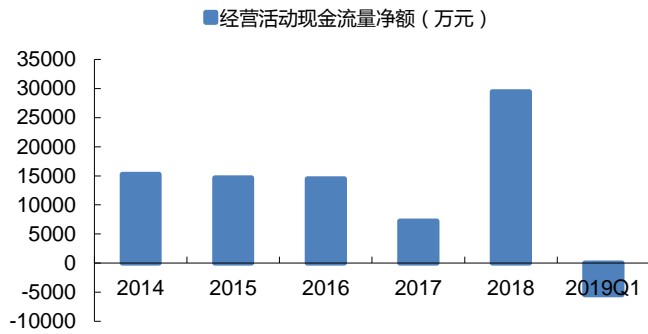
图 11：运营能力略有下降



资料来源：公司公告，财富证券

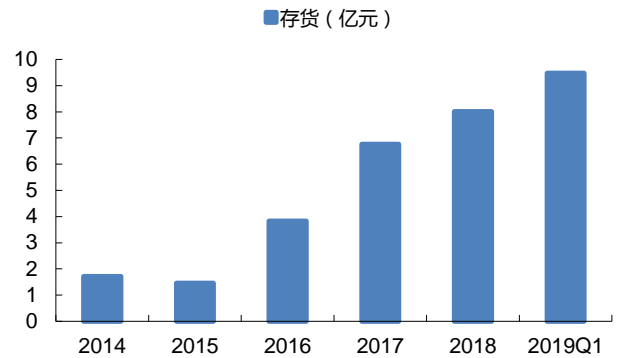
现金流持续好转。公司现金流情况在持续好转，2018 年经营活动现金流净额达到 2.94 亿元，同比增长约 3 倍。2019 年一季度虽然经营活动现金流净额为 -5468 万元，但是同比增长了 2800 万元。一季度现金流为负主要是因为智能物流订单较多，一季度存货有较大的增长。

图 12: 公司经营活动现金流量净额



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 13: 公司存货有较大增长



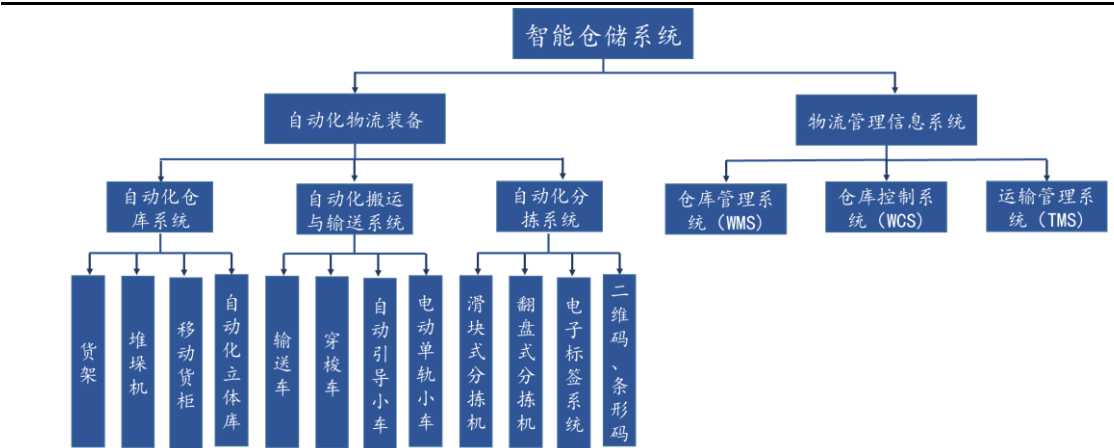
资料来源: 公司公告, 财富证券

2 受益锂电扩产, 智能物流业务快速发展

2.1 智能仓储简介

智能仓储系统是运用软件技术、互联网技术、自动分拣技术、光导技术、射频识别、声控技术等科技手段和设备对物品的进出库、存储、分拣、包装、配送等进行有效的计划、执行和控制的物流活动。从构成上来看, 智能仓储系统由自动化物流装备和物流管理信息系统组成。自动化物流装备主要包括自动化仓库系统、自动化搬运与输送系统、自动化分拣系统等, 物流管理信息系统则主要包括仓库管理系统、仓库控制系统等。

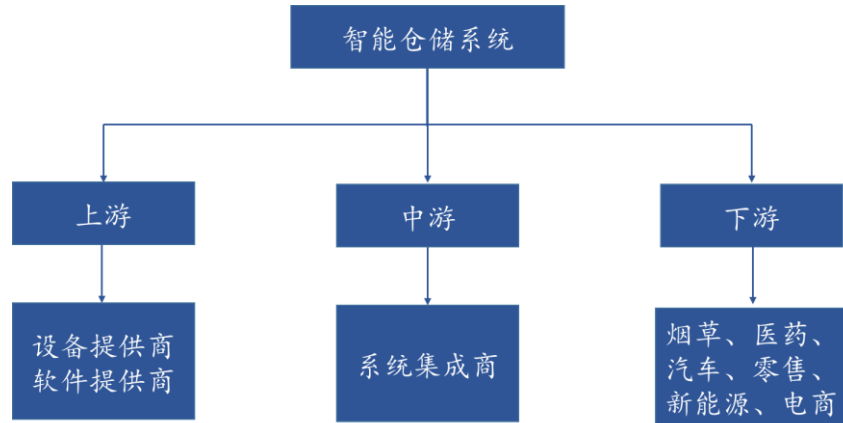
图 14: 智能仓储系统构成



资料来源: RFID 世界网, 财富证券

智能仓储产业链主要分为上、中、下游三个部分。上游为设备提供商和软件提供商, 分别提供硬件设备(输送机、分拣机、AGV、堆垛机、穿梭车、叉车等)和相应的软件系统(WMS、WCS 系统等); 中游是智能仓储系统集成商, 根据行业的应用特点使用多种设备和软件, 设计建造智能仓储物流系统; 下游是应用智能仓储系统的各个行业, 包括烟草、医药、汽车、零售、电商等诸多行业。

图 15: 智能仓储产业链

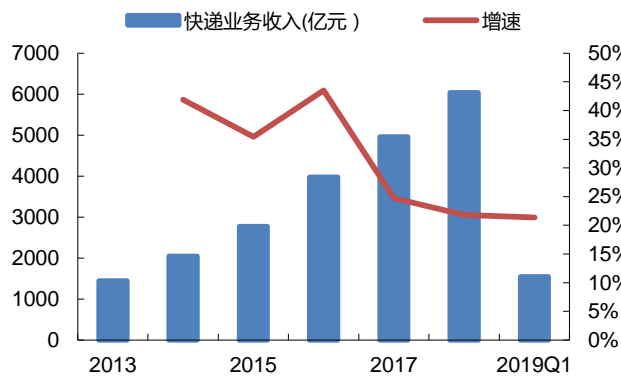


资料来源: RFID 世界网, 财富证券

2.2 智能仓储系统需求旺盛

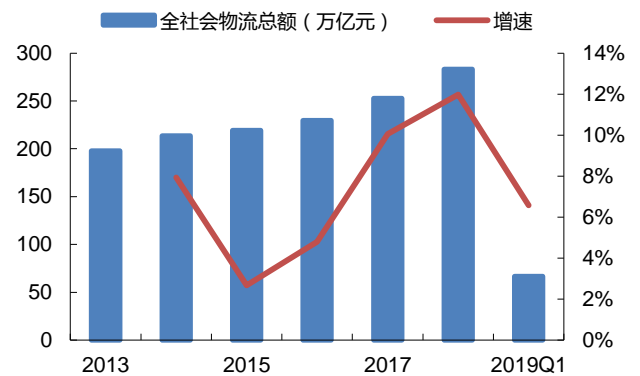
物流需求显著提升。随着国内电商等业务的飞速发展,对物流的需求显著提升。近年来,国内快递业务收入增速都维持在 20% 以上。全社会物流总额也是呈现稳定增长的趋势,2018 年全社会物流总额达到 283.1 亿元,同比增长 11.98%。

图 16: 全国快递业务收入



资料来源: 国家邮政局, 财富证券

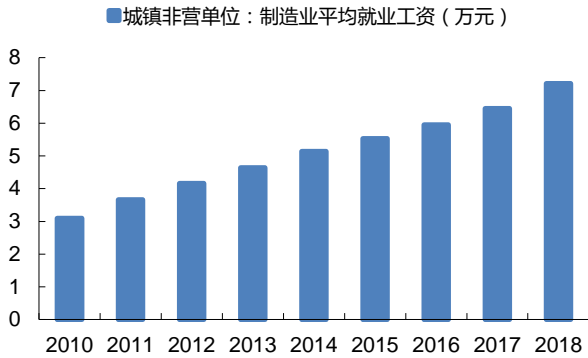
图 17: 全社会物流总额



资料来源: Wind, 财富证券

降本增效, 智能仓储大有可为。随着土地使用成本以及人工成本的增加,仓储费用也有明显的增加,降本增效是我国仓储行业未来发展的核心。此外,我国物流费用在 GDP 中的占比在全球也是偏高的,相对于日本、美国等发达国家,我国物流费用还有非常大的下行空间。因此未来发展智能仓储,减少人工及土地的使用,降低物流费用是我国仓储行业发展的必经之路。

图 18: 制造业平均就业工资



资料来源：国家统计局，财富证券

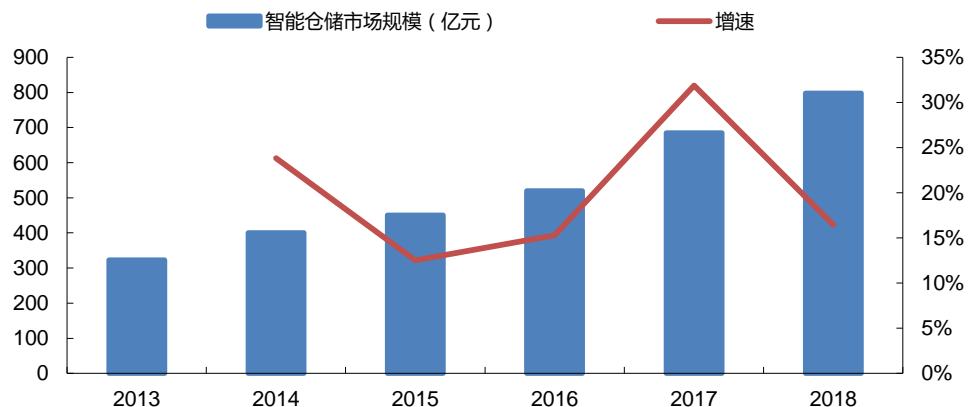
图 19: 社会物流总费用在 GDP 中的占比



资料来源：Wind，财富证券

智能仓储需求旺盛。近年来，随着物流行业的快速发展，我国智能仓储市场规模一直保持稳定增长态势。根据 GGII 发布的数据显示，2018 年中国智能仓储市场规模 797.69 亿元，同比增长 16.45%，2014-2018 年智能仓储市场规模年均复合增长率 18.81%。中国物流业的快速发展为仓储业的崛起提供了巨大的市场需求，加上制造业、商贸流通业外包需求的释放和政策的引导，智能仓储的战略地位将持续加强，未来智能仓储市场需求将进一步释放，GGII 预测到 2023 年，智能仓储市场规模将达 1975 亿元。

图 20: 中国智能仓储市场规模

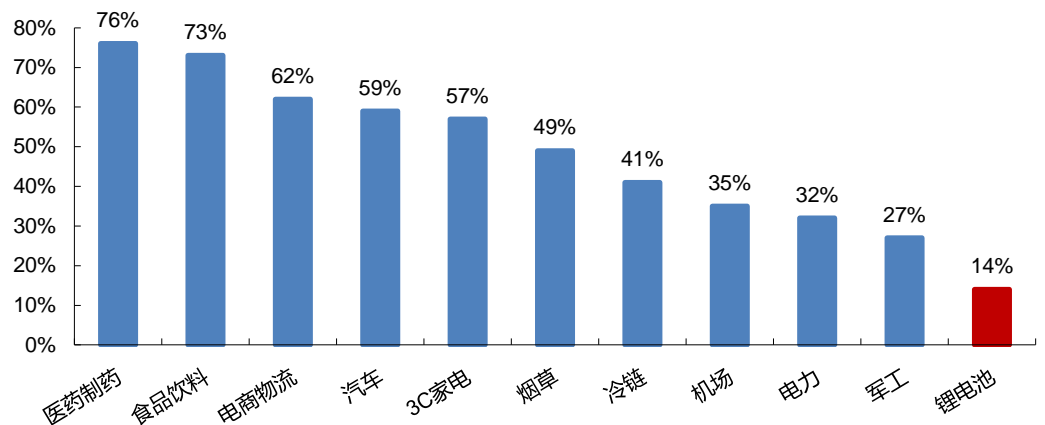


资料来源：GGII，财富证券

2.3 锂电扩产高峰，锂电仓储迎发展黄金期

锂电仓储目前企业参与度降低，竞争相对缓和。智能仓储下游的应用领域非常广泛，包括医药、食品饮料、电商物流、汽车、3C 家电、烟草、机场、新能源等。医药以及食品饮料等由于市场需求大，发展的时间多，行业竞争者已经非常多，竞争趋于激烈。而新能源等领域，如锂电池仓储等，是由于近两年电池开始大规模的扩产，需求才开始加大，并且由于需要对锂电池的生产工艺非常了解才能提供最优质的物流及仓储方案，技术门槛相对较高，目前锂电池仓储参与的企业数量相对还较少。目前仅有诺力股份、今天国际、软控股份、普天物流等企业参与，竞争相对缓和。（智能仓储企业参与度计算方式为参与某行业的智能仓储企业除以所有智能仓储企业）

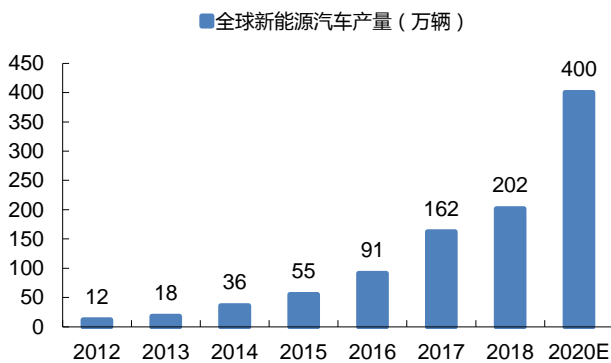
图 21：智能仓储企业参与度



资料来源：搜狐网，财富证券

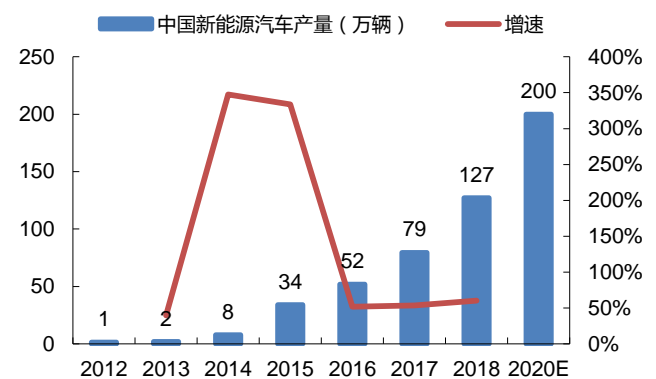
新能源汽车销量快速增长。根据高工锂电统计的数据，2012年至2017年，全球新能源汽车销量从12万辆增长至162万辆，5年时间增长了13.5倍。2018年全球新能源汽车突破了200万辆。高工锂电预计2020年全球新能源电池有望达到400万辆。根据中国汽车工业协会的数据显示，2018年全国新能源汽车销量是127万辆，同比增长60.01%。根据发改委规划，2020年我国新能源汽车销量有望达到200万辆。

图 22：全球新能源汽车产量



资料来源：高工锂电，财富证券

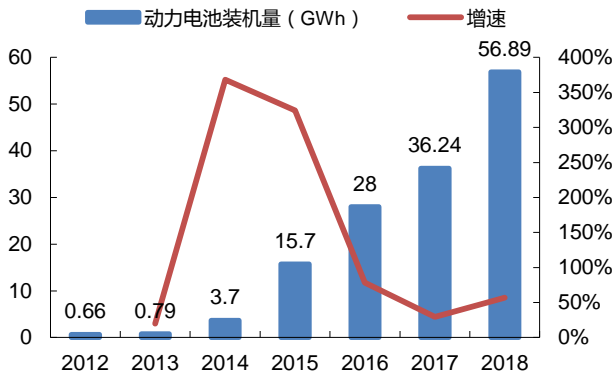
图 23：中国新能源汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会，财富证券

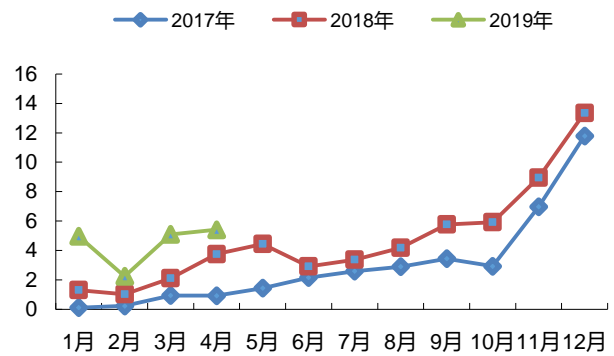
动力电池需求旺盛。根据动力电池应用分会研究部统计数据显示，2018年全年我国新能源汽车动力电池装机总量为56.89GWh，同比增长56.88%。装机量从3月份开始持续走高，6月略有下滑后继续攀升，12月装机量达到顶峰，高达13.36GWh，环比增长49.92%。2019年动力电池装机量继续保持高速增长，2019年1-4月累计装机量达到17.72GWh，同比增加116%。

图 24：全国动力电池装机量



资料来源：动力电池应用分会研究部，财富证券

图 25：每月动力电池装机量 (GWh)



资料来源：GGII，财富证券

2016 年 12 月《“十三五” 国家战略新兴产业发展规划》中，明确提出到 2020 年新能源汽车年产量达到 200 万，累计产销量达到 500 万。2018 年 3 月，工信部部长在接受央视采访时，提出燃油车退出时间表，初步确定了 2019 年新能源汽车占比达 8%，2020 年新能源汽车占比达 10%。根据《汽车产业中长期发展规划》，到 2025 年新能源汽车占汽车产销 20% 以上。2025 年我国汽车产量预计在 3500 万辆左右，以此测算，2025 年新能源车产量约为 700 万辆。

假设 1：乘用车、客车和专用车的占比分别是 8：1：1；

假设 2：纯电动乘用车、插电混合乘用车、纯电动客车、插电混合客车和专用车带电量分别为 50KWh、15 KWh、170 KWh、50 KWh 和 50 KWh。

在上述假设下，2020 年我国动力电池需求量将达到 116GWh，2025 年需求量将到达 406GWh，假设电池产能利用率为 60%，2025 年动力电池的产能将达到 677GWh。截止至 2018 年年底，我国动力电池名义产能约为 250GWh，到 2025 年还需要扩产 427GWh。每 GWh 动力电池需要物流设备投资约为 2500-3500 万元，因此 2019-2025 年锂电物流设备投资需求有望达到 100 亿元以上。

表 1：动力电池需求预测

车辆	产量/电池需求量	2019 年	2020 年	2025 年
乘用车	纯电动产量 (万台)	115.2	144	504
	插电混合产量 (万台)	12.8	16	56
	乘用车总产量 (万台)	128	160	560
	纯电动电池需求 (GWh)	57.6	72	252
	插电混合电池需求 (GWh)	1.92	2.4	8.4
	乘用车电池总需求量 (GWh)	59.52	74.4	260.4
客车	纯电动产量 (万台)	14.4	18	63
	插电混合产量 (万台)	1.6	2	7
	客车总产量 (万台)	16	20	70
	纯电动电池需求 (GWh)	24.48	30.60	107.10
	插电混合电池需求 (GWh)	0.8	1	3.5

	客车电池总需求量 (GWh)	25.28	31.60	110.60
专车	产量 (万台)	16	20	70
	电池需求 (GWh)	8	10	35
	电池总需求 (GWh)	92.80	116.00	406.00

资料来源: Wind, 财富证券

2.4 国内物流自动化系统集成商未来成长空间大

物流自动化系统集成商龙头具备品牌和规模优势。2018年5月,美国权威物料搬运领域杂志《MMH》公布了2017年全球自动化系统集成商10强榜单。其中日本占据2家,美国占据2家,欧洲占据5家。海外大型智能物流系统集成商往往形成了核心的产品优势(分拣速度、管理软件平台、出入库速度、行业解决方案等),形成了强大的品牌效应和规模效应。2017年全球前三大物流仓储系统提供商大福、胜斐尔、德马泰克的收入规模均超过了百亿元人民币,其中全球最大的大福2018年总收入达到239.17亿元,同比增长26.21%。

表 2: 2016-2017 全球物流系统系统集成商前 10 名

2017 年 排名	2016 年 排名	公司 名称	2016 年收入 (百万美元)	2017 年收入 (百万美元)	17 年同比 增长率	三年增 长率	总部
1	1	大福	2924	3659	25.1%	44%	日本大阪
2	2	胜斐途	2630	3060	16.3%	23%	德国诺因基
3	3	德马泰克	2016	2267	12.5%	42%	美国乔治亚特兰大市
4	5	范德兰德	1231	1538	24.9%	46%	荷兰费赫尔
5	4	村田机械	1260	1287	2.1%	28%	日本东京
6	8	霍尼韦尔	850	1000	17.6%	59%	美国俄亥俄州
7	12	TGW	568	915	61.1%	74%	澳大利亚
8	7	伯曼集团	852	900	5.6%	0%	德国北莱茵-威斯特法伦
9	9	法孚集团	721	721	0%	0%	法国巴黎
10	10	瑞仕格	645	695	7.8%	-2%	瑞士布克斯

资料来源: MMH, 财富证券

与国际物流系统巨头相比,国内智能物流系统集成商规模相对较小,未来的成长空间很大。目前国内相对优质的物流系统集成商主要包括诺力股份、今天国际、机器人、东杰智能、音飞储存、昆船物流、北自所、山东兰剑和北京高科等。

表 3: 国内主要物流系统集成商

公司	所在地	物流业务	2018 年增速	主要应用场景
诺力股份	杭州	6.8 亿元	48.15%	公司是锂电物流龙头,其他应用领域还包括食品、冷链、医药、新能源、汽车、机械、造纸、能源、化工、服装等多个行业领域。
今天国际	深圳	4.16 亿元	-26.94%	公司是国内烟草物流龙头之一,其他应用领域还包括新能源电池、冷链、食品饮料、航空、石油化工、电力、电气、家居、日化、3C 电子、高铁、通信等行业。
机器人	沈阳	9.7 亿元	35.47%	公司下游应用主要是在锂电、医药、商贸等。公司开发的 AGV 小车、超高堆垛机达到国内领先水平。
东杰智能	太原	3.67 亿元	-9.0%	公司下游应用主要是医药、食品饮料、冷链物流、电子商务、

此报告仅供内部客户参考

-12-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

音飞储存	南京	3.47 亿元	64.45%	跨境电商、快消品及保健品等行业。主要提供立体式货架，应用包括汽车、智能制造、橡塑制品、医药、电商等。
山东兰剑	山东			业务范围涵盖仓储、分拣、配送、管理、考核等，成功用户遍及烟草、电力、医药、轮胎、快运、机械、等各个行业。
昆船物流	昆明			公司是国内烟草物流龙头之一，下游应用还包括军方、金融、航空、医药、酒业、造纸、电力、家电、电商、锂电、快消品。

资料来源：公司公告，财富证券

2.5 绑定国内动力电池龙头，在手订单充足

绑定国内动力电池龙头企业。子公司无锡中鼎作为“锂电池一站式智能制造解决方案引领者”，深耕锂电池领域长达 10 年时间，拥有近百个锂电池物流成功案例。下游客户包括 CATL、比亚迪、LG 化学、松下、muRATA（村田）、天津力神、亿纬锂能、孚能科技、北京盟固利、江苏力信等国际和国内一流电池企业。

图 26：公司新能源领域客户



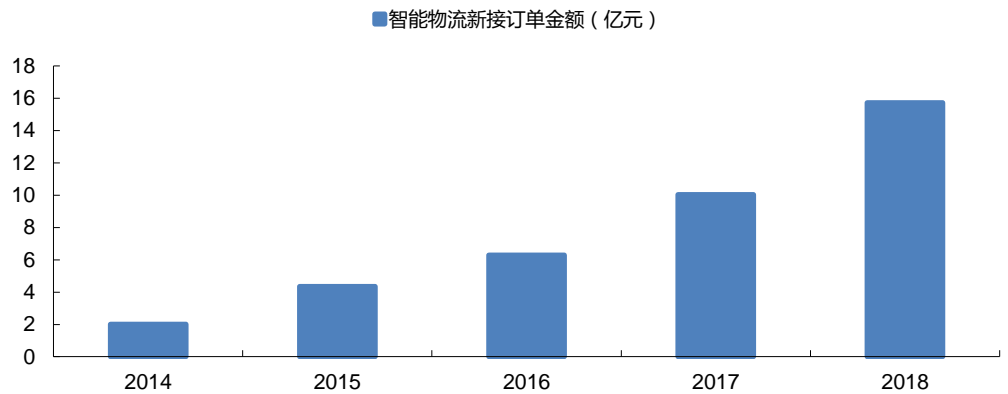
资料来源：公司官网，财富证券

智能物流技术先进。2018 年 3 月，公司自主研发的“动力锂离子电池生产智能化物流成套系统”技术在首都通过国家科技成果评价，该技术在锂离子电池生产物流装备技术及生产管控集成技术领域处于国内领先水平，打破了国外技术垄断。5 月，公司发布最新研发的全套“新能源智能物流系统”，专业技术获得业内赞赏。11 月，推出全新研发的 WTR 高速旋转推拉式密集型堆垛机以及全新智能物流云平台。

外延并购，增强物流软件实力。2018 年，诺力参与投资的产业并购基金完成了对法国 SAVOYE 公司全部股权的收购，极大地强化了诺力在物流系统集成技术和软件服务方面的能力，使其物流系统集成服务能够阔步进军国际市场。由此，诺力成为中国率先在国际舞台上与全球著名物流系统集成商竞技的企业。

在手订单充足，未来成长空间大。2018 年公司智能物流业务新签订单 15.73 亿元，同比增长 56.83%；2019 年 1 月 24 日又与孚能科技签订了 6 亿元订单。预计目前在手订单约为 27 亿元，在手新能源领域订单超过 16 亿元。2019 年锂电依旧保持积极扩产的状态，未来订单还有望进一步增长。同时，公司还在积极拓展在家电以及家居建材等行业的拓展，未来具有较大的成长空间。

图 27：公司智能物流在手订单



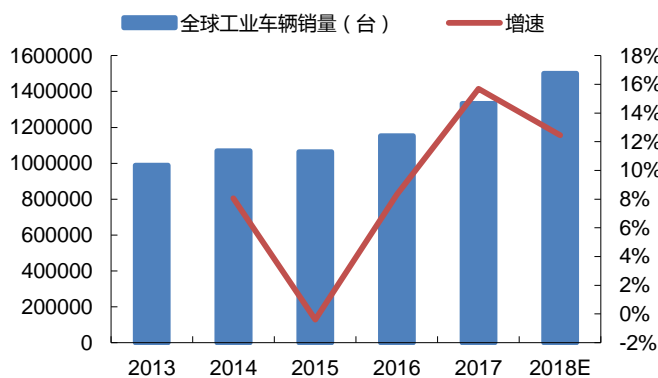
资料来源：公司公告，财富证券

3 电动车辆产能释放，仓储车辆业务有望稳增长

3.1 工业车辆需求旺盛，电动叉车占比提升

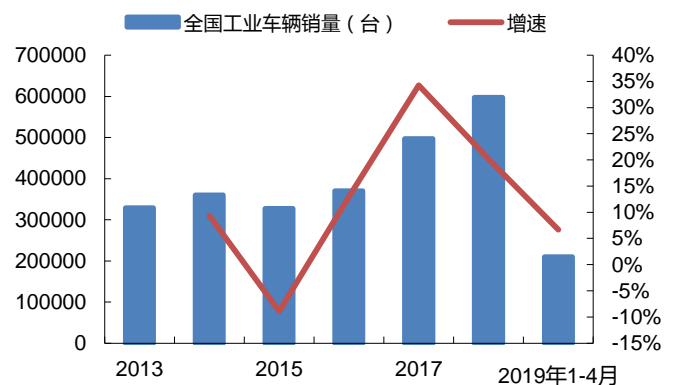
工业车辆需求有望逐步增加。根据中国工程机械工业协会工业车辆分会的预测，2018 年全球工业车辆的销量有望达到 150 万辆，同比增长 12.46%。中国作为工业车辆生产大国，2018 年工业车辆销量为 59.72 万台，同比增长 20.21%。2019 年 1-4 月份销量为 20.98 万台，同比增长 6.69%。2019 年受到国内经济增速放缓等影响，工业车辆的销量增速也有明显放缓的迹象。但是从中长期看，我国经济还是处于一个稳步向上的态势。同时因为劳动力成本的上升，机器代人的需求将逐步增加，未来对工业车辆的需求也有望逐步增加。

图 28：全球工业车辆销量



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，财富证券

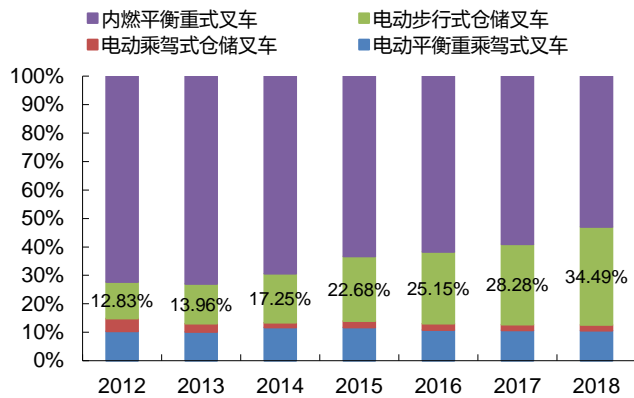
图 29：全国工业车辆销量



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，财富证券

电动叉车占比逐步提升。工业机动车辆可以简单分为电动平衡重乘驾式叉车、电动乘驾式仓储车辆、电动步行式仓储车辆和内燃平衡重式叉车。随着环保趋严，工业车辆也有逐步向电动化转型的趋势。根据各类型工业车辆占比来看，内燃平衡重式叉车占比有明显的下滑，而电动步行式仓储叉车的占比从 2012 年的 12.83% 增长至 2018 年的 34.49%，电动乘驾式仓储叉车和电动平衡重乘驾式叉车占比保持相对稳定。随着叉车电动化率的提升，电动叉车的占比有望进一步提升。

图 30：各类型工业车辆销量占比



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，财富证券

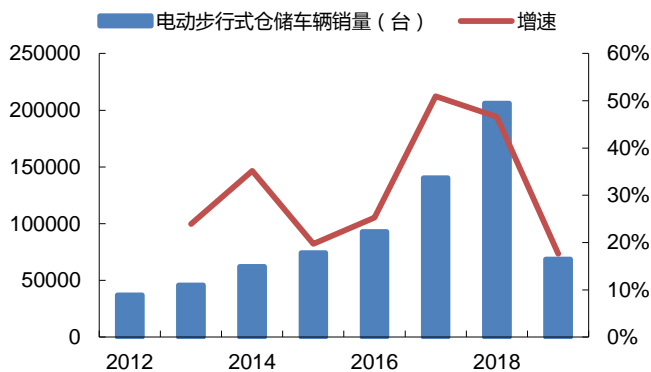
图 31：各类型工业机动车



资料来源：公司官网，财富证券

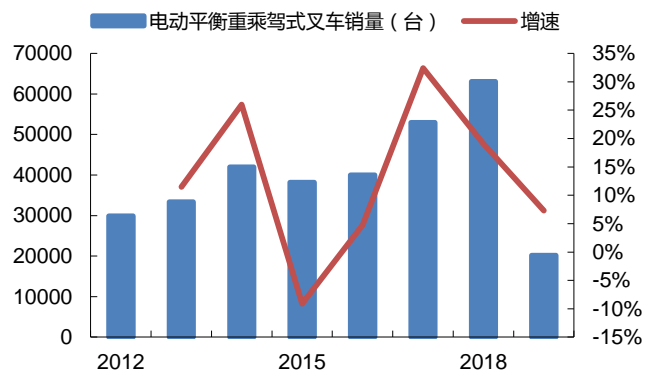
随着我国对仓储车辆节能环保要求的提升，电动叉车的需求也越来越大。我国电动步行式仓储车辆销量从 2012 年的 37030 台增长至 2018 年的 205954 台，年复合增速达到 33%。2018 年我国电动平衡重乘式叉车销量为 63054 台，同比增长 19.09%，2019 年 1-4 月份保持 7.31% 的增速。

图 32：全国电动步行式仓储车辆销量



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，财富证券

图 33：电动平衡重乘驾式叉车销量

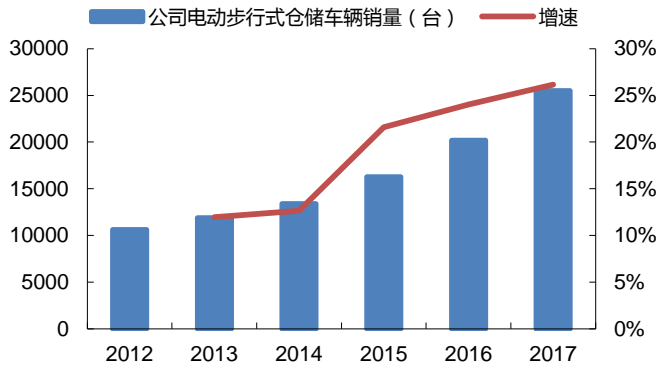


资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，财富证券

3.2 募投项目投产助力电动叉车业绩增长

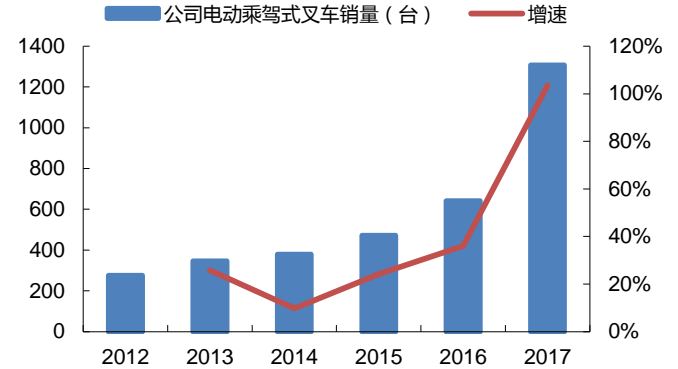
公司电动叉车销量稳步提升。公司作为我国电动步行式仓储车辆的龙头企业，电动步行式仓储车辆销量也是保持稳定增长的态势，2017 年公司电动步行式仓储车辆销量为 25483 台，同比增长 26.15%，在全国销量中的占比为 18.14%。

图 34: 公司电动步行式仓储车辆销量



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 35: 公司电动乘驾式仓储车辆销量



资料来源: 公司公告, 财富证券

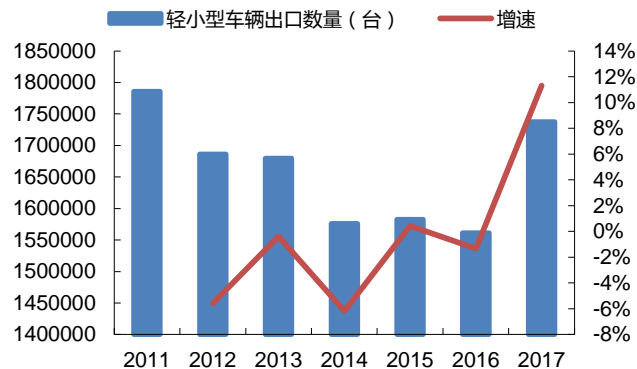
募投项目有望助力仓储物流车辆业务业绩提升。公司在 2015 年 IPO 募投项目“新增年产 22000 台节能型电动工业车辆”，其中包括 21000 台电动步行式仓储车辆，1000 台电动乘驾式叉车。项目于 2018 年年底投产，根据公司之前车辆销量以及对应的销售额测算出电动步行式仓储车辆销售均价约为 1.2 万元，电动乘驾式叉车的均价约为 8 万元。因此本次募投项目达产后将增加收入 3.32 亿元。

3.3 钢材等原材料价格下滑，轻小型搬运车毛利率有望提升

公司是全球轻小型搬运车辆的龙头企业。轻小型搬运车辆销量连续 15 年保持全球第一。产品出口至欧美、日本、澳大利亚，占据欧盟 50% 的份额和全球 33% 的市场份额。

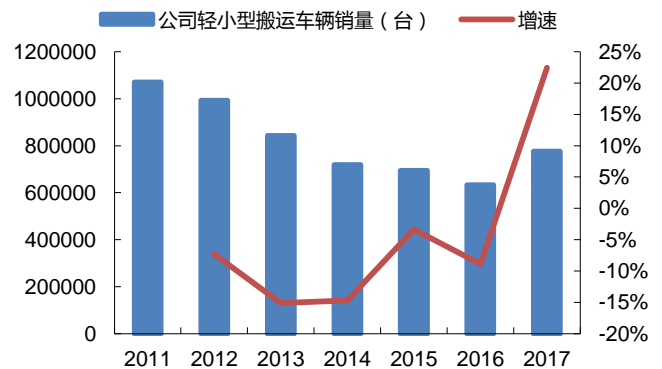
轻小型搬运车需求回暖。我国是全球轻小型搬运车的主要生产国，约有 30% 以上的市场份额销往欧洲，20% 以上的市场份额销往北美地区。2013 年 4 月 22 日，欧盟将对包括本公司在内的所有中国企业生产的手动搬运车及其配件征收 70.80% 的反倾销税，有效期 5 年。受到欧盟制裁影响，我国轻小型搬运车出口量从 2012 年的 168.62 万台下滑至 2016 年的 156.12 万台。公司轻小型搬运车的销量也有非常明显的下滑，从 2012 年的 99.30 万台下滑至 2016 年的 63.35 万台。随着国家及区域重大项目的开工、“一带一路”项目启动，行业呈现筑底回暖态势。从 2017 年开始，轻小型搬运车的需求开始回暖，全国轻小型搬运车出口数量以及公司销量都出现了明显的增长。

图 36: 我国轻小型搬运车车辆出口数量



资料来源: Wind, 财富证券

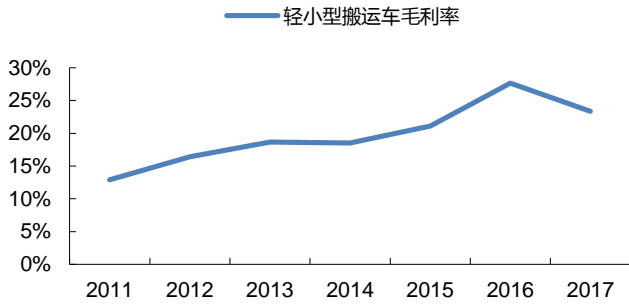
图 37: 公司轻小型搬运车车辆销量



资料来源: 公司公告, 财富证券

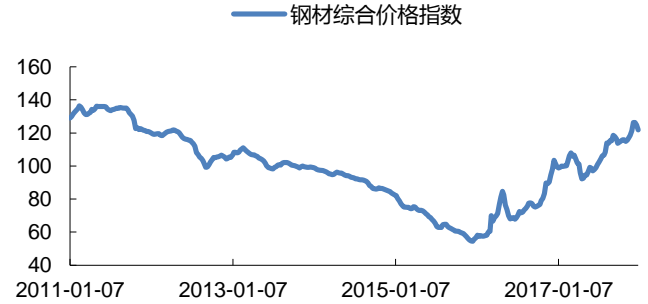
公司产品成本由原材料、直接人工、制造费用等组成，其中原材料成本约占产品成本的 90% 左右。轻小型搬运车原材料以钢材为主，占比 60% 以上。所以钢材价格波动对公司毛利率影响很大。2011 年至 2016 年钢材价格一路下行，钢材综合价格指数从 2011 年的 128.98 下降至 2016 年的 98 点。公司轻小型搬运车毛利率从 2011 年的 12.89% 上涨至 2017 年的 23.38%。2017 年钢材价格开始上涨后，公司毛利率出现了严重的下滑。

图 38：轻小型搬运车毛利率



资料来源：公司公告，财富证券

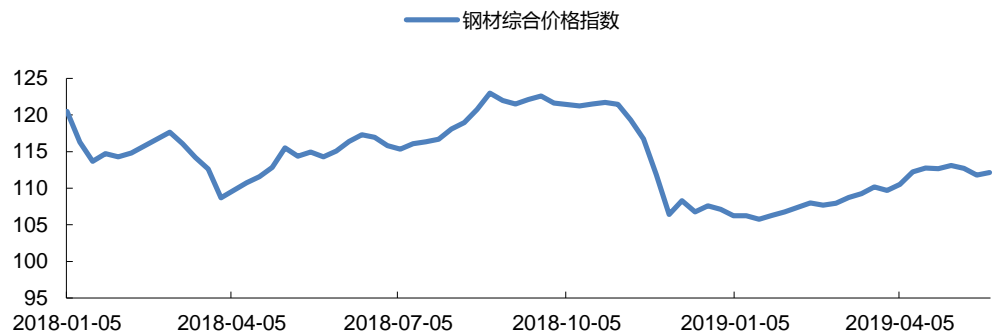
图 39：2011 年-2017 年钢材综合价格指数



资料来源：Wind，财富证券

2019 年轻小型搬运车毛利率有望回升。与 2018 年相比，2019 年钢材价格有明显的下滑，目前呈现相对稳定的趋势。我们认为随着钢材价格的稳定，叠加公司原材料成本的管控以及产品价格的调整，公司轻小型搬运车的毛利率将有所回升。

图 40：2018 年-至今年钢材综合价格指数



资料来源：Wind，财富证券

4 新业务持续拓展，未来成长空间大

4.1 国内高空作业平台有望持续高景气度

高空作业平台主要用于各个行业进行高空作业、设备安装和检修等，它可替代吊篮、脚手架等传统作业方式，能大幅提高高空作业的安全性和效率。主要应用领域包括建筑工地、电力高空作业、建筑物墙壁的清洗维护、大型设备制造和检修、超市及仓库物流等。根据类型不同可以简单分为剪叉式高空作业平台、臂式高空作业平台和跪柱式高空

作业平台，目前国内高空作业平台保有量中大部分为剪叉式高空作业平台。

图 41：高空作业平台类型



剪叉式高空作业平台



臂式高空作业平台



跪柱式高空作业平台

资料来源：浙江鼎立官网，财富证券

近期，英国 KHL 集团旗下世界知名高空作业平台杂志《Access International》发布了“2018 年全球高空作业平台制造企业 20 强”榜单(AccessM20)。2018 年全球高空作业平台前 20 强中有 18 家公司保持了正增长，增幅在 20% 以上的有 6 家，增幅在 10% 以上的有 11 家。中国有浙江鼎立和湖南星邦二家公司上榜。2018 年浙江鼎立和湖南星邦营收增速分别为 49% 和 121%。

表 4：高空作业平台全球前 20 名

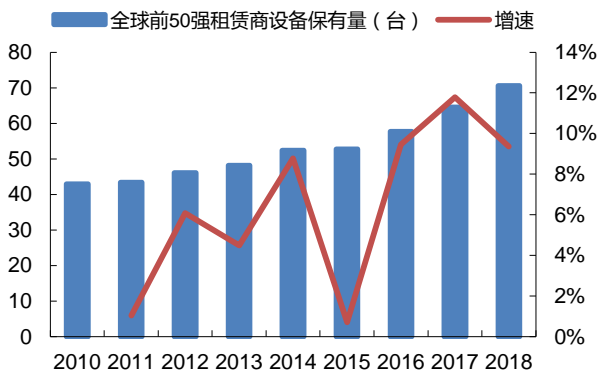
2018 排名	2017 排名	公司	总部	2018 年收入 (百万美元)	2017 年收入 (百万美元)	2018 年增速
1	1	JLG Industries	美国	2479.3	2115.7	17%
2	2	Terex	美国	2124.2	1693.2	25%
3	3	Skyjack	加拿大	1113.6	960	16%
4	4	Haulotte	法国	690	605	14%
5	5	Altec	美国	457	436	5%
6	6	Aichi Corporation	日本	428.8	435.1	-1.30%
7	9	Alimak Hek	瑞典	339.6	331.3	2.50%
8	7	Manitou	法国	294.6	270.1	9%
9	10	Time	美国	265	210	26%
10	12	Dingli	中国	245.8	163.9	49%
11	8	Tadano	日本	240.7	239.38	1%
12	11	Ruthmann	德国	207.31	207.31	0%
12	15	Niftylift	英国	204.7	178.2	15%
14	14	Snorkel	美国	200.5	165.8	21%
15	13	Palfinger Platforms	德国	179	170.5	4%
16	16	Bronto Skylift	芬兰	128.5	122.62	5%
17	20	Klubb	法国	118.7	74	59%
18	18	Geda	德国	118.1	102.97	15%
19	26	Sinoboom	中国	115.2	52.12	121%
20	17	Multitel Pagliero	意大利	106.4	103.66	3%

资料来源：Access International，财富证券

目前国内高空作业平台市场主要被 Terex、JLG 以及浙江鼎立等占据，特别是在臂式等高端高空作业平台领域，大部分市场份额被 Terex、JLG 以及 Haulotte 等企业瓜分。随着国内企业在剪叉式高空作业平台领域的突破，逐步在高空作业平台占据一席之地。目前国内从事高空作业平台生产的企业主要有浙江鼎力、海伦哲、京城重工、湖南星邦、湖南运想、三一帕尔菲格、徐工消防、中联重科以及诺力股份等。

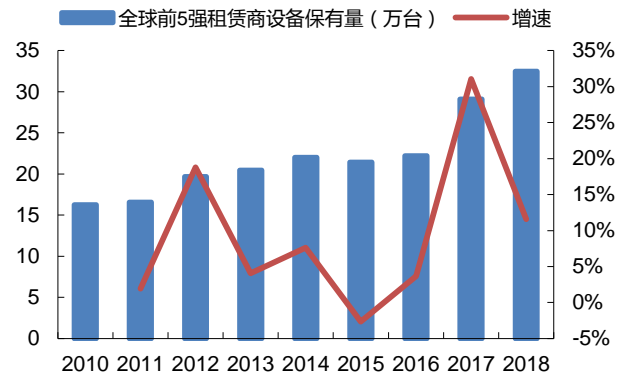
高空作业平台前 50 强设备保有量稳步提升。近日，《Access International》——KHL 集团旗下世界知名高空作业杂志发布了“2018 年全球高空作业平台租赁企业 50 强”榜单 (Access50)。2018 年前 50 强设备保有量为 705882 台，同比增长 9.4%。其中，前 5 强设备保有量为 324855 台，同比增长 11.6% (比 2017 年的 31.1% 略有回落) 占前 50 强的比例没有太大变化 (2017 年为 45.1%，2018 年为 46%)。中国市场高空作业平台的增长速度要快于其他地区，中国最大的高空作业平台租赁商上海宏信 2018 年的保有量增加了 1500 多台，达 7465 台 (Access50 榜单中数据为 7474 台，涨幅 48.75%)，排名第 25，是前 50 强中增长最快的企业之一。

图 42: 全球前 50 强租赁商设备保有量



资料来源: Access International, 财富证券

图 43: 全球前 5 强租赁商设备保有量

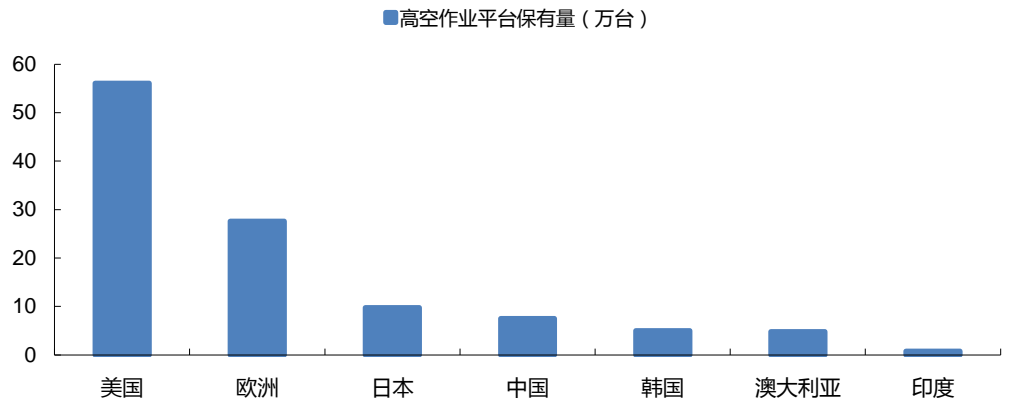


资料来源: Access International, 财富证券

国内高空作业平台增长潜力大。根据 IPAF 的数据显示，2017 年全球高空作业平台需求总量约 36.5 万台 (更新需求量约 23.5 万台, 新增需求约 13 万台), 全球市场规模约 840 亿元, 按 7% 的复合增速测算, 预计 2020 年全球市场空间可达千亿。目前全球高空作业平台保有量约为 120-125 万台, 其中美国保有量为 55-60 万台, 欧洲保有量约为 25-30 万台, 日本保有量约为 10 万台, 中国保有量约为 7-8 万台, 韩国约有 5 万台。从人均保有量来看, 美国大概是 600 人/台, 欧洲大概是 1200 人/台, 而中国大约是 1.8 万人/台, 中国高空作业平台未来具备较大的增长潜力。

根据 IPAF 发布的 2019 年高空作业平台租赁市场预测, 未来中国高空作业平台前景依旧非常乐观。我们预计未来 2-3 年国内高空作业平台依旧有望保持 30% 左右的复合增速。

图 44：高空作业平台保有量



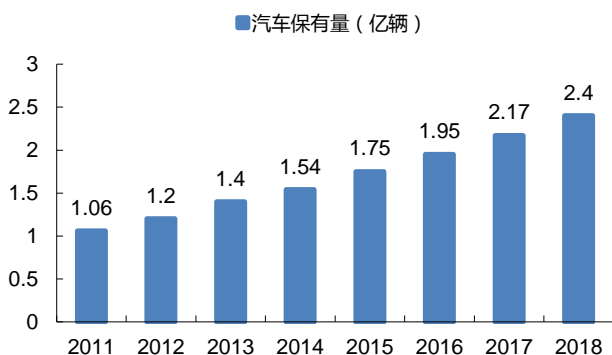
资料来源：IPAF，财富证券

2019年1月21日，公司公告称与捷尔杰(天津)设备有限公司签署了委托生产协议，根据合同约定的最低采购数量和产品初始单价估算，本次双方签署的合同总金额自生效日起第一年不少于2400万元，第二年不少于4900万元。捷尔杰是全球最大的高空作业平台公司，获得捷尔杰的生产订单也充分说明了公司生产的高空作业平台在质量上得到了国际一线厂商的肯定，为公司后续高空作业平台业务的发展奠定了良好的基础。

4.2 停车位供需失衡，智能停车库需求旺盛

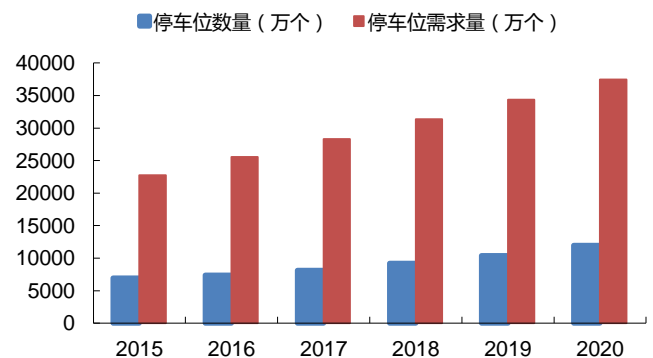
随着我国汽车保有量的逐步增加，对停车位的需求量日益旺盛。根据公安部交通局发布的信息显示，2018年我国汽车保有量达到了2.4亿辆。但是我国停车位的数量确远不及需求量。据国家发改委此前发布的数据显示，我国大城市小汽车与停车位的比例约为1:0.8，中小城市约为1:0.5，与发达国家的1:1.3相比。我国停车位比例仍然偏低，停车设施建设有待完善。

图 45：我国汽车保有量逐年增加



资料来源：公安部交管局，财富证券

图 46：停车位需求量



资料来源：中国安防展览网，财富证券

随着城市汽车保有量的不断增加，停车难问题已经成为大中型城市的一个普遍现象。机械式立体车库可充分利用土地资源，发挥空间优势，最大限度地停放车辆，成为解决城市静态交通问题的重要途径。机械式停车设备指利用机械方法，将车辆作垂直、横向、纵向搬运，达到存放和取出车辆目的所使用的集机、电、仪一体化的全套设备。

根据机械行业标准《机械式停车设备类别、型式与基本参数》的归纳，机械式停车设备可分为升降横移式（PSH）、垂直循环式（PCX）、垂直升降式（PCS）、水平循环式（PSX）、多层循环式（PDX）、平面移动式（PPY）、巷道堆垛式（PXD）、简易升降式（PJS）和汽车占用升降机（PQS）等 9 大类。目前，从产品类别上看，升降横移类停车设备应用最为广泛，其 1998-2017 年十年间建成车泊位数占比高达 86.03%。

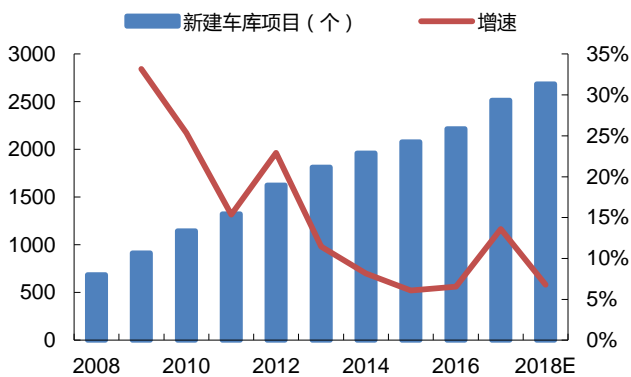
表 5：各类型立体式停车库优缺点

类型	优点	缺点	单套存容量
升降横移式 (PSH)	型式多，规模可大可小，适应性较强	一套设备只有一个出入口，占地面积较大。车位距离过近，停车门易触碰旁边车辆，运行过程不具有防止倾斜坠落功能。	3-43
垂直循环式 (PCX)	可独立也可多台组合，占地面积小，每台设备都有一个出入口，存取方便，耗电量为普通车库的 35%。	机械式停车设备有钢结构出入口，刚使用需要适应时间。	5-50
多层循环式 (PDX)	无需坡道，节省占地，自动存取，适用于地形狭长且地面只有一个出入口。	设备结构复杂，故障率高，驱车时间过长，实用性差	6-46
水平循环式 (PSX)	省去进出车道，适用于狭长地形的地方，降低通风装置的费用。	屏东机构导轨易磨损，一般只有一个出入口，存取时间较长，实用性差。	10-40
平面移动式 (PPY)	准无人方式，每层车台和升降机分别动作，提高出入库速度。	设备结构复杂，故障率高，驱车时间过长，实用性差。	12-130
巷道堆垛式 (PXD)	全封闭，存车安全，适用于大型密集式停车。	设备机构复杂，故障率高，取车时间过长，实用性差。	30-200
垂直升降式 (PCS)	空间利用率高，安全措施和消防系统足够。	设备结构复杂，故障率高，实用性差。	7-56
简易升降式 (PJS)	结构简单，操作容易，可任意迁移，搬迁安装。	整体结构设计不科学，力学机构不合理，有较大安全隐患。	1-3
汽车占用升降机 (PQS)	代替汽车进出库的斜坡道，节省空间，提高土地利用率。	一般配套用于没有自走式坡道的车库。	

资料来源：搜狐网，财富证券

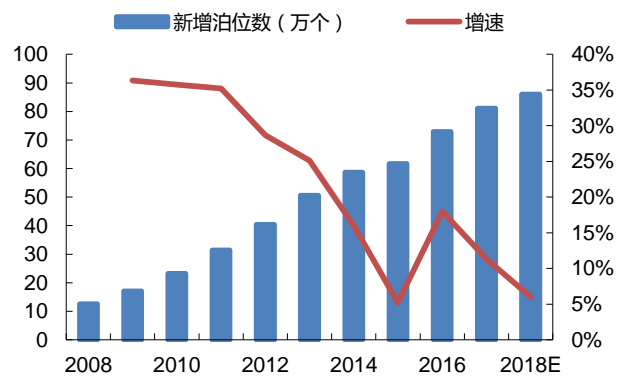
2017 年，我国新建车库项目 2516 个，其中新建升降横移类停车设备车库数量最多，达 1959 个，占比 77.86%；新增泊位数 81.11 万个，虽较 2016 年(72.86 万个)增长了 11.32%，但仍远低于市场需求量；其中，新增升降横移类泊车位达 67.38 万个，占比 83.05%。

图 47：新建车库项目数量



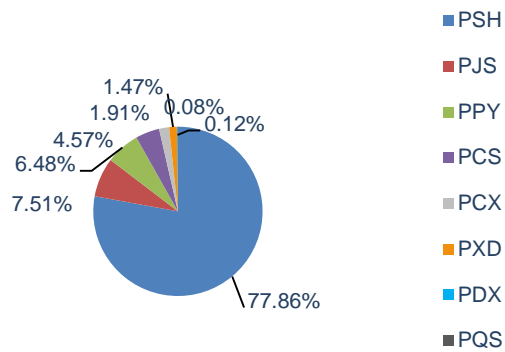
资料来源：中国重型工业机械协会，财富证券

图 48：新增泊车位数量



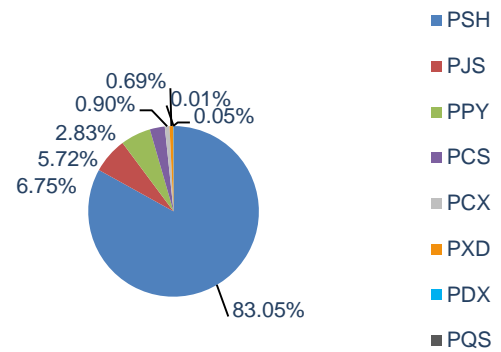
资料来源：中国重型工业机械协会，财富证券

图 49: 国内新增车库项目结构



资料来源: 中国重型工业机械协会, 财富证券

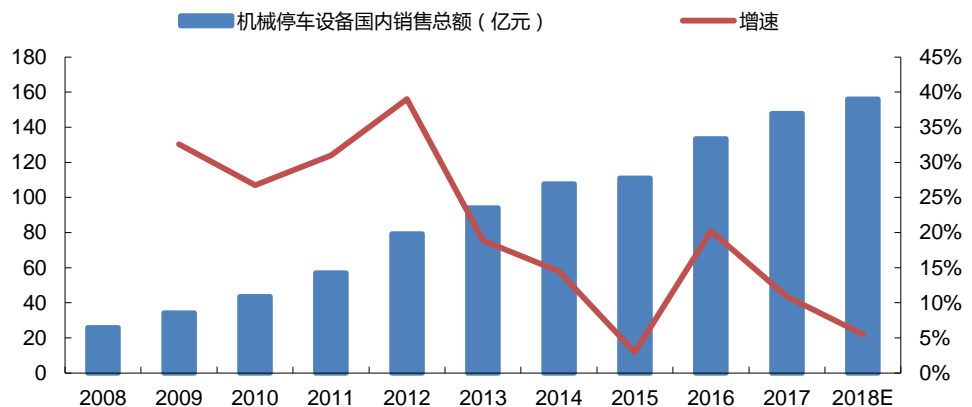
图 50: 国内新增泊位数结构



资料来源: 中国重型工业机械协会, 财富证券

根据中国重型机械工业协会停车设备工作委员会报告数据, 2017 年我国机械停车设备实现销售总额 155.29 亿元, 同比增长 10.90%, 其中国内销售总额为 147.88 亿元 (包括汽车专用升降机), 国外销售额为 7.41 亿元。预计 2018 机械停车设备国内销售总额将达到 156 亿元。

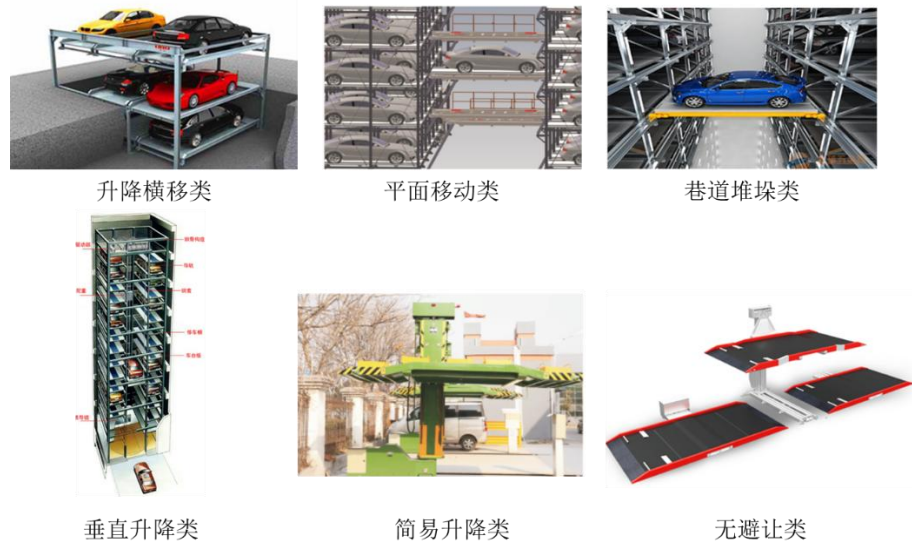
图 51: 机械停车设备国内销售总额



资料来源: 中国重型工业机械协会, 财富证券

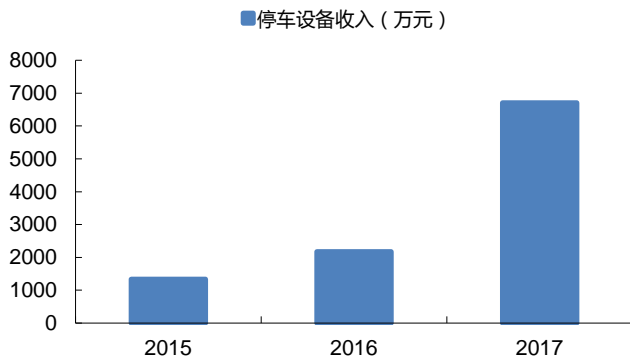
公司旗下子公司诺力车库主要负责公司智能车库业务。诺力车库产品主要包括升降横移类、垂直升降类、平面移动类、巷道堆垛类、简易升降类、垂直循环类、多层循环类以及无避让类等。近两年公司智能车库业务业绩也有明显的好转, 2017 年公司智能车库设备营收为 6709.46 万元, 同比增长约 2 倍, 2018 年公司智能车库净利润为 149.19 万元, 同比增长约 2.5 倍, 虽然目前盈利规模还很小, 但是增速很快, 未来具有较大的发展潜力。

图 52: 公司智能车库相关产品



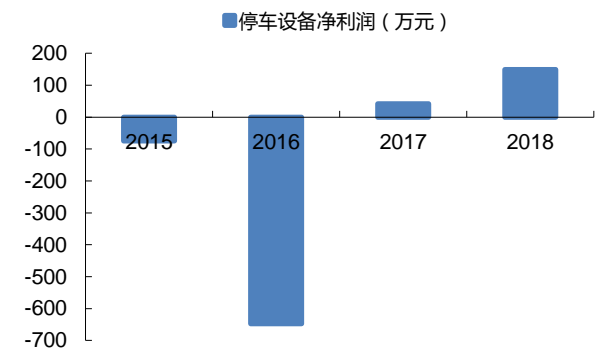
资料来源: 公司官网, 财富证券

图 53: 公司智能车库营收



资料来源: 公司公告, 财富证券

图 54: 公司智能车库净利润



资料来源: 公司公告, 财富证券

5 盈利预测

5.1 盈利预测

工业仓储车辆龙头，打造国内智能物流龙头。公司未来最主要的增长点是在智能物流系统业务，公司目前稳居锂电物流龙头地位，受益于锂电池的扩产，公司锂电物流保持快速的发展。同时，公司在医药、食品及冷链等领域都有丰富的自动化管理和建设经验，在家电和家居建材等新的领域也处于积极拓展当中。此外，公司作为国内工业仓储车辆的龙头企业，未来受益于机器人以及环保趋严等影响，对电动仓储车辆需求有望保持稳定的增长。同时公司 IPO 募投的“2.2 万台节能型电动工业车辆建设项目”在 2018 年年底开始投产，未来两年有望给公司贡献新的增量。

表 6: 公司主营业务拆分及预测

主要业务	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
仓储物流车辆 与设备	收入 (百万元)	1649.61	1857.8	2099.31	2309.25	2493.99
	收入增速	26.95%	12.62%	13.00%	10.00%	8.00%
	毛利 (百万元)	366.37	413.45	461.85	508.03	548.68
	毛利率	22.21%	22.25%	22.00%	22.00%	22.00%
智能物流系统 业务	收入 (百万元)	458.89	680.27	986.39	1380.95	1822.851
	收入增速		48.24%	45.00%	40.00%	32.00%
	毛利 (百万元)	133.49	193.54	278.16	389.43	514.04
	毛利率	29.09%	28.45%	28.20%	28.20%	28.20%
其他	收入 (百万元)	11.1	14.56	17.47	20.62	23.92
	收入增速	7.56%	31.17%	20.00%	18.00%	16.00%
	毛利 (百万元)	6.74	6.41	6.99	8.25	9.57
	毛利率	60.72%	44.02%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	收入 (百万元)	2119.6	2552.63	3103.18	3710.81	4340.75
	收入增速	61.83%	20.43%	21.57%	19.58%	16.98%
	毛利 (百万元)	506.60	613.40	747.00	905.71	1072.29
	毛利率	23.90%	24.03%	24.07%	24.41%	24.70%

资料来源: Wind, 财富证券

5.2 公司估值

公司的业务可以分为仓储物流车辆及设备 and 智能物流系统业务两部分, 因为这两部分未来的发展以及增速差距都比较大, 估值上也会有较大的差距, 因此对公司的估值也分为两部分单独估值。

智能物流系统业务对标的 A 股上市公司主要有今天国际、机器人等, 因为公司智能物流系统业务中, 锂电池物流占据大部分, 对标锂电池设备企业主要有先导智能、赢合科技等。根据可比公司情况, 2019 年可比公司 PE 平均估值约为 29 倍。因为公司在智能物流领域软件和硬件都具备核心竞争优势, 并且订单非常充足, 给予公司智能物流业务 31-33 倍 PE 估值。预计公司智能物流系统 2019 年营收约为 9.86 亿元, 参考 2018 年智能物流业务净利率, 假设 2019 年智能物流业务净利率约为 11.72%。因此估计 2019 年年底智能物流业务对应的合理市值约为 35.82-38.13 亿元。

表 7: 智能物流业务可比公司估值

代码	简称	最新收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2019/6/10		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
300532	今天国际	15.30	42.61	0.07	0.47	0.63	0.81	153	33	24	19
300024	机器人	14.87	234	0.29	0.37	0.46	0.53	46	40	32	28
300450	先导智能	28.56	255	0.84	1.23	1.62	2.02	34	23	17	14
300457	赢合科技	22.75	87	0.86	1.14	1.49	1.78	32	20	15	13
平均值								66.25	29	22	18.5

资料来源: Wind, 财富证券

仓储物流车辆及设备业务对标 A 股的上市公司主要有安徽合力和杭叉集团。根据可比公司情况，2019 年可比公司 PE 平均估值约为 11 倍。公司 IPO 项目投产将给公司仓储物流车辆带来新的增量，同时考虑到公司作为仓储物流车辆龙头，享受一定的估值溢价，给与公司仓储物流车辆业务 2019 年 13-15 倍 PE 估值。预计公司仓储物流车辆业务 2019 年营收为 20.99 亿元，假设 2019 年公司仓储物流车辆及设备净利率为 6.0%。因为估算 2019 年年底仓储物流车辆业务对应的合理市值约为 16.37-18.89 亿元。

表 8：仓储物流车辆及设备可比公司估值

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2019/6/10	(亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600761	安徽合力	9.53	72.39	0.79	0.93	1.07	1.18	11	10	9	8
603298	杭叉集团	12.51	78.47	0.88	1.06	1.22	1.40	13	12	10	9
平均值								12	11	9.5	8.5

资料来源：Wind，财富证券

估值：预计 2019-2021 年，公司实现收入 31.03 亿元、37.11 亿元、43.41 亿元，实现归母净利润 2.55 亿元、3.21 亿元、3.93 亿元，对应 EPS 0.95 元、1.20 元、1.47 元，对应 PE 18 倍、14 倍、12 倍。对公司仓储车辆和智能物流单独进行估值，认为 2019 年年底公司合理市值约为 52.19-57.02 亿元，对应合理价格区间为 19.47-21.28 元。维持“推荐”评级。

6 风险提示

智能物流业务发展不及预期，钢材价格大幅上涨。

财务预测摘要

利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	2119.60	2552.64	3103.24	3710.88	4340.84	成长性					
减:营业成本	1,613.02	1,939.24	2,356.29	2,805.16	3,268.53	营业收入增长率	61.8%	20.4%	21.6%	19.6%	17.0%
营业税费	15.44	19.91	24.21	28.31	33.61	营业利润增长率	20.2%	18.1%	35.6%	26.5%	22.0%
销售费用	96.80	109.76	127.23	152.15	173.63	净利润增长率	10.1%	18.1%	35.5%	25.8%	22.4%
管理费用	201.38	230.50	269.98	315.43	360.29	EBITDA 增长率	25.9%	22.7%	32.8%	23.6%	20.1%
财务费用	20.27	-5.78	-1.00	-1.00	-1.00	EBIT 增长率	24.4%	26.9%	38.5%	26.6%	22.0%
资产减值损失	14.18	32.70	30.00	28.00	30.00	NOPLAT 增长率	51.2%	6.6%	39.3%	26.6%	22.0%
加:公允价值变动收益	5.94	-9.90	0.64	-0.46	0.09	投资资本增长率	25.4%	-30.2%	37.7%	-37.3%	37.8%
投资和汇兑收益	-0.22	23.44	28.00	29.00	26.00	净资产增长率	22.9%	14.4%	6.3%	8.0%	8.8%
营业利润	203.02	239.84	325.17	411.39	501.87	利润率					
加:营业外净收支	-0.39	-1.01	0.28	-0.37	-0.37	毛利率	23.9%	24.0%	24.1%	24.4%	24.7%
利润总额	202.63	238.83	325.45	411.01	501.50	营业利润率	9.6%	9.4%	10.5%	11.1%	11.6%
减:所得税	36.24	39.41	52.07	65.76	80.24	净利润率	7.5%	7.4%	8.2%	8.7%	9.1%
净利润	159.50	188.40	255.38	321.25	393.26	EBITDA/营业收入	10.6%	10.8%	11.8%	12.2%	12.5%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	8.7%	9.2%	10.4%	11.1%	11.5%
货币资金	634.31	1,173.33	1,033.54	1,533.46	1,504.74	运营效率					
交易性金融资产	1.91	0.64	0.85	1.13	0.87	固定资产周转天数	43	32	22	15	10
应收帐款	500.22	345.97	778.90	561.26	965.45	流动营业资本周转天数	-4	-13	-8	-7	-8
应收票据	79.96	32.85	143.69	67.75	160.96	流动资产周转天数	299	284	303	296	290
预付帐款	54.07	46.99	92.51	70.51	114.09	应收帐款周转天数	70	60	65	65	63
存货	675.52	338.47	1,022.65	619.20	1,217.53	存货周转天数	90	72	79	80	76
其他流动资产	15.23	121.48	93.10	76.60	97.06	总资产周转天数	462	421	411	382	360
可供出售金融资产	13.90	4.63	6.18	8.24	6.35	投资资本周转天数	150	118	95	75	59
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	41.09	41.09	41.09	41.09	41.09	ROE	10.0%	10.4%	13.3%	15.7%	17.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.6%	6.6%	6.7%	9.1%	8.6%
固定资产	242.21	207.50	172.79	138.09	103.38	ROIC	23.3%	19.8%	39.6%	36.4%	70.9%
在建工程	206.69	206.69	206.69	206.69	206.69	费用率					
无形资产	91.24	85.05	78.87	72.68	66.50	销售费用率	4.6%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%
其他非流动资产	407.83	401.71	401.66	401.56	401.03	管理费用率	9.5%	9.0%	8.7%	8.5%	8.3%
资产总额	2,964.19	3,006.40	4,072.52	3,798.25	4,885.73	财务费用率	1.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	28.80	-	-	-	-	三费/营业收入	15.0%	13.1%	12.8%	12.6%	12.3%
应付帐款	647.40	943.92	1,132.68	1,214.08	1,551.62	偿债能力					
应付票据	114.82	43.58	97.62	89.06	97.70	资产负债率	45.3%	38.3%	51.5%	43.9%	52.5%
其他流动负债	522.54	137.09	839.62	336.16	889.47	负债权益比	82.8%	62.0%	106.4%	78.2%	110.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.83	1.53	1.79	1.60
其他非流动负债	28.65	26.11	29.07	27.94	27.71	速动比率	0.98	1.53	1.04	1.41	1.12
负债总额	1,342.20	1,150.70	2,098.99	1,667.24	2,566.49	利息保障倍数	9.10	-40.50	-324.17	-410.39	-500.87
少数股东权益	32.17	42.64	60.34	83.81	110.98	分红指标					
股本	191.40	267.68	267.68	267.68	267.68	DPS(元)	0.36	0.39	0.59	0.71	0.86
留存收益	1,470.58	1,545.38	1,645.51	1,779.53	1,940.58	分红比率	60.0%	55.4%	61.4%	58.9%	58.6%
股东权益	1,621.99	1,855.70	1,973.53	2,131.01	2,319.24	股息收益率	2.1%	2.3%	3.4%	4.2%	5.1%
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
净利润	166.39	188.40	255.38	321.25	393.26	EPS(元)	0.60	0.70	0.95	1.20	1.47
加:折旧和摊销	41.74	40.89	40.89	40.89	40.89	BVPS(元)	5.94	6.77	7.15	7.65	8.25
资产减值准备	14.18	-	-	-	-	PE(X)	28.53	24.15	17.82	14.16	11.57
公允价值变动损失	-5.94	-9.90	0.64	-0.46	0.09	PB(X)	2.86	2.51	2.38	2.22	2.06
财务费用	23.30	-5.78	-1.00	-1.00	-1.00	P/FCF	-52.63	9.54	8.46	6.83	26.21
投资收益	0.22	10.38	4.00	1.00	2.00	P/S	2.15	1.78	1.47	1.23	1.05
少数股东损益	6.89	11.02	18.00	24.00	28.00	EV/EBITDA	11.82	12.46	9.82	6.86	5.83
营运资金的变动	-42.48	261.43	-300.61	313.53	-265.13	CAGR(%)	27.5%	22.2%	23.5%	27.5%	28.3%
经营活动产生现金流量	72.09	496.45	17.31	699.22	198.12	PEG	1.04	1.09	0.76	0.51	0.41
投资活动产生现金流量	-219.89	11.44	-5.97	-3.63	0.41	ROIC/WACC	2.23	1.89	3.77	3.47	6.76
融资活动产生现金流量	145.35	31.14	-151.13	-195.67	-227.24	REP	1.21	2.63	1.00	1.50	0.57

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438