



对标自动化及锂电设备, 迎估值切换

投资要点

- **推荐逻辑。**市场过去一直将公司按照叉车类企业给予估值, 相对不高, 然而, 公司智能物流系统业务已经发展壮大, 预计2020年贡献毛利占比将达到42.5%, 该业务估值对标自动化和锂电设备。我们认为, 随着智能物流系统业务持续高速增长, 对公司长远发展产生更加重要影响, 公司整体估值将逐步切换, 对标自动化及锂电设备, 可比公司估值对应2020年约33倍PE, 公司当前市值对应2020年估值仅19倍PE, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **智能物流系统业务显著受益新能源汽车发展, 快速增长。**公司2017年完成对无锡中鼎90%股权收购, 切入智能物流系统领域。无锡中鼎在动力电池领域优势相对突出, 自主研发的“动力锂离子电池生产智能化物流成套系统”, 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。无锡中鼎2014年新增订单仅2亿元, 2018年提升至15.7亿元, 增长显著。2019H1末在手订单26.3亿元, 其中, 新能源领域为14.8亿元, 占比56.2%。无锡中鼎2015~2018年当年新增订单除以当年营收持续超过2倍, 致使公司营收快速增长的同时, 在手订单亦持续较快提升。我们认为, 无锡中鼎在手订单充足, 且持续增长, 公司智能物流系统业务有望保持快速增长。
- **仓储物流车辆及设备业务结构改善, 有望持续稳健增长。**2005年中国工业车辆销量为7.6万辆, 2019年为60.8万辆, 复合增长率为16%, 预计受人工替代及叉车电动化趋势影响, 仍将保持稳健增长。公司仓储物流车辆主要包括轻型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车, 从三者的营收构成来看, 2012年轻小型搬运车辆营收占比高达82%, 2017年为69.3%, 占比显著下降, 电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车营收占比则从2012年17.7%、1.5%, 提升至2017年22.3%、8.4%。随着增速较高的电动步行式仓储车辆等占比提升, 公司仓储物流车辆业务发展有望加快, 实现稳健向好发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年EPS分别为0.90/1.20/1.43元, 对应PE分别为25/19/16倍。公司智能物流系统业务发展快速, 新能源汽车领域订单贡献超50%, 对标自动化及锂电设备, 可比公司估值对应2020年约33倍PE, 公司当前市值对应2020年估值仅19倍PE, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:**疫情影响超预期风险; 仓储物流车辆业务发展不及预期风险; 智能物流系统业务发展不及预期风险。

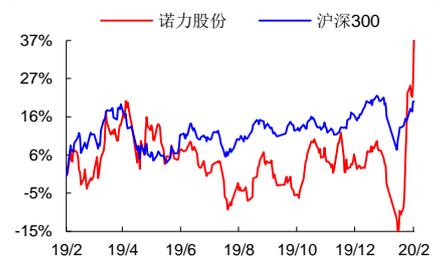
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2552.64	2908.38	3537.67	4144.91
增长率	20.43%	13.94%	21.64%	17.16%
归属母公司净利润(百万元)	188.39	240.45	320.99	383.97
增长率	18.11%	27.63%	33.50%	19.62%
每股收益EPS(元)	0.70	0.90	1.20	1.43
净资产收益率ROE	11.31%	13.05%	15.40%	16.26%
PE	32	25	19	16
PB	3.38	3.15	2.80	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁美美
执业证号: S1250518100003
电话: 021-58351937
邮箱: lmm@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.68
流通A股(亿股)	2.65
52周内股价区间(元)	13.69-22.29
总市值(亿元)	59.63
总资产(亿元)	48.60
每股净资产(元)	6.10

相关研究

目 录

1 内部物流领域领先的设备供应商和系统集成商.....	1
2 智能物流系统业务显著受益新能源汽车发展	3
2.1 新能源汽车动力电池对智能物流系统需求超百亿元.....	3
2.2 龙头地位不断巩固，在手订单充足保障高增长	4
3 仓储物流车辆业务持续稳健增长	7
4 盈利预测与估值.....	11
4.1 盈利预测.....	11
4.2 相对估值.....	11
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 2018 年公司营收构成	1
图 2: 2018 年公司毛利构成	1
图 3: 公司仓储物流车辆业务产品示意图	1
图 4: 公司智能物流系统业务产品示意图	1
图 5: 公司营收稳健增长	2
图 6: 公司归母净利润稳步提升	2
图 7: 公司仓储物流车辆及设备营收稳健增长	2
图 8: 公司控股的无锡中鼎营收快速增长	2
图 9: 预计 2020 年智能物流系统业务营收占比将达到 36%	3
图 10: 预计 2020 年智能物流系统业务毛利占比将达到 42.5%	3
图 11: 中国新能源汽车产量快速增长	3
图 12: 预计中国新能源汽车产量将持续高增长	3
图 13: 中国新能源汽车电池装机量快速增长	4
图 14: 2019 年宁德时代占新能源汽车电池装机量比重达 51%	4
图 15: 新能源汽车电池领域未来仓储物流设备需求超百亿元	4
图 16: 中国自动化物流持续保持两年位数规模扩张	4
图 17: 无锡中鼎智能物流系统业务产品示意图	5
图 18: 堆垛机示意图	5
图 19: 扩张输送机示意图	5
图 20: 无锡中鼎客户涵盖主流锂电池厂商	6
图 21: 公司新增订单较快增长	6
图 22: 公司 2019H1 新增订单构成	6
图 23: 公司 2019H1 在手订单达 26 亿元	7
图 24: 公司 2019H1 在手订单构成	7
图 25: 无锡中鼎历年新增订单超其营收 2 倍	7
图 26: 无锡中鼎在手订单远超同期营收	7
图 27: 中国机动工业车辆销量持续增长	8
图 28: 2019 年中国机动工业车辆销量结构	8
图 29: 中国内燃平衡重式叉车稳健增长	8
图 30: 中国电动步行式仓储叉车销量较快增长	8
图 31: 中国电动平衡重乘驾式叉车销量稳健增长	9
图 32: 中国电动乘驾式仓储叉车总体稳健	9
图 33: 公司仓储物流车销量近两年回升	9
图 34: 公司轻小型搬运车辆销量近年回升	9
图 35: 公司电动步行式仓储车辆销量较快增长	10
图 36: 公司电动乘驾式叉车销量较快增长	10
图 37: 公司历年各类车辆营收比较 (亿元)	10
图 38: 叉车业务营收结构方面, 轻小型搬运车辆占比持续下降	10

表 目 录

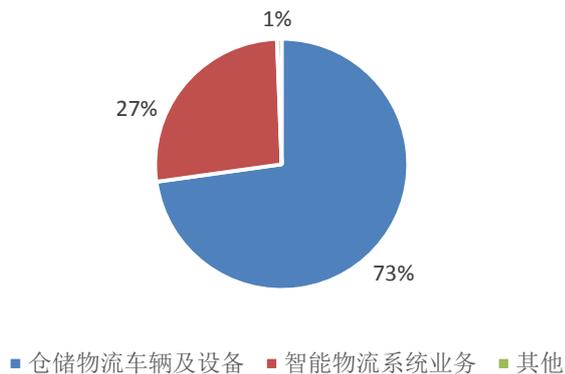
表 1: 分业务收入及毛利率.....	11
表 2: 可比公司估值 (截止 2020 年 2 月 24 日收盘)	12
附表: 财务预测与估值.....	13

1 内部物流领域领先的设备供应商和系统集成商

公司是内部物流领域领先的设备供应商和系统集成商，提供系列化产品和定制化服务，包括以轻小型搬运车辆、电动仓储车辆、智能物流机器人等工业车辆为核心的物料搬运板块，以无锡中鼎¹为核心的智能物流集成板块。

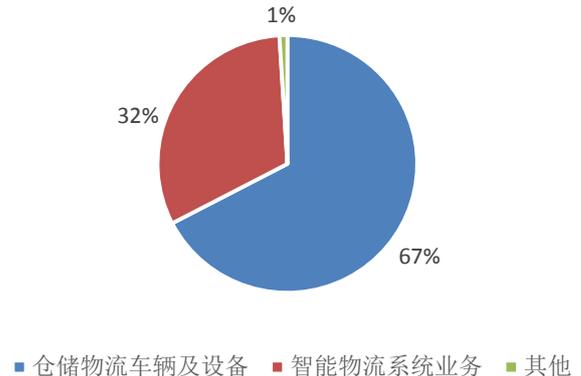
2018 年公司仓储物流车辆及设备、智能物流系统业务营收占比分别为 72.8%、26.6%，毛利占比分别为 67.4%、31.6%。

图 1：2018 年公司营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：2018 年公司毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司仓储物流车辆业务产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 4：公司智能物流系统业务产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司营收持续稳健增长。公司 2011 年营收 13.1 亿元，2018 年达到 25.5 亿元，复合增长率约 10%。2017 年营收增长 62%，部分源于并购无锡中鼎，并表对营收的正面影响。2018 年公司整体业务保持较快增长，营收增长 20.4%。

公司净利润保持稳健增长。公司 2011 年归母净利润约 0.8 亿元，2018 年达到 1.9 亿元，复合增长率约 14%。2018 年公司归母净利润增速为 18.1%，实现较快增长。

¹ 无锡中鼎主营智能物流系统业务，公司持股 90%。

图 5: 公司营收稳健增长

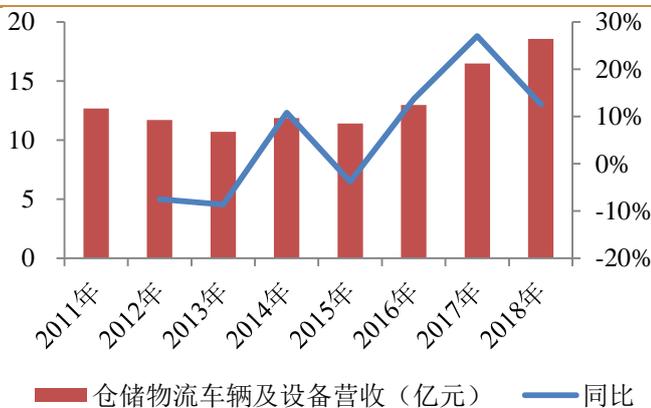

数据来源: wind, 西南证券整理

图 6: 公司归母净利润稳步提升

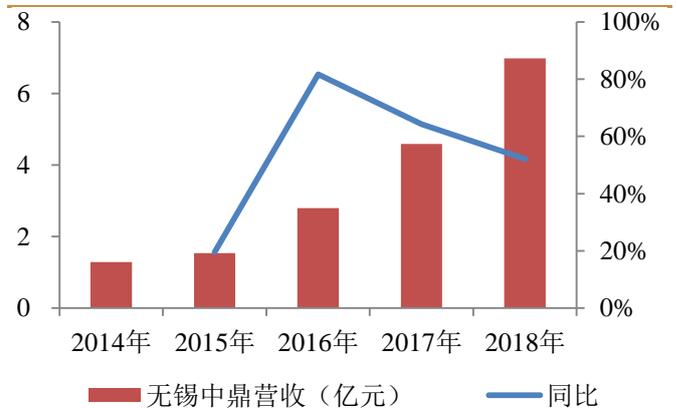

数据来源: wind, 西南证券整理

仓储物流车辆及设备营收稳健增长。仓储物流车辆主要包括轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车等，其中电动步行式仓储车辆近几年增长较快，对仓储物流车辆及设备营收起到正面影响。2018年仓储物流车辆及设备营收 18.6 亿元，同比增长 12.6%。

公司智能物流系统业务较快增长。智能物流系统业务营收主要源于公司并购无锡中鼎，无锡中鼎近几年实现较快增长，2018年营收 7 亿元，同比增长 52.1%。随着无锡中鼎持续消化高额的在手订单，预计智能物流系统业务将保持高增长。

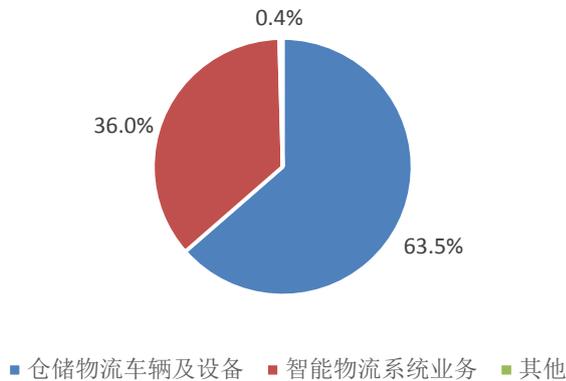
图 7: 公司仓储物流车辆及设备营收稳健增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

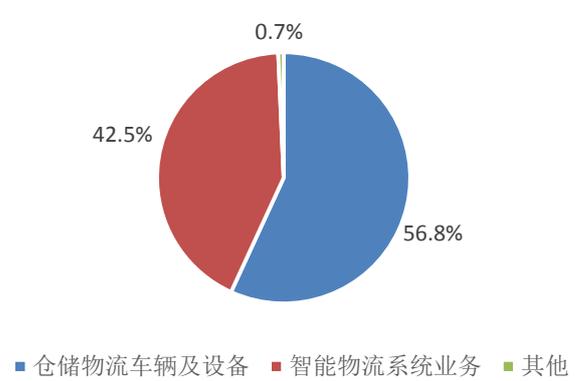
图 8: 公司控股的无锡中鼎营收快速增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司有望迎估值切换，向上提升。公司仓储物流车辆及设备业务增速稳健，使得公司过去估值总体较低，但是，公司智能物流系统业务 2020 年贡献毛利将达到 42.5%，对公司整体发展具有显著影响，将带动公司整体估值提升。公司智能物流系统业务对标自动化板块，估值相对传统叉车领域更高，同时，公司智能物流系统业务来自新能源汽车领域订单占比超过 50%，持续受益国内下游电池厂商扩张，估值应对标国内估值较高的锂电设备厂商。

图 9：预计 2020 年智能物流系统业务营收占比将达到 36%


数据来源：公司公告，西南证券整理

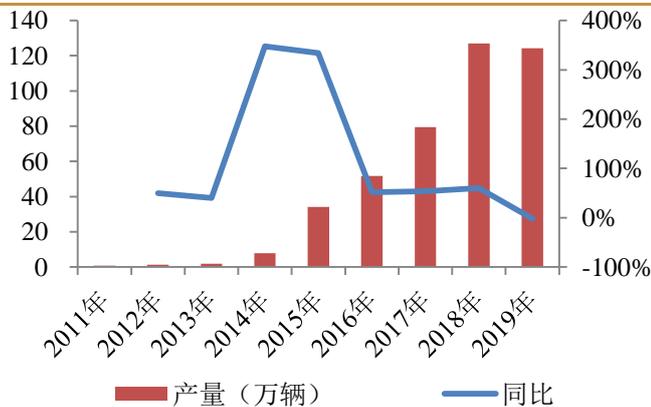
图 10：预计 2020 年智能物流系统业务毛利占比将达到 42.5%


数据来源：公司公告，西南证券整理

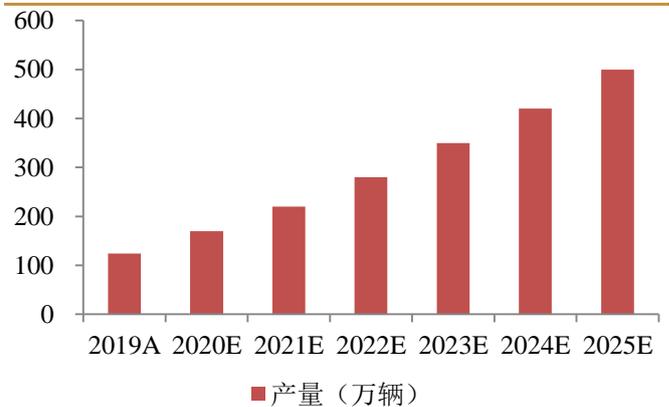
2 智能物流系统业务显著受益新能源汽车发展

2.1 新能源汽车动力电池对智能物流系统需求超百亿元

中国新能源汽车产量持续高增长。中国 2019 年新能源汽车产量 124 万辆，目前占全国汽车总产量约 5%，仍然较低，长期占比有望持续提升。按照规划，2025 年中国新能源汽车产量将达到 500 万辆，约为 2019 年产量的 4 倍。预计 2020 年新能源汽车产量将达 170 万辆，重回高增长态势。

图 11：中国新能源汽车产量快速增长


数据来源：中汽协，西南证券整理

图 12：预计中国新能源汽车产量将持续高速增长


数据来源：中汽协，西南证券整理

中国新能源汽车电池装机量高速增长。由于单车带电量提升，中国新能源汽车电池装机量高于新能源汽车产量增速，2019 年中国新能源汽车电池装机量约 63GWH，同比增长 7%，随着新能源汽车产量重回高增长态势，电池装机量增速有望提升。

宁德时代占据动力电池装机量半壁江山。2019 年中国新能源汽车电池装机量排名靠前的分别为宁德时代、比亚迪、国轩高科，份额分别为 51%、17%、5%，宁德时代一家独大，行业龙头地位持续强化。

图 13: 中国新能源汽车电池装机量快速增长



数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

新能源汽车电池未来 5 年市场需求超百亿元。2025 年中国新能源汽车产量将达到 500 万辆, 相比现在产量高出近 400 万辆, 电池产能至少需要提升 200~300GWH, 考虑供应商一般产能高出产量, 为长期发展做准备, 实际扩产预计超过 300GWH, 假设智能物流系统造价 0.35 亿元/GWH, 市场规模将达 108 亿元。

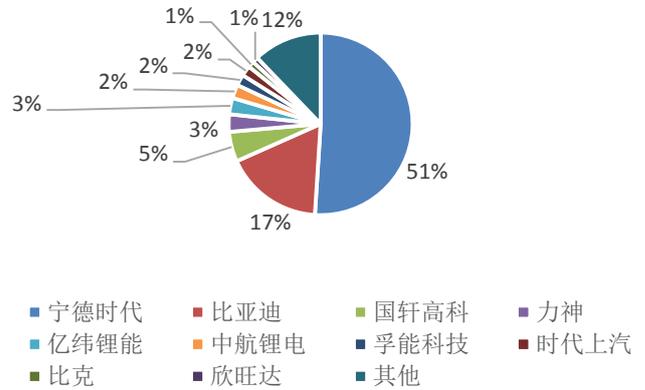
无锡中鼎智能物流系统不仅适用电池领域, 在医药、汽车零部件、家居、冷链等领域亦得到广泛使用, 潜在市场空间超 2000 亿元。

图 15: 新能源汽车电池领域未来仓储物流设备需求超百亿元

$$\begin{aligned} & \text{扩产: } 300\text{GWH} \\ & * \\ & \text{造价: } 0.35\text{亿元/GWH} \\ & = 108\text{亿元} \end{aligned}$$

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 2019 年宁德时代占新能源汽车电池装机量比重达 51%



数据来源: 高工锂电, 西南证券整理

图 16: 中国自动化物流持续保持两年位数规模扩张



数据来源: 前瞻研究, 西南证券整理

2.2 龙头地位不断巩固, 在手订单充足保障高增长

公司控股子公司无锡中鼎主营业务为智能化物流系统集成及相关物流设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务, 以实现智能化制造、仓储、输送、分拣等物流系统工程一站式作业。无锡中鼎基于产业链完整、核心设备自主研发制造、多行业服务能力、从业经验丰富、客户资源广泛等优势, 为客户提供定制化的智能物流系统集成综合解决方案, 使客户实现物料出入库、存储、无人输送与搬运、生产、分拣与拣选、配送、生产上下料、数据分析等物流输送流程的自动化、信息化和智能化, 在提升效率和准确性、节约人力成本、减少土地占用等方面为客户创造价值。

图 17：无锡中鼎智能物流系统业务产品示意图

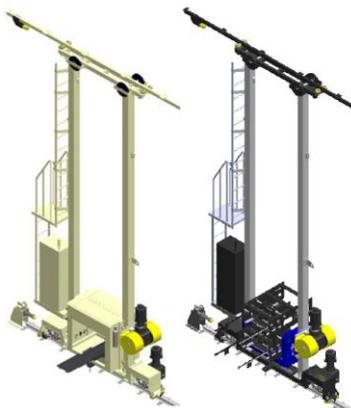

数据来源：无锡中鼎官网，西南证券整理

核心设备自产是无锡中鼎的主要竞争优势之一。无锡中鼎自创立以来以堆垛机和输送设备的生产制造为起点，在智能物流领域内不断丰富产品种类，并持续提升软件开发和系统集成能力，逐步成长为智能物流系统集成商。

堆垛机是高层货架、密集货架内存取货物的主要载货运输设备，整体可沿轨道水平移动，附属的载货台可沿堆垛机立柱垂直移动，取货货叉可向巷道两侧货架的货格伸缩和微升降，完成取放货的功能，是智能物流系统中的核心设备之一。

输送机是运用自动控制系统来实现自动化运输的物流设备，其品种繁多，根据不同的输送线材质和输送形式，可分为皮带式、链条式、刮板式、辊筒式、倍速式、面板链等。进行物料输送时，输送机具有载重能力大、运距长等特点，不但能进行单台输送，还可以进行多台组合输送或与其他同类输送设备组成水平或倾斜的生产输送系统，以满足不同布置形式下的生产作业需求。

立库货架是高层货架存储区中存放货物的主要设备，规模一般明显大于普通货架，对强度、刚度、稳定性、抗震性、与配套物流设备的匹配性等具有较高的要求。无锡中鼎研发、生产的立库货架以为非标准焊接式货架为主，可以实现对不规则托盘或较重托盘（单元托盘重量达到吨级以上）的承载。

图 18：堆垛机示意图


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19：扩张输送机示意图


数据来源：公司公告，西南证券整理

无锡中鼎在动力电池领域技术不断突破。2018年，无锡中鼎自主研发的“动力锂离子电池生产智能化物流成套系统”技术通过科技成果评价，该项成果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，填补了国内新能源动力电池智能化生产物流集成系统的空白，打破了国外技术垄断。

无锡中鼎客户涵盖主流动力电池厂商。在新能源动力锂电领域，无锡中鼎自主研发的产品已经更新迭代到第七代，主导负责的国内锂电池产线近60%以上，合作客户包含CATL、比亚迪、LG化学、松下、村田、孚能科技、亿纬锂能、北京盟固利、江苏力信等国际一流电池企业以及国内排名前二十的动力电池企业。

图 20：无锡中鼎客户涵盖主流锂电池厂商



数据来源：公司公告，西南证券整理

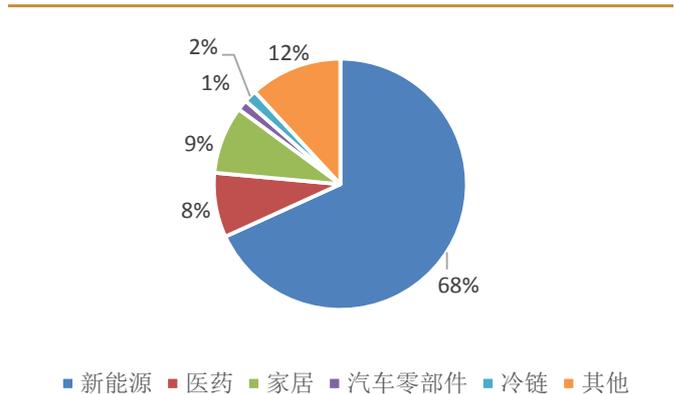
无锡中鼎近年新增订单快速增长。2014年无锡中鼎新增订单2亿元，2018年新增订单达到15.7亿元，2019H1为11.2亿元，持续快速增长。其中，2019H1新增订单中，68.2%为新能源领域贡献。

图 21：公司新增订单较快增长²



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：公司 2019H1 新增订单构成

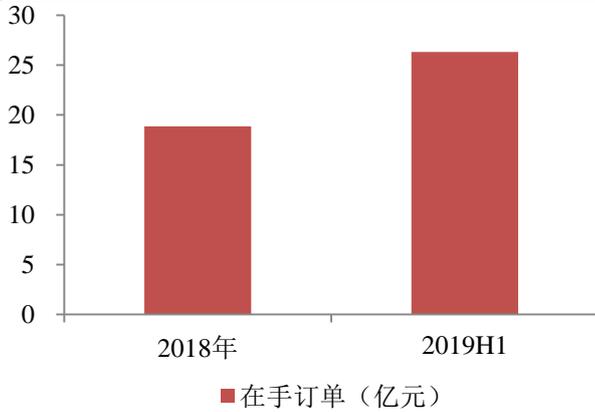


数据来源：公司公告，西南证券整理

² 本文订单金额为含税金额。

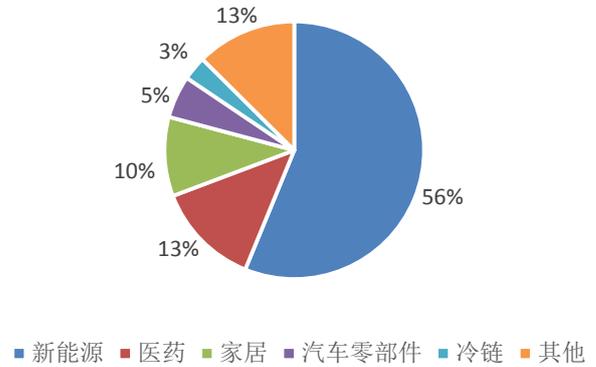
无锡中鼎在手订单持续攀升。2018年、2019H1末公司在手订单分别为18.9亿元、26.3亿元，有力保障了公司智能物流系统业务营收高增长。其中，2019H1末，新能源领域在手订单为14.8亿元，占比56.2%。

图 23: 公司 2019H1 在手订单达 26 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

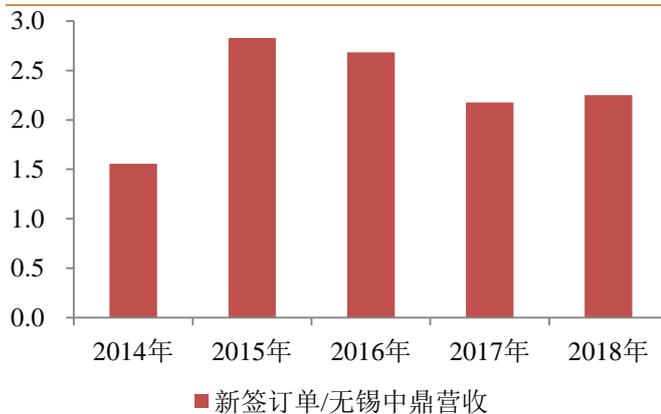
图 24: 公司 2019H1 在手订单构成



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

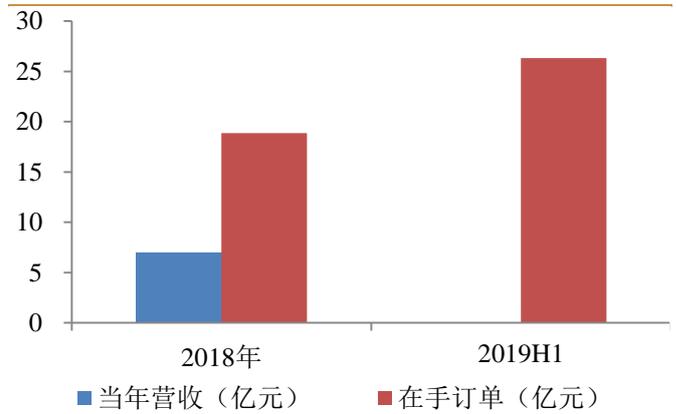
新增订单和在手订购远超公司当前营收。无锡中鼎 2015~2018 年当年新增订单除以当年营收持续超过 2 倍，致使公司营收快速增长的同时，在手订单亦持续增长。

图 25: 无锡中鼎历年新增订单超其营收 2 倍



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 无锡中鼎在手订单远超同期营收



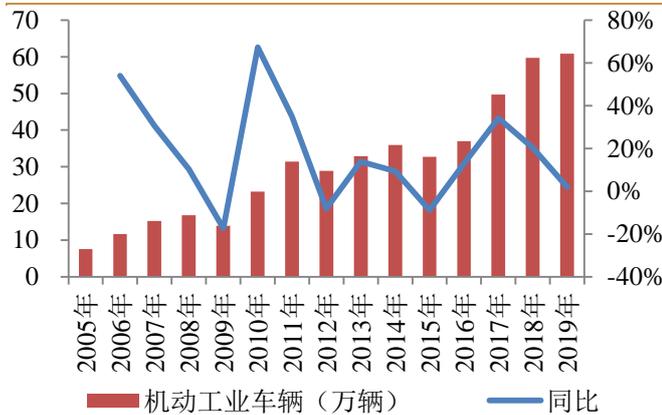
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 仓储物流车辆业务持续稳健增长

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

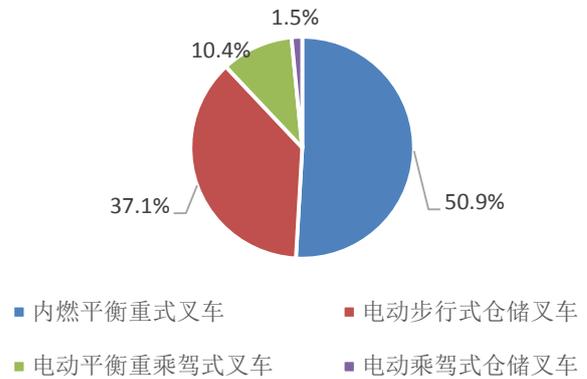
中国工业车辆销量过去十几年，持续保持稳健增长。2005 年中国工业车辆销量为 7.6 万辆，2019 年为 60.8 万辆，复合增长率为 16%，预计仍将保持稳健增长。销量结构方面，2019 年内燃平衡重式叉车、电动步行式仓储叉车、电动平衡重乘驾式叉车、电动乘驾式仓储叉车占比分别为 50.9%、37.1%、10.4%、1.5%。

图 27：中国机动工业车辆销量持续增长



数据来源：wind，西南证券整理

图 28：2019 年中国机动工业车辆销量结构

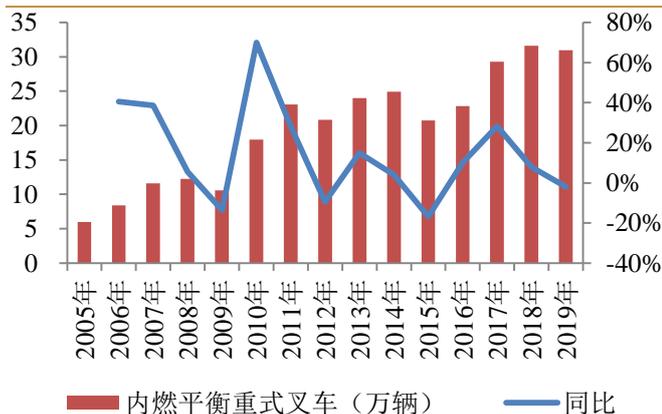


数据来源：wind，西南证券整理

内燃平衡重式叉车占行业销量比重高，增长稳健。内燃平衡重式叉车单车价值量相对电动步行式仓储叉车等高出较多，行业内如安徽合力、杭叉集团在相关领域处于龙头地位。

电动步行式仓储叉车持续较快增长。中国 2015 年电动步行式仓储叉车销量仅 0.4 万辆，2019 年达到 22.6 万辆，复合增长率达到 34.4%。2019 年叉车销量整体增速为 1.9%，电动步行式仓储叉车增速则达到 9.7%，显著高于行业平均水平。

图 29：中国内燃平衡重式叉车稳健增长



数据来源：wind，西南证券整理

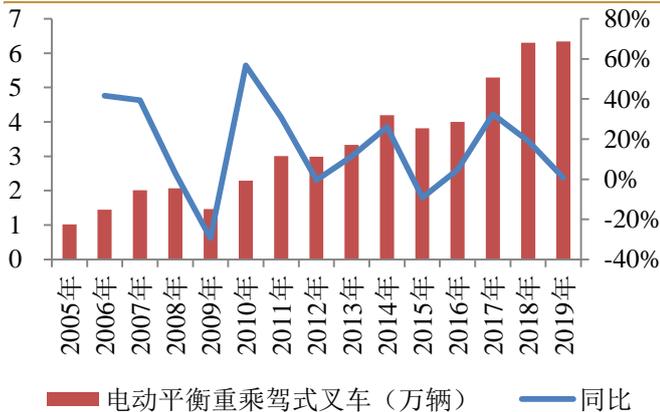
图 30：中国电动步行式仓储叉车销量较快增长



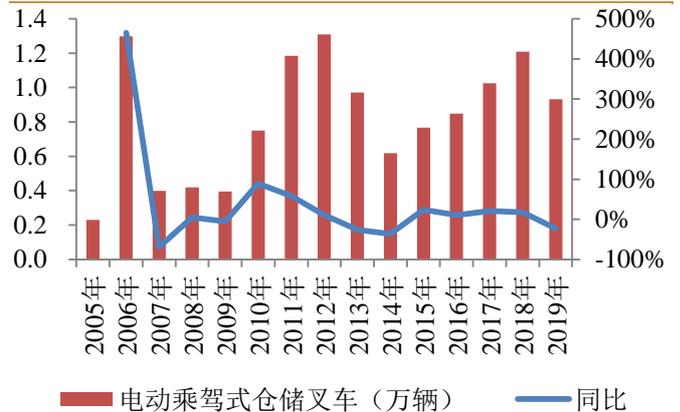
数据来源：wind，西南证券整理

电动平衡重乘驾式稳健增长。电动平衡重乘驾式销量增速整体与行业销量同步，预计随着电池价格下降以及客户环保意识增强等，电动平衡重乘驾式叉车将保持稳健增长。

电动乘驾式仓储叉车目前销量占比不高。电动乘驾式仓储叉车 2019 年销量仅 0.9 万辆，在工业叉车销量占比中仅 1.4%，预计随着电池成本下降，客户环保意识增强等，电动乘驾式仓储叉车将保持稳健发展。

图 31: 中国电动平衡重乘驾式叉车销量稳健增长


数据来源: wind, 西南证券整理

图 32: 中国电动乘驾式仓储叉车总体稳健


数据来源: wind, 西南证券整理

公司仓储物流车销量企稳回升。2018 年公司仓储物流车销量达 104.3 万辆，同比增长 29.9%，显示公司轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等保持较快增长，轻小型搬运车辆的龙头地位进一步巩固。

从销量结构看，2017 年公司轻小型搬运车辆销量 77.6 万辆，占比高达 96.7%，但由于单车价值量相对更低，营收占比更低。

图 33: 公司仓储物流车销量近两年回升


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 34: 公司轻小型搬运车辆销量近年回升


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司电动步行式仓储车辆销量较快增长。2017 年中国电动步行式仓储车销量 14 万辆，同比增长 50.9%，公司销量 2.5 万辆，同比增长 26.1%，尽管低于行业增速，但亦保持较高增长速度。

公司电动乘驾式叉车销量较快增长。2017 年中国电动乘驾式叉车销量 1 万辆，同比增长 20.9%，公司销量 1307 辆，同比增长 103.6%，显著高于行业增速，保持较高增长速度。

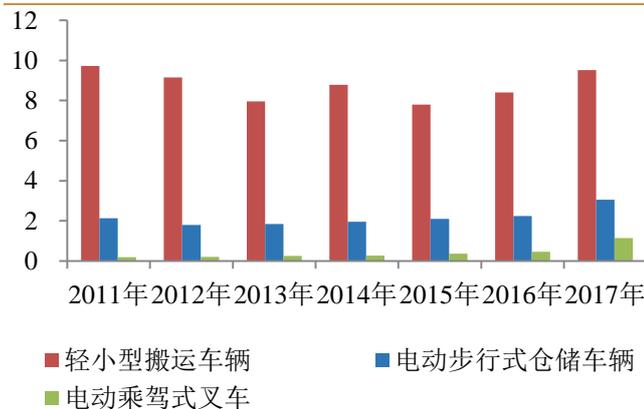
图 35: 公司电动步行式仓储车辆销量较快增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 36: 公司电动乘驾式叉车销量较快增长


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

叉车业务营收结构方面, 轻小型搬运车辆占比持续下降。从轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车三者的营收构成来看, 2012 年轻小型搬运车辆营收占比高达 82%, 2017 年为 69.3%, 占比显著下降, 电动步行式仓储车辆、电动乘驾式叉车营收占比则从 2012 年 17.7%、1.5%, 提升至 2017 年 22.3%、8.4%。随着增速较高的电动步行式仓储车辆等占比提升, 公司叉车整体业务发展有望加快, 实现稳健向好发展。

图 37: 公司历年各类车辆营收比较 (亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 叉车业务营收结构方面, 轻小型搬运车辆占比持续下降


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 仓储物流车辆及设备受益电动步行式和乘驾式叉车销量较快增长带动, 整体保持稳健增长, 假设 2019~2021 年销量增速均为 10%, 价格不变, 毛利率保持 22% 左右不变。

假设 2: 智能物流系统业务在手订单充足, 营收高增长。预计 2019 年部分工程项目结转至 2020 年确认收入, 影响年度之间营收。假设 2019~2021 年销量增速分别为 25%、50%、30%, 价格不变, 毛利率维持 29% 不变。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	21.20	25.53	29.09	35.38	41.45
	同比	61.83%	20.42%	13.94%	21.64%	17.16%
	成本	16.13	19.39	22.07	26.68	31.15
	毛利	5.07	6.13	7.02	8.70	10.31
	毛利率	23.90%	24.03%	24.14%	24.60%	24.86%
仓储物流车辆及设备	收入	16.50	18.58	20.44	22.48	24.73
	同比	27.02%	12.61%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	12.82	14.44	15.94	17.54	19.29
	毛利	3.66	4.13	4.50	4.95	5.44
	毛利率	22.18%	22.25%	22.00%	22.00%	22.00%
智能物流系统业务	收入	4.59	6.80	8.50	12.75	16.58
	同比		48.15%	25.00%	50.00%	30.00%
	成本	3.25	4.87	6.04	9.05	11.77
	毛利	1.33	1.94	2.47	3.70	4.81
	毛利率(%)	29.09%	28.45%	29.00%	29.00%	29.00%
其他业务	收入	0.11	0.15	0.15	0.15	0.15
	同比	0.00%	36.36%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.06	0.08	0.09	0.09	0.09
	毛利	0.08	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利率(%)	72.73%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营收分别为 29.1/35.4/41.4 亿元, 归母净利润分别为 2.4/3.2/3.8 亿元, EPS 分别为 0.90/1.20/1.43 元。

4.2 相对估值

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.90/1.20/1.43 元，对应 PE 分别为 25/19/16 倍。公司智能物流系统业务发展快速，新能源汽车领域订单贡献超过 50%，对标自动化设备及锂电设备，可比公司估值对应 2020 年约 33 倍 PE，公司当前市值对应 2020 年估值约 19 倍 PE，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截止 2020 年 2 月 24 日收盘）

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300450	先导智能	0.84	1.08	1.48	63	49	36
300024	机器人	0.29	0.33	0.40	60	53	43
603960	克来机电	0.37	0.63	0.89	100	59	42
603298	杭叉集团	0.88	1.00	1.14	15	13	12
平均值					60	44	33
603611	诺力股份	0.70	0.90	1.20	32	25	19

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- (1) 疫情影响超预期风险。受疫情影响，公司及产业链相关企业复工相对延迟，对公司业务造成短期影响，当前疫情得到有效缓解，后续关注疫情发展，若疫情对整个经济影响超预期，可能造成公司业绩不及预期风险。
- (2) 仓储物流车辆业务发展不及预期风险。公司仓储物流车辆业务受下游宏观经济环境影响，若全球和中国经济增长不及预期，可能造成公司仓储物流车辆业务发展不及预期风险。
- (3) 智能物流系统业务发展不及预期风险。智能物流系统业务收入确认受下游客户投资进度影响，存在下游客户财务状况不佳，致使投资放缓等，可能造成公司智能物流系统业务发展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2552.64	2908.38	3537.67	4144.91	净利润	199.59	254.74	340.06	406.77
营业成本	1939.25	2206.35	2667.45	3114.32	折旧与摊销	54.54	83.54	85.66	87.67
营业税金及附加	19.80	22.10	27.07	31.64	财务费用	-5.78	0.28	-3.48	-4.52
销售费用	109.76	125.06	151.77	176.99	资产减值损失	32.70	20.00	24.00	28.00
管理费用	158.83	256.81	300.70	348.17	经营营运资本变动	-56.72	62.91	-67.46	0.34
财务费用	-5.78	0.28	-3.48	-4.52	其他	70.08	-21.19	-33.89	-37.86
资产减值损失	32.70	20.00	24.00	28.00	经营活动现金流净额	294.40	400.28	344.89	480.40
投资收益	-10.38	10.00	10.00	10.00	资本支出	-64.32	-20.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	-9.99	-10.00	0.00	0.00	其他	-161.32	-0.64	10.21	9.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-225.65	-20.64	-9.79	-10.07
营业利润	239.98	277.79	380.17	460.31	短期借款	91.20	-120.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.02	30.00	30.00	30.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	238.96	307.79	410.17	490.31	股权融资	12.24	0.00	0.00	0.00
所得税	39.38	53.05	70.11	83.54	支付股利	-95.70	-65.94	-84.16	-112.35
净利润	199.59	254.74	340.06	406.77	其他	-22.11	-2.32	3.48	4.52
少数股东损益	11.20	14.29	19.08	22.80	筹资活动现金流净额	-14.37	-188.26	-80.67	-107.82
归属母公司股东净利润	188.39	240.45	320.99	383.97	现金流量净额	56.36	191.38	254.43	362.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	681.60	872.99	1127.42	1489.93	成长能力				
应收和预付款项	860.46	921.28	1145.32	1344.34	销售收入增长率	20.43%	13.94%	21.64%	17.16%
存货	800.90	916.26	1106.94	1293.28	营业利润增长率	18.20%	15.75%	36.86%	21.08%
其他流动资产	17.68	21.03	25.13	29.49	净利润增长率	19.95%	27.63%	33.50%	19.62%
长期股权投资	153.44	153.44	153.44	153.44	EBITDA 增长率	8.95%	25.24%	27.86%	17.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	506.65	455.58	402.38	347.17	毛利率	24.03%	24.14%	24.60%	24.86%
无形资产和开发支出	479.18	467.28	455.38	443.47	三费率	10.30%	13.14%	12.69%	12.56%
其他非流动资产	36.26	35.70	35.14	34.58	净利率	7.82%	8.76%	9.61%	9.81%
资产总计	3536.18	3843.54	4451.14	5135.69	ROE	11.31%	13.05%	15.40%	16.26%
短期借款	120.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.64%	6.63%	7.66%	7.95%
应付和预收款项	1468.40	1591.52	1950.98	2293.67	ROIC	16.06%	18.71%	25.63%	30.31%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.31%	12.43%	13.07%	13.11%
其他负债	182.45	299.94	292.16	339.60	营运能力				
负债合计	1770.85	1891.45	2243.14	2633.27	总资产周转率	0.79	0.79	0.85	0.87
股本	267.68	267.68	267.68	267.68	固定资产周转率	7.06	6.37	8.70	11.72
资本公积	774.33	774.33	774.33	774.33	应收账款周转率	5.21	5.20	5.30	5.18
留存收益	724.91	899.42	1136.25	1407.87	存货周转率	2.62	2.56	2.63	2.59
归属母公司股东权益	1722.87	1895.34	2132.17	2403.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.40%	—	—	—
少数股东权益	42.46	56.75	75.83	98.63	资本结构				
股东权益合计	1765.33	1952.09	2208.00	2502.42	资产负债率	50.08%	49.20%	50.51%	51.49%
负债和股东权益合计	3536.18	3843.54	4451.14	5135.69	带息债务/总负债	6.78%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.38	1.50	1.56	1.61
					速动比率	0.91	0.99	1.05	1.11
					股利支付率	50.80%	27.42%	26.22%	29.26%
					每股指标				
					每股收益	0.70	0.90	1.20	1.43
					每股净资产	6.60	7.08	7.97	8.98
					每股经营现金	1.10	1.50	1.29	1.79
					每股股利	0.36	0.25	0.31	0.42
业绩和估值指标									
EBITDA	288.74	361.61	462.35	543.46					
PE	31.67	24.81	18.59	15.54					
PB	3.38	3.15	2.80	2.48					
PS	2.34	2.05	1.69	1.44					
EV/EBITDA	18.61	14.00	10.42	8.22					
股息率	1.60%	1.11%	1.41%	1.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn