

强烈推荐-A (上调)

五洋停车 300420.SZ

当前股价: 7.43 元
2019年09月12日

城市停车设备稀缺标的

基础数据

上证综指	3025
总股本(万股)	71563
已上市流通股(万股)	46920
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	32.6%
主要股东	蔡敏
主要股东持股比例	11.91%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《五洋停车(300420)——城市停车场改造的直接受益者》2019-08-12

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

时文博
shiwenbo@cmschina.com.cn

城市停车改造正引来需求和政策双春风,设备厂商大幅受益,参照日本经验机械停车设备有20年复合增长接近20%的黄金时期,看好五洋作为龙头企业依仗技术实力、丰富案例及先发优势分享高速增长的红利,停车业务收入占比60%以上,上调2019年盈利预测至2.2亿目前仅对应24.4倍,考虑到行业增长的空间、龙头企业进入快速增长通道及标的的稀缺性,强烈推荐!

- 江苏五洋停车成立于2001年,大股东家庭控股,高管均深耕专业领域。原主营为散料运输设备,通过并购深圳伟创自动化及山东天辰智能切入立体停车设备新赛道,完成重心切换,同时通过产业基金辅助扩展停车运营业务蓝图。
- 智能车库成为主力增长贡献。2015年始伟创与天辰逐渐并表,收入快速增长,智能机械停车设备贡献60%以上收入,毛利率相对稳定在35%左右,总体费用率占比在20%左右处于较低水平,费用控制非常稳定。资产质量较好,负债率适中,但应收账款较多,现金流受业务模式影响比较紧张。但回溯应收账款的历史情况,由于客户资信情况较好,发生坏账的可能性较小。
- 机械停车迎来需求爆发和政策支持双春风。我国汽车存量高速增长,但人均保有量还有上升空间,而从整体来看,我国的停车投资规划滞后,尚有土地批复受限、投资周期较长、消防问题、盈利模式不清晰等障碍,停车泊位与汽车存量完全不匹配,以15年数据我国停车位缺口超过5000万个,而机械停车设备能缓解停车矛盾。自2015年开始城市停车改造进入改革红利期,各地加速推进城市停车设施补短板的规划,今年中央政治局及国务院会议均提出城市停车场重点项目,理论市场需求可触万亿。
- 行业还处于成长期,五洋作为龙头有先发优势,强烈推荐!机械停车业内玩家众多,但第一梯队竞争稳定。五洋以南伟创+北天辰形成稀缺资源,同时布局停车运营业务,通过非公开募资加码机械停车产能释放。行业需求爆发叠加政策红利,五洋作为龙头企业依仗其领先的技术实力、丰富的应用案例及先发优势分享高速增长的红利,停车业务收入占比60%以上,上调2019年盈利预测至2.2亿,不考虑增发则目前仅对应24.4倍,考虑到行业增长的空间、龙头企业进入快速增长通道及标的的稀缺性,上调至强烈推荐评级!
- 风险提示:政策变动、宏观经济放缓、过度竞争、现金流等财务风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	755	1002	1484	2019	2635
同比增长	24%	33%	48%	36%	31%
营业利润(百万元)	87	147	240	311	414
同比增长	21%	69%	64%	30%	33%
净利润(百万元)	78	131	218	282	375
同比增长	7%	69%	66%	29%	33%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.30	0.34	0.46
PE	48.9	40.5	24.4	21.6	16.3
PB	2.6	3.4	3.1	2.2	2.0

资料来源: 公司数据、招商证券。假设2020年完成定增发行。

正文目录

一、立体停车设备“南伟创，北北辰”双轮驱动	4
1、原主营为散料运输设备	4
2、并购切入立体停车设备新赛道，完成重心切换	4
3、产业基金辅助扩展停车运营业务蓝图	5
4、大股东家庭控股 高管均深耕专业领域	6
二、智能车库成为主力增长贡献	7
1、伟创+北辰并表 收入快速增长	7
1) 收入保持快速增长	7
2) 智能机械停车设备贡献 60%以上收入	8
3) 毛利率相对稳定在 35%左右	9
2、费用控制良好且平稳	9
1) 销售费用中市场推广加大投入	10
2) 管理费用逐年下降	10
3) 财务费用因短期贷款略有增长	11
4) 研发费用维持在较高水平	11
3、资产质量较好 但应收账款较多	12
1) 流动资产占比超过一半 应收账款占比高由行业属性决定	12
2) 负债率适中 现金流受业务模式影响比较紧张	14
三、机械停车迎来需求爆发和政策支持双春风	14
1、机械停车设备前景广阔，需求旺盛	14
1) 汽车存量高速增长 但人均保有量还有上升空间	14
2) 停车投资规划滞后	15
3) 我国目前停车泊位与汽车存量完全不匹配	16
4) 机械停车设备能缓解停车矛盾	16
2、城市停车改造进入改革红利期	17
1) 加速推进城市停车设施补短板的规划	17
2) 中央政治局及国务院会议均提出城市停车场重点项目	18
3) 理论市场需求可触万亿	18
四、行业还处于成长期 五洋作为龙头有先发优势	18
1、业内玩家众多 但第一梯队竞争稳定	18
2、南伟创+北北辰=稀缺资源	19
1) 深圳伟创以科研立业	19
2) 北辰智能近年快速增长	20
3) 南北两强争先发力	20
3、布局停车运营业务	21
4、非公开募资加码机械停车产能释放	22
五、盈利预测与投资建议	23
1、主要业绩预测假设	23
2、投资建议	24
3、风险提示	25

图表目录

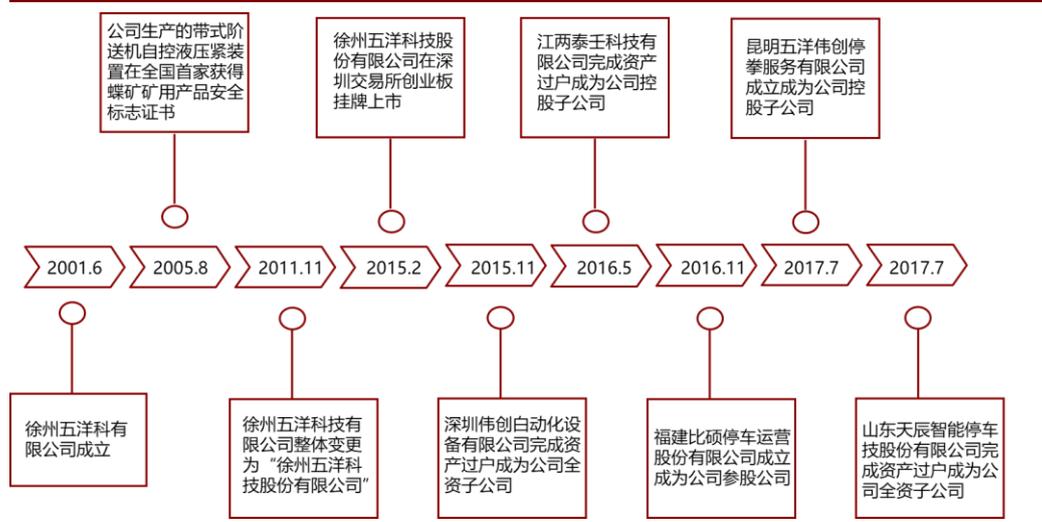
图 1: 公司发展大事记	4
图 2: 五洋停车控股子公司	5
图 3: 五洋停车智能车库收入占总收入比例逐年提升	5
图 4: 公司股权结构	7
图 5: 五洋停车收入增长	8
图 6: 五洋停车净利润增长	8
图 7: 五洋停车 2019H1 年收入结构	9
图 8: 五洋停车产品毛利率	9
图 9: 过去三年各费用趋势 (百万元)	10
图 10: 各费用占营收比 (%)	10
图 11: 2019H1 五洋停车流动资产组成	13
图 12: 近三年应收账款及占流动资产比例	13
图 13: 2018 世界各国千人汽车保有量对比 (辆)	15
图 14: 每千米道路车辆数 (辆)	15
图 15: 2015 年部分城市停车泊位缺口 (万个)	16
图 16: 传统停车位与立式停车位比例	16
图 17: 伟创自动化技术里程碑	20
图 18: 五洋停车 (伟创) 版图分布	22
图 19: 五洋智云智慧停车项目	23
图 20: 五洋停车历史 PE Band	26
图 21: 五洋停车历史 PB Band	26
表 1: 历年停车设备占五洋主营变迁	7
表 2: 2016-2019H1 费用构成	10
表 3: 2016-2019H1 五洋停车销售费用 (万元)	10
表 4: 2016-2019H1 五洋停车管理费用拆分 (万元)	11
表 5: 五洋停车财务费用明细 (万元)	11
表 6: 部分研究项目一览 (2018)	12
表 7: 五洋停车研发费用情况 (万元)	12
表 8: 2016-2018 年五洋停车资产情况	13
表 9: 五洋停车 2016-2019H1 应收账款情况 (万元)	13
表 10: 2016-2019H1 主要财务比率	14
表 11: 经营活动现金流压力较大	14
表 12: 传统平面停车和机械停车设备优缺点对比	17
表 14: 五洋停车募资项目及投入金额 (单位: 万元)	22
表 15: 五洋停车主要产品假设情况	24
表 16: 主要财务指标预测	25
附: 财务预测表	27

一、立体停车设备“南伟创，北天辰”双轮驱动

1、原主营为散料运输设备

江苏五洋停车成立于 2001 年，2015 年 2 月登陆创业板。公司原本的主营业务是散料运输设备，用于煤炭、水泥等行业；2015 年 7 月收购深圳伟创自动化进军立体停车设备，17 年收购山东天辰智能巩固立体停车设备的行业地位，形成“南伟创，北天辰”双核驱动，在立体停车设备领导成为寡头垄断的一强。

图 1：公司发展大事记



资料来源：公司官网、招商证券

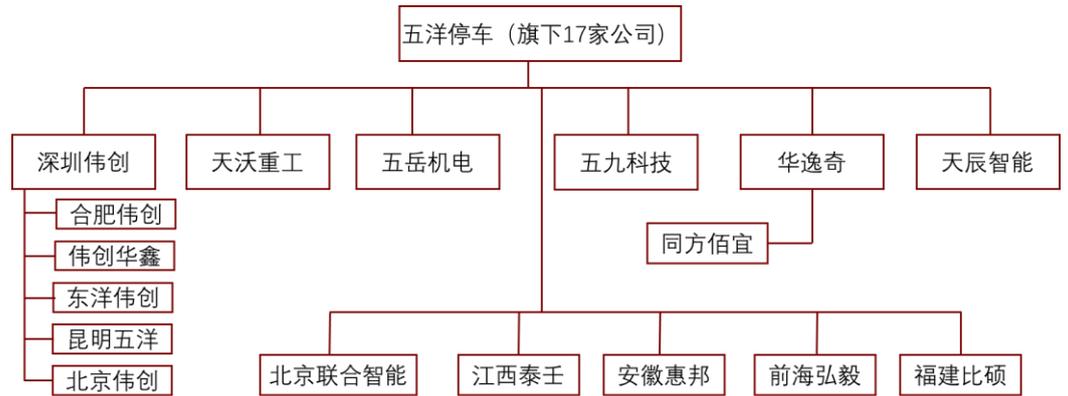
2、并购切入立体停车设备新赛道，完成重心切换

五洋停车资本运作较多。股份制改造前为了避免同业竞争，分别收购五九机电、天沃重工、五岳科技 100% 股权。上市后先后收购伟创自动化、华逸奇、天辰智能、控股长安停车等。截止 2019 年中，公司旗下共有合计 22 家联营或参控股子公司。

重要子公司主要有：

- 1) 深圳伟创自动化 2018 年收入 6 亿元同比增长 13%，净利 7000 万增长 3.7%，主要负责智能车库及智能机器人生产线业务。
- 2) 天辰智能 2018 年收入 2.08 亿增长 33%，净利 4000 万元增长 120%，主要负责智能车库业务。
- 3) 天沃重工 2018 年营收 8200 万元增长 54%，净利润 400 万，主要负责混凝土搅拌站等业务。
- 4) 徐州五洋 2018 年营业收入 4300 万利润 450 万，主要负责散料搬运核心装置的产研。

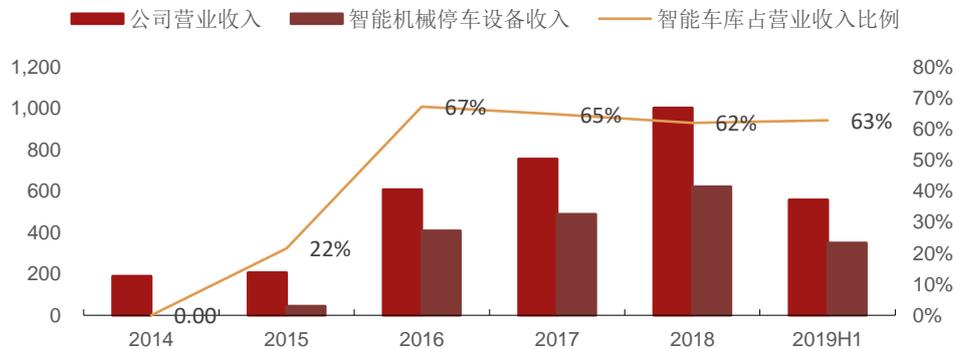
图 2: 五洋停车控股子公司



资料来源: 公司官网、招商证券

重心切换。15 年 11 月中央提出供给侧改革之后煤炭行业需求压抑较大, 反而立体停车设备发展得很好, 遂主营业务逐渐转向以立体停车设备为重心。2018 年初, 公司制定了“**智造+停车资源+互联网**”中长期战略, 公司更名为“江苏五洋停车产业集团股份有限公司”。**五洋目前是中国领先的智能停车投资建设运营一体化服务商**, 主营业务涵盖智能车库、自动化生产线、立体仓储、矿山安全设备、无人船、金融服务六大板块。**其中智能车库即立体停车设备收入占公司总收入的 60%以上, 是目前上市企业里（新三板除外）以立体停车设备为主营业务的上市公司。**

图 3: 五洋停车智能车库收入占总收入比例逐年提升



资料来源: 公司公告、招商证券整理

3、产业基金辅助扩展停车运营业务蓝图

2018 年 6 月, 五洋停车审议通过了《关于公司及控股子公司参与设立产业基金的议案》, 公司及控股子公司深圳弘毅华浩与江苏徐州老工业基金、江苏盛世国金共同出资设立徐州**隼盛五洋智能装备产业基金**合伙企业（有限合伙），**主要以股权和实业的形式投资于停车场、智能制造等相关产业类项目。**

产业基金总规模不超过 10.02 亿元, 一期不超过 5.02 亿元, 其中第一期五洋停车出资 3.0 亿元, 占一期规模的 59.76%。基金投资方向包括停车场领域相关投资; 参与上市公司的配套融资; 智能制造等相关产业类的股权投资, 主要投资于成长期和成熟期的项目, 兼顾具有高成长性的初创期项目。

收购长安停车。2019年6月，五洋停车与产业基金及无关联第三方以5710万元收购长安停车100%股权及合共2.06亿元受让上海常鹏的有限合伙份额及出资入股上海长太、北京长静。长安停车是目前国内最大的商办停车项目专业运营商之一，运营管理停车项目包括北京阿里巴巴总部大楼、北京西站、上海绿地中心等知名地标建筑和超高层项目等，目前运营车位一万五千多个，已经在行业中形成了较高的品牌价值。长安停车通过其全资子公司迈泊停车管理有限公司负责运营管理停车项目，通过其参股公司长安停车(西安)有限公司主要负责停车场(库)智能设备相关的计算机软件研究与开发。长安停车本身是经基金业协会登记备案的其他私募投资基金管理人，通过发行私募基金产品对停车场项目进行租赁或收购。2019年截至4月30日，长安停车实现营业收入2483万元，净利润亏损261万元。根据我们调研了解，长安停车于今年并表，短期由于前期财务成本太高导致盈利较弱，预计很快进入盈亏平衡线。

2019年上半年公司通过产业基金对长安停车的整体收购，以此为契机，构建五洋停车投资运营板块，设上海、天津、北京、东北、云南、江西、重庆、山西、华南、福建十个区域公司，组建专业的投资团队、技术支持团队、专业运营团队，实现投资、建设、运营专业化分工。

4、大股东家庭控股 高管均深耕专业领域

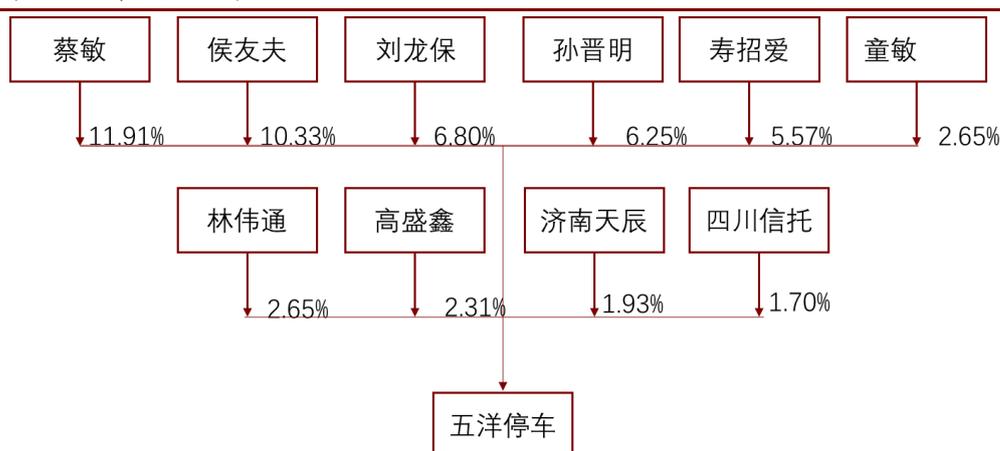
公司股权较为分散，大股东家庭控股。五洋停车由侯友夫家庭联合控股，其中寿招爱是侯友夫的母亲，蔡敏是侯友夫妻子，三人合共持有公司27.81%股权实现控制，占据公司前五大股东中的三席；第三、四大股东刘龙保和孙晋明持股6.8%、5.69%也是公司的联合创始人；第六大股东林伟通是重要子公司伟创自动化的实际控制人兼创始人，持股2.21%。

董事长侯友夫博士59岁，2000年7月至2012年4月担任中国矿业大学机电工程学院教授、博导。多年深耕机电工程领域，具有SCI、EI收录论文20余篇，是散料运送设备的专家。2006年-2011年任五洋科技总经理，11年至今任董事长。

深圳伟创实际控制人林伟通，1973年生，自2003年成立深圳伟创以来，主管技术、销售及管理，是公司的核心创始人。

天辰智能控制人侯秀峰，1957年生、高中学历。先后历任济南锅炉附件厂副厂长、济南鸿源门窗有限公司厂长、光明机器有限公司总经理；1997年至今，任济南天辰机器集团有限公司执行董事、总经理；并兼任山东天辰地产有限公司、徐州天辰昶瀚地产有限公司、天辰铝机制造有限公司等董事长、监事职位；2014年4月至今，任济南天辰铝机股份有限公司董事长；2011年至2016年3月，任山东天辰智能停车设备有限公司执行董事、总经理；2016年3月至今，任山东天辰智能停车股份有限公司董事长。

图 4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、招商证券

二、智能车库成为主力增长贡献

1、伟创+天辰并表 收入快速增长

1) 收入保持快速增长

过去三年实现快速并表。2016、2017、2018 营业收入分别为 6.06 亿、7.54 亿、10.02 亿, 同比增速分别为 193.4%、24.4%、32.8%, 归母净利润分别为 7200 万、7700 万、1.31 亿元, 公司通过对伟创和天辰的整合, 实现净利润增速较营收增速快。2015 年伟创自动化被集团收购并表, 2017 年天辰智能收购并表。

表 1: 历年停车设备占五洋主营变迁

公司	业务	收入 (亿元)	增速	净利 (万元)	增速	收入占总收入比
2015						
五洋及其他	张紧装置等控制设备	1.6		1712		77.7%
伟创自动化	停车装备、机器人生产线	4.1 (并表 4625 万)		4077 (并表 458 万)		22.3%
2016						
五洋及其他	张紧装置等控制设备	1.29	-19.4%	-184	-111%	21.3%
伟创自动化	停车装备、机器人生产线	4.77	16.3%	7453	82.8%	78.7%
2017						
五洋及其他	张紧装置等控制设备	0.74	-42.6%	-968		9.8%
伟创自动化	停车装备、机器人生产线	5.3	11.3%	6800	-9.5%	70.3%
天辰智能	停车装备	1.5		1868		19.9%
2018						
五洋及其他	张紧装置等控制设备	1.91	158%	2046	-311.4%	19.1%
伟创自动化	停车装备、机器人生产线	6.03	13.8%	7054	3.7%	60.2%
天辰智能	停车装备	2.08	38.7%	4000	114.1%	20.8%
2019H1						
五洋及其他	张紧装置等控制设备	1.26	24.8%	1844	44%	22.6%
伟创自动化	停车装备、机器人生产线	3.15	28.6%	4500	25%	56.6%
天辰智能	停车装备	1.16	50.6%	1775	185.8%	20.8%

资料来源: 公司公告、招商证券整理

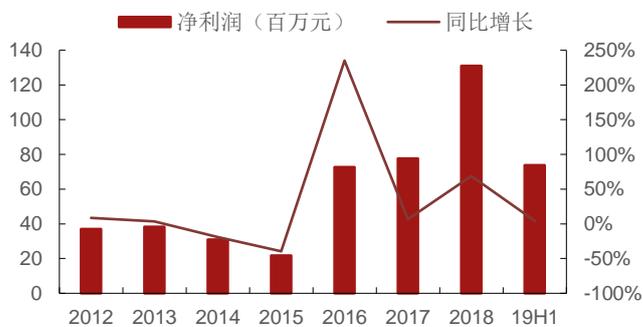
2019 年上半年实现营业收入 5.57 亿元，同比增长 31.79%；归属于上市公司股东净利润 8119 万元，同比增长 47.12%，归属于上市公司股东扣非净利润 7591 万元，同比增长 53.38%，其中非经常性损益为 528 万，主要包括政府补贴 537 万元。归母净利增长超过收入增长主要系期间费率下降贡献。

图 5: 五洋停车收入增长



资料来源：公司公告、招商证券

图 6: 五洋停车净利润增长



资料来源：公司公告、招商证券

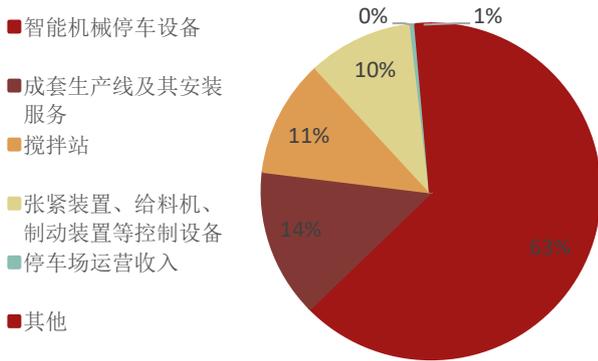
2) 智能机械停车设备贡献 60%以上收入

(1) 2019 年上半年智能机械停车设备营业收入 3.49 亿元，同比增长 28.57%，收入占比 62.75%，毛利率 33.83%；停车场运营业务营业收入为 246 万元，同比增长 612%，收入占比 0.44%。公司计划通过实施“智造+停车资源+互联网”的战略，紧紧抓住获取“停车资源”的关键要点，从产业链上进行延伸，通过停车制造业务+停车投资运营业务重点做大停车板块。目前停车制造是主力占比，19 年计划募资 8 亿，在东莞、徐州两地建设制造项目（2.99 亿），建设研发中心（1.3 亿）和智慧停车项目（2.5 亿）及补充流动资金 1.21 亿。计划工期 18 个月，建成后合计新增产能 40000 套一年，占 18 年产量的 80%。

(2) 物流仓储成套生产线及安装服务营业收入为 7922 万元，同比增长 66.5%，毛利率 33.9%，收入占比 14.21%，是子公司伟创自动化的业务。工业机器人成套生产线是指将多个工业机器人本体共同运用在自动化生产线上，生产线的主控 PLC 通过信号、数据交换对工业机器人实行控制，以满足整条生产线流程工艺需求，主要用于电器、电子等产品自动化生产，未来也是提供增量来源的业务板块。

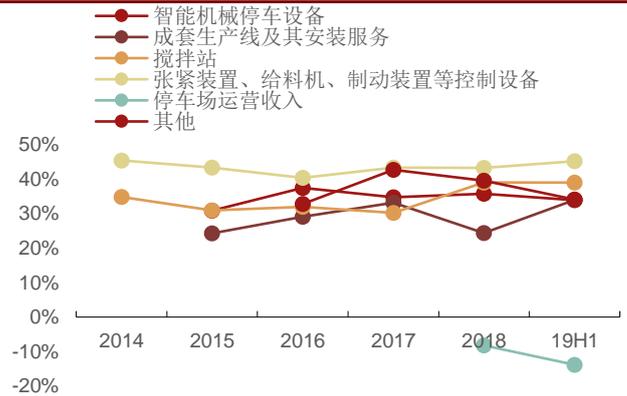
(3) 传统业务板块包括搅拌站和张紧装置给料机等设备，营业收入分别为 6247 万、5575 万，增长 62.6%、-4.27%，毛利率分别为 38.9%、45.2%，合计占总收入的 21.2%。过去几年受供给侧改革影响，这两个板块的业务发展受到抑制。18 年开始煤炭行业供给侧改革成效显著，对煤炭搬运输送设备的需求恢复增长，作为公司传统业务，未来增长相对较平稳。

图 7: 五洋停车 2019H1 年收入结构



资料来源: 公司公告、招商证券

图 8: 五洋停车产品毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

3) 毛利率相对稳定在 35%左右

毛利率相对稳定。过去三年毛利率稳定在 35%左右, 按产品分 2017-2019H1, 车库毛利率维持稳定在 35%左右比较平稳; 成套生产线及安装服务是伟创自动化的机器人生产线项目, 毛利率波动较大, 33%、24%、33%; 搅拌站业务 18、19 年毛利率跃进 8pct 到 38%; 张紧装置的毛利率保持在 40%以上。

19H1 综合毛利率为 35.64%与上年同期持平。分产品来看, 智能机械停车设备毛利率 33.83%同比下降 0.22 个百分点, 成套生产线及其安装业务毛利率 33.94%同比上升 0.74 个百分点、搅拌站毛利率 39%同比上升 2.27 个百分点、张紧装置等控制设备毛利率 45.2%同比上升 1.82 个百分点。

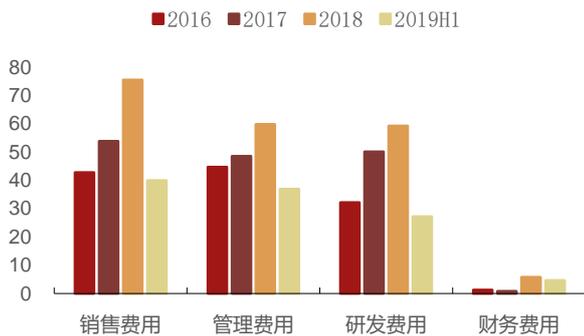
公司主营成本分拆中材料成本占约 70%, 制造费 15%、安装费 13%。原材料中钢材约 25%, 液压元件 20%、其余电子元器件、电机等占约 5%。智能机械停车设备制造毛利率下降到 33%主要是原材料价格影响, 尤其是钢材, 人工影响其实没有很大, 未来改善主要是通过生产模块化、加工标准化进行改善。

2、费用控制良好且平稳

2016-2019H1 三费总额占营收 19.95%、20.32%、20.0%、19.49%, 总体费用率较低, 费用控制非常稳定。

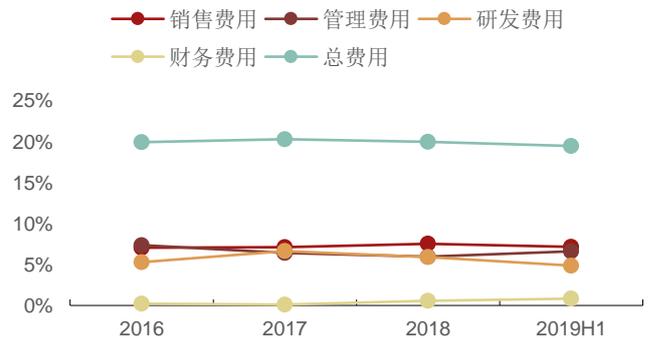
19H1 期间费用率下降。19H1 公司四费合计 1.08 亿元, 期间费用率为 19.5%, 较上年同期减少 1.01pct。其中 1) 销售费用为 3994 万元, 同比增加 22%, 增长明显低于收入 32%的增速, 体现销售的规模效应; 2) 财务费用为支出 464 万元, 同比增长 76.58%, 主要因短期贷款上升 1 亿元补充运营资金, 上半年公司投资较多, 同时资金回款情况并无明显改善, 对流动资金需求有所增加, 但总体资产负债率为 32.55%仍比较合理; 3) 管理费用 3690 万元, 同比增长 3.9%, 规模效应凸显; 4) 研发费用 2716 万元同比增长 47.22%占营业收入的 4.87%, 持续的研发投入是公司维持领先优势的重要手段。

图 9: 过去三年各费用趋势 (百万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 各费用占营收比 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 2016-2019H1 费用构成

项目	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年 H1	
	金额/百万元	占比总收入	金额/百万	占比总收入	金额/百万	占比总收入	金额/百万	占比总收入
销售费用	42.81	7.1%	53.86	7.1%	75.51	7.5%	39.94	7.2%
管理费用	44.72	7.4%	48.53	6.4%	59.79	6.0%	36.90	6.6%
研发费用	32.20	5.3%	50.10	6.6%	59.23	5.9%	27.16	4.9%
财务费用	1.25	0.2%	0.81	0.1%	5.78	0.6%	4.64	0.8%
费用合计	120.98	19.9%	153.30	20.1%	200.31	20.3%	108.64	19.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

1) 销售费用中市场推广加大投入

2016-2019H1 公司销售费用为 4300 万、5400 万、7500 万、4000 万占销售比 7.06%、7.14%、7.54%、7.17% 非常稳定。公司销售费用主要包括工资及附加费用、市场推广费、运输装卸费、业务招待费、办公费等, 其中市场推广费和工资是主要组成部分, 三年平均占比 54.79%。销售费用增长主要原因系业务规模扩张及业绩增长所致。

表 3: 2016-2019H1 五洋停车销售费用 (万元)

项目	2016 年度		2017 年度			2018 年度			2019H1		
	金额	占比	金额	占比	同比	金额	占比	同比	金额	占比	同比
工资及附加费	1114	26%	1448	27%	30%	1890	25%	31%	1049	26.3%	18%
办公费	554	13%	574	11%	4%	621	8%	8%	504	12.6%	2%
运输装卸费	483	11%	653	12%	35%	961	13%	47%	278	7.0%	30%
差旅费	458	11%	545	10%	19%	532	7%	-2%	449	11.2%	75%
市场推广费	1119	26%	1424	26%	27%	2555	34%	79%	1265	31.7%	30%
业务招待费	283	7%	514	10%	82%	666	9%	30%	331	8.3%	3%
折旧摊销费用	120	3%	86	2%	-28%	124	2%	44%	48	1.2%	-11%
其它	150	3%	141	3%	-6%	200	3%	42%	70	1.8%	10%
合计	4281	100%	5386	100%	26%	7551	100%	40%	3994	100%	22%

资料来源: 公司公告、招商证券

2) 管理费用逐年下降

2016-2019H1 年五洋停车管理费用为 4500 万元、4850 万元、6000 万元、3690 万元占比 7.4%、6.4%、6.0%、6.6%, 稳中有降。公司管理费用主要包括工资及附加费用、

办公费、咨询服务费、折旧及摊销、差旅费等。17 年管理费用增长是业绩增长及伟创自动化超额完成业绩承诺计提的奖励所致；18 年管理费用较高是收购天辰智能并表所致。

表 4: 2016-2019H1 五洋停车管理费用拆分 (万元)

项目	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年中	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
研究开发费	3220	42%	3556	36%	-	-	-	-
工资及附加费	1727	22%	3263	33%	2205	37%	1574	43%
办公费	903	12%	1100	11%	1363	23%	719	19%
折旧摊销费用	638	8%	605	6%	798	13%	394	11%
咨询服务费	377	5%	516	5%	446	7%	312	8%
税费	355	5%	-	0%	-	-	-	-
差旅费	168	2%	499	5%	641	11%	360	10%
业务招待费	163	2%	173	2%	323	5%	213	6%
其它	136	2%	147	1%	199	3%	1145	31%
合计	7691	100%	9863	100%	5978	100%	3689	100%

资料来源: 公司公告, 招商证券 (注: 2017 年及以前研发费用列在管理费用里)

3) 财务费用因短期贷款略有增长

由于行业营业模式影响, 五洋应收款项较多现金流承压。2016-19H1 年财务费用为 125 万元、81 万元、578 万元、464 万元, 利息支出逐渐增多。其中 19H1 财务费用同比增长 76.58%, 主要因短期贷款上升 1 亿元补充运营资金, 上半年公司投资较多, 同时资金回款情况并无明显改善, 对流动资金需求有所增加, 但总体资产负债率为 32.55% 仍比较合理。

表 5: 五洋停车财务费用明细 (万元)

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年中
利息支出	230	103	542	463
减: 利息收入	116	-30	-27	-22
汇兑损益	-11	-21	-	-
其他	22	29	63	27
合计	125	81	578	464

资料来源: 公司公告, 招商证券

4) 研发费用维持在较高水平

2016 至 2019H1 五洋研发费用为 3200 万、3500 万、5900 万和 2700 万占比 5.3%、4.6%、5.9%、4.9%, 公司研发全部费用化。2019 年上半年, 技术部门实施研发项目二十多项, 项目主要来源于市场客户的需求和公司前瞻性布局, 通过研发扎实机械式立体停车设备与智能制造关键技术根基, 提升产品的质量和竞争力。上半年专利申报超过 20 项。公司智能立体车库智能存取终端功能进一步拓展, 实现了人脸识别、车牌存取、指纹识别、刷卡存取、在线二维码等多种方式存取车。

技术领先。2018 年五洋停车申请专利 61 项 (其中发明专利 18 项), 授权 36 项 (其中发明专利 7 项)。全资子公司深圳伟创 2018 年申报广东省智能立体停车设备工程技术研究中心、新产品智能大巴车带充电立体车库经过三年的研发, 取得了国家市场监督管理总局颁发的制造许可证; 为了满足未来新能源汽车充电的需要, 研发了新能源汽车

立体车库充电技术；开发了载车板式搬运 AGV 机器人，载车板式搬运不受任何轴距及汽车底盘高度汽车的限制。截至 2018 年末，公司及各子公司合计拥有已授权有效专利 328 项（其中发明专利 69 项，实用新型专利 254 项，外观专利 5 项），拥有软件著作权 28 项。

表 6: 部分研究项目一览 (2018)

项目	进展情况	功用和目标	对公司未来的影响
十层升降横移类机械式停车设备	自主研发，该项目处于试制阶段	实现更高的车辆停放密度和空间利用率，	丰富产品线，提高产品科技含量，增强品牌竞争力
10 层巷道堆垛类机械式停车设备	样机生产安装完毕，试制阶段结束。	搬运、存取车辆均由堆垛机完成，功能与结构集成性高。最高停车层数处于国内领先水平。	增加品种，提高竞争力
伸缩式梳齿搬运器机械式停车设备	自主研发，该项目处于投产阶段	以伸缩梳齿搬运器为核心，以大轿厢作为升降方式的大型智能停车设备。	丰富产品线，提高产品科技含量，增强品牌竞争力
横向推升式汽车智能搬运器	自主研发，该项目试制阶段结束	作用与四点举升梳齿交换汽车智能搬运器相同，只是搬运器运行方向为横向移动，从车辆侧面进入车底搬运，达到国内领先水平	增加品种，提高竞争力，并在特定空间下有结构上优势
垂直循环机械式停车设备研究及产业化	自主研发，该项目已经投入批量生产	采用新的工艺流程及多个自动化智能专机提高了产量，缩短了产线的长度，减轻了工人的劳动强度。	提升了公司的技术水平，丰富了产品线，部分功能超越了客户的需求，增强了公司竞争力。

资料来源：公司公告、招商证券

表 7: 五洋停车研发费用情况 (万元)

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年中
研发费用	3200	3500	5900	2700
营业收入 (亿元)	6.06	7.54	10.02	5.57
占营业收入的比	5.3%	4.6%	5.9%	4.9%

资料来源：公司公告，招商证券

3、资产质量较好 但应收账款较多

1) 流动资产占比超过一半 应收账款占比高由行业属性决定

2016 至 2019H1, 五洋停车资产总额分别为 14.61 亿元、19.86 亿元、22.02 亿元和 24.46 亿元，随经营规模的扩大逐年增长。其中流动资产分别为 8.34 亿元、11.00 亿元、12.90 亿元和 13.91 亿元，占总资产比例的 57.09%、55.39%、58.58%和 56.88%，占总资产比例约半，其中应收款项较多，现金较为紧张；非流动资产分别为 6.27 亿元、8.87 亿元、9.12 亿元和 10.55 亿元，呈现快速增长态势，主要是近年并购新增商誉所致，商誉占非流动资产约 50%，其次是固定资产和无形资产。随着募资项目启动，固定资产将有所增加。

表 8: 2016-2018 年五洋停车资产情况

项目	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年中	
	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比	金额/亿元	占比
流动资产	8.34	57.09%	11.00	55.39%	12.9	58.58%	13.91	56.88%
非流动资产	6.27	42.91%	8.87	44.61%	9.12	41.42%	10.55	43.12%
资产合计	14.61	100%	19.86	100%	22.02	100%	24.46	100%

资料来源: 公司公告、招商证券

应收账款较多。2019H1 公司应收账款及票据为 7.44 亿, 占销售收入比例超过 100%。按年度的来看, 2016-2018 年, 应收账款 3.49 亿、5.58 亿元、6.87 亿元, 占总资产的 30%左右, 占销售占比的 70%左右, 应收账款较多, 主要是停车设备项目实施周期都很长, 其中政府 EPC 项目占到 20-30%。政府 EPC 项目通常只有 20-30%的定金和进度款, 而立体停车库建设完毕需要与水电、消防及绿化等一同进行验收, 完成验收才进入政府审计部门进行报账, 基本都是 1-2 年账期, 同时还必须保留一部分款项作为质保金。2018 年福建南平 EPC 项目、江西九江市海韵沙滩 EPC 项目, 安徽界首市中原路等五个立体停车场 EPC 项目等开工建设。

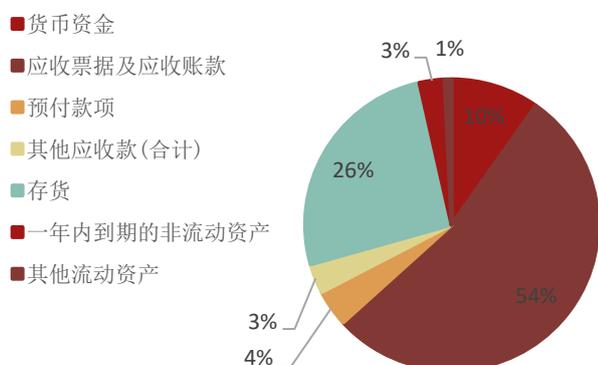
但回溯应收账款的历史情况, 由于客户资信情况较好, 发生坏账的可能性较小。2019 年上半年 7.44 亿中, 有接近 3 亿左右是历史项目的质保金, 应收中其中 1 年内的应收占 67.8%, 坏账计提比例为 5%, 按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款为 9477 万元, 占总应收比例 12%, 计提坏账准备 554 万元, 计提比例为 5.8%。应收账款的整体风险较小, 但回收周期长。每年计提的资产减值主要是应收减值, 16-18 年应收账款减值损失为 2600 万、2200 万、2000 万, 分别占当期净利润的 36%、39%、15%; 占当期营业收入的 4%、4%、2%。

表 9: 五洋停车 2016-2019H1 应收账款情况 (万元)

项目	2016.12.31	2017.12.31	2018.12.31	2019.6.30
应收账款余额	37998	59623	74422	79189
减: 坏账准备	6311	9635	11282	11511
应收账款账面价值	31686	49987	63139	67678
应收账款账面价值占流动资产比例	37.88%	45.36%	48.91%	48.59%
应收账款余额占营业收入比例	52.14%	66.18%	62.97%	121.36%

资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 2019H1 五洋停车流动资产组成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 近三年应收账款及占流动资产比例



资料来源: 公司公告、招商证券

2) 负债率适中 现金流受业务模式影响比较紧张

2016-2019H1 资产负债率为 22.15%、26.10%、28.49%、32.55%，负债率有所上升，主要是经营性负债。2016-2018 年五洋停车的负债总额分别为 3.23 亿元、5.18 亿元、6.27 亿元、7.96 亿元，主要为应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款、短期借款等，上述四项占公司负债总额的比例分别为 87.57%、89.54%、87.74%和 92.72%。与此相对应的是流动比率、速动比率逐年下降是因为短期贷款有所增多。

表 10: 2016-2019H1 主要财务比率

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年中
速动比率	2.13	1.74	1.62	1.33
流动比率	2.63	2.16	2.11	1.79
资产负债率(合并)	22.15	26.10	28.49	32.55

资料来源: 公司公告、招商证券

2016-2019H1 经营性现金流净额为 2427 万元、-4938 万元、-8221 万元和-3951 万元，现金流净额由正转负是因主营业务转变所致。因停车业务收款期较长，部分尾款需要质保期过后才能收取，公司近年业务发展迅速，因而垫资增多，现金流承压。目前公司加大应收账款的催收力度，加强客户信用管理，严格控制新增业务可能带来的坏账风险，同时加强销售人员的合同风险意识培训，将应收账款的催收列为销售区域的业绩考核指标之一，以保证公司应收账款得到有效控制。

表 11: 经营活动现金流压力较大

项目/百万	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年中
销售商品、提供劳务收到的现金	492.33	586.20	987.23	475.34
收到的税费返还	2.68	3.85	3.86	2.02
收到其他与经营活动有关的现金	10.39	12.13	35.86	23.66
经营活动现金流入小计	505.41	602.18	1026.95	501.02
购买商品、接受劳务支付的现金	307.77	417.38	784.58	355.30
支付给职工以及为职工支付的现	81.57	104.71	148.18	78.98
支付的各项税费	48.02	65.17	60.84	42.22
支付其他与经营活动有关的现金	43.78	64.29	115.56	64.03
经营活动现金流出小计	481.14	651.56	1109.15	540.53
经营活动产生的现金流量净额	24.27	-49.38	-82.21	-39.51

资料来源: 公司公告、招商证券

三、机械停车迎来需求爆发和政策支持双春风

1、机械停车设备前景广阔，需求旺盛

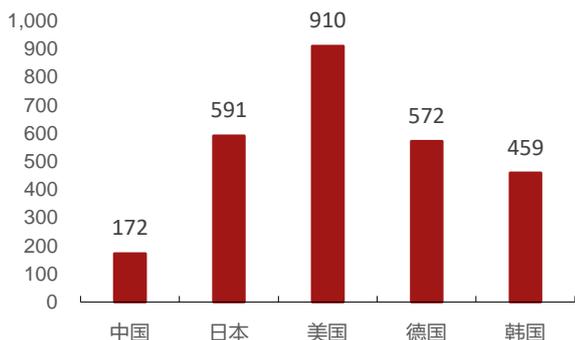
1) 汽车存量高速增长 但人均保有量还有上升空间

根据乘联会的数据,2018 年全国乘用车累计共销售 2235.1 万辆,虽然同比下降 5.8%,但是这是 28 年以来国内汽车销售首次下滑。根据公安部交通管理局数据,2018 年全国新注册登记机动车 3172 万辆,机动车保有量已达 3.27 亿辆同比增长 10.5%,其中汽车 2.4 亿辆,小型载客汽车首次突破 2 亿辆,机动车驾驶人达 4.09 亿人,其中汽车驾驶人 3.69 亿人。2019 年上半年汽车新注册登记 1242 万辆,与去年同期相比,减

少 139 万辆，2019 上半年全国机动车保有量达 3.4 亿辆，其中汽车 2.5 亿辆，占机动车总量的 74.58%；机动车驾驶人 4.2 亿人，其中汽车驾驶人 3.8 亿人。

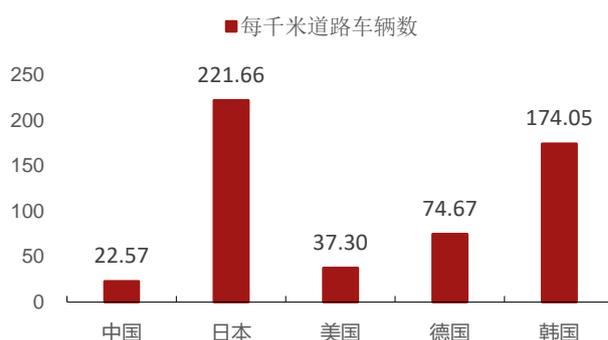
尽管在过去二十年我国汽车工业得到了长足的发展，但同发达国家相比，我国千人汽车保有量仍然处于较低水平。根据商务部统计，截至 2018 年底我国千人汽车保有量仅约为 172 辆，而美国千人汽车保有量超 800 辆，日本、法国、意大利等发达国家千人汽车保有量为 500-700 辆，我国与发达国家仍有较大差距。未来随着我国经济的发展和人民对生活质量要求的日益提高，我国汽车保有量仍有望继续增长。

图 13: 2018 世界各国千人汽车保有量对比 (辆)



资料来源: Wiki、招商证券

图 14: 每千米道路车辆数 (辆)



资料来源: 公开资料整理、招商证券

2) 停车投资规划滞后

我国的机械停车产业刚处起步阶段，发展尚有土地批复受限、投资周期较长、消防问题、盈利模式不清晰等障碍。

1、存量土地性质约束性使停车场建设受限

一方面，城市用地资源的紧缺使得停车场建设受限。另一方面，《城市用地分类与规划建设用地标准》规定了不同区域、不同等级规模城市各类用地单项指标标准，要建设停车场必须要符合“停车场用地”性质。从城市用地规划来看，中心城区规划都是写字楼、商场、小区为主，没有为城市公共停车场建设预留足够的用地面积。老旧小区、老旧工业厂房建设停车场需要占用绿化用地、工业工地，不符合用地性质要求。

2、机械式车库成本高，投资停车场回收周期长

根据企业调研数据，机械式停车位建设成本高，半自动化设备单个车库成本在 1.5-2.5 万之间，全自动化设备成本在 5-12 万之间。机械式车库成本高，需要政府的资金补贴以减少社会资本投资的风险。另外，城市土地资源日益紧张，土地使用成本高，受利益的驱使，社会资本大多会选择投资房地产、商业等投资回报较高的设施，而停车设施建设投资规模大、资金回收周期较长，投资回报率相对较低，需要政府优惠政策的引导。

3、前期政策未完善，规划、报建、消防等审批难通过

前几年全国范围内的机械停车设备项目推广非常不流畅，主要原因不是因为市场需求，而且是相关法规不完善，项目申报时从规划局申请、住建局报批、消防局审核等流程未能顺利通过。

4、车位缺乏产权，盈利模式缺乏产业化基础

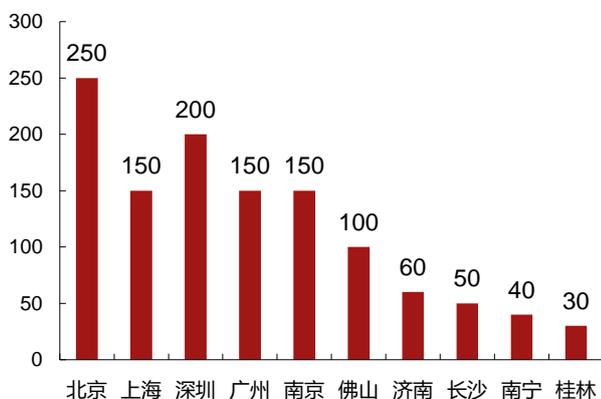
停车设施属于房地产配套，无法进入市场转让与买卖。根据《中华人民共和国城市房地产管理法》，在依法取得的房地产开发用地上建成房屋的，颁发房屋所有权证书，地上建筑（如停车楼）可以办理产权，可进行转让、抵押和再融资，但是单个车位不可以办理产权进行买卖。

3) 我国目前停车泊位与汽车存量完全不匹配

从 2009 年开始全国停车泊位的数量持续增长，从 2009 年的 17.1 万个增长到 2018 年的 86.5 万个，CAGR 达 19.8%。尽管如此，2018 年我国汽车保有量增加 3400 万辆同比增长 10.5%，新增停车位 86.5 万个，同比增长 6.7%，停车泊位的增长相对汽车保有量来说只是杯水车薪。根据前瞻产业研究院的报告，从产品结构看，目前传统停车场建设规模仍占接近 90% 的市场份额，新型的机械式停车场的建设虽一片火热，但整体市场占比仅 2%-3% 左右，还处于发展很初期的阶段。

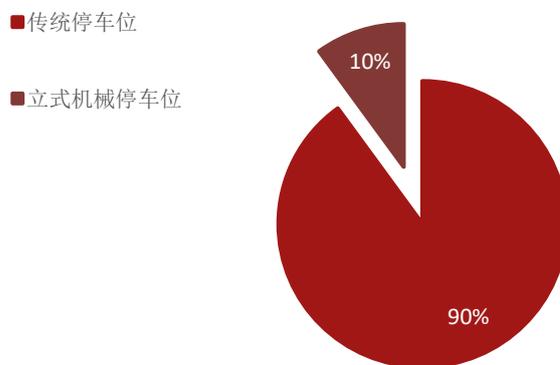
城市繁荣发展带来城市的交通和环境问题，交通拥堵和停车困难，目前在中国沿海及主要大城市、超大城市停车都是非常艰难的问题。2015 年 9 月 25 日召开的国务院常务会议部署加快城市停车场建设，国家发展和改革委员会副主任连维良提及目前我国停车位缺口超过 5000 万个，各相关政府部门将综合施策，科学规划，多措并举破解城市停车难题。目前我国大城市小汽车与停车位的平均比例约为 1:0.8，中小城市约为 1:0.5，而发达国家的水平约为 1:1.3，我国停车位缺口超过 5000 万个，全国约 1/6 的小区停车位明显不足。

图 15: 2015 年部分城市停车位缺口 (万个)



资料来源：公开资料整理、招商证券

图 16: 传统停车位与立式停车位比例



资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

4) 机械停车设备能缓解停车矛盾

传统平面停车位占地面积大，征地范围广，同时还涉及主体及土建工程，造价很高。而城市土地资源的日益紧缺形势对集约化利用土地资源提出了更高要求，传统平面停车位并不能很好地满足需要。

机械停车设备是一种解决高度都市化停车难问题的有效手段，是用来最大量存取停放车辆的机械或机械设备系统。机械式车库从空间入手，解决城市空间难扩容的痛点，优势明显。机械式车库在很大程度上节约了土地空间，可以充分利用“边角余料”建设停车场，提高了单位土地面积的使用效率。以日本为例，日本在 20 世纪 60 年代初开始

开发并使用机械式停车设备，目前日本机械式停车场已超出了单纯用于停车的功能，机械式停车场已经与城市环境融为一体，成为具有较强的实用性、观赏性和经济开发价值的城市建筑。

机械式停车设备相对于传统停车位而言具有占地面积小、土地利用率高、造价较低、自动化泊车与取车更为便捷等优点，成为解决城市停车难问题的有效途径，未来拥有足够的市场空间。

表 12: 传统平面停车和机械停车设备优缺点对比

	优点	缺点	图例
传统平面停车	产业成熟 大众接受度高 易于操作	占地面积大、征地范围广 涉及主体及土建工程 造价高 主要人工操作	
机械停车设备	占地面积少，空间利用率高 造价便宜 自动化取泊车	新兴事物，大众接受度较低 宣传仍需跟进 政策尚待完善	

资料来源：公开资料整理、招商证券

2、城市停车改造进入改革红利期

1) 加速推进城市停车设施补短板的规划

自 2015 年起，我国停车产业相关政策红利集中爆发。2015 年，七部委联合下发《关于加强城市停车设施建设的指导意见》(发改基础[2015]1788 号)，首次将吸引社会资本、推进停车产业化纳入国家层面；2016 年国家发改委印发《加快城市停车场建设近期工作要点与任务分工》(发改基础[2016]159 号)，明确指引了各部门分工；《关于进一步完善城市停车场规划建设及用地政策的通知》(建城[2016]193 号)、《关于进一步完善机动车停放服务收费政策的指导意见》(发改价格[2015]2975 号)、《城市停车场建设专项债券发行指引》的通知(发改办财金[2015]818 号)等文件相继出台，分别从土地、收费、融资等方面保障停车产业的发展。

目前各省市在条件允许的情况下都在加速推进城市停车设施补短板的规划。比如去年 6 月深圳推出的《深圳市停车设施建设-专项规划(2018-2020 年)》，计划投资 206.02 亿元，新建共 11.88 万个停车位，至 2020 年分别推进 1) 政府投资建设 181 个公共停车场项目提供约 7.12 万个泊位；2) “千”个老旧居住(小)区停车扩容工程，社会资本推介 1157 个有停车设施建设需求的老旧居住(小)区，优先实施建设条件较好、建设需求迫切的 147 个老旧居住(小)区停车项目，提供约 3.11 万个泊位；3) “万”个路边停车泊位，3 个路边停车项目约 1.65 万个路边临时停车泊位；4) “互联网+”智慧停车实施 6 个停车信息化项目。

2) 中央政治局及国务院会议均提出城市停车场重点项目

2019年7月30日中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，提出坚持“八字”方针，其中几项具体的稳增长措施中提出稳定制造业投资，具体包括城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施、信息网络等新型基础设施建设4项重点。

国务院总理李克强9月4日主持召开国务院常务会议，提出1)要着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资，今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。2)坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。要压实责任，增强做好“六稳”工作的合力，确保经济运行在合理区间。3)为加快发行使用地方政府专项债券，会议确定，一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右。

3) 理论市场需求可触万亿

我国是汽车消费大国，截止2019年上半年全国机动车保有量达3.4亿辆，其中汽车2.5亿辆，然而截至2018年底我国千人汽车保有量仅约为172辆，与发达国家500-800辆的千人保有量仍有较大差距，短期汽车仍是终端需求向上增长的行业，从而衍生出来的城市交通拥堵和停车困难的问题则是未来可见的二十年日益突出的问题，根据2015年9月25日国务院常务会议部署加快城市停车场建设上发改委副主任口径15年停车位缺口超过5000万个，而机械停车设备则是有效的解决方案之一，若以机械停车设备单位设备建设（不包含投资运营项目和EPC项目的设计施工等费用）价格为2万/个进行保守估计，（2018年公开招标中占比60%以上的升降横移均价为2.00万，其中二层均价1.54万元，三层均价2.12万元，四层均价2.94万元，五层均价3.77万元），单单是15年的缺口即对应超过万亿的理论需求空间（因数据可获得性，暂不考虑15年之后停车泊位缺口的增长及机械设备渗透率）。

四、行业还处于成长期 五洋作为龙头有先发优势

1、业内玩家众多 但第一梯队竞争稳定

获得资质的企业有636家。2003年到2010年为机械式停车设备行业处于起步发展阶段，增速缓慢。7年增加了约100家企业。自2010年后，行业进入快速增长期，特别是2015年国家七部委出台停车产业化政策后，吸引了一大批机械制造加工企业加入到这个行业，增长幅度较大。到2018年，已有600多家同比增长10.7%。截至2019年2月取得机械式停车设备制造许可资质的企业已达636家。

资质分化严重。目前这 636 家企业仅有 7 家拥有 9 项资质，根据 MRCPO 分析，截止 2018 年底，636 家取得制造资质的企业中，近 70% 机械式停车设备制造企业只拥有一种或两种资质，而各类资质中还有层数的要求，以资质最多的升降横移类（548 家）来看，升降横移类资质内目前包含十五种层数，最低二层，最高三十五层。其中二层为入门级层数，六层为企业数量最多的层数。548 家资质企业中，363 家企业可做六层升降横移车库，占比 66.2%，达到 7 层为 104 家，8 层就只剩下 50 家。因而这个行业，并不是获得资质就等同于一样的技术水平，设备的层数和设计还是有很大的难度。越高的层数，机械运动涉及升降点位、控制点位是指数级往上，很容易出故障，难度很大。

就机械停车设备而言，第一梯队竞争稳定。按中标项目数量来看市占率第一的西子停车总部位于杭州，华东市场占其业务的 45% 左右；通过并购伟创和天辰的五洋停车，伟创收入占停车业务的 60% 左右，以深圳为大本营市占率为行业第二，但深圳伟创在大项目上有较强优势，中标金额数总量预计与西子不相上下；深圳怡丰自动化并没有上市，据了解业务规模为第一梯度企业规模一半左右（非官方数据）。随后还有航天汇信、唐山通宝等优秀企业。据城市停车统计，2018 年市场公开招标的 1238 条中标项目共由 183 家设备企业获得，其中江苏中标企业最多，其次是山东、广东、浙江、上海。从企业中标项目数量来看，杭州西子中标 57 个，在所有企业中遥遥领先，其次为深圳怡丰和唐山通吧，分别中标 29、26 个。另外深圳伟创、江苏金冠全年中标数目都在 20 个以上。

表 13: 可比公司比较

公司名称	公司性质	主营业务介绍	行业地位	累计专利数								
五洋停车	民营企业	智能机械停车设备（62.75%）、成套生产线及安装服务（14.21%）、搅拌站（11.21%）、张紧装置给料机等设备（10%）、停车场运营收入（0.44%）及其他	第一梯队	328								
西子停车	民营企业	停车设备销售及维保（97%）、停车产业运营（3%）	第一梯队	131（2017）								
怡丰自动化	民营企业	停车设备销售（未上市）	国内领先	-								
大洋泊车	民营企业	智能机械停车设备（95%）、其他（5%）	国内领先	217(2017)								
公司	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			毛利率%			净利润率%		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
五洋停车	4.07 停车业务	4.88 停车业务	6.21 停车业务	0.6 整体	0.68 整体	1.14 整体	37.44 停车业务	34.72 停车业务	35.7 停车业务	11.98 整体	10.28 整体	13.07 整体
西子停车	7.07	5.86 前 3Q		0.82	0.45 前 3Q		39.14	33.18 前 3Q		12.27	8.59 前 3Q	
怡丰自动化		5.6										
大洋泊车	3.8			0.29			45.8			7.66		

资料来源：公司公告，招商证券

2、南伟创+北天辰=稀缺资源

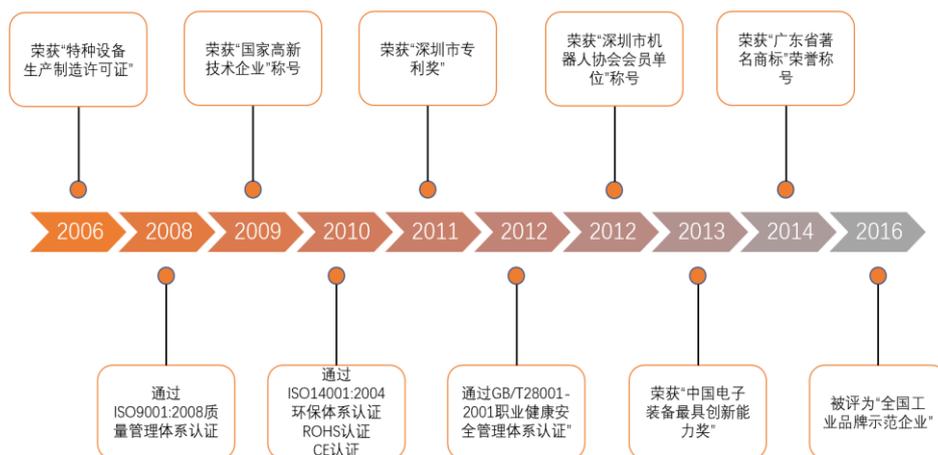
1) 深圳伟创以科研立业

深圳伟创自动化成立于 1993 年，立足智能制造、致力于提供自动化控制系统与信息系统集成解决方案。在工业机器人、自动化柔性生产线、机械式停车设备物流及仓储自动化成套设备等方面已经形成一系列较为成熟且具有自主品牌、自主知识产权的产品，是目前国内最大的智能制造设备商之一。

伟创以科研立业，拥有专利 100 多项，发明专利 17 项，自动化控制软件著作权 20 项；研发中心拥有专业技术人员近 200 名。19 年伟创新落成东莞常平生产基地，新增立体车库生产能力 40000 套/每年，至此拥有五大生产基地，占地面积超过 30 万平方米。

2018 年伟创自动化收入 6.03 亿元，其中机器人自动化生产线 1.73 亿元、立体车库 4.3 亿元。2017 年机械式立体停车设备行业上报销售额 147 亿元，以此估算伟创市占率约为 3%。2019H1 伟创自动化营业收入 3.15 亿元同比增长 28.6%，净利润 4500 万同比增长 25%，营业收入占五洋停车营收的 56.6%。

图 17: 伟创自动化技术里程碑



资料来源：公司官网、招商证券

2) 天辰智能近年快速增长

山东天辰智能成立于 2011 年，2016 年挂牌新三板，专业从事机械式立体停车设备的研发、生产、销售，并同时为客户提供车库安装、保养等一体化服务。早在 2016 年就完成了 10 层垂直升降类梳齿交换式停车设备的研发、技术实力雄厚，2017 年被五洋停车收购并表。

2018 年天辰智能营业收入 2.08 亿元同比增长 38.7%，净利润 4000 万元同比增长 114.1%，市场占有率约为 1.5%。2019H1 天辰营业收入 1.16 亿元同比增长 50.6%、净利润 1775 万元同比增长 185.8%，净利润增速远高于同期营收，规模效应快速显现。

3) 南北两强争先发力

从 2018 年机械式停车设备招标情况看，深圳伟创、杭州西子、深圳怡丰、唐山通宝、山东天辰是规模较大的公司。其中 18 年杭州西子、深圳伟创和山东天辰中标数量分别为 57、22 和 15 个；从中标金额看，中标金额前十位的项目中深圳伟创夺得 1.35 亿元，占比 28%，杭州西子获得 3197 万元，占比 6.6%，而 2017 年中标前十位金额中深圳伟创仅占 10.4%，杭州西子占比达到 21%。

通过收购伟创和天辰，五洋停车市占率约为 4.7%，仅次于西子停车 5.3%，成为行业第二大立体停车设备企业。西子停车目前处于 IPO 申报中，因而五洋成为上市公司中的稀缺标的！

五洋停车优势在于:

1) 五洋核心技术+丰富的应用案例。伟创及天辰深耕机械停车设备多年,在核心技术方面明显领先于行业,同时通过时间的积累已经有众多的应用项目及业绩先例,公司拥有露天 10 层垂直循环接近 10 年应用案例。

2) 优异的加工能力。机械停车设备作为非标产品的生产能力难以管控,单次批量很小,然而五洋停车设备生产加工费用占比低于 2%。如何在设计的过程中让它便于生产,是生产工艺上的壁垒。升降横移五洋目前可以做到 80%左右的标准化,基本要 3 个工人就可以完成生产,而行业中有很多企业仍处于复杂加工阶段。

3) 生产基地有区域优势。五洋停车制造目前拥有东莞、合肥、徐州和山东四个生产基地可以协调,订单也有协调从而提高公司整体的效率,从销售费用来看,产品运输费大概约占 0.5%-1%,在行业有明显优势。

3、布局停车运营业务

2018 年五洋停车确立了以获取停车资源为发展业务的关键点,公司的停车资源包含三大块。

1) 维保类停车资源,通过设备的销售来扩大制造相关的维保业务规模。公司向业主销售设备及提供维护保养服务(质保期后),价格在 20-30 元/车位。目前五洋集团管理 30 万个车位,截止 2019 年上半年已经有 4 万个车位超过质保期进入维保收费,估计今年可过盈亏平衡点开始盈利,净利率可达 30%。此类业务也可以转包给市场第三方,但维保业务需要资质门槛,一般业主都会找回原厂商进行维修。2018 年五洋通过与当地合作伙伴成立合资公司,福建南平、江西南昌、云南昆明、辽宁沈阳、江西抚州等城市停车项目先后落地,是投资建设运营一体化的重点代表。

2) 权益类停车资源,通过对停车场投资来扩大规模。权益类停车业务公司将通过购买车位权益资质来完成。目前行业中核心参与者为互联网企业,而五洋比互联网企业的优势的为强劲的线下实力,五洋目前负责维保的团队全国有 100 多人。长安停车主要是普通停车位,有一小部分机械车位;

3) 联盟类停车资源,通过使用公司的智慧停车云平台来扩大规模。五洋主要通过复制应用自己成熟的停车管理系统及能力来进行业务分层。

拓展停车场策略主次分明。1) 轻重资产结合,经营时间长回报率高的资产卖断经营权,用平台技术参与管理社会的其他停车资源; 2) 以点带面,重资产的城市为立足点,通过租赁联盟开拓其他城市的资源; 3) 增值服务,扩大增值服务项目,比如公司目前的停车场基本都配套解决了新能源车充电的需求,车主可以通过 APP 随时跟踪充电情况。

先进生产设备，建立智能机械式立体停车设备生产线，建成完全达产后将新增智能机械式立体停车设备产能 10,000 套/年。项目的建设期为 18 个月，所得税后财务内部收益率约为 29.49%。

研发中心建设项目。项目总投资 1.3 亿元，通过新建研发楼及附属设施，购置先进研发设备，建立研发中心以提升公司的自主研发能力，加快停车业务技术创新步伐，提升主营业务产品的技术附加值，从而提高公司整体的利润水平。

五洋智云智慧停车项目。项目总投资 2.8 亿元，本次募资拟投入 2.5 亿元。本项目的建设内容主要包括五洋智云系统平台和应用模块建设和五洋智云服务终端建设。

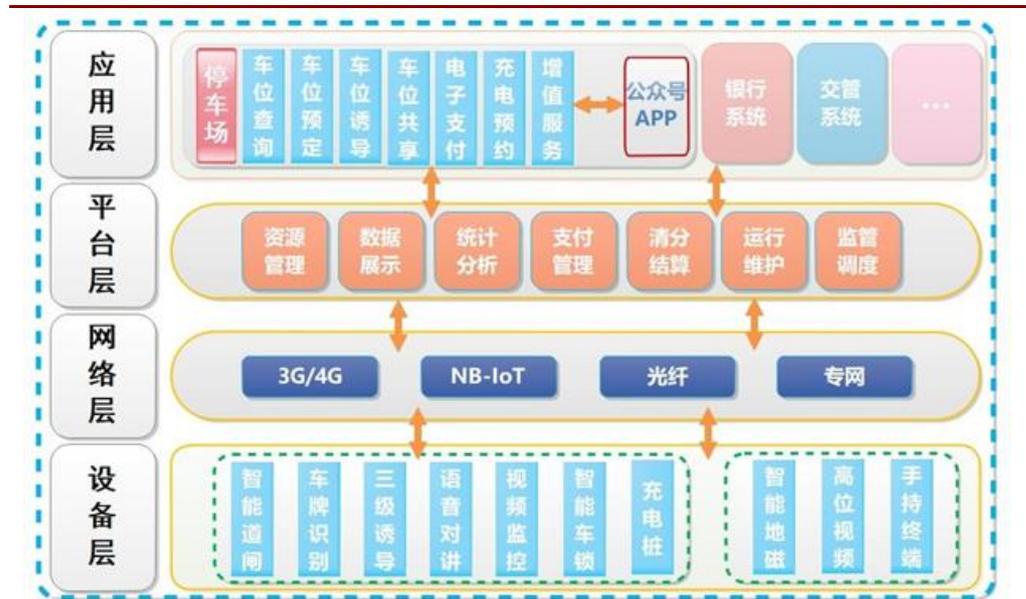
(1) 五洋智云系统平台和应用模块建设

五洋智云系统平台和应用模块建设拟通过租用研发场地、购置研发所需设备的方式，搭建本项目所需的研发环境，聘用专业技术团队，开展研发工作。五洋智云系统平台层主要由资源管理、数据展示、统计分析、支付管理、清分结算、运行维护、监管调度等部分组成，负责对全市停车资源进行合理配置；应用层主要为用户提供基础及增值服务。

(2) 五洋智云服务终端建设

五洋智云服务终端建设拟通过对停车场进行改造，在停车资源所在地铺设智能道闸、车牌识别、三级诱导等硬件设备，同时搭建网络环境，实现终端数据的采集，通过平台运算分析后回传相应的数据，由终端对上述回传的数据进行响应。

图 19: 五洋智云智慧停车项目



资料来源：公司公告、招商证券

五、盈利预测与投资建议

1、主要业绩预测假设

(1) 考虑到在手订单及排产情况，公司停车设备业务未来将保持快速增长，同时毛利率较稳定；

(2) 物流及自动化仓储业务受项目开拓相对波动较大，但总体发展态势较快；

(3) 停车场运营业务预计今年并表长安停车，同时随着大量正处于质保期内的车位进入收费维保，该块收入预计未来会高速增长，但短期盈利能力有限；

(4) 传统业务（搅拌站及张紧装置等）整体业务需求比较平稳，但搅拌站近年受益于基建、环保等要求增长较好，毛利率也比较平稳；

表 15：五洋停车主要产品假设情况

营业收入（百万）	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能机械停车设备	407.62	488.58	621.41	901.0	1,261.5	1,703.0
成套生产线及其安装服务	69.32	107.77	173.36	277.4	360.6	450.7
搅拌站	48	49.54	75.86	121.4	157.8	205.1
张紧装置、给料机、制动装置等控制设备	68	97	112	117.3	123.1	129.3
停车场运营收入			2.19	46.0	92.0	119.6
其他	14.2	14.2	14.2	15.7	17.2	18.9
收入合计	606.85	757.28	998.74	1478.72	2012.18	2626.65
收入增长率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能机械停车设备		19.9%	27.2%	45.0%	40.0%	35.0%
成套生产线及其安装服务	4002%	55.5%	60.9%	60.0%	30.0%	25.0%
搅拌站	-10.9%		53.1%	60.0%	30.0%	30.0%
张紧装置、给料机、制动装置等控制设备	-26.7%	43.1%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%
停车场运营收入				2000.0%	100.0%	30.0%
其他				10.0%	10.0%	10.0%
综合增长率	193.6%	24.8%	31.9%	48.1%	36.1%	30.5%
毛利率	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能机械停车设备	37.4%	34.7%	35.7%	35.0%	35.0%	35.0%
成套生产线及其安装服务	29.0%	33.1%	24.4%	35.0%	30.0%	30.0%
搅拌站	31.9%	30.2%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
张紧装置、给料机、制动装置等控制设备	40.3%	43.3%	43.2%	44.0%	43.0%	42.0%
停车场运营收入			-8.2%	-2.0%	8.0%	15.0%
其他	32.8%	42.7%	39.5%	35.0%	35.0%	35.0%
综合毛利率	36.3%	35.4%	34.8%	34.9%	33.7%	33.9%

数据来源：Wind，招商证券

2、投资建议

随着经济及人均消费水平的增长，汽车整体仍是终端需求向上增长的行业，从而衍生出来的城市交通拥堵和停车困难的问题则是未来可见的二十年日益突出的问题，仅以发改委 2015 年的统计我国的停车缺口已超过 5000 万个，而机械停车设备则是有效的解决方案之一，单单是 15 年的缺口即对应超过万亿的理论设备需求（由于数据的可得性暂不考虑最新的停车缺口及机械停车渗透率）。除了以各地为主体提出的推进城市停车改造，2019 年 7 月 30 日中共中央政治局召开会议将城市停车场作为稳定制造业投资、稳增长的四项重点之一，而 9 月 4 号召开的务院常务会议再一次提出要压实责任，增强做好“六稳”工作的合力，并将城市停车场作为专项债新增额度的重点投放方向。市场刚性需求强劲，随着国家政策利好、消费者对机械停车设备的接受度提高，机械停车设备有望迎来行业爆发，相关设备厂商有望大幅受益。

虽然机械停车设备的进入门槛不高、行业模式短期也有现金流压力较大的问题，但真正

在产品、技术、设计方案上领先的企业仍是少数，目前机械停车设备在行业起步阶段格局未定，行业需求爆发叠加政策红利，五洋作为龙头企业依仗其领先的技术实力、丰富的应用案例及先发优势分享高速增长的红利，停车业务收入占比 60% 以上，上调 2019 年盈利预测至 2.2 亿，不考虑增发则目前仅对应 24.4 倍，考虑到行业增长的空间、龙头公司进入快速增长通道及标的的稀缺性，上调至强烈推荐评级！

表 16: 主要财务指标预测

会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	607	755	1002	1484	2019	2635
同比增长	193%	24%	33%	48%	36%	31%
营业利润(百万元)	72	87	147	240	311	414
同比增长	280%	21%	69%	64%	30%	33%
净利润(百万元)	73	78	131	218	282	375
同比增长	235%	7%	69%	66%	29%	33%
每股收益(元)	0.30	0.15	0.18	0.30	0.34	0.46
P/E(倍)	24.8	48.9	40.5	24.4	21.6	16.3
P/B(倍)	1.6	2.6	3.4	3.1	2.2	2.0

资料来源：公司数据、招商证券（假设定增股本于 2020 年完成发行）。

3、风险提示

国家支持政策变动。社会停车场属于道路与交通设施用地性质。按土地性质不同，分为商业停车场、居住停车场等。机械停车设备受到相关监管部门的政策及规定的影响较大，存在政策或相关法规变动的风险。

宏观经济放缓。机械式停车设备行业的下游需求主要来自于住宅配建、公共建筑配建和单位自用，与房地产行业 and 基础设施建设项目较为相关，因此机械式停车设备的行业发展与国民经济的景气程度有较强的相关性。2016 年底以来，国家陆续出台了一系列政策，强调要促进房地产市场平稳健康发展，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，对房地产行业进行宏观调控。机械式停车设备行业下游客户主要来自于住宅小区、公共配套和单位自用，其中住宅小区新增机械式停车设备泊位数所占比例较高（约 70%）。若未来宏观经济形势发生大的变化，房地产行业增速放缓，会对住宅小区建设增速造成一定影响，将可能影响机械式停车设备行业的发展环境和市场需求。

市场过度竞争。根据中国重机协会停车设备工作委员会的数据，截至 2018 年底，全国取得机械式停车设备制造许可的企业总数已经超过 600 家，2018 年新增的取证企业超过 80 家，市场竞争日趋激烈，伴随着城市停车位需求的快速增加，大量的企业进入机械式停车设备行业，尤其是技术含量不高的升降横移类产品领域，存在同质化竞争过度的风险。

现金流等财务风险。五洋目前仍处于投入期，设备订单高速增长，但应收账款期较长，短期存在现金流等财务风险。

图 20: 五洋停车历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 五洋停车历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1100	1290	1735	2390	3097
现金	175	108	125	186	223
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	59	56	82	112	146
应收款项	500	631	793	1079	1409
其它应收款	29	46	68	92	120
存货	211	303	449	623	810
其他	126	147	218	298	388
非流动资产	886	912	944	1443	1388
长期股权投资	8	6	6	6	6
固定资产	208	201	245	755	710
无形资产	116	111	100	90	81
其他	555	594	593	592	591
资产总计	1986	2203	2679	3833	4485
流动负债	510	611	898	1038	1403
短期借款	30	50	147	62	184
应付账款	180	201	298	413	537
预收账款	149	146	217	301	392
其他	151	214	236	262	290
长期负债	8	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	8	17	17	17	17
负债合计	518	628	914	1054	1419
股本	511	716	716	823	823
资本公积金	675	471	471	1163	1163
留存收益	261	362	553	770	1061
少数股东权益	21	27	25	22	18
归属于母公司所有者权益	1447	1548	1740	2757	3048
负债及权益合计	1986	2203	2679	3833	4485

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(49)	(82)	5	(61)	14
净利润	78	131	218	282	375
折旧摊销	21	26	28	31	70
财务费用	1	5	5	5	6
投资收益	(6)	(3)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(168)	(251)	(267)	(420)	(486)
其它	25	9	27	48	55
投资活动现金流	(63)	(54)	(60)	(530)	(15)
资本支出	(31)	(63)	(60)	(530)	(15)
其他投资	(33)	9	0	0	0
筹资活动现金流	64	39	73	651	38
借款变动	(193)	63	97	(85)	122
普通股增加	269	204	0	108	0
资本公积增加	(18)	(203)	0	692	0
股利分配	0	(31)	(26)	(65)	(85)
其他	6	5	2	2	1
现金净增加额	(48)	(98)	17	61	37

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	755	1002	1484	2019	2635
营业成本	489	651	966	1339	1742
营业税金及附加	9	8	12	17	22
营业费用	54	76	107	145	190
管理费用	99	60	83	113	148
财务费用	1	6	5	5	6
资产减值损失	31	20	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	3	7	7	7
营业利润	87	147	240	311	414
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	1	3	1	1	1
利润总额	86	144	240	311	414
所得税	16	14	24	31	42
净利润	70	129	216	279	372
少数股东损益	(8)	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	78	131	218	282	375
EPS (元)	0.15	0.18	0.30	0.34	0.46

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	24%	33%	48%	36%	31%
营业利润	21%	69%	64%	30%	33%
净利润	7%	69%	66%	29%	33%
获利能力					
毛利率	35.2%	35.0%	34.9%	33.7%	33.9%
净利率	10.3%	13.1%	14.7%	14.0%	14.2%
ROE	5.4%	8.5%	12.5%	10.2%	12.3%
ROIC	4.7%	8.4%	11.5%	10.0%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	26.1%	28.5%	34.1%	27.5%	31.6%
净负债比率	1.5%	2.3%	5.5%	1.6%	4.1%
流动比率	2.2	2.1	1.9	2.3	2.2
速动比率	1.7	1.6	1.4	1.7	1.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6
存货周转率	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4
应收帐款周转率	1.8	1.8	2.1	2.2	2.1
应付帐款周转率	3.2	3.4	3.9	3.8	3.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.15	0.18	0.30	0.34	0.46
每股经营现金	-0.10	-0.11	0.01	-0.07	0.02
每股净资产	2.83	2.16	2.43	3.35	3.70
每股股利	0.06	0.04	0.09	0.10	0.14
估值比率					
PE	48.9	40.5	24.4	21.6	16.3
PB	2.6	3.4	3.1	2.2	2.0
EV/EBITDA	1.7	1.1	0.7	0.5	0.4

资料来源: 公司数据、招商证券 (假设定增股本于 2020 年完成发行)

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。