

## 国内工业车辆行业领先企业



行业 机械设备  
报告发布日期 2015年01月08日

诺力股份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。公司主要产品为轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车。轻小型搬运车辆收入占比超过 70%，是公司最主要的产品。

### 募投项目达产有望使公司的产能和盈利能力得到大幅提升

- 近三年公司营业收入年复合增长率为-7.3%，净利润年复合增长率为 6.6%；公司毛利率稳步提升，从 15.7%提升到 20.0%，费用率维持在 11%左右。
- 公司主要产品处于国内领先地位。2013 年，公司销售轻小型搬运车辆 84.32 万台，连续十余年排名国内同行业第一位；销售电动仓储车辆 12,238 台，其中电动步行式仓储车辆 11,892 台，连续三年位居国内同行业第二位。
- 公司在开发研究的新产品包括：（1）高位拣选车的设计开发、（2）自动导引车(AGV)的设计开发、（3）高空作业平台的开发设计、（4）ET 系列牵引车的设计开发。
- 经过 10 多年的高速增长，公司的生产能力已基本充分释放。产能不足已经成为制约公司进一步发展的重要因素，公司本次募集资金拟投资于新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目和技术研发中心建设项目，预计募投项目达产后，公司的产能和盈利能力将得到大幅提升。

### 我国工业车辆市场空间广阔

- 工业车辆是工程机械的重要分支，其下游行业应用领域非常广泛，2009 年中国首次超过美国成为世界第一大工业车辆销售市场，并保持至今。
- 近年来国家不断出台有利于工业车辆行业发展的政策，物流效率的提升也将不断促进我国工业车辆需求的增长。目前我国内燃叉车的全球市场占有率为 41.23%，位列世界第一位；而我国各种电动仓储车辆的全球市场占有率还很低，但一直持续保持增长态势，未来海外市场的发展空间巨大。

### 盈利预测

- 我们预计公司 2014-2016 年收入 12.22、13.31、14.41 亿元，分别同比增长 9.0%、8.9%、8.3%。归属母公司净利润 8,868、9,820、11,152 万元，分别同比增长 3.2%、10.7%、13.6%。目前公司相关可比公司 2014 年平均估值为 20 倍。

### 风险提示

- 行业波动风险，政策风险，募投项目实施风险。

**余炜超** 机械行业分析师  
8621-63325888 x 6071  
sheweichao@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060002

**徐建花** 机械行业分析师  
8621-63325888 x 6090  
xujianhua@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860512020001

**联系人** 马卓  
8621-63325888 x 3206  
maxiao@orientsec.com.cn

#### 公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1,209	1,121	1,222	1,331	1,441
同比增长	-7.3%	-7.3%	9.0%	8.9%	8.3%
营业利润 (百万元)	80	92	98	109	124
同比增长	-2.9%	16.1%	6.5%	11.1%	13.9%
归属母公司净利润 (百万元)	72	86	89	98	112
同比增长	-4.0%	19.4%	3.2%	10.7%	13.6%
毛利率	18.3%	21.0%	21.2%	21.3%	21.4%
净利率	6.0%	7.7%	7.3%	7.4%	7.7%
净资产收益率	22.2%	22.0%	19.0%	13.2%	10.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 目录

公司概况.....	4
公司基本情况 .....	4
公司经营情况 .....	4
公司主要产品 .....	5
公司主要产品处于国内领先地位 .....	7
公司竞争优势 .....	8
技术优势 .....	8
规模优势 .....	8
品牌优势 .....	8
质量控制优势 .....	8
营销网络优势 .....	9
产品系列优势 .....	9
募投项目达产将使公司的产能和盈利能力得到大幅提升 .....	9
行业情况 .....	10
工程机械行业概况 .....	10
我国工程机械行业现状 .....	10
未来我国工程机械行业仍将保持稳定增长 .....	11
工业车辆行业概况 .....	11
工业车辆行业的产品分类 .....	11
工业车辆的应用领域非常广泛 .....	11
世界工业车辆的市场规模快速增长，亚洲成为最大的工业车辆市场 .....	12
我国工业车辆行业的发展现状 .....	12
影响行业发展的有利因素 .....	14
国家出台有利于工业车辆行业发展的政策 .....	14
发展空间将为我国电动仓储车辆发展提供有力保障 .....	16
盈利预测 .....	16
风险提示 .....	17
行业波动风险 .....	17
政策风险 .....	17
募投项目实施风险 .....	17

## 图表目录

图表 1：我国调味品行业收入及增速.....	错误!未定义书签。
图表 2：我国调味品主要消费渠道.....	错误!未定义书签。
图表 3：我国限额以上餐饮业主营收入及增速.....	错误!未定义书签。
图表 4：城镇与农村家庭人均消费性支出增速保持两位数以上.....	错误!未定义书签。
图表 5：2012 年中国和美国 CR5 对比.....	错误!未定义书签。
图表 6：公司酱油占收入比重稳固.....	错误!未定义书签。
图表 7：公司蚝油和调味酱收入及增速.....	错误!未定义书签。
图表 8：公司品类扩张思路.....	错误!未定义书签。
图表 9：2012 年公司省、县、乡市场渗透情况.....	错误!未定义书签。
图表 10：公司经销商、分销商/联盟商变化情况.....	错误!未定义书签。
图表 11：公司募集资金使用计划（万元）.....	错误!未定义书签。
图表 12：募投项目达产前后产能变化.....	错误!未定义书签。
图表 13：可比公司估值表.....	16
表 1：公司产品主要外销地区.....	8
表 2：本次发行募集资金应用.....	9
表 3：项目实施的时间进度以及达产情况.....	10
表 4：2011 年、2012 年及 2013 年世界机动工业车辆市场销售情况（台）.....	12
表 5：2011 年、2012 年及 2013 年我国工业车辆市场销售情况.....	13
表 6：国家出台有利于工业车辆行业发展的政策.....	14
表 7：可比公司估值表.....	16

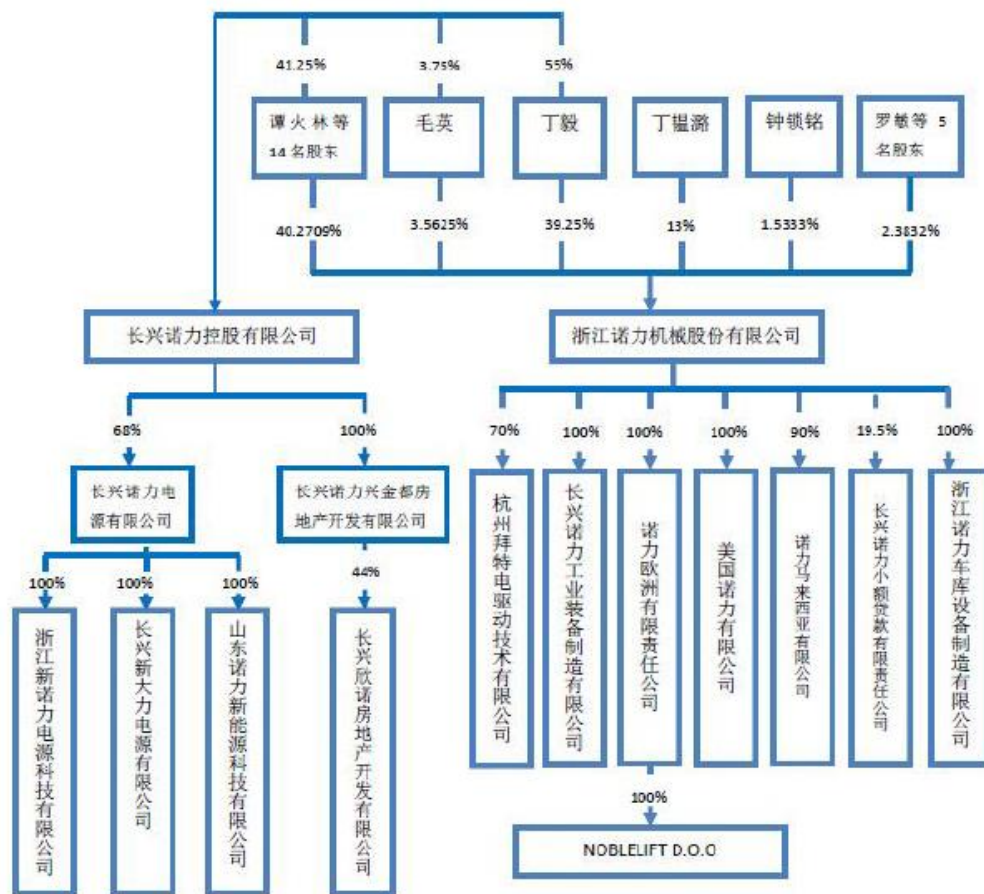
## 公司概况

### 公司基本情况

公司前身为 2000 年成立的长兴诺力机械有限责任公司，并于 2003 年整体变更为浙江诺力机械股份有限公司。

本次发行数量不超过 2,000 万股，全部为公开发行新股。发行后总股本不超过 8,000 万股。公司的控股股东及实际控制人为自然人丁毅。本次发行前，丁毅直接持有本公司 2,355 万股，持股比例为 39.25%，其子丁韞潞、其配偶毛英分别直接持有本公司 780 万股、213.75 万股，持股比例分别为 13.00%、3.56%。上述人员合计持股比例为 55.81%。

图 1：公司股权结构图



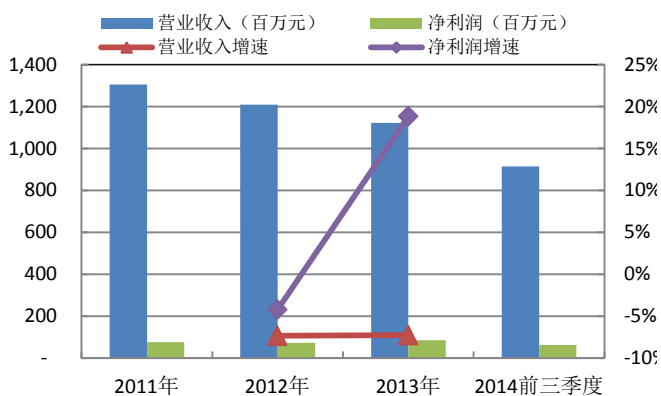
资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

### 公司经营情况

2011-2013 年公司营业收入分别为 13.05 亿元、12.09 亿元、11.21 亿元，年复合增长率为-7.3%，净利润分别为 7,525 万元、7,217 万元、8,574 万元，年复合增长率为 6.6%。

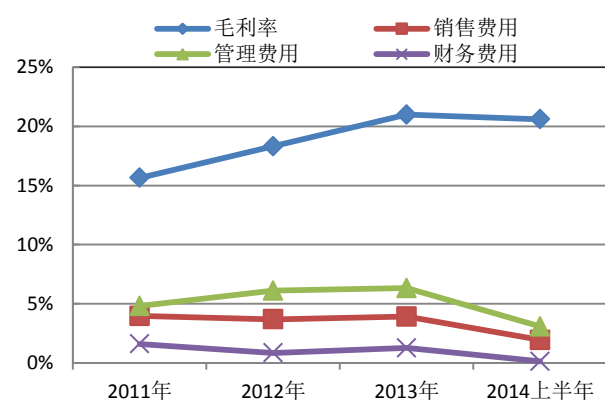
2011-2013 年，公司毛利率稳步提升，从 15.7%提升到 20.0%，而期间费用率仅由 10.4%上升至 11.5%。

图 2：公司营业收入及净利润情况（2011—2014）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司毛利率及三费情况（2011—2014）



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 公司主要产品

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。公司主要产品为轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆和电动乘驾式叉车。

轻小型搬运车辆：是指以人力为主进行搬运和装卸的工业车辆。轻小型搬运车辆由人力/电力驱动液压系统来实现托盘货物的升降，并由人力拉动完成搬运作业。它是仓储运输工具中最简便、最常见的装卸、搬运工具，具有体积小、重量轻、易携带等特点，主要用于工厂、仓库、超市等货物托盘的搬运，并可进入船舱、车厢和集装箱内进行托盘货物的装卸、搬运作业。本公司该类产品销量处于国际领先地位。

图 4：轻小型搬运车辆使用图



轻小型搬运车

轻小型堆高车

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

电动步行式仓储车辆：是以电动机驱动实现货物的升降，并由电力驱动完成搬运作业，用于工厂、仓库、物流企业等部门的机械化装卸、堆垛和短距离运输的设备。电动步行式仓储车辆无驾驶室，操作速度通常限制在 5 千米/小时以下，单向搬运的距离在 100 米以内。在较密集及堆叠高度较低的储存情况下，电动步行式仓储车辆可提供较好的作业性。本公司该类产品销量处于国内领先地位。

图 5：电动步行式仓储车辆使用图



电动步行式搬运车

电动步行式堆高车

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

电动乘驾式叉车：是指以电力来进行作业的叉车，大多数都以蓄电池为动力源，由操作员通过驾驶室实现起升、下降、搬运等工作，主要用于工厂、仓库、车站、港口、机场等场合，因其车体紧凑、移动灵活、自重轻和环保性能好而在仓储业得到普遍应用。相比电动步行式仓储车辆而言，该类产产品机械化程度更高、搬运重量更大、运输距离更远、速度更快。

图 6：电动乘驾式叉车使用图



电动乘驾式仓储叉车

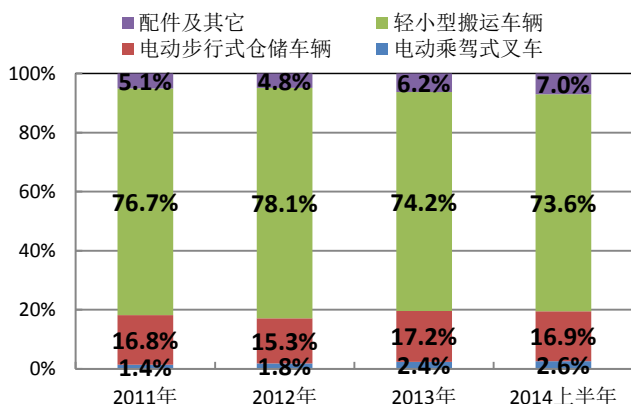
电动平衡重乘驾式叉车

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

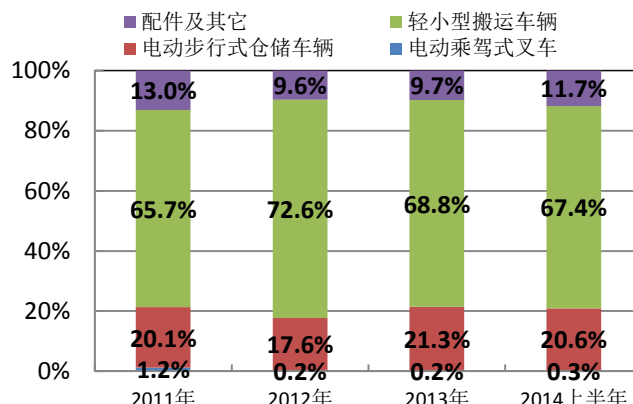
2011 年至 2014 年上半年，公司三大系列产品在公司主营业务收入中的占比分别为 94.92%、95.22%、93.75%和 93.04%，是公司收入的主要来源。其中中小型搬运车辆收入占比超过 70%，是公司最主要的产品。

图 7：公司各产品收入构成 (2011-2014)

图 8：公司各产品毛利构成 (2011-2014)



数据来源：Wind，东方证券研究所



数据来源：Wind，东方证券研究所

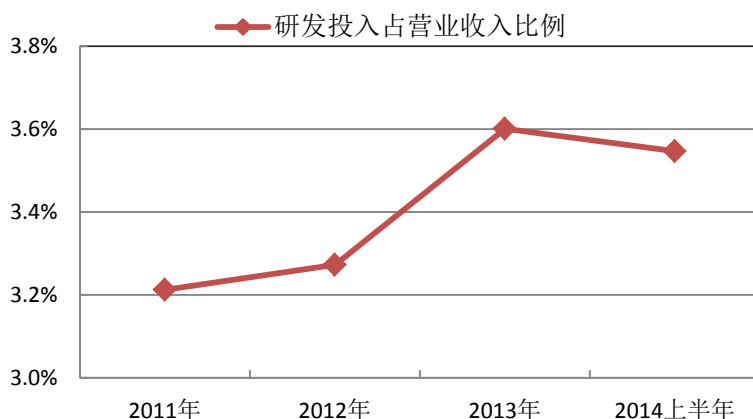
### 公司主要产品处于国内领先地位

公司是国内较早进入工业车辆生产领域的企业之一，拥有十余年的产品研发和生产经验。自设立以来，公司通过不断的技术创新和有序的规模扩张，产品销量稳步扩大，行业地位不断提高。

2013年，公司销售轻小型搬运车辆 84.32 万台，连续十余年排名国内同行业第一位；销售电动仓储车辆 12,238 台，其中电动步行式仓储车辆 11,892 台，连续三年位居国内同行业第二位。

公司将自主创新列为开发工作的重点，在现有产品基础上，结合市场需求，开发拥有自主知识产权的新产品，不断提高产品的档次，优化产品结构和功能。公司一直保持较高的研发费用投入。公司在开发研究的新产品包括：（1）高位拣选车的设计开发、（2）自动导引车(AGV)的设计开发、（3）高空作业平台的开发设计、（4）ET 系列牵引车的设计开发。

图 9：公司近三年研发投入占营业收入的比例



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

公司产品以外销为主，客户主要集中在欧洲、亚洲、美洲等地区，近几年外销占比略有下降。

**表 1：公司产品主要外销地区**

主营业务收入占比	2014 年上半年	2013 年度	2012 年度	2011 年度
欧洲	45.57%	42.16%	50.66%	51.67%
亚洲	38.80%	40.91%	35.67%	34.44%
美洲	14.45%	15.20%	11.93%	12.71%
大洋洲	0.76%	1.36%	1.28%	0.90%
非洲	0.42%	0.37%	0.46%	0.27%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

## 公司竞争优势

### 技术优势

公司设立以来，始终把技术创新作为提高公司核心竞争力的重要举措。在轻小型搬运车生产技术的基础上，结合我国的国情、优势要素和市场特点，以及仓储搬运设备向高空化、智能化和节能环保型快速发展的趋势，在尊重国外知识产权的前提下，公司充分利用现有的机电一体化、液压技术及先进设备，进行集成、优化、改进和创新，不断开发适应市场需求的新产品、新技术和新工艺。截至 2014 年 6 月 30 日，公司（含控股子公司）共取得 145 项专利（含 6 项发明专利），主持或参与修订了 20 项国家或行业标准，掌握了交流逆变技术、负载势能回收技术、总线控制技术 etc 7 项核心技术，并开发了 70 多项拥有自主知识产权的新产品，其中有 30 多项新产品通过了省级鉴定，技术水平达到国内领先或国际先进。

### 规模优势

工业车辆行业属于资金、技术密集型产业，具有比较显著的规模经济性，企业可以通过规模生产降低成本，抵抗风险。公司是国内较早进入工业车辆领域的企业之一。近年来，随着全球工业化水平的逐步提高和人力成本的不断上涨，工业车辆行业迎来黄金发展期。公司抓住机遇，不断扩大生产规模，巩固行业地位。2013 年，公司销售轻小型搬运车辆 84.32 万台，连续十余年排名国内同行业第一位；销售电动仓储车辆 12,238 台，其中电动步行式仓储车辆 11,892 台，位居国内同行业第二位。

### 品牌优势

在多年的市场开拓和品牌培育过程中，公司“NOBLIFT 诺力”品牌在国内市场和国外经销商中均已建立起了良好的知名度和声誉。公司先后荣获“中国驰名商标”、“中国名牌产品”等殊荣。

近年来，公司持续拓展海内外市场，与公司建立稳定合作关系的客户数量持续提高，公司的品牌优势正逐步体现出来。

### 质量控制优势

为提高生产效率和产品质量的稳定性，公司陆续引进了包括数控激光切割机、焊接机器人、德国瓦格纳喷涂流水线在内的 300 多台智能装备。目前公司产品的焊接、涂装等工序基本实现自动化。



此外，公司严格推行全面质量管理，不断完善质量管理体系，已通过了 ISO9001：2008 体系认证，形成了从原材料采购、研发设计、生产制造到成品出厂的一整套完整的质量控制体系，主要产品获得了 CE 认证。

### 营销网络优势

公司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国内经销商和数十家国际知名品牌制造商和经销商。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，考虑到我国工业车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。深入目标市场的子公司和广泛的经销商网络使公司能够及时把握市场动态和捕捉客户的个性化需求，并通过信息反馈使得公司逐渐建立起柔性生产和服务系统。

### 产品系列优势

公司共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。齐全的产品线有利于降低公司开发新客户的信用风险，实现公司内部资源的充分利用，降低市场拓展成本，提高业务开拓效率。公司可以根据市场需求及行业发展趋势，及时规划和调整产品结构，降低对单个产品的依赖度，有效分散公司经营风险。

### 募投项目达产将使公司的产能和盈利能力得到大幅提升

自 2000 年设立以来，本公司一直坚持以新产品开发为龙头，得益于新产品开发与国际市场开拓方面的成功突破，公司的业务高速增长，产品已经从公司设立之初的轻小型搬运车辆扩展到目前的三大系列、约 200 个产品型号；继轻小型搬运车辆的销售量名列国内首位之后，2010 年电动步行式仓储车辆的销量也成为国内第一。

经过 10 多年的高速增长，目前，公司的生产能力已基本充分释放，尽管如此，公司仍然受到产能不足的制约，极端情况下存在放弃部分订单以及老客户维修部件供应不及时的情况。产能不足已经成为制约公司进一步发展的重要因素，公司必须进行大规模的固定资产投资，尽快提升产能。

公司本次募集资金拟投资于新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目和技术研发中心建设项目，预计募投项目达产后，公司的产能和盈利能力将得到大幅提升。

**表 2：本次发行募集资金应用**

序号	项目名称	简称	投资额度
1	新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目	22,000 台电动车项目	21,300
2	技术研发中心建设项目	技术中心项目	3,169
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	补充营运资金项目	8,000

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

本次募集资金投资项目均以诺力股份为主体组织实施，项目建设期均为 1.5 年，建设期结束后正式投入运营期。

**表 3：项目实施的时间进度以及达产情况**

序号	项目名称（简称）	T+1 年	T+1.5 年	T+2 年	T+3 年	T+4 年
1	22,000 台电动车项目	—	—	40%	80%	100%
2	技术中心项目	—	—	100%	100%	100%

附注：T 为首次公开发行并上市日，产能为当期期末产能。

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

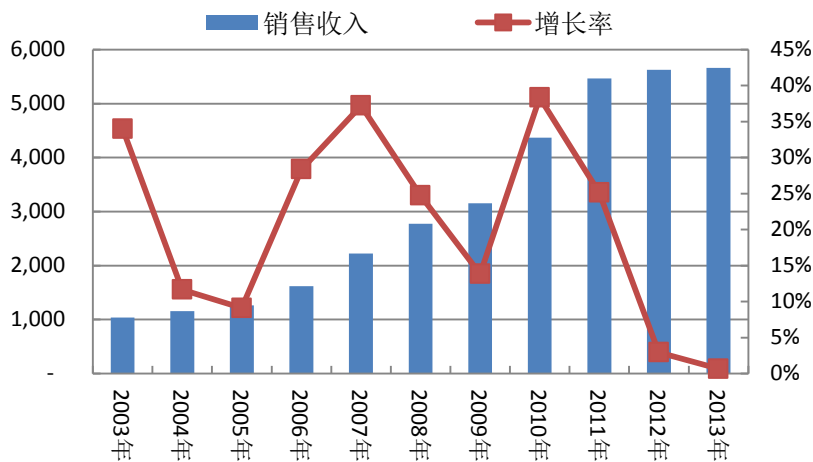
## 行业情况

### 工程机械行业概况

#### 我国工程机械行业现状

据国家统计局统计，“十五”期间，我国工程机械行业年均增长率超过 24%。“十一五”期间，我国工程机械行业迎来了高速发展期，行业年平均增速达到 25%以上，虽然期间受全球金融危机的影响，2009 年行业总产值增长率有所下降，但随着全球经济的迅速恢复，2010 年工程机械行业快速回暖，继续呈现良好的增长态势。2011 年以来，受国内外宏观经济及固定资产投资增速的影响，工程机械行业增速有所下滑。2012 年，工程机械行业完成销售收入 5,663 亿元，同比增长 0.66%。

**图 10：我国工程机械行业 2003 年—2013 年销售收入及增长率情况（亿元）**



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

目前，我国工程机械销售量和销售额已双双超过美国、日本、德国，位居世界第一，其中装载机、挖掘机、汽车起重机、压路机、叉车、推土机和混凝土机械等一大批工程机械产品的产量也跃居世界首位。

## 未来我国工程机械行业仍将保持稳定增长

“十二五”期间，我国全社会固定资产投资规模预计年增长率在 20%左右，其中城镇投资仍将占到 85%左右，包括铁路、公路、交通、能源、城镇化建设及房地产业的项目仍然是主要投资方向之一。战略性新兴产业的快速发展，西部大开发、振兴东北、中部崛起和建设新疆等国家战略的进一步实施，将为工程机械行业创造良好市场环境。

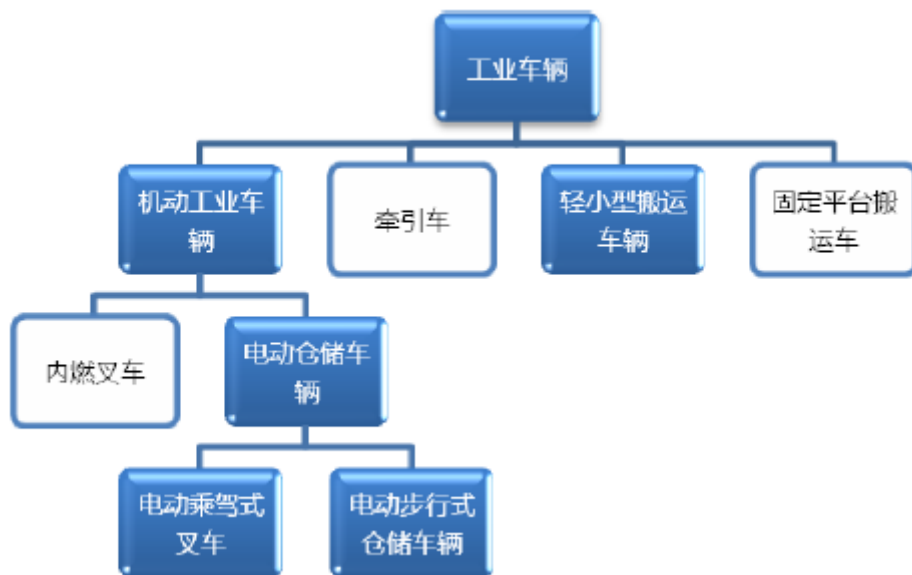
根据中国工程机械工业协会的“十二五”规划，到 2015 年，我国对工程机械的市场需求将达到 8,370-8,510 亿元；全球主机产品的国际需求将达到 2,100 亿美元，其中流通领域约 700 亿美元左右。预计到 2015 年，我国工程机械行业的销售规模将达到 9,000 亿元左右，年均增长率约为 17%。

## 工业车辆行业概况

### 工业车辆行业的产品分类

按照中国工程机械工业协会工业车辆分会的分类标准，工业车辆行业细分产品包括机动工业车辆、轻小型搬运车辆、牵引车、固定平台搬运车等四大类。

图 11：工业车辆行业细分产品

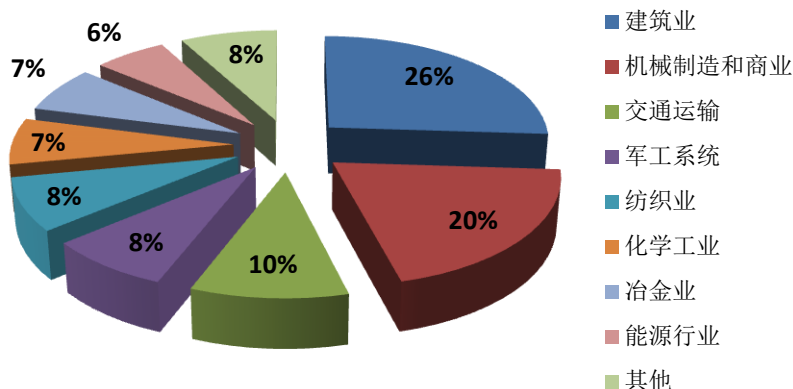


资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

## 工业车辆的应用领域非常广泛

工业车辆是工程机械的重要分支，但不同于其他工程机械行业，工业车辆行业应用领域非常广泛，其下游用户覆盖机械装备制造、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，因此工业车辆行业市场景气程度的波动受单个行业的影响相对不大。另外，从细分产品来看，内燃叉车等大功率工业车辆主要应用于建筑业等户外领域，电动仓储车辆、轻小型搬运车辆等产品主要应用于制造业、商业、仓储物流业等室内领域。

图 12：工业车辆的应用领域



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

### 世界工业车辆的市场规模快速增长，亚洲成为最大的工业车辆市场

工业车辆主要应用于建筑业、物流业、机械制造业和商业等行业，因此其需求与工业化的程度正相关。成熟的工业化国家，包括德国、美国、日本、法国和英国等是传统工业车辆大国，在工业车辆的应用和研发方面占据主导地位。近年来，中国、印度、巴西和俄罗斯等新兴国家经济快速发展，正成长为工业车辆的重要生产地和消费地。

以机动工业车辆为例（鉴于统计口径等原因，国际工业车辆统计数据仅包含各类机动工业车辆，即不包含轻小型搬运车辆、牵引车、固定平台车），2009年亚洲的总销量已经超过欧洲，成为最大的机动工业车辆市场，并保持至今。

表 4：2011 年、2012 年及 2013 年世界机动工业车辆市场销售情况（台）

年份	全球销量	亚洲销量	欧洲销量	美洲销量	非洲销量	大洋洲销量
2013 年	988,781	394,054	316,534	238,455	18,903	20,835
2012 年	943,724	363,816	317,726	220,069	19,816	22,297
2011 年	941,808	373,697	324,073	207,485	17,194	19,359
2013 年同比增幅	4.77%	8.31%	-0.38%	8.35%	-4.61%	-6.56%
2012 同比增幅	0.20%	-2.64%	-1.96%	6.07%	15.25%	15.18%

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

### 我国工业车辆行业的发展现状

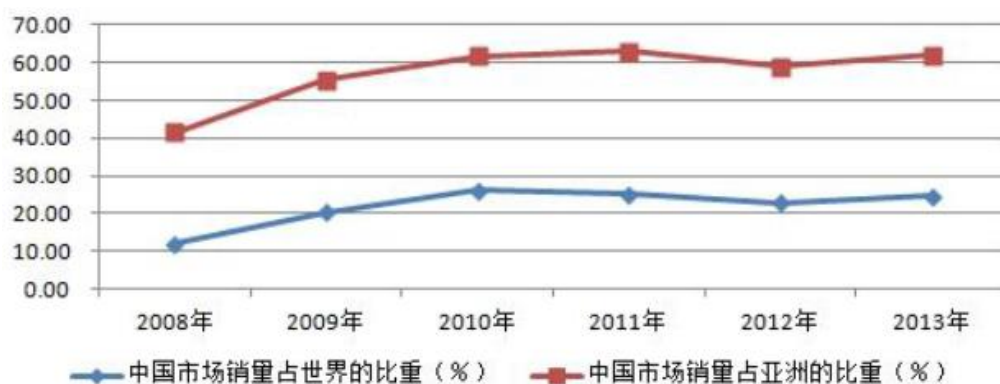
“十一五”期间是我国工业车辆整体发展较快的五年，其中非机动工业车辆逐步取得世界 80% 的制造份额，成为最具竞争力的生产基地。国内部分大中型工业车辆生产企业在原有产品基础上，积极开拓技术含量高、尚主要依赖进口的产品，如大吨位叉车、港口设备、电动叉车等，推动自身和行业的产业升级。在各方的努力下，中国的工业车辆产品已经成功进入世界中端市场。中国工业车辆行业的自主品牌建设也取得了显著成效，2010 年机动工业车辆销量中自主品牌车销量已占总量

的 85%，满足国内外用户需求的能力不断提高。同时随着行业集中度的提升，优势企业不断壮大，目前已有四家企业进入世界工业车辆制造商二十强。

目前，内燃叉车仍然是我国机动工业车辆的主要产品，中国市场的内燃叉车占到了世界总量的 40% 左右，亚洲总量的 70% 左右。我国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，差距甚远。另外，整车产品结构依旧不甚合理，由于缺乏核心技术，高端产品依然需要进口。

根据世界工业车辆联盟的统计数据，由于世界经济遭遇金融危机影响，2009 年全球工业车辆行业总销售量同比下降 39.21%，欧洲、美洲、非洲、大洋洲等市场的下跌均超过 40%（数据来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会《2009 年国内外工业车辆市场概况》），中国则首次超过美国成为世界第一大工业车辆销售市场。其后我国经济快速恢复增长，我国的全球最大市场地位保持至今。

**图 13：近年来中国在亚洲、世界工业车辆的市场占比情况**



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

**表 5：2011 年、2012 年及 2013 年我国工业车辆市场销售情况**

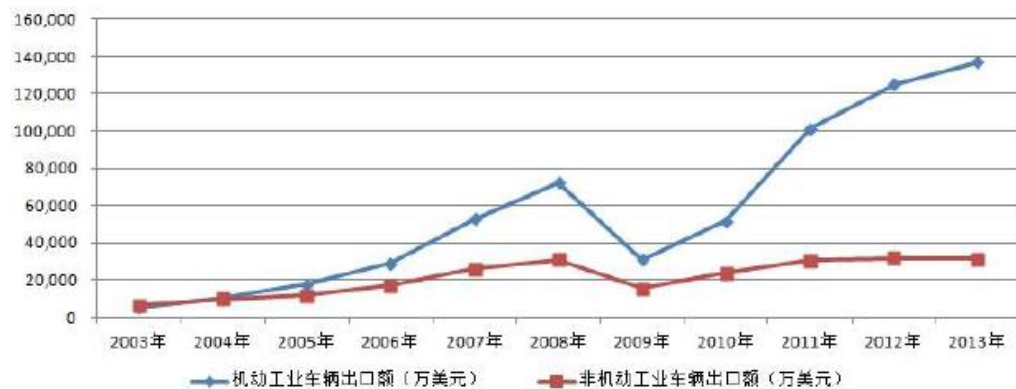
年份	机动工业车辆		轻小型搬运车辆	牵引车	固定平台搬运车
	内燃叉车	电动仓储车辆			
2013 年	239,822	88,942	1,381,387	1,199	304
2012 年	208,629	80,033	1,564,066	1,456	44
2011 年	230,641	83,205	1,686,031	923	86
2013 同比增幅	14.95%	11.13%	-11.68%	-17.56%	590.91%
2012 同比增幅	-9.54%	-3.81%	-7.23%	57.75%	-48.84%

资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

在出口方面，随着我国工业车辆行业竞争力的不断提高，我国工业车辆出口也呈现快速增长态势。在经历 2009 年金融危机导致的下滑后，2010 年出口恢复快速增长，2011 年继续保持增长，并创当期历史新高。2012 年我国工业车辆共出口 1,783,947 台，同比下降了 4.62%；出口金额 156,940.76 万美元，同比上升了 18.76%。2013 年我国工业车辆共出口 1,792,298 台，同比上升了 0.47%；出口金额 168,361.31 万美元，同比上升了 7.28%。（资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会《2013 年国内外工业车辆市场概况》）。

另外，通过参与国际市场竞争，我国工业车辆行业的产品质量和核心技术水平得以显著提高，自2004年以后，高技术含量和高附加值的机动类产品成为了出口的主导产品。

**图 14：近年来，我国工业车辆出口情况**



资料来源：公司招股意向书，东方证券研究所

## 影响行业发展的有利因素

### 国家出台有利于工业车辆行业发展的政策

2009年国家工信部出台了《装备制造业调整和振兴规划》，以确保装备制造业的平稳发展，加快结构调整，增强自主创新能力，提高自主化水平，推动产业升级。

目前我国的物流业发展水平仍然处于初级阶段，表现为规模小，效率低，还不能够完全适应国民经济发展的需要，为此2009年3月国务院发布了《物流业调整和振兴规划》；2011年6月国务院又通过了推动物流业发展的八项配套措施，该等政策的推出都有利于工业车辆行业的持续稳定发展。

**表 6：国家出台有利于工业车辆行业发展的政策**

时间	部门	政策
2009年1月	国务院	《特种设备安全监察条例》
2009年3月	国务院	《物流业调整和振兴规划》
2011年6月	发改委	《产业结构调整指导目录（2011年本）》
2011年7月	工信部、中国工程机械工业协会	《工程机械行业“十二五”发展规划》
2011年8月	国务院	《国务院办公厅关于促进物流业健康发展政策措施的意见》
2011年12月	农业部	《关于促进物流业健康发展政策措施的意见》
2012年12月	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》
2013年1月	工信部	《关于推进物流信息化工作的指导意见》
2014年6月	国务院	《物流业发展中长期规划》

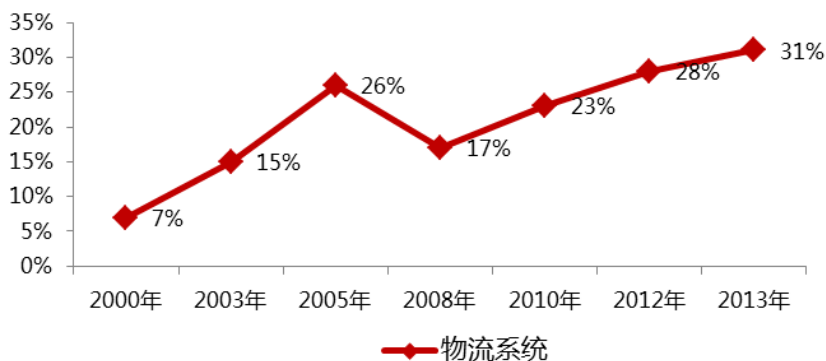
资料来源：公司招股意向书，网站公开信息整理，东方证券研究所

### 物流效率的提升将促进我国工业车辆需求的增长

根据中国物流与采购联合会发布的数据，2010 年我国物流行业总额为 125.4 万亿元，较 2001 年增长 5.45 倍，年复合增长率为 23.01%，呈现持续高速增长的趋势。2013 年，我国物流行业总额进一步增加至 197.8 万亿元，近三年复合增长率为 19.25%。

同时，在社会物流总费用与 GDP 的比率上，我国该比率约为 18%，这与欧美发达国家平均 10% 的比例差距较大，这说明我国物流行业的效率仍有极大的发展空间，作为提高工作效率和物流效率的重要装备，工业车辆行业将因此受益。

**图 15：2000 年至 2013 年中国物流系统市场需求增长**



资料来源：中国物流技术协会，东方证券研究所

**图 16：2014-2018 年中国物流相关行业投资增长趋势预测**

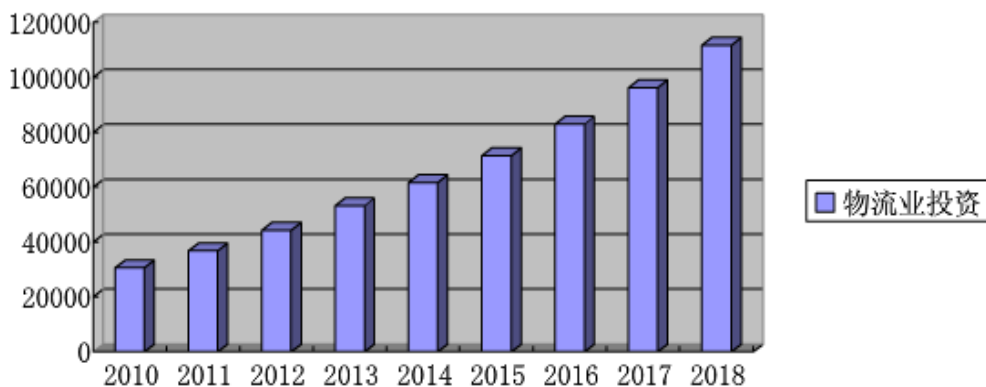


图 11：2014 年-2018 年中国物流相关行业投资增长趋势预测

(2010 年与 2013 年为实际数)

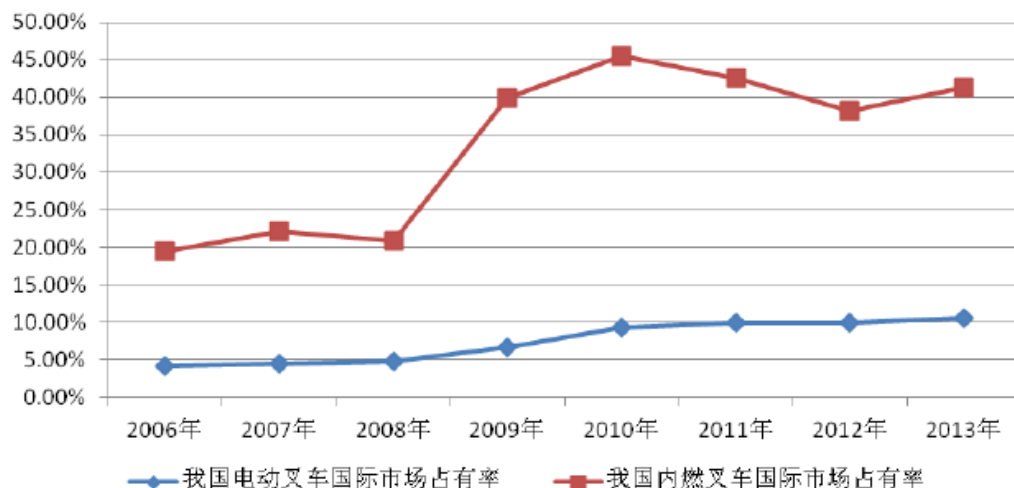
数据来源：中国物流技术协会信息中心

资料来源：中国物流技术协会信息中心，东方证券研究所

## 发展空间将为我国电动仓储车辆发展提供有力保障

据世界工业车辆联盟统计,2013年我国内燃叉车的全球市场占有率为41.23%,同比提高了8.16%,仍列世界第一位;电动仓储车辆的全球占有率为10.58%,同比提高了6.87%,世界排名仍列第三位。

图 17: 近年来我国内燃叉车和电动仓储车辆的全球占有率情况



资料来源: 公司招股意向书, 东方证券研究所

相对于内燃叉车的优势地位,我国各种电动仓储车辆的全球市场占有率还很低,但一直持续保持增长态势,发展势头良好,未来我国电动仓储车辆海外市场的发展空间巨大。

目前,我国电动仓储车辆出口地区以欧美国家等主要工业车辆消费市场为主,与其他国际品牌的工业车辆相比,我国电动仓储车辆的性价比优势突出。以电动乘驾式叉车为例,根据海关统计数据,近年来我国出口电动乘驾式叉车的均价水平基本保持在1.1万美元/辆左右。相比之下,日本丰田、德国永恒力、美国纳科等大厂的产品均价皆在2.5万美元/辆以上,是我国出口产品均价的两倍以上。虽然人民币升值对出口性价比有负面影响,但影响有限,预计未来电动仓储车辆出口仍将保持较快增速。

## 盈利预测

我们预计公司2014-2016年收入12.22、13.31、14.41亿元,分别同比增长9.0%、8.9%、8.3%。归属母公司净利润8,868、9,820、11,152万元,分别同比增长3.2%、10.7%、13.6%。目前公司相关可比公司2014年平均估值为20倍。

表 7: 可比公司估值表

公司	代码	最新价格	每股收益 (元)			市盈率		
		2015/01/08	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
安徽合力	600761	15.49	0.81	0.99	1.08	19.03	15.67	14.36
常林股份	600710	5.77	-0.34	0.26	0.35	-17.09	22.19	16.49
厦工股份	600815	8.53	-0.62	-0.37	-0.34	-13.87	-23.05	-25.09
华菱星马	600375	12.24	0.45	0.65	0.71	27.44	18.83	17.24
徐工机械	000425	14.15	0.68	0.61	0.75	20.74	23.26	18.96
中联重科	000157	6.80	0.50	0.21	0.26	13.65	31.92	26.15
最大值						27.44	31.92	26.15
最小值						(17.09)	(23.05)	(25.09)



平均数						8.32	14.80	11.35
调整后平均							20	17

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所整理

所选相关可比公司均为 A 股机械设备行业专用设备—工程机械类公司。

## 风险提示

### 行业波动风险

公司所属行业为工业车辆行业。工业车辆下游包括了机械制造、轻工业、建筑业、仓储物流服务业等众多行业，涉及面非常广泛，因此对单一行业的周期性波动不太敏感，但与宏观经济整体运行周期关联较为紧密，随宏观经济周期出现波动。近两年，国内外宏观经济整体不景气，受此影响，工业车辆行业发展增速也有所下滑。若未来几年国内外宏观经济形势持续下滑，则受行业波动影响，公司业绩增长会存在一定压力。

### 政策风险

近年来国家出台了一些有利于工业车辆行业发展的政策。但后续政策出台可能需要时间，政策力度可能不及预期，可能导致行业增长低于预期。

### 募投项目实施风险

公司本次募集资金拟投资于新增年产 22,000 台节能型电动工业车辆建设项目和技术研发中心建设项目，预计募投项目达产后，公司的产能和盈利能力将得到大幅提升。但是，电动工业车辆国内市场规模还不是很大，国外竞争对手实力较强，国内新的竞争对手可能介入该市场，上述因素可能对公司产品销售构成风险。此外，宏观经济形势的变动以及销售渠道、营销力量的配套措施是否得力等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。综上，公司募投项目能否顺利按计划实施存在不确定性。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	185	257	242	517	530	营业收入	1,209	1,121	1,222	1,331	1,441
应收账款	79	61	66	72	78	营业成本	987	886	963	1,047	1,133
预付账款	10	10	10	11	12	营业税金及附加	5	5	5	6	6
存货	160	227	247	269	291	营业费用	48	51	56	61	66
其他	11	34	35	36	37	管理费用	80	83	90	98	106
<b>流动资产合计</b>	<b>445</b>	<b>589</b>	<b>601</b>	<b>905</b>	<b>949</b>	财务费用	11	16	20	19	17
长期股权投资	55	51	51	51	51	资产减值损失	1	2	1	1	1
固定资产	203	209	263	367	438	公允价值变动收益	(5)	7	2	1	3
在建工程	0	0	20	60	60	投资净收益	7	7	9	8	8
无形资产	67	66	59	53	47	<b>其他</b>	0	0	0	0	0
其他	1	7	17	60	83	<b>营业利润</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>98</b>	<b>109</b>	<b>124</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>325</b>	<b>333</b>	<b>411</b>	<b>591</b>	<b>680</b>	营业外收入	7	11	9	9	10
<b>资产总计</b>	<b>771</b>	<b>922</b>	<b>1,012</b>	<b>1,496</b>	<b>1,629</b>	营业外支出	2	1	2	2	2
短期借款	151	65	65	65	65	<b>利润总额</b>	<b>85</b>	<b>102</b>	<b>105</b>	<b>117</b>	<b>133</b>
应付账款	200	196	213	232	251	所得税	13	16	17	19	21
其他	53	67	69	71	72	<b>净利润</b>	<b>72</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>98</b>	<b>111</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>404</b>	<b>328</b>	<b>347</b>	<b>367</b>	<b>388</b>	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	0	150	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72</b>	<b>86</b>	<b>89</b>	<b>98</b>	<b>112</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.90	1.07	1.11	1.23	1.39
其他	6	18	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>6</b>	<b>168</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>410</b>	<b>495</b>	<b>497</b>	<b>517</b>	<b>538</b>		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	2	3	3	3	3	<b>成长能力</b>					
股本	60	60	60	80	80	营业收入	-7.3%	-7.3%	9.0%	8.9%	8.3%
资本公积	16	16	16	362	362	营业利润	-2.9%	16.1%	6.5%	11.1%	13.9%
留存收益	284	347	436	534	646	归属于母公司净利润	-4.0%	19.4%	3.2%	10.7%	13.6%
其他	(0)	(0)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>361</b>	<b>426</b>	<b>515</b>	<b>979</b>	<b>1,090</b>	毛利率	18.3%	21.0%	21.2%	21.3%	21.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>771</b>	<b>922</b>	<b>1,012</b>	<b>1,496</b>	<b>1,629</b>	净利率	6.0%	7.7%	7.3%	7.4%	7.7%
						ROE	22.2%	22.0%	19.0%	13.2%	10.8%
						ROIC	15.1%	15.8%	14.5%	11.2%	9.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债率	53.2%	53.7%	49.1%	34.6%	33.0%
净利润	72	86	88	98	111	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2	108	18	24	31	流动比率	1.10	1.80	1.73	2.47	2.44
财务费用	11	16	20	19	17	速动比率	0.71	1.10	1.02	1.73	1.70
投资损失	(7)	(7)	(9)	(8)	(8)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(21)	(55)	(9)	(9)	(10)	应收账款周转率	14.2	14.9	17.8	17.7	17.7
其它	49	(88)	(15)	(1)	(3)	存货周转率	5.7	4.6	4.1	4.1	4.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>106</b>	<b>61</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>139</b>	总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.1	0.9
资本支出	(31)	(316)	(100)	(205)	(120)	<b>每股指标 (元)</b>					
长期投资	3	3	0	0	0	每股收益	0.90	1.07	1.11	1.23	1.39
其他	(21)	286	11	9	11	每股经营现金流	1.32	0.76	1.17	1.54	1.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(49)</b>	<b>(27)</b>	<b>(89)</b>	<b>(196)</b>	<b>(109)</b>	每股净资产	4.49	5.29	6.40	12.20	13.60
债权融资	(150)	150	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	2	1	0	366	0	市盈率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
其他	67	(114)	(20)	(19)	(17)	市净率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(82)</b>	<b>36</b>	<b>(20)</b>	<b>347</b>	<b>(17)</b>	EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
汇率变动影响	0	(0)	0	0	0	EV/EBIT	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>现金净增加额</b>	<b>(25)</b>	<b>70</b>	<b>(15)</b>	<b>275</b>	<b>13</b>						

资料来源：东方证券研究所。由于发行股数尚未确定，本表中股本预测值参考招股说明书发行股数上限，每股指标均按照考虑发行股数上限后全面摊薄

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)