



东兴证券
DONGXING SECURITIES

仓储车辆发展提速，并购无锡中鼎带来新增长驱动力

——诺力股份（603611）2016 年年报及 2017 年一季报点评

2017 年 04 月 19 日

强烈推荐/首次

诺力股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
陈皓	联系人		
	chenhao_@dxzq.net.cn	010-66555446	
任天辉	联系人		
	rentianhui1989@hotmail.com	010-66554037	

事件：

公司发布 2016 年年度报告，2016 年公司实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 13.98%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 35.12%；EPS 为 0.91 元，同比增长 33.82%。

公司发布 2017 年一季度报告，2017 年一季度公司实现营业收入 4.41 亿元，同比增长 56.02%；实现归母净利润 3404 万元，同比增长 13.74%；EPS 为 0.19 元。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入（百万元）	282.24	314.88	282.68	338.96	362.44	325.67	441.03
增长率（%）	-11.15%	7.92%	12.92%	12.38%	28.41%	3.43%	56.02%
毛利率（%）	25.51%	22.82%	27.80%	28.66%	28.81%	24.41%	24.55%
期间费用率（%）	9.73%	11.04%	15.78%	14.15%	9.26%	15.96%	14.70%
营业利润率（%）	15.19%	12.05%	11.77%	12.52%	19.05%	7.41%	8.95%
净利润（百万元）	35.29	30.78	30.62	31.97	60.51	22.10	34.74
增长率（%）	34.59%	46.09%	52.90%	38.02%	71.47%	-28.21%	13.46%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.18	0.19	0.20	0.37	0.15	0.18
资产负债率（%）	33.17%	33.72%	32.89%	32.84%	31.48%	46.77%	39.83%
净资产收益率（%）	4.18%	3.53%	3.37%	3.54%	6.28%	1.67%	2.19%
总资产收益率（%）	2.79%	2.34%	2.26%	2.38%	4.31%	0.89%	1.32%

观点:**➤ 2016年业绩增长迅速, 2017年仓储车辆营业收入再次提速**

2016年公司实现营业收入13.09亿元, 同比增长13.98%; 实现归母净利润1.45亿元, 同比增长35.12%, 分产品来看, 手动仓储车辆销售收入为8.40亿元 (+7.76%), 毛利率为27.64% (+6.53pct); 电动步行式仓储车辆销售收入为2.24亿元 (+6.55%), 毛利率为28.89% (+5.37pct); 配件及其他销售收入为1.68亿元 (+62.8%), 毛利率为32.23% (-9.33pct), 三者合计占公司收入比重约94%。公司综合毛利率达到27.20%, 同比上升4.30个百分点, 毛利率的提升来源于人民币贬值带来的汇兑损益, 及公司强化管理带来的成本控制和品牌效应的建立。

2017Q1公司实现营业收入4.41亿元, 同比增长达到56%, 不考虑无锡中鼎并表, 我们估算公司仓储车辆业务收入同比增速约为26%, 营业收入同比增速呈进一步提高的趋势。目前, 受益于宏观经济的改善, 工业车辆行业将迎来向上拐点, 同时考虑我国内燃叉车与电动叉车约8:2的占比结构, 我国电动叉车保有量长期有很大成长空间。综合来看, “周期向上+高成长性”有望促使国内电动叉车快速增长, 带动公司电动叉车销售量与营业收入的再次提速。

➤ 受原材料价格上涨致短期毛利率下降, 未来盈利质量将改善

公司2017年Q1归母净利润为3404万, 略低于预期, 主要原因为公司产品毛利率较低。上游钢材、钢铸件等原材料价格上涨持续影响了公司的毛利率, 公司2016Q4与2017Q1的毛利率分别为24.4%和24.5%, 相比于2016H1明显下降。从2017年3月起, 钢材整体价格下降, 公司新采购原材料成本有望降低, 同时公司库存的高成本原材料于2016年末至2017年一季度逐步消化, 预计从2017年二季度起公司的产品成本端将下降, 提升盈利质量。在目前行业扩张周期中, 公司战略为维持低售价以抢占市场份额, 长期来看, 公司高端品牌有望重新议价、提价, 进一步提升盈利能力。

➤ 并购无锡中鼎90%股权, 智能物流领域前景广阔

无锡中鼎为国内领先智能物流系统集成商, 无锡中鼎承诺2016-2018年业绩为3200万元、5000万元和6800万元。公司收购中鼎是顺应传统的物流仓储搬运被智能化的仓储物流逐步革新替代的大趋势。无锡中鼎主要下游包括冷链、医药、锂电新能源等领域, 由于集成所用的设备能自产自制, 所以其集成服务的质量与性价比优势明显, 综合实力在行业内居前二。无锡中鼎订单情况与盈利能力良好, 我们预计锂电设备自动化仓储和生产线的订单是无锡中鼎主要的收入增长来源, 我们判断无锡中鼎2017-2018年将超过业绩承诺, 大大增厚母公司业绩。

公司原来主要为设备制造商, 现在除了手动搬运车辆以外, 逐步拓宽了产品的维度, 包括叉车、AGV机器人、高空作业平台等, 产品均围绕着智能仓储物流系统布局。无锡中鼎为公司打通产业链环节的最重要一步, 收购完成后公司能够将自身的仓储设备应用到自动化物流系统的搭建中, 同时公司仓储设备的生产配套能力对无锡中鼎也将形成很好的支撑, 我们看好公司与无锡中鼎形成良好的业务协同, 持续受益于智能物流领域的快速增长期。

盈利预测与投资评级:

考虑无锡中鼎并表, 我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 22.2 亿元、27.8 亿元和 34.5 亿元, 净利润分别为 2.46 亿元、3.27 亿元和 4.03 亿元, EPS 分别为 1.30 元、1.72 元和 2.17 元, 对应 PE 分别为 23.2X、17.4X 和 13.9X, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级, 2017 年合理估值 30 倍, 目标价 39 元, 具备约 30% 上涨空间。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,149.09	1,309.76	2,221.91	2,780.74	3,452.72
增长率(%)	-4.71%	13.98%	69.64%	25.15%	24.17%
净利润(百万元)	109.26	145.19	246.16	327.21	402.47
增长率(%)	31.26%	32.89%	69.55%	32.92%	23.00%
净资产收益率(%)	12.40%	11.19%	16.30%	18.80%	20.27%
每股收益(元)	0.68	0.91	1.30	1.72	2.17
PE	44.25	33.07	23.19	17.45	13.89
PB	5.57	4.06	3.78	3.28	2.82

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

风险提示:

汇率波动影响, 上游原材料价格上涨, 无锡中鼎业绩不达预期, 仓储车辆销售增长低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	954	1562	1664	1991	2388	营业收入	1149	1310	2222	2781	3453
货币资金	429	597	1017	1295	1603	营业成本	882	950	1628	2027	2521
应收账款	144	298	213	229	284	营业税金及附加	5	9	9	11	14
其他应收款	11	27	45	57	71	营业费用	57	71	89	111	138
预付款项	12	48	48	48	48	管理费用	97	128	211	256	318
存货	145	382	201	222	242	财务费用	-15	-21	-16	-23	-29
其他流动资产	205	141	141	141	141	资产减值损失	5.44	4.89	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	362	917	493	464	434	公允价值变动收益	4.71	-3.94	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	45	48	45	45	45	投资净收益	4.65	5.27	0.00	0.00	0.00
固定资产	224.50	261.77	236.91	198.84	189.87	营业利润	128	169	301	399	491
无形资产	66	91	85	79	73	营业外收入	9.29	10.09	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.61	1.46	1.00	0.00	0.00
资产总计	1316	2479	2157	2455	2822	利润总额	134	178	300	399	491
流动负债合计	376	1127	648	715	799	所得税	25	32	54	72	88
短期借款	19	25	0	0	0	净利润	109	145	246	327	402
应付账款	254	359	312	389	484	少数股东损益	2	0	5	7	0
预收款项	13	296	296	296	296	归属母公司净利润	107	145	241	320	402
一年内到期的非流	10	50	0	0	0	EBITDA	203	266	316	405	492
非流动负债合计	67	32	0	0	0	BPS（元）	0.68	0.91	1.30	1.72	2.17
长期借款	50	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	444	1159	648	715	799	成长能力					
少数股东权益	8	25	30	37	37	营业收入增长	-4.71%	13.98%	69.64%	25.15%	24.17%
实收资本(或股本)	160	175	186	186	186	营业利润增长	36.07%	32.30%	78.35%	32.48%	23.00%
资本公积	237	546	546	546	546	归属于母公司净利润	66.50%	32.86%	66.50%	32.86%	25.61%
未分配利润	436	528	612	724	865	获利能力					
归属母公司股东权	864	1295	1480	1704	1986	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	1316	2479	2157	2455	2822	净利率(%)	9.51%	11.09%	11.08%	11.77%	11.66%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	8.15%	5.84%	11.18%	13.05%	14.26%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	12.40%	11.19%	16.30%	18.80%	20.27%
经营活动现金流	146	145	177	351	400	偿债能力					
净利润	109	145	246	327	402	资产负债率(%)	34%	47%	30%	29%	28%
折旧摊销	90.15	118.11	0.00	29.12	30.02	流动比率	2.53	1.39	2.57	2.79	2.99
财务费用	-15	-21	-16	-23	-29	速动比率	2.15	1.05	2.26	2.48	2.68
应收账款减少	0	0	85	-15	-55	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.03	0.69	0.96	1.21	1.31
投资活动现金流	-220	67	394	0	0	应收账款周转率	10	6	9	13	13
公允价值变动收益	5	-4	0	0	0	应付账款周转率	4.73	4.27	6.62	7.94	7.92
长期股权投资减少	0	0	3	0	0	每股指标（元）					
投资收益	5	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.68	0.91	1.30	1.72	2.17
筹资活动现金流	216	-47	-125	-73	-92	每股净现金流(最新	0.88	0.94	2.41	1.50	1.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.40	7.40	7.96	9.17	10.69
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	100	15	11	0	0	P/E	44.25	33.07	23.19	17.45	13.89
资本公积增加	221	309	0	0	0	P/B	5.57	4.06	3.78	3.28	2.82
现金净增加额	142	165	447	278	308	EV/EBITDA	22.02	17.79	14.46	10.62	8.11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。