

## 交通运输

2015年06月03日

# 音飞储存 (603066)

—— 首家智能物流设备供应商，合理价格 44-52 元

### 发行上市资料：

发行价格(元)	12.43
发行股数(万股)	2500
发行日期	2015/06/03
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	华泰联合证券
上市日期	2015/06/08

\*首日上市股数 2080 万股

### 基础数据(发行前)：

2014年12月31日	
每股净资产(元)	5.30
总股本/流通A股(万股)	7500/0
流通B股/H股(万股)	0/0

### 投资要点：

- **华东地区智能物流设备供应商。**主要从事仓储货架的生产和销售，主要产品包括一般货架、特种货架、阁楼式货架、立体库高位货架和自动化系统集成，其中后者主要为智能化物流系统提供支持，高端货架在收入结构中占比达 31%，未来仍有较大发展空间。
- **下游行业快速扩张，技术壁垒优势逐渐体现。**仓储货架行业市场空间高达 100 万吨，折合约 100 亿元，每年保持 7%左右增速。下游电子商务、冷链物流等新兴产业比重逐步增长，在政策扶持和消费升级促进下，高端需求增速在 30%以上；未来行业竞争将科技化、智能化方向发展，拥有更高研发和生产能力的公司将在竞争中胜出。
- **三大优势助力公司长期成长。**一是研发优势，公司每年研发费用达到收入占比 4%，同时在积极研发“基于物联网、云计算架构供应链管理平台”、“快速输送分拣系统”等项目，全面对接现代化物流信息平台，成功投产后将为公司争夺新兴市场提供帮助；二是客户优势，在不断增加与唯品会、苏宁云商等传统客户订单的同时，借助研发优势，通过与行业知名企业合作的方式进入新能源、通讯、航空、轨交等新领域；三是品牌优势，借以多年经营，在华东地区积累了较好口碑，并通过积极参加展销会拓展公司业务渠道。
- **募投项目有望实现产能翻倍。**本次拟发行 2500 万股，募集 3.11 亿；其中 2.18 亿用于投入年产 4.3 万吨高端货架制造项目，假设项目于 2018 年完全投产，公司产能将增加至 9.3 万吨，实现翻倍，市占率有望从 7%增长到 9%，预计每年增厚税后利润 6,517 万元。
- **预计 15 年实现净利润 0.69 亿，合理股价为 43.8-55.2 元。**测算得公司 15-17 年将分别实现收入 4.93 亿、5.57 亿、7.08 亿；归母净利润分别为 0.69 亿、0.80 亿、1.00 亿。横向比较轻工制造公司估值，测算得公司合理股价为 43.8-55.2 元。
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间

### 盈利预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	423.95	474.34	493.32	557.45	707.96
同比增长率(%)	-3.57	11.89	4.00	13.00	27.00
净利润(百万元)	50.60	61.39	69.56	79.76	100.11
同比增长率(%)	-6.52	21.31	13.31	14.65	25.52
每股收益	0.51	0.61	0.70	0.80	1.00
主营业务利润率(%)	11.94	12.94	14.10	14.31	14.14
净资产收益率(%)	15.05	15.44	14.89	14.58	15.47

### 财务指标

	2012	2013	2014
流动比率	2.54	2.50	2.90
资产负债率(%)	29.95	29.60	28.20
应收账款周转率	3.20	2.41	2.17
存货周转率	3.83	3.79	4.57

### 证券分析师

吴一凡 A0230513080007  
[wuyf@swsresearch.com](mailto:wuyf@swsresearch.com)

### 研究支持

陆达 A0230114080012  
[luda@swsresearch.com](mailto:luda@swsresearch.com)

### 联系人

陆达  
(8621)23297344  
[hejw@swsresearch.com](mailto:hejw@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司  
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

## 目 录

---

<b>1. 华东地区智能物流设备供应龙头 .....</b>	<b>3</b>
1.1 主营四大仓储货架产品，高端货架占比 31% .....	3
1.2 行业趋势：下游需求持续增长，技术壁垒逐渐提升 .....	5
1.3 研发及客户优势保证长期业绩稳定 .....	8
<b>2. 本次募集项目介绍 .....</b>	<b>10</b>
2.1 项目建成后将实现规模翻倍 .....	10
2.2 投产后增厚税后利润 7000 万元 .....	11
<b>3. 盈利预测 .....</b>	<b>12</b>
3.1 预测 15 年净利润为 0.69 亿.....	12
3.2 公司合理股价为 43.8-55.2 元.....	13
<b>4 . 关键结论与投资建议.....</b>	<b>14</b>

## 图表目录

图 1：公司营收及同比(单位：万元).....	3
图 2：公司净利润及扣非净利润(单位：万元).....	3
图 3：14 年收入按产品拆分(单位：亿元).....	4
图 4：各产品单价变化（元/吨）.....	4
图 5：卷带钢和管型材成本占营业成本比例.....	4
图 6：型材价格（单位：元/吨）.....	4
图 7：11-14 年公司产品毛利率（单位：%）.....	5
图 8：各产品毛利率变化（元/吨）.....	5
图 9：我国仓储物流货架需求量与社会物流总额.....	5
图 10：钢铁价格指数.....	6
图 11：重点企业库存（单位：万吨）.....	6
图 12：公司研发收入及收入占比.....	8
表 1：货架分类介绍.....	3
表 2：下游各行业发展情况.....	6
表 3：行业政策梳理.....	7
表 4：公司相比同行的技术优势和产品优势.....	8
表 5：12-15 年前五大客户收入占比一览.....	9
表 6：项目情况.....	10
表 7：发行股份前后股权变化.....	11
表 8：项目营收构成.....	11
表 9：项目总成本费用构成.....	11
表 10：项目盈利能力指标.....	12
表 11：公司 15-17 年盈利预测表（单位：百万元）.....	12
表 12：相关标的加权平均 PE 为 76 倍.....	13

# 1. 华东地区智能物流设备供应龙头

## 1.1 主营四大仓储货架产品，高端货架占比 31%

音飞储存主要从事仓储货架的生产和销售，是国内较大的仓储货架供应商之一，主要产品包括一般货架、特种货架、阁楼式货架、立体库高位货架和自动化系统集成，广泛应用于电子商务、医药、烟草、电力、图书、机械制造、汽车、饮料、食品、冷链物流、日用百货、第三方物流等各行各业的物流仓储和配送活动。主要合作方包括苏宁电器、中国移动、上海通用、昆明昆船、唯品会等众多知名企业，市占率达 7%。14 年公司实现收入 4.74 亿，同比增长 11.89%，实现归母净利润 6.12 亿，同比增加 20.99%。

图 1：公司营收及同比(单位：万元)



图 2：公司净利润及扣非净利润(单位：万元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

资料来源：WIND，申万宏源研究

**主打四大类货架产品，满足多种客户需求。**公司现有货架类产品主要分为四大类，包括一般货架，特种货架，阁楼式货架，立体高位货架和自动化系统集成货架。早期主要生产技术难度较低的一般货架、特种货架及阁楼式货架，受到物流企业对于自动化的需求，公司逐渐开发出立体货架及自动化系统集成，目前已可为客户提供 15 米以下的系统化集成产品。

表 1：货架分类介绍

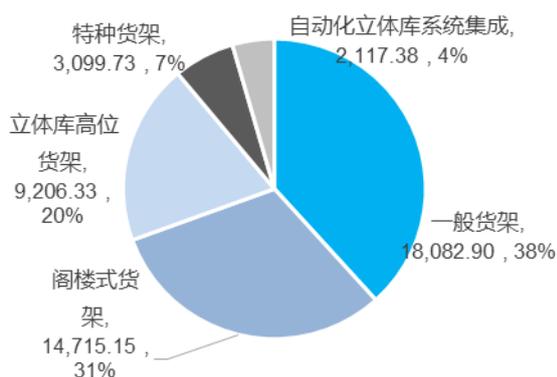
货架大类	定义	应用领域	技术难度
一般货架	用于存放形状、大小规则，随机存取、人工或叉车存放的货架，包括轻中型搁板式和托盘式货架。	物流中心、中转库、工业仓库、超市、电子、纺织等	普通
特种货架	用于存放形状、大小不规则的物料的货架以及用于密集储存场合的货架，包括悬臂式、驶入式、重力式、压入式、流利式和移动式货架。	食品、冷库、家电行业、物流中心、机械加工、建材超市等	较高

阁楼式货架	具有两层或两层以上工作面的钢制结构，通常是由货架作为楼面的支撑，货架既承担了存放货物的作用，同时承担了楼面支撑的作用。	电子商务、图书出版、汽车行业等
立体库高位货架	自动化立体仓库系统集成用于存储货物的货架，通常高度大于等于10米，包括牛腿式和横梁式货架。	烟草、医药、电力、军队物流
自动化系统集成	由立体库高位货架、堆垛机、输送系统、控制系统、管理系统和周边设备组成的自动化储存系统。	高

资料来源：公司公告、申万宏源研究

**低附加值货架占比达69%，成本下滑致单价小幅下滑。**根据公司2014年销售数据，传统的一般货架占比仍然最高，高达38%；阁楼式货架占比达31%；相对高端的特种货架、立体库高位货架以及自动化立体库系统集成收入占比较小，随着市场需求增加，在保证低端货架收入稳定的同时，高端货架仍有较大发展空间。

图3：14年收入按产品拆分(单位：亿元)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图4：各产品单价变化(元/吨)

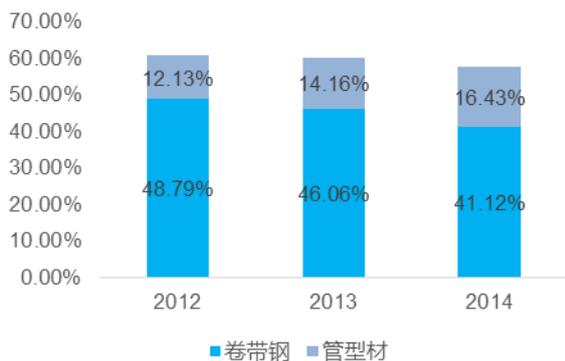


资料来源：WIND，申万宏源研究

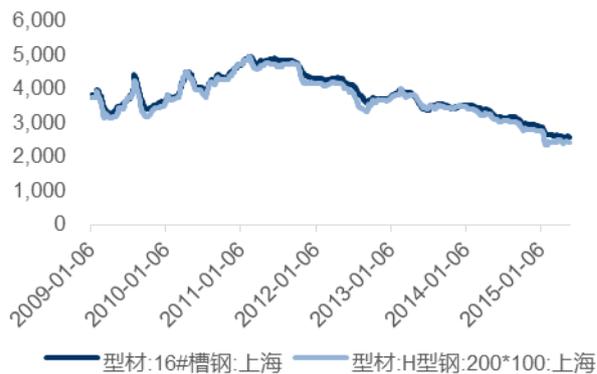
**原材料主要为钢材，成本占比约60%。**公司主要原材料为各种类型的卷带钢和管型材，属于钢材市场主要品种，市场供应充足。钢材是公司主要成本来源，2014年，公司卷带钢和管型材成本占营业成本达到57.55%，连续两年占比下降，主要因为钢价逐步下降所致。

图5：卷带钢和管型材成本占营业成本比例

图6：型材价格(单位：元/吨)



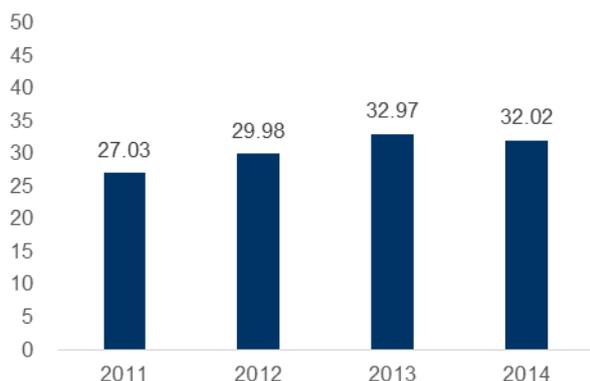
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

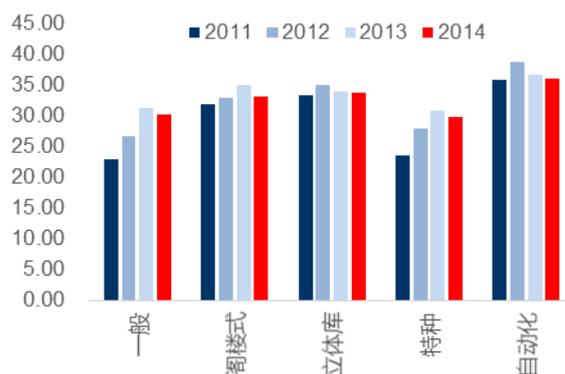
**毛利率上升阻力较大。**虽然钢价加速寻底，虽然公司在行业内市占率高达7%，但竞争对手仍较多，尤其是在公司贡献收入较多的低端货架上，因此公司难以始终保持高额毛利率，导致14年货架单价大幅度下滑，但毛利率下降幅度不大。

图7：11-14年公司产品毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图8：各产品毛利率变化（元/吨）

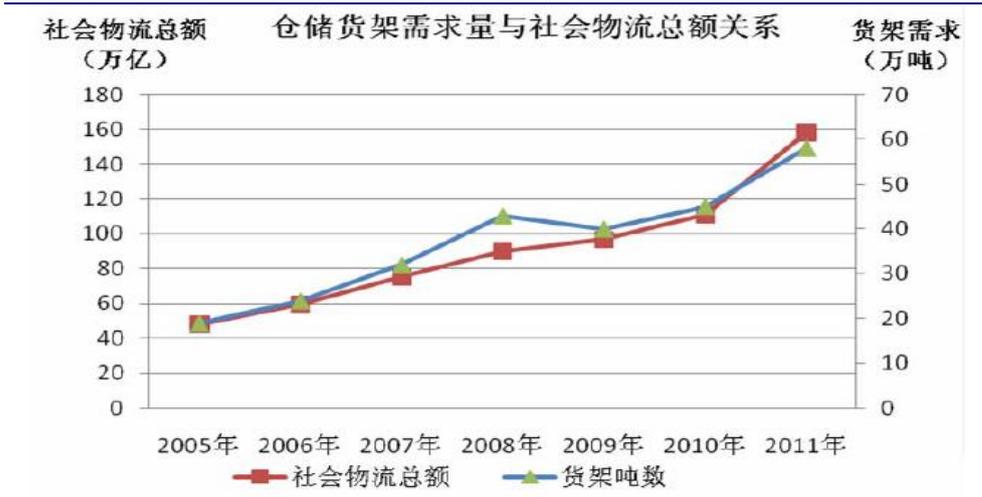


资料来源：WIND，申万宏源研究

## 1.2 行业趋势：下游需求持续增长，技术壁垒逐渐提升

**15年货架需求量达84万吨。**仓储货架用于货物的存储，其需求量主要来自于两个方面：第一，物流配送领域从事物流服务的流通企业。第二，生产制造领域的生产企业。这两类企业的未来发展趋势可以用社会物流总额来表征，社会物流总额决定仓储货架需求。从数据上来看，2014年，全国社会物流总额超过210万亿，同比增长9%。随着新常态经济增长中枢下移，生产企业需求预计将相应放缓，但是物流行业作为我国经济结构痛点之一，受政策扶持大，发展后劲强。据仓储与物流协会测算，2015年仓储货架需求达84万吨，2018年将突破100万吨，每年保持7%左右增长。

图9：我国仓储物流货架需求量与社会物流总额



资料来源：公司公告、申万宏源研究

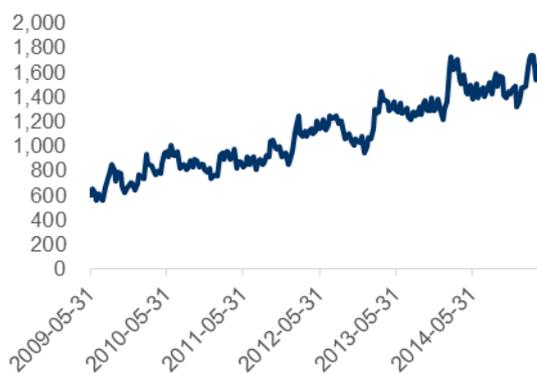
**上游钢铁行业产能过剩严重，钢价继续寻底。**钢铁是仓储货架的主要原材料，成本占比达80%以上，钢铁价格对仓储货架行业影响深远。目前，2010年后，国内钢价一路下滑，重点企业钢材库存仍然处于高位，整个行业仍然没有探明底部。低成本钢铁原材料一方面有助于提升仓储货架生产商的利润率水平，一方面亦有助于其实现低位扩张，增加产能。

图 10：钢铁价格指数



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 11：重点企业库存（单位：万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**下游应用行业方兴未艾，仓储货架市场容量增长迅速。**仓储货架下游行业包括电子商务、医药、烟草、图书出版、家电、机械、冷链物流、建材、纺织、饮料、零售等。其中，电子商务发展最快，体量增长最大，2014年我国电商交易额达13万亿，2015年5月，商务部发布《“互联网+流通”行动计划》，提出2016年我国电商交易额达到22万亿，年均复合增长率超过30%。另外，医药、烟草、图书、冷链物流等行业体量大、增长快，对仓储货架行业的带动作用也不容忽视。

表 2：下游各行业发展情况

行业	规划增长率	2015年预计
----	-------	---------

电子商务	30%	17 万亿
医药	8%	1.2 万亿 (美元)
烟草物联网	8.60%	
图书出版	19.20%	29400 亿
家电	8%	1.1 万亿
机械	12%	
冷链物流	17%	
建材	10%	
纺织	8%	出口 3000 亿 (美元)
饮料	12%	
零售	15%	

资料来源：公司公告、商务部、申万宏源研究

**大型化、智能化、集成化，技术壁垒开始提高。**仓储货架行业在行业发展初期，因产品生产壁垒不高，行业竞争主要以价格竞争为主，随着对产品的需求由普通的存储功能发展为具有仓储、物流配送和挑拣功能的各种货架系统项目，大型化、智能化和集成化产品开始出现，特别是高端的自动化系统集成、立体库高位货架、阁楼式货架，对仓储货架设计合理性、生产标准化和安装实效性提出了更高要求，整个行业技术壁垒开始提高。我们认为，随着具备核心竞争优势企业的出现，行业整合速度将加速，行业集中度将逐步提高。

**产业政策轮番出台，仓储是物流业转型升级痛点之一。**2009年，国务院通过了《国务院关于印发物流业调整和振兴规划的通知》，提出加快对现有仓储、转运设施和运输工具的标准化改造，把促进物流业发展上升到国家战略高度；2011年，《国民经济和社会发展第十二个五年规划》提出加快建立社会化、专业化和信息化的现代物流服务体系；2014年9月，《物流业发展中长期规划（2014-2020年）》指出，建成一批区域性仓储配送基地，提高物流配送效率和专业化服务水平。我们认为，现代物流离不开仓储的智能化、集成化和系统化的硬件支撑。物流转型升级必将派生出大量的高标准现代仓储货架需求。

表 3：行业政策梳理

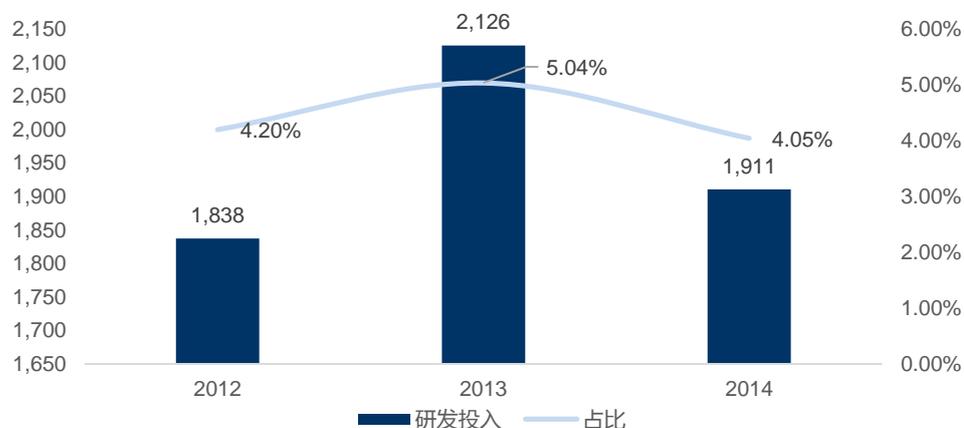
时间	政策文件	主要内容
2009.3	《国务院关于印发物流业调整和振兴规划的通知》	鼓励企业采用标准化的物流设施和设备，实现物流设施、设备的标准化。
2011.3	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	加强物流基础设施的建设和衔接，提高物流效率，降低物流成本。
2014.9	《物流业发展中长期规划（2014—2020年）》	建成一批区域性仓储配送基地，吸引制造商、电商、快递和零担物流公司、第三方服务公司入驻，提高物流配送效率和专业化服务水平。

资料来源：公司公告、申万宏源研究

### 1.3 研发及客户优势保证长期业绩稳定

**优势之一：投入研发保持技术优势。**公司作为国内较早仓储货架企业之一，经过十几年的发展，已经成长为国内较大的仓储货架供应商之一，生产规模与研发实力在全国同行业内较为领先，仓储货架制造技术和生产设备处于国内先进水平，同时研发团队与国内著名高校和研究所在多个相关领域进行了研究。公司拥有 1 项发明专利，33 项实用新型专利、14 项软件著作权。公司 3 种产品被认定为江苏省高新技术产品。14 年公司研发费用为 1,911 万，占公司总收入的 4.05%，公司为保持行业内的技术领先性，将持续在研发上加大投入，同时随着公司产能的提升，规模化生产将逐步摊薄研发费用占比。

图 12: 公司研发收入及收入占比



资料来源：公司公告、申万宏源研究

与竞争对手相比，公司在生产工艺和产品均在行业内具有一定的技术先进性，具有较高的生产效率，保持市场领先地位，有利于拓展中高端市场。除现有技术领先外，公司同时在研发“基于物联网、云计算架构供应链管理平台”、“快速输送分拣系统”等，全面对接现代化物流信息平台，成功投产后将为公司争夺新兴市场提供帮助。

表 4：公司相比同行的技术优势和产品优势

		工艺先进性	
名称	音飞储存	行业一般企业	
冲压	大多数构件的冲孔、成型、切断等工序使用 1 副模具 1 次冲压完，生产效率较高，人工耗用减少。	构件的冲孔、成型、切断等工序须使用 2-3 副模具 2-3 次冲压完成，生产效率较低，人工耗用较高。	
冷弯成型	自行设计的大多数冷弯专用轧机，轧辊和道次设计巧妙，使构件成型精度、成材率和生产效率较高。	通常采用普通轧机进行加工，成型精度、成材率和生产效率一般。	
焊接	横梁焊接可使用机器人自动焊接系统，尺寸精度较高、互换性较强、焊缝美观。	通常使用人工焊接。	
除锈	采用自动抛丸机抛丸处理，防锈耐久性好，塑层质量好，可使构件表面产生形变强化层，有焊缝的受力构件不会出现氢脆现象，无化学污染物排放。	采用酸洗除锈，产生酸雾及废酸污染物，有焊缝的受力构件经长期使用可能出现氢脆现象，严重时将出现断裂。	

喷塑 喷塑线速度可达4米/分，采用燃气加热，使用低渣、低磷的磷化液，效率较高，节能，固废及烟尘排放较少。 喷塑线速度一般为2-3米/分，采用煤或油加热，使用普通磷化液，不够节能环保。

产品先进性

名称

音飞储存产品优势

特种货架	1、在流利式货架和压入式货架中，设计有“十”字型连接件，使流利条、轨道与货架横梁的连接更加容易，提高安装精度和效率；2、贯通式货架的牛腿搁板，采用连续冲孔和表面突台的设计，提高了搁板的承载能力，用料也更经济；3、移动式货架纵梁采用两轮一组的分割式设计，当遇到钢轨不平或轨道沉陷时，车轮不会悬空，保证车轮的均匀负载。
阁楼式货架	1、在楼面板两侧拼接处采用类似榫头和榫槽的拼接结构，楼板双侧面同时受力，可传递货物重量，分散集中载荷，提高楼面整体刚性和承载能力，也可提高楼面平整度和安装效率；2、楼面梁采用自制的专用型材，通过腹板上的弧形槽和连接件上的弧形面配合，依靠构件之间的正压力和少量的摩擦力，使梁与梁之间的连接更加牢固和稳定。
立体库高位货架	1、能制作截面更大（120*150毫米）的冷弯型钢立柱，能满足承载能力更大的设计要求；2、单根立柱长度精度较高，连续冲孔累计误差较小，安装时无须做复杂调整，立柱高度误差和横梁水平度误差均可满足行业通常遵循的FEM标准的要求；3、有限元分析中，经过公司多年经验积累，预设的参数和模型更全面合理，使力学测算结果更精准，材料选择更经济合理；4、安装施工水平较高，能更好处理复杂恶劣环境下（如：间距狭窄、交叉施工等）的安装作业。
自动化系统集成	1、具备多年与国内外著名系统集成商配套的经历，整体系统规划理念先进，在稳定性和安全性设计方面考虑周全；2、系统集成主要部件立体库高位货架自行生产，与其他硬件之间的配合度更高，安装时减少交叉施工。3、多年的货架制造经验，在钢结构件受力及选材设计方面有丰富的技术积累，对堆垛机、输送线及周边设备的结构设计更加合理；4、电控软件设计模块化，缩短了系统安装调试周期；5、系统监控软件和系统管理软件均为自主研发，更容易满足客户的个性化需求。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**优势之二：存量客户丰富，逐步布局新兴产业。**公司的客户体系主要长期合作的系统集成商客户、发展势头良好的优质客户和战略性介入行业的新兴客户三方面。其中，集成商客户主要为国内外著名企业和科研院所，通过长期合作形成双赢的稳定供应链关系，如昆明昆船、中集集团、西斯特姆等；其次，引入了发展势头良好的客户，比如唯品会，苏宁云商等对仓储需求较大的零售类企业，并随着其发展扩张逐渐提升自身规模，唯品会销售份额从13年的4.22%上升到14年的11.27%；最后，公司借助自身研发技术优势，逐步进入新能源（中广核、中航锂电）、通讯（中移动）、航空（中航、南方动力）、轨交（齐齐哈尔轨交集团、西安地铁集团）等领域，与行业知名企业合作，在销售上取得一定先机。

表5：12-15年前五大客户收入占比一览

客户名称	14年收入占比	变化	13年收入占比	变化	12年收入占比
唯品会	11.27%	7.05%	4.22%		未进前五
苏宁云商	8.15%	4.70%	3.45%		未进前五
PT KAWAN	6.05%	1.21%	4.84%	-2.75%	7.59%
上海安吉	4.56%		未进前五		未进前五
昆明船舶	3.18%	-1.64%	4.82%	-1.04%	5.86%
上海通用	未进前五		4.82%	1.49%	3.33%

中国广核	未进前五	未进前五	5.57%
中国移动	未进前五	未进前五	4.32%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**优势之三：长期积累行业内品牌口碑优势。**公司自成立以来，已经承接了万余项仓储货架工程，其中不乏在行业内具有示范效应的大型工程项目，如当时亚洲最大的配送中心—一汽大众项目、国内最大的建材超市北京东方家园项目等，在行业内拥有较高的知名度；同时，公司拥有良好的售前后服务，在赢得市场的同时也在行业内建立了良好的口碑；此外，公司亦积极在大型各种媒体上宣传“音飞”品牌，并参加各种类型的交易展会，提升品牌价值。

## 2. 本次募集项目介绍

### 2.1 项目建成后实现规模翻倍

**募投项目将新增 4.3 万吨产能，完成后实现规模翻倍。**本次预计发行 2500 万股，以 12.43 元/股计算，此次将募集 3.11 亿；其中 2.18 亿将用于投入年产 4.3 万吨高端货架制造项目，投建期为 2 年，其余资金将用于补充流动资金。假设募投项目于 2018 年完全投产，公司每年产能将在现有的 5 万吨基础上增加至致 9.3 万吨，产能规模实现翻倍。

表 6：项目情况

募集资金投资项目	投资总额 (万元)	建设期	备案情况	环评情况
年产 4.3 万吨 高端货架制造项目	21,814.60	2 年	宁经管委外字[2012]第 55 号、宁经管委外字[2014]第 23 号（延期一年）	《关于对南京音飞储存设备股份有限公司年产 4.3 万吨高端货架制造项目环境影响报告书审批意见》（江宁环建字[2012]31 号）
补充流动资金	5,000.00	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**行业需求及客户优势顺利实现产能消化。**行业需求方面，仓储物流行业协会数据统计，18 年我国货架需求将达到 105.9 万吨，假设以公司现有 7% 市占率来看，18 年可消化 7.4 万吨货架产能，保守估计产能消化率达 79.57%。此外，公司未来亦将从三大方面拓展客户群体，保证产能得到合理利用：其一，将着重开发电子商务、汽车零部件、冷链物流、电力、通讯等对高端货架产品需求较大的行业客户，并以该重点客户案例为突破口，侧重向该行业的其他客户进行销售；其二，维持优质中间客户，如昆明昆船、中集集团、今天国际、瑞士格、德马泰克等国内外实力雄厚的系统集成商和海外贸易商、货架生产商；其三：加强品牌宣传，实现跨区域扩张。

**定增后大股东仍持有 54% 股权，保持绝对控股。**公司成立于 2002 年，经过五次转股，四次增资，注册资本从建立初期的 200 万增长到 7500 万。音飞于 11 年改制为股份公司，实际控制人金跃跃通过盛和投资、同福合伙间接控股公司 72.5% 的股权（金跃跃持有盛和投资 60% 股权，持有同富和货 57.6% 股权）。本次募集结束后，实际控制人持股比例将下降到 54.375%，仍具有绝对的控制权。

**表 7：发行股份前后股权变化**

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
盛和投资	4,500.00	60	4,500.00	45
同富合伙	937.5	12.5	937.5	9.375
香港庞华	712.5	9.5	712.5	7.125
香港良亿	675	9	675	6.75
优立管理	375	5	375	3.75
泊尔投资	112.5	1.5	112.5	1.125
南京超冶	93.75	1.25	93.75	0.9375
北京泰华	93.75	1.25	93.75	0.9375
社会公众	-	-	2,500.00	25
合计	7,500.00	100	10,000.00	100

资料来源：申万宏源研究

## 2.2 投产后新增税后利润 7000 万元

**投产后每年增厚营业收入 47,700 万元。**此次募投项目将主要用于阁楼式货架、立体库高位货架、自动化系统集成为主。预计阁楼式货架年创收 1.9 亿，自动化系统集成 1.04 亿，特种货架 9900 万。合计每年销量 43000 吨，每年增厚营收 4.77 亿，相当于 2014 年度公司营收总和。

**表 8：项目营收构成**

序号	项目	单价（万元）	年销量（吨）	年营业收入（万元）	备注
1	立体库高位货架	1.05	8,000	8,400.00	-
2	自动化系统集成	2.6	4,000	10,400.00	含集成系统
3	阁楼式货架	0.95	20,000	19,000.00	-
4	特种货架	0.9	11,000	9,900.00	-
	合计	-	43,000	47,700.00	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**新项目毛利率约为 17.09%。**新项目每年成本约 39,547 万元，其中钢材等原材料费用高达 70%，人工、管理、销售等费用合计占比达 20%。得益于产品的高附加值，整合项目综合毛利率为 17.09%，高于公司原有业务毛利率。

**表 9：项目总成本费用构成**

序号	成本名称	金额(万元)	序号	成本名称	金额(万元)
1	外购原辅材料费	27,342.50	7	管理费用	2,862.00
2	燃料及动力费	800.5	8	销售费用	2,385.00
3	进项税额转出	693.6	9	折旧费	1,299.3
4	工资及福利	2,655.50	10	摊销费	71.2
5	修理费	313.9	11	利息支出	819.3
6	制造费用	304.7	12	合计	39,547.50

资料来源：公司公告，申万宏源研究

每年贡献利润 7668 万，略高于公司现有盈利水平。募投项目建设期为 2 年，按照公司测算口径，建设期运营负荷为 0%，运营期第 1 年运营负荷为 60%，运营期第 3 年以后运营负荷为 100%。项目运营期按 10 年计算，项目投产后正常年利润总额为 7,667.90 万元，税后利润为 6,517.70 万元，税后投资回报率为 20.90%。

表 10：项目盈利能力指标

序号	指标名称	指标值
1	投资回收期（所得税前）	6.4 年
2	投资回收期（所得税后）	6.9 年
3	项目投资财务净现值（所得税前,ic=12%）	22,697.80 万元
4	项目投资财务净现值（所得税后,ic=12%）	17,098.70 万元
5	项目投资财务内部收益率（所得税前）	24.20%
6	项目投资财务内部收益率（所得税后）	20.90%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3. 盈利预测

### 3.1 预测 15 年净利润为 0.69 亿

按照公司规划，15、16 年为募投项目建设期，产能规模保持不变；17 年 60% 产能投入使用，产能将扩张至 7.58 万吨/年；18 年募投项目 100% 投入使用，产能将扩张至 9.3 万吨/年。

我们假设在建设期间，新建产能能够实现收入平滑增长，同时公司亦能通过提升技术水平实现毛利率提升。

我们测算得公司 15-17 年将分别实现收入 4.93 亿、5.57 亿、7.08 亿；归母净利润分别为 0.69 亿、0.80 亿、1.00 亿，以一亿股本计算，EPS 分别为 0.69 元、0.80 元、1.00 元。

表 11：公司 15-17 年盈利预测表（单位：百万元）

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	423.95	474.35	493.32	557.45	707.96

二、营业总成本	369.92	407.59	418.29	471.68	597.21
其中：营业成本	282.91	321.03	332.89	375.61	475.60
营业税金及附加	2.55	2.27	2.99	3.13	3.88
销售费用	37.60	41.02	42.92	47.94	60.88
管理费用	37.61	38.14	39.47	44.60	56.64
财务费用	1.02	0.17	0.03	0.40	0.20
资产减值损失	8.23	4.96	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.01	2.01	2.00	2.00	2.00
三、营业利润	54.04	68.77	77.03	87.77	112.75
加：营业外收入	4.05	2.84	3.00	4.00	3.00
减：营业外支出	0.23	0.20	0.00	0.00	0.00
四、利润总额	57.86	71.41	80.03	91.77	115.75
减：所得税	7.26	10.19	10.66	12.23	15.91
五、净利润	50.60	61.22	69.38	79.54	99.84
少数股东损益	0.00	-0.17	-0.19	-0.22	-0.27
归属于母公司所有者的净利润	50.60	61.39	69.56	79.76	100.11
六、基本每股收益	0.68	0.82	0.93	1.06	1.33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 3.2 公司合理股价为 43.8-55.2 元

公司是 A 股上市公司中唯一的仓储货架生产商，并没有完全类似的可比标的。从估值方面，我们认为公司可以对标轻工制造类企业。我们选取 SW 轻工制造，剔除造纸、珠宝、包装以及 15 年 PE 大于 150 的异常值，加权平均值为 76 倍。叠加公司在 A 股内的稀缺性，我们认为公司合理估值为 70-80 倍，按照之前测算的 15 年 EPS 为 0.69 元，我们认为公司合理股价在 43.8-55.2 元。

表 12：相关标的加权平均 PE 为 76 倍

代码	公司	主营产品	PE	总市值（亿）
600337.SH	美克家居	家具	41	126.71
002502.SZ	骅威股份	玩具	45	68.54
600978.SH	宜华木业	木板家具	46	311.55
002572.SZ	索菲亚	衣柜	47	210.31
603008.SH	喜临门	床垫	50	84.83
600439.SH	瑞贝卡	发制品	52	100.94
000910.SZ	大亚科技	地板	52	133.46
002615.SZ	哈尔斯	不锈钢器皿	56	50.71
603898.SH	好莱客	衣柜	61	120.52
002489.SZ	浙江永强	休闲家具、太阳伞、帐篷	68	313.93
002605.SZ	姚记扑克	扑克	71	108.42
002247.SZ	帝龙新材	装饰纸、金属面板	74	95.07

002094.SZ	青岛金王	玻璃蜡烛工艺品	91	82.15
603268.SH	松发股份	陶瓷用品	97	53.26
002631.SZ	德尔家居	地板	103	191.57
002678.SZ	珠江钢琴	钢琴	114	220.55
603818.SH	曲美股份	家具	116	143.42
300061.SZ	康耐特	眼镜镜片	116	58.07
603600.SH	永艺股份	座椅配件、沙发	121	86.68
002084.SZ	海鸥卫浴	卫浴水暖	123	89.94
603021.SH	山东华鹏	玻璃器皿	126	77.53
加权平均 PE			76	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4. 关键结论与投资建议

**华东地区智能物流设备供应商。**主要从事仓储货架的生产和销售，主要产品包括一般货架、特种货架、阁楼式货架、立体库高位货架和自动化系统集成，其中后两者主要为智能化物流系统提供支持，高端货架在收入结构中占比达 31%，未来仍有较大发展空间。

**下游行业快速扩张，技术壁垒优势逐渐体现。**仓储货架行业市场空间高达 100 万吨，折合约 100 亿元，每年保持 7%左右增速。下游电子商务、冷链物流等新兴产业比重逐步增长，在政策扶持和消费升级促进下，高端需求增速在 30%以上；未来行业竞争将向科技化、智能化方向发展，拥有更高研发和生产能力的公司将在竞争中胜出。

**三大优势助力公司长期成长。**一是研发优势，公司每年研发费用达到收入占比 4%，同时在积极研发“基于物联网、云计算架构供应链管理平台”、“快速输送分拣系统”等项目，全面对接现代化物流信息平台，成功投产后将为公司争夺新兴市场提供帮助；二是客户优势，在不断增加与唯品会、苏宁云商等传统客户订单的同时，借助研发优势，通过与行业知名企业合作的方式进入新能源、通讯、航空、轨交等新领域；三是品牌优势，借以多年经营，在华东地区积累了较好口碑，并通过积极参加展销会拓展公司业务渠道。

**募投项目有望实现产能翻倍。**本次拟发行 2500 万股，募集 3.11 亿；其中 2.18 亿用于投入年产 4.3 万吨高端货架制造项目，假设项目于 2018 年完全投产，公司产能将增加至 9.3 万吨，实现翻倍，市占率有望从 7%增长到 9%，预计每年增厚税后利润 6,517 万元。

**预计 15 年实现净利润 0.69 亿，合理股价为 43.8-55.2 元。**测算得公司 15-17 年将分别实现收入 4.93 亿、5.57 亿、7.08 亿；归母净利润分别为 0.69 亿、0.80 亿、1.00 亿。横向比较轻工制造公司估值，测算得公司合理股价为 43.8-55.2 元。

## 信息披露

### 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,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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客户。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。

本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。