

诺力股份 (603611)

证券研究报告
2017年03月20日

美加息人民币承压利好叉车出口，智能物流遇上锂电大需求支撑中鼎成长

物流装备大市场，内外兼修高成长

物流装备涵盖立体仓库、传送装置、搬运设备等。公司作为世界上最大的手动搬运设备生产商、叉车行业排名全国第三，产品销往全世界，其中主营业务中出口占比超过 70%，在美联储加息人民币贬值压力加大的大环境下，出口业绩或将持续高涨。作为全世界第一大叉车市场，2016 年中国市场叉车销量达到 37 万台、达到历史最高峰，全球销售量约 110 万台，中国市场占比 1/3，国内市场空间同样巨大。外延收购无锡中鼎，国内自动化领域三强之一，业绩高成长无忧。

手动搬运装备龙头、规模优势明显，为国际龙头 ODM，成功化解反倾销阻力

在手动搬运设备领域，公司的规模已经国内第一，遥遥领先其他竞争对手，电动代步叉车规模国内第二，总体规模优势明显，有利于降低采购成本和批量化生产。公司分别为日本丰田、德国凯傲、比利时 TVH 等多家国际大厂贴牌生产，作为外销重要渠道，为优质的客户贴牌可见公司在行业中具有极强竞争力。

为减少贸易摩擦合理规避欧盟反倾销税，公司在 2013 年 6 月设立马来西亚诺力控股子公司，并于 2014 年 1 月正式投产。我们判断美国提高该领域的贸易壁垒概率不大，且公司已经具备充分的经验和境外子公司准备。

国产设备普遍起步较晚，电动叉车与 AGV 将成为未来重点方向

当前发达国家的电动叉车占比较高，美国 43%、欧洲 64%，国内电动叉车占比仅 25% 左右。作为全世界第一大叉车市场，中国市场叉车升级为电动叉车的市场空间巨大。公司的电动叉车技术同样位列国内前三。在物流自动化日益普及的背景下，AGV 在物流系统中价值量占比约为 7%、国内年需求接近 70 亿元，国产厂家目前水平参差不齐。电动叉车与 AGV 具有一定技术相通性，都将成为公司未来发展重点。

并购无锡中鼎，构建智能物流系统大格局

公司于 1 月底完成对无锡中鼎的收购，开始构建从物流装备到智能物流系统的大格局。2016~2018 年无锡中鼎承诺净利润分别为 3,200 万、5,000 万和 6,800 万元，在机器人、高端制造业升级的背景下，完成对赌业绩无忧。未来两年，我们更加关注锂电池生产厂家的整体自动化需求，中鼎作为国内自动化前三名的企业，将在这一批投资高峰中受益。

盈利预测及投资建议：公司的产品优质、技术不断进步，主要客户均在欧美等优质市场，出口若遇反倾销有合理化解方案，并购标的公司今年开始订单放量，根据行业需求及其竞争优势地位推断其高速增长确定性较高。2016 年~2018 年将净利润预测为 1.5 亿、2.86 亿（收购并表带来业绩大幅增长）和 3.66 亿元，EPS 0.81 元（稀释前 0.94 元）、1.54 元和 1.97 元，对应 P/E 43.9 倍（稀释前 37.77 倍）、23 倍、18 倍，首次覆盖，高成长的优质标的给予“买入”评级。

风险提示：全球经济大萧条；人民币升值影响出口业务

| 财务数据和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,205.89 | 1,149.09 | 1,502.67 | 2,526.04 | 3,456.66 |
| 增长率(%) | 7.57 | (4.71) | 30.77 | 68.10 | 36.84 |
| EBITDA(百万元) | 126.11 | 138.54 | 210.08 | 361.40 | 476.00 |
| 净利润(百万元) | 82.34 | 107.20 | 150.16 | 285.59 | 366.19 |
| 增长率(%) | (4.20) | 30.19 | 40.07 | 90.20 | 28.22 |
| EPS(元/股) | 0.44 | 0.58 | 0.94 | 1.54 | 1.97 |
| 市盈率(P/E) | 80.01 | 61.46 | 37.77 | 23.07 | 17.99 |
| 市净率(P/B) | 13.75 | 7.62 | 5.64 | 4.34 | 3.57 |
| 市销率(P/S) | 5.46 | 5.73 | 3.77 | 2.61 | 1.91 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 42.47 | 24.63 | 16.12 | 12.80 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 机械设备/专用设备 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 35.45 元 |
| 目标价格 | 50 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 185.84 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 93.03 |
| A 股总市值(百万元) | 6,587.94 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,297.74 |
| 每股净资产(元) | 5.93 |
| 资产负债率(%) | 31.48 |
| 一年内最高/最低(元) | 41.45/24.72 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 邹润芳 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517010004 | |
| zourunfang@tfzq.com | |
| 曾帅 | 联系人 |
| zengshuai@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 273.60 | 429.21 | 538.28 | 820.54 | 539.96 |
| 应收账款 | 119.33 | 154.79 | 114.19 | 369.98 | 331.97 |
| 预付账款 | 15.44 | 11.76 | 16.66 | 32.60 | 36.33 |
| 存货 | 170.73 | 145.47 | 288.22 | 406.96 | 528.29 |
| 其他 | 4.55 | 212.66 | 80.75 | 104.59 | 138.29 |
| 流动资产合计 | 583.64 | 953.90 | 1,038.11 | 1,734.68 | 1,574.83 |
| 长期股权投资 | 49.84 | 45.21 | 45.21 | 45.21 | 45.21 |
| 固定资产 | 197.72 | 224.50 | 225.65 | 335.81 | 581.37 |
| 在建工程 | 16.47 | 21.05 | 17.43 | 190.46 | 414.27 |
| 无形资产 | 64.34 | 66.12 | 64.20 | 62.28 | 60.36 |
| 其他 | 4.32 | 4.83 | 1.99 | 1.58 | 1.63 |
| 非流动资产合计 | 332.70 | 361.71 | 354.49 | 635.34 | 1,102.85 |
| 资产总计 | 916.34 | 1,315.61 | 1,392.59 | 2,370.02 | 2,677.68 |
| 短期借款 | 0.00 | 19.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 253.96 | 309.07 | 272.28 | 714.65 | 691.86 |
| 其他 | 134.91 | 47.81 | 87.74 | 108.48 | 104.49 |
| 流动负债合计 | 388.87 | 376.38 | 360.02 | 823.13 | 796.35 |
| 长期借款 | 27.15 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 16.91 | 17.24 | 17.26 | 17.14 | 17.22 |
| 非流动负债合计 | 44.06 | 67.24 | 17.26 | 17.14 | 17.22 |
| 负债合计 | 432.93 | 443.62 | 377.29 | 840.27 | 813.57 |
| 少数股东权益 | 4.26 | 7.80 | 9.10 | 12.64 | 17.44 |
| 股本 | 60.00 | 160.00 | 160.00 | 185.84 | 185.84 |
| 资本公积 | 16.31 | 237.27 | 237.27 | 465.30 | 465.30 |
| 留存收益 | 422.91 | 711.07 | 846.21 | 1,331.27 | 1,660.83 |
| 其他 | (20.06) | (244.14) | (237.27) | (465.30) | (465.30) |
| 股东权益合计 | 483.41 | 871.99 | 1,015.31 | 1,529.75 | 1,864.11 |
| 负债和股东权益总 | 916.34 | 1,315.61 | 1,392.59 | 2,370.02 | 2,677.68 |

| 现金流量表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 83.24 | 109.26 | 150.16 | 285.59 | 366.19 |
| 折旧摊销 | 28.33 | 29.09 | 12.39 | 18.73 | 32.54 |
| 财务费用 | 8.65 | 3.60 | (0.82) | (4.80) | (4.80) |
| 投资损失 | (0.55) | (4.65) | (3.98) | (3.06) | (3.89) |
| 营运资金变动 | 25.12 | (188.06) | 4.72 | 34.81 | (129.26) |
| 其它 | 7.82 | 197.23 | 5.25 | 2.72 | 4.43 |
| 经营活动现金流 | 152.60 | 146.47 | 167.70 | 334.00 | 265.21 |
| 资本支出 | 28.81 | 54.09 | 7.98 | 300.12 | 499.92 |
| 长期投资 | (1.49) | (4.63) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (40.40) | (269.89) | (16.66) | (593.96) | (996.55) |
| 投资活动现金流 | (13.08) | (220.43) | (8.68) | (293.83) | (496.62) |
| 债权融资 | 127.15 | 79.09 | 36.53 | 48.71 | 31.61 |
| 股权融资 | (9.70) | 332.89 | 7.69 | 258.66 | 4.80 |
| 其他 | (236.97) | (196.45) | (94.17) | (65.28) | (85.58) |
| 筹资活动现金流 | (119.51) | 215.53 | (49.95) | 242.10 | (49.17) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 20.01 | 141.56 | 109.07 | 282.26 | (280.58) |

| 利润表(百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,205.89 | 1,149.09 | 1,502.67 | 2,526.04 | 3,456.66 |
| 营业成本 | 954.86 | 881.86 | 1,072.50 | 1,767.70 | 2,426.67 |
| 营业税金及附加 | 4.02 | 4.72 | 7.63 | 13.70 | 21.88 |
| 营业费用 | 49.58 | 57.11 | 81.91 | 146.84 | 205.75 |
| 管理费用 | 82.34 | 96.71 | 147.20 | 253.01 | 357.78 |
| 财务费用 | 6.53 | (15.04) | (0.82) | (4.80) | (4.80) |
| 资产减值损失 | 3.51 | 5.44 | 3.58 | 4.18 | 4.40 |
| 公允价值变动收益 | (11.80) | 4.71 | 3.87 | (1.01) | (0.62) |
| 投资净收益 | 0.55 | 4.65 | 3.98 | 3.06 | 3.89 |
| 其他 | 22.49 | (18.72) | (15.70) | (4.10) | (6.55) |
| 营业利润 | 93.81 | 127.65 | 198.52 | 347.46 | 448.26 |
| 营业外收入 | 8.36 | 9.29 | 9.63 | 9.09 | 9.34 |
| 营业外支出 | 1.60 | 2.61 | 24.89 | 4.85 | 5.39 |
| 利润总额 | 100.57 | 134.32 | 183.26 | 351.70 | 452.20 |
| 所得税 | 17.34 | 25.07 | 31.73 | 62.38 | 80.97 |
| 净利润 | 83.24 | 109.26 | 151.53 | 289.32 | 371.24 |
| 少数股东损益 | 0.90 | 2.06 | 1.37 | 3.73 | 5.05 |
| 归属于母公司净利润 | 82.34 | 107.20 | 150.16 | 285.59 | 366.19 |
| 每股收益(元) | 0.44 | 0.58 | 0.94 | 1.54 | 1.97 |

| 主要财务比率 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 7.57% | -4.71% | 30.77% | 68.10% | 36.84% |
| 营业利润 | 1.58% | 36.07% | 55.52% | 75.02% | 29.01% |
| 归属于母公司净利润 | -4.20% | 30.19% | 40.07% | 90.20% | 28.22% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 20.82% | 23.26% | 28.63% | 30.02% | 29.80% |
| 净利率 | 6.83% | 9.33% | 9.99% | 11.31% | 10.59% |
| ROE | 17.18% | 12.40% | 14.92% | 18.82% | 19.83% |
| ROIC | 22.43% | 27.54% | 31.62% | 55.35% | 48.18% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 47.25% | 33.72% | 27.09% | 35.45% | 30.38% |
| 净负债率 | 4.85% | 3.69% | -6.37% | -12.91% | -1.55% |
| 流动比率 | 1.50 | 2.53 | 2.88 | 2.11 | 1.98 |
| 速动比率 | 1.06 | 2.15 | 2.08 | 1.61 | 1.31 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 12.70 | 8.38 | 11.17 | 10.43 | 9.85 |
| 存货周转率 | 6.06 | 7.27 | 6.93 | 7.27 | 7.39 |
| 总资产周转率 | 1.31 | 1.03 | 1.11 | 1.34 | 1.37 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.44 | 0.58 | 0.94 | 1.54 | 1.97 |
| 每股经营现金流 | 0.82 | 0.79 | 0.90 | 1.80 | 1.43 |
| 每股净资产 | 2.58 | 4.65 | 6.29 | 8.16 | 9.94 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 80.01 | 61.46 | 37.77 | 23.07 | 17.99 |
| 市净率 | 13.75 | 7.62 | 5.64 | 4.34 | 3.57 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 42.47 | 24.63 | 16.12 | 12.80 |
| EV/EBIT | 0.00 | 52.24 | 26.18 | 17.00 | 13.74 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |