



**买入**

**31% ↑**

目标价格:人民币 40.00

603611.CH

价格:人民币 30.55

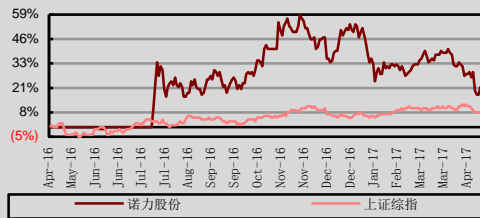
目标价格基础:30倍17年市盈率

板块评级:未有评级

# 诺力股份

## 工业车辆周期复苏+仓储物流成长叠加，步入高成长但被市场低估

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(20.1)	(14.7)	(5.8)	20.2
相对上证指数	(19.9)	(10.4)	(5.4)	14.4

发行股数(百万)	186
流通股(%)	50
流通股市值(人民币 百万)	2,842
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
丁毅	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2017年4月24日收市价为标准

### 相关研究报告

《诺力股份2016年报及17年一季报点评: 短期深度调整提供低估值, 中鼎物流订单正大幅增长》2017.4.20

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉\*

(8621)2032 8569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

\*陈祥为本报告重要贡献者

公司在充分竞争的工业车辆生产领域不断变革和突破, 努力实现“有物流, 就有诺力”的发展愿景。公司兼顾主业与外延, 国内和国外市场并举, 设备和集成协同发展, 充分受益于制造业周期和物流业成长的双重利好。公司一直在变化市场中寻求机会: 1) 仓储车辆应物流业快速发展之变化; 2) 电动车辆应“内燃”到“电动”的结构调整之变化; 3) “车”+“库”应智能物流之变化; 4) 外延产品应市场需求、政策导向之变化。我们预计2017年净利润2.3亿元, 目前市盈率估值25倍, 首次给予买入评级, 目标价40.00元。

### 支撑评级的要点

- “设备”+“集成”协同发展, 打造国内物流集成服务供应商龙头: 公司收购了无锡中鼎90%股权, 进入了智能物流系统建设领域, 公司将进一步推进诺力本部与无锡中鼎的协同效应, 有望打造国内首家系统集成供应商龙头。
- 叠加“周期”+“成长”, 制造业的恢复增长和物流业的高速成长共同促进公司的业绩增长: 公司的传统主业为轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研制, 受益于制造业景气度提高的同时, 也会受到国内物流业的快速成长的刺激。今年1季度公司工业车辆销售收入同比增长30%以上, 无锡中鼎在手订单充裕。
- 研发新产品瞄准巨大规模市场: 公司以工业车辆为传统主业, 不断开拓AGV、高空作业平台、立体车库等外延产品, 加强研发、开拓市场。我们认为公司新产品涉足的三大市场空间大、政策催化显著、相对蓝海的竞争格局, 均有望成为公司未来业绩增长的动力源泉。

### 评级面临的主要风险

- 物流业发展速度不及预期, 公司市场开拓进程缓慢。

### 估值

- 我们预计公司2017-19年每股收益分别为1.33、1.73、2.20元, 对应市盈率分别为22.81、17.54、13.79倍, 首次覆盖给予买入评级, 目标价40.00元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,149	1,310	2,229	2,819	3,460
变动(%)	(5)	14	70	26	23
净利润(人民币 百万)	111	146	232	303	388
全面摊薄每股收益(人民币)	0.670	0.828	1.327	1.730	2.203
变动(%)	(51.2)	23.6	60.2	30.3	27.3
全面摊薄市盈率(倍)	45.6	36.9	23.0	17.7	13.9
价格/每股现金流量(倍)	33.4	36.9	(23.0)	12.9	11.3
每股现金流量(人民币)	0.92	0.83	(1.33)	2.37	2.70
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.2	28.9	18.3	12.9	9.3
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 目录

立足仓储物流，业绩稳定增长.....	5
不断成长的诺力 .....	5
实际控制人持股超过 40%.....	5
以工业车辆为基础，向智能仓储物流延伸 .....	6
公司愿景目标明确.....	6
公司传统业务工业车辆的毛利率连续多年提升.....	7
周期型的制造业+成长型的物流业共同促进工业车辆行业的发展	8
中国工业车辆市场第一，内燃车辆份额占比第一 .....	8
工业车辆的发展伴随国家制造业崛起 .....	9
工业车辆产业受益于制造业的景气度提升.....	9
优化产品结构，由内燃转向电动是发展必然趋势 .....	10
集成化、智能化物流综合解决方案也是发展趋势 .....	11
公司三大利好齐发力，助力诺力业绩高速增长.....	13
周期+成长，叠加效应助力公司主要业务的快速增长 .....	13
“设备+集成”协同发展，拥抱“智能物流” .....	14
研发新产品瞄准巨大规模市场.....	15
公司仍将持续受益于人民币贬值带来的汇兑利差 .....	17
投资建议及盈利预测 .....	19
风险提示.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司.....	23

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 诺力股份公司正在快速发展 .....	5
图表 2. 公司控股结构完善稳定.....	5
图表 3. 人力、燃油、和电动车辆的优缺点互补.....	6
图表 4. 三大产品生态：工业车辆+外延产品+物流集成.....	6
图表 5. 上市以来营业收入持续保持高位.....	7
图表 6. 上市以来净利润成稳定增长态势.....	7
图表 7. 工业车辆毛利率和净利率逐年攀升 .....	7
图表 8. 中国机动工业车辆销量自 2009 年以来保持全球最大市场...8	
图表 9. 中国内燃车辆在工业车辆中占比世界第一 .....	8
图表 10. 国内工业车辆的主要生产厂商 .....	9
图表 11. 全球工业车辆前五强均来自制造业传统大国 .....	9
图表 12. 中国制造商 PMI 指数增长显示制造业景气度的提升 .....	9
图表 13. 中国电动车辆的比重较低.....	10
图表 14. 2017 年一季度，电动工业车辆增幅快于行业平均水平.....	10
图表 15. 公司研发和生产的系列电动车辆，提前布局抢占先机.....	11
图表 16. 智能物流是智能制造的关键环节.....	11
图表 17. 全球掀起车辆制造商对系统集成商的收购浪潮.....	12
图表 18. 全社会物流产业总额稳步提高 .....	13
图表 19. 中国仓储业固定资产投资持续增多 .....	13
图表 20. 电动仓储车辆在公司销售收入中占到 20%.....	13
图表 21. 无锡中鼎的主要业务和产品 .....	14
图表 22. 物流集成系统应用领域广泛 .....	14
图表 23. 2016 年前 8 个月完成全年承诺业绩.....	15
图表 24. 无锡中鼎的主要业务和产品 .....	16
图表 25. 自行剪叉式和曲臂式高空作业平台抢占未来市场份额.....	16
图表 26. 中国汽车保有量突破 2 亿部，停车难问题日益凸显 .....	17
图表 27. 近年来，财务费用受人民币贬值影响而不断下降 .....	18
图表 28. 人民币贬值压力持续存在，贬值趋势仍将持续.....	18
图表 29. 公司主营业务收入预测 .....	19
图表 30. 可比公司平均 PE=30 倍.....	20

损益表(人民币 百万).....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
主要比率 (%).....	22

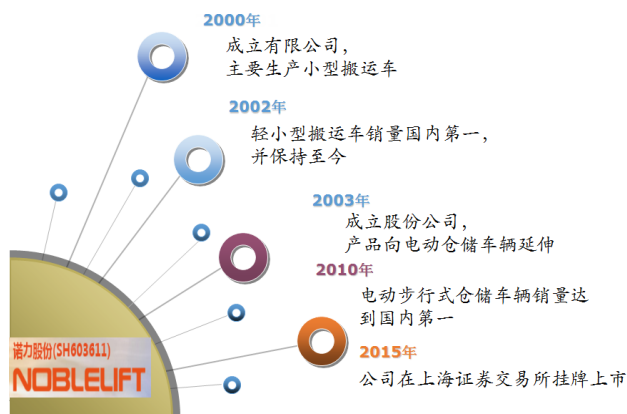
## 立足仓储物流，业绩稳定增长

### 不断成长的诺力

诺力股份成立于2000年，主要专注于轻小型搬运车辆及电动仓储车辆的研发、生产和销售，精心和专注为公司赢得较好的口碑，公司境外贴牌销售（ODM或OEM模式）销量占比公司总销量的70%左右，其产品技术和质量得到全球同行的高度认可。

2002年以来，公司的轻小型搬运车辆销售量始终处于国内同行业第一。2010年至2012年，公司电动步行式仓储车辆销量也达到国内同行业第一位。目前，公司完成收购无锡中鼎，致力于打造“一站式”仓储设备的龙头企业，看好未来快速增长。

图表 1. 诺力股份公司正在快速发展

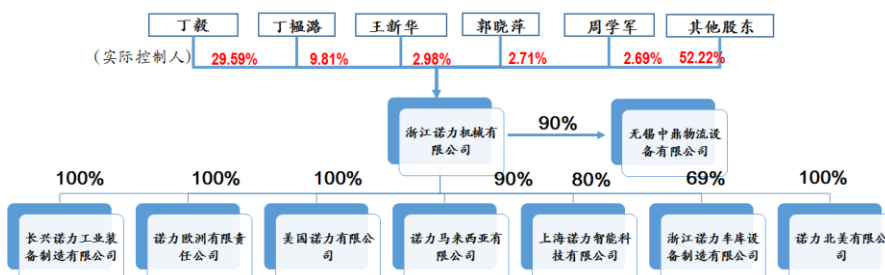


资料来源：公司官网，中银证券

### 实际控制人持股超过 40%

公司实际控制人为丁毅，股东丁榭潞和丁毅为父子关系；主要股东王新华、谭火林、李洪斌、周学军、郭晓萍和唐文奇均为公司的核心发起人。公司下设（或并购）8家子公司，其中无锡中鼎是2016年被母公司收购而得，收购金额5.4亿元，占比90%股份。董事长丁毅先生出资7,700万元参与定向增发，彰显公司管理层对公司发展前景的坚定信心。

图表 2. 公司控股结构完善稳定



资料来源：公司2016年年报，中银证券



### 以工业车辆为基础，向智能仓储物流延伸

公司本部诺力机械股份有限公司主要负责工业车辆的研发、生产和销售，工业车辆包括：机动工业车辆、轻小型搬运车辆、牵引车、和固定平台搬运车，公司产品丰富，涵盖不同种类、不同型号的共计 200 多种产品。

工业车辆按照动力源可以分为：人力、燃油、和蓄电池。工业车辆可以有效节约人力成本，提高劳动效率；其市场应用领域非常广泛，其下游用户覆盖制造业、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。

图表 3. 人力、燃油、和电动车辆的优缺点互补

项目	优点	缺点
人力车辆	节能环保、价格低廉、体积小、易维护	载重小、效率低
内燃车辆	载重大、功率大、燃料补充方便、可连续作业	尾气污染、噪音大、维护成本高
电动车辆	环保、噪声小、维护成本低	功率小、不能连续作业

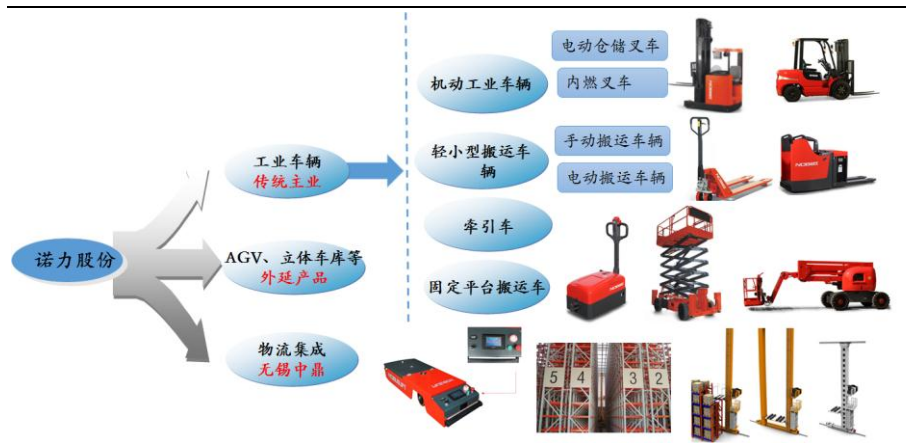
资料来源：中银证券

子公司诺力智能主要从事 AGV、物流搬运机器人、平库及多层库堆垛产品的研发和生产，很好的和无锡中鼎产生协同作用，致力于物流自动化整体解决方案的研发、生产和服务。

子公司浙江诺力车库设备主要从事机械式停车设备的生产、销售和维护工作，2016 年实现收入 2,169 万，同比增长 63%。

无锡中鼎的巷道堆垛机技术水平国内领先。其研制并投入使用的超高、超重、超大的巷道堆垛机设备体现公司核心竞争力，市场占有率名列前茅。服务遍及食品、冷链、医药、新能源、锂电、汽车、机械、造纸、化工、服装等多个行业领域，完成的各类工程案例超过 500 个。

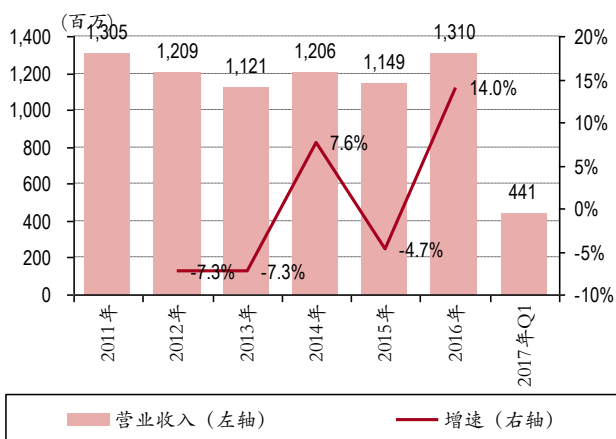
图表 4. 三大产品生态：工业车辆+外延产品+物流集成



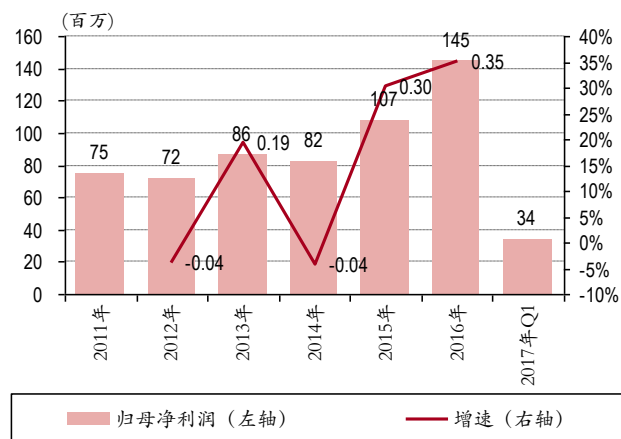
资料来源：公司主页，中银证券

### 公司愿景目标明确

公司的愿景是“只要有物料搬运，就有诺力”，在不断追求品质、优化质量的同时，打造诺力品牌，提供一站式物料搬运的系统服务。

**图表 5. 上市以来营业收入持续保持高位**


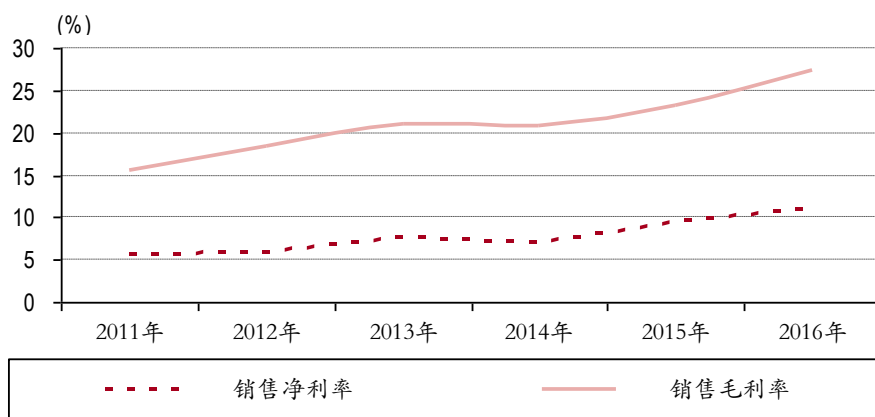
资料来源：万得资讯，中银证券

**图表 6. 上市以来净利润成稳定增长态势**


资料来源：万得资讯，中银证券

### 公司传统业务工业车辆的毛利率连续多年提升

公司 2016 年工业车辆的毛利率和净利率分别为 26.5% 和 11.7%，自 2011 年上市以来呈逐年攀升趋势，主要因为原材料价格持续下降以及公司运营管理效率的持续提升。

**图表 7. 工业车辆毛利率和净利率逐年攀升**


资料来源：公司公告，中银证券

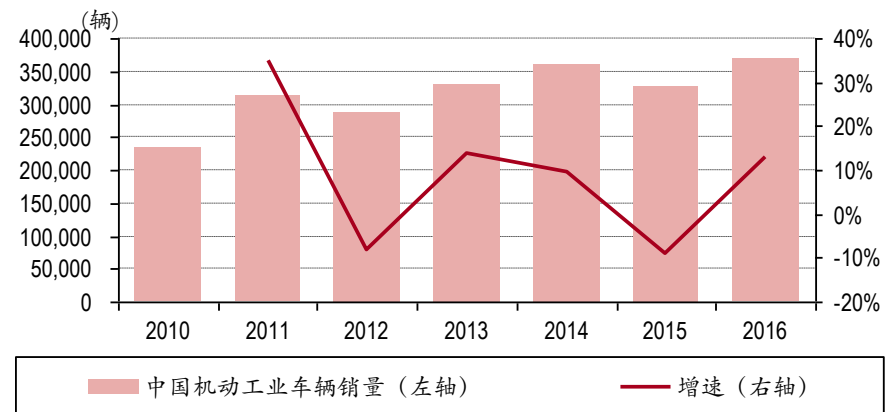
## 周期型的制造业+成长型的物流业共同促进工业车辆行业的发展

### 中国工业车辆市场第一，内燃车辆份额占比第一

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%，中国则首次超过美国成为世界第一大工业车辆销售市场。

中国机动工业车辆销量（含出口）由 1999 年的 1.27 万台增至 2016 年的 37.01 万台，为世界第一大市场国家。同时中国内燃机车占全球保有量的 37.84%（2015 年），成为内燃机车份额占比最大的国家。

图表 8. 中国机动工业车辆销量自 2009 年以来保持全球最大市场



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 9. 中国内燃车辆在工业车辆中占比世界第一

项目	2015 年度		
	全球市场 (辆)	中国市场 (辆)	中国占全球的比重 (%)
内燃叉车	430,231	162,802	37.84
电动叉车	633,993	74,174	11.70
合计	1,064,224	236,976	22.27

资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，中银证券

国内工业车辆市场分散，但龙头产品竞争差异化。我国工业车辆生产企业数量较多，超过 100 家，均以中小型企业为主，然而 80% 的市场份额集中在前 10% 的主要厂家。以叉车为例，国内叉车企业可分为四大类型：1) 安徽合力、杭叉等传统叉车企业，产量占据国内半壁江山（16 年约 40%）；2) 厦工、柳工等企业依托集团公司的庞大优势而发力；3) 三菱、科朗等为外资品牌，凭借技术优势主攻国内高端市场；4) 诺力股份等厂商，立足优势产品（轻小型搬运车等）不断外延拓展，稳扎稳打、步步为营。



**图表 10. 国内工业车辆的主要生产厂商**

序号	公司名称	主要产品
1	安叉集团	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
2	杭叉股份	内燃叉车、电动乘驾式叉车等
3	诺力股份	轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等
4	宁波如意	轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆等
5	中联重科	电动仓储叉车
6	厦工股份	内燃平衡重式、电动平衡重式和侧面叉车

资料来源：公司招股书，中银证券

### 工业车辆的发展伴随国家制造业崛起

工业车辆的发展与国家制造业发展息息相关：一方面可以支持国家制造业的发展，另一方面会受益于国家制造业的发展。全球范围内，工业车辆的主要生产国都是传统的制造业强国，如日本、德国和美国。

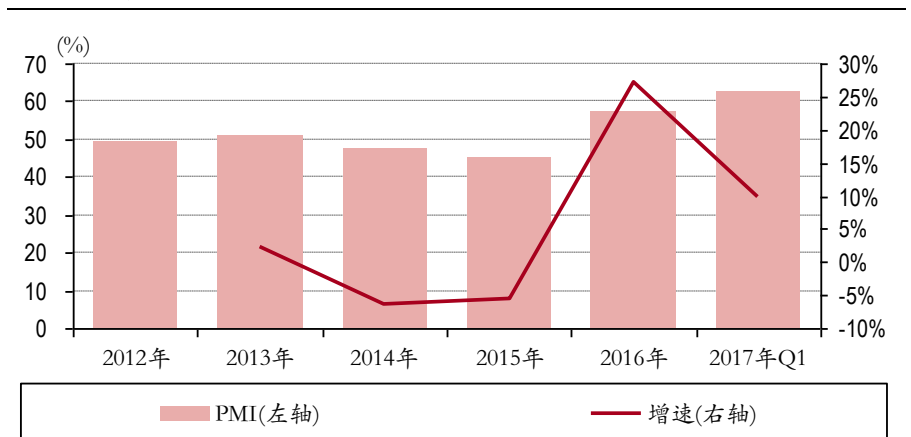
**图表 11. 全球工业车辆前五强均来自制造业传统大国**

排名	公司名称	主要品牌
1	日本丰田	TOYOTA、RAYMOND、BT、CESAB、LIFT-RITE、PRIMEMOVER
2	德国凯傲	Linde、STILL、OM、Baoli
3	德国永恒力	JUNGHEINRICH
4	美国纳科	HYSTER、YALE、SHINKO、SUMITOMO
5	美国科朗	CROWN、HAMECH

资料来源：《2015 年国内外工业市场概况》，中银证券

### 工业车辆产业受益于制造业的景气度提升

近年来，中国制造商 PMI（采购经理指数）稳步提高，体现了中国制造业景气度的提高，2017 年有望延续提高的趋势，工业车辆产业必将受益于此。

**图表 12. 中国制造商 PMI 指数增长显示制造业景气度的提升**


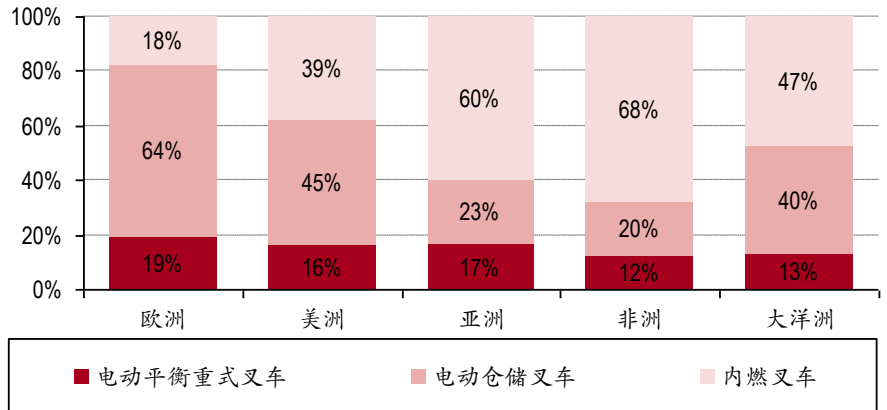
资料来源：万得资讯，中银证券

我国 2016 年机动工业车辆销售量达到 370,067 台，较 2015 年 327,626 台增长 12.95%；2017 年 1 季度机动工业车辆销售量 118,979 台，同比增长 34.85%。

### 优化产品结构，由内燃转向电动是发展必然趋势

从全球工业车辆的销售结构来看，电动车辆的销售占比约为55%左右，尤其是欧洲地区电动车辆的销售比重更是高达80%以上，而亚洲（除日本外）、非洲地区仍以内燃车辆的销售为主。

图表 13. 中国电动车辆的比重较低



资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，中银证券

2017年1季度，机动工业车辆销量同比增长35%，其中增长最快的是电动步行式仓储叉车，同比增长56%，而电动工业车辆合计销量同比增长44%，快于行业总体增幅。

图表 14. 2017年一季度，电动工业车辆增幅快于行业平均水平

代号	销量名称	全行业		增减(%)
		2017年1-3月累计	2017年1-3月累计	
I	电动平衡重乘驾式叉车	10,798	8,640	24.98
II	电动乘驾式仓储车辆	2,086	1,889	10.43
III	电动步行式仓储车辆	29,933	19,167	56.17
IV+V	内燃平衡重式叉车	76,162	58,533	30.12
	平衡重式叉车合计 (I+IV+V)	86,960	67,173	29.46
	仓储车辆合计 (II+III)	32,019	21,056	52.07
	工业车辆合计 (I+II+III+IV+V)	118,979	88,229	34.85

资料来源：中国工程机械工业协会工业车辆分会，中银证券

优化产品结构，由内燃到电动式发展趋势的必然性体现在如下几点：

- 环保要求高：**全球能源危机的不断加大，石油资源的日趋枯竭以及大气污染、全球气温上升的危害加剧，环保意识与日俱增。
- 应用端需求：**柴油内燃叉车排放不达标一直是行业诟病，尤其是环保型企业，封闭式厂房更需要低排放、低噪音的电动车辆。
- 后期维护性：**电动叉车维护简单，维护周期长；而内燃叉车维护复杂，周期短、费用高。
- 经济性要求：**电动叉车充电成本低廉，动力成本比内燃叉车节省70%左右。

5. **技术进步**: 铅酸电池技术的进步使得电池容量和功率增大, 逐步解决电动车辆的电池耐久性差和输出功率小的瓶颈问题。

近年来, 公司一直专注于电动仓储车辆的研发、生产、销售, 紧跟时代步伐, 有望在未来中国电动车辆份额提高的进程中占得先机。

**图表 15. 公司研发和生产的系列电动车辆, 提前布局抢占先机**



资料来源: 公司年报, 中银证券

**集成化、智能化物流综合解决方案也是发展趋势**

未来制造业的发展主题是“智能制造”, 《中国制造 2025》、德国工业 4.0、美国制造业复苏计划等一系列大国规划都体现了全球对于制造业的重视程度之高达空前水平。

“智能物流”是智能制造的重要发展方向, 国内的物流业的高速发展, 推动了智能物流的前进步伐。

**图表 16. 智能物流是智能制造的关键环节**



资料来源: 网络, 中银证券

智能仓储是智能物流的重要环节之一, 大力发展智能仓储势在必行。与以往工业车辆新产品不同, 无人驾驶车辆和仓储 AGV 的推出, 对使用环境和搬运系统整体解决方案的要求相对较高, 该行业转型升级的内在需求, 逐渐从制造商向系统集成商迈进, 这样也就出现了多起国内、外车辆制造商对系统集成商的收购案例。

**图表 17. 全球掀起车辆制造商对系统集成商的收购浪潮**

时间	公司	事件
2015 年 5 月	凯傲集团	凯傲收购 Egemin 公司旗下自动化部门德马泰克, 后者是物流自动化解决方案之中属于领先的物流供应商之一
2015 年四季度	永恒力	收购 MIAS 集团, MIAS 集团是一家仓储及运输技术设备制造商, 托盘装卸搬运技术细分市场的企业
2016 年 4 月	海斯特-耶鲁	收购澳大利亚 Speedshield 科技有限公司, 后者是专为物料搬运设备及其他车辆应用提供先进的全面的远程信息处理技术领域中的领导者
2017 年 2 月	丰田自动织机株式会社	收购 Bastian Solutions 系统公司, 后者是一家拥有全球客户和办事处的物料搬运系统集成公司
2016 年 8 月	诺力股份	收购无锡中鼎物流设备有限公司, 旨在与目前的物流仓储解决方案产品形成协同效应, 以推动该业务板块的发展

资料来源: 中国工程机械工业协会工业车辆分会, 中银证券

### 诺力有望率先受益智能物流的高速发展

2016 年公司并购了无锡中鼎, 藉此进入了智能物流系统领域, 公司将进一步推进产业结构升级, 在“高效节能仓储车辆”+“智能仓储物流设备”双核发展的产品战略基础上, 通过技术创新和资本运作, 力争成为国内综合实力强劲的智能仓储物流整体解决方案供应商, 为客户提供自动化仓储、输送、分拣等系统工程一站式总包服务。

## 公司三大利好齐发力，助力诺力业绩高速增长

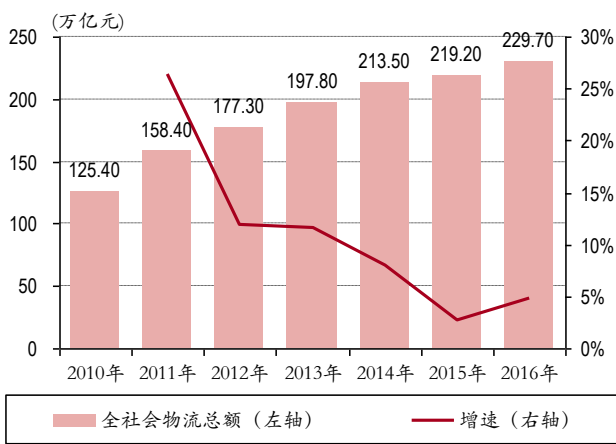
周期+成长，叠加效应助力公司主要业务的快速增长

工业车辆制造业属于周期性行业，公司受益于制造业景气度周期回暖的同时，其成长性不容忽视。

智能仓储的主要设备：仓储叉车、AGV 等智能化搬运、码垛设备的需求增长与两大因素有关：1) 全社会物流总额增速；2) 物流业固定资产投资增速。

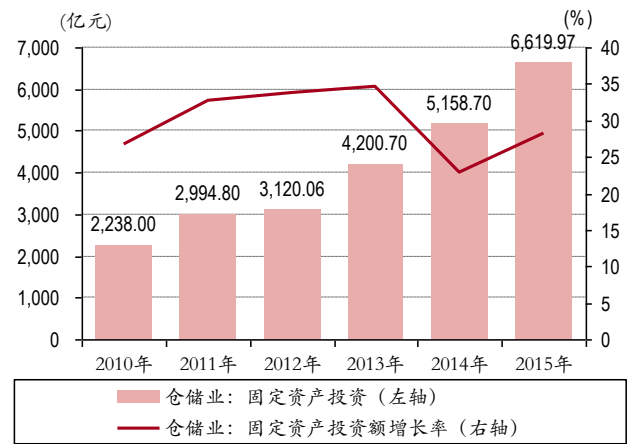
随着我国物流产业总额和仓储业固定资产投资规模持续增多，其传导到物流设备有一定的滞后性，我们认为 17 年对于物流仓储设备的需求会持续增加，且空间很大。

图表 18. 全社会物流产业总额稳步提高



资料来源：万得资讯，中银证券

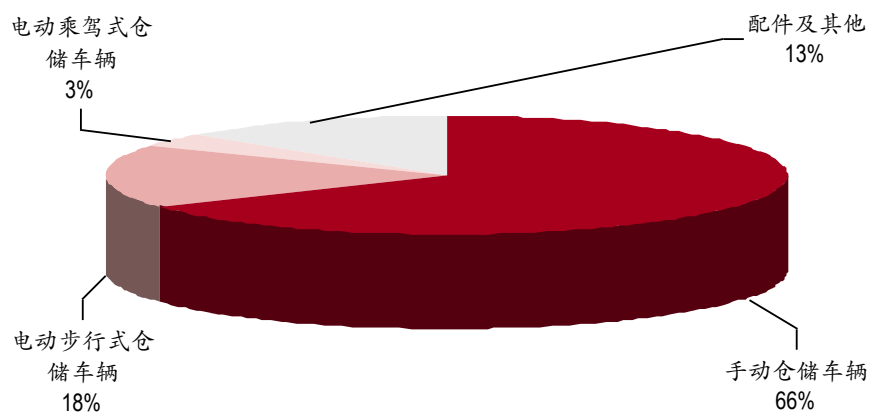
图表 19. 中国仓储业固定资产投资持续增多



资料来源：万得资讯，中银证券

公司为国内仓储设备的龙头企业，近年来主推仓储设备，研发新产品多集中于电动仓储车辆。公司 2016 年主要产品包括：手动仓储车辆、电动步行式仓储车辆、电动乘驾式仓储车辆、配件及其他，其中电动仓储设备占比不断提高。

图表 20. 电动仓储车辆在公司销售收入中占到 20%



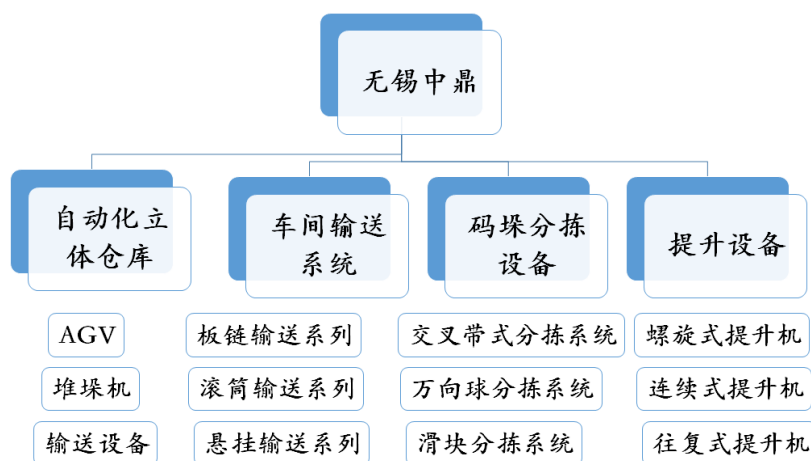
资料来源：公司公告，中银证券

### “设备+集成”协同发展，拥抱“智能物流”

“智能物流”对使用环境和搬运系统整体解决方案的要求相对较高，工业车辆行业由于转型升级的需求，逐渐从制造商向系统集成商迈进，已经得到国际大型龙头企业的高度认可，在并购浪潮中，诺力股份率先启动，有望打造国内首家系统集成供应商龙头，增厚产品和服务的附加值同时，切实提高公司整体竞争力。

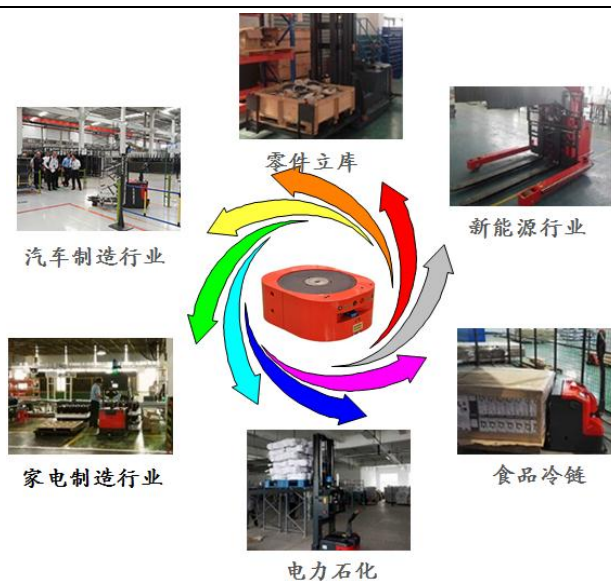
2016 年公司并购了无锡中鼎，藉此进入了智能物流系统建设领域，公司将进一步推进产业结构升级，将传统的“车”与“库”相结合，大力研发“高效节能仓储车辆”+“智能仓储物流设备”双核发展的产品，通过技术创新和资本运作，力争成为国内综合实力强劲的智能仓储物流整体方案供应商，为客户提供自动化仓储、输送、分拣等系统工程一站式总包服务。

图表 21. 无锡中鼎的主要业务和产品



资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 物流集成系统应用领域广泛



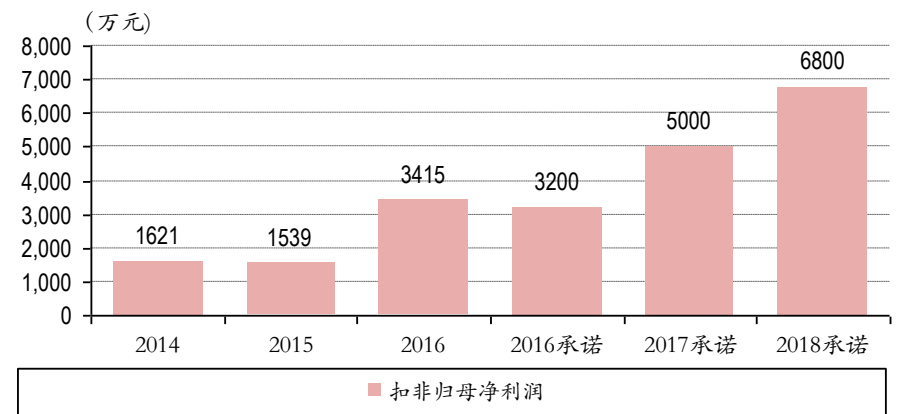
资料来源：公司公告，中银证券



超承诺业绩表现彰显子公司发展强劲势头。无锡中鼎是国家级高新技术企业、国家级软件企业认定单位、国家火炬计划示范单位、中国物流装备十大优秀产品。2016年全年实现扣非归母净利润3415.4万元，前8个月就已完成承诺业绩；根据业绩承诺，无锡中鼎2016年、2017年、2018年净利润（归母净利润与扣非净利润孰低）分别不低于3,200万元、5,000万元、6,800万元。

2017年在手订单充足，预收账款从（2015年底为1.9亿元）2016年末的2.96亿元增至1季度末的4.02亿元，增幅36%，主要反映中鼎物流订单正在大幅增长。考虑工程实施平均周期250~300天，我们认为2017年业绩有望迎来大幅增长。

图表 23. 2016年前8个月完成全年承诺业绩



资料来源：公司公告，中银证券

### 研发新产品瞄准巨大规模市场

外延产品 AGV、高空作业平台、立体车库的市场空间巨大，均有望成为未来业绩增长的动力源泉。

#### AGV，工业智能机器人的缩影，突破智能装备的技术瓶颈迎来高增长

公司注重研发投入，在智能装备领域研发的深度可以决定未来收益的高度。AGV产品作为工业智能机器人的缩影，社会认可度极高，原因包括：1) 人口红利逐步消失的今天，降低劳动成本，提高生产效率得到全社会的广泛共识；2) AGV产品应用广泛，很好地充当生产线中的润滑剂，能在不同应用场合下发挥作用；3) AGV产品结构相对简单，其智能装备技术有望率先突破，而成为最普及的国产机器人。

公司在AGV轮式移动机器人领域积极布局，不断增厚研发实力。

- 2012年成立了浙江省智能仓储物流设备研究院；
- 2015年与上海交通大学共同组建了智能仓储系统联合研发中心，重点开展移动机器人研究；
- 2015年合资成立诺力智能科技有限公司，控股60%，从事物流AGV和仓储设备等研发工作。
- 2016年收购无锡中鼎，子公司也掌握部分AGV研发技术，很好的产生协同作用。

公司提前布局 AGV 市场，目前已经研发出多个 AGV 产品，有望实现量产，在广阔市场中占得一席之地。根据高工产研机器人研究所（GGII）数据，2014 年国内 AGV 新增 3,150 台，同比增长 29.15%；2015 年新增 4,300 台，增幅在 36% 左右；预计到 2018 年将达到 14,500 台，市场规模将超过 15 亿元。

图表 24. 无锡中鼎的主要业务和产品



资料来源：公司主页，中银证券

**高空作业平台市场空间大、受政策催化效果显著。**

高空作业平台是公司外延的主要产品之一，公司 2016 年已推出自行剪叉式和曲臂式高空作业平台，有望在未来不断扩张的庞大市场中抢占更多市场份额。我们认为国内高空作业平台市场巨大且正迎来增长的关键期。

图表 25. 自行剪叉式和曲臂式高空作业平台抢占未来市场份额



资料来源：公司主页，中银证券

- 无论从 GDP、人口、建筑业体量等角度，国内高空作业平台市场普及率远低于发达国家：国内高空作业平台存量在 3 万台左右，而美国、欧盟等国家的存量水平在 53 万台、24 万台左右，与欧美国家相比，我国高空作业平台普及率还有较大的增长空间。
- 新安全法出台，随着全社会对施工安全意识增强，国家法律的完善（新安全法出台），国内对高空作业平台的需求会大量释放。
- 租赁公司与日俱增，现已超过 200 家租赁中介公司，体现高空作业平台的潜在市场巨大，同时，租赁公司可以很好的开拓市场，推动产品需求的进一步增长。

公司在高空作业平台领域吸收浙江鼎力的成功经验，有望复制其发展成就。同处于长三角核心区域，浙江鼎力自 2009 年开始将高空作业平台作为主要产品，经过 5 年发展，现已成长为国内高空作业平台最大生产商。浙江鼎力的成功转型为诺力股份提供了很好的借鉴价值。

高空作业平台产品毛利率水平处于高位(浙江鼎力的产品近年来均保持在40%以上)，也反映我国高空作业平台市场的优质成长性和相对蓝海的竞争格局，公司有望抢占蓝海市场，迎来丰硕业绩。

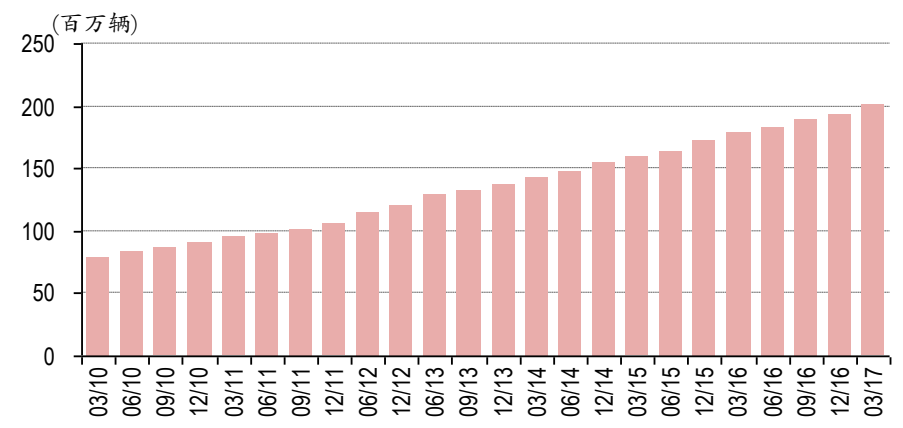
### 立体化车库获有望迎来高速增长

子公司浙江诺力车库设备主要从事机械式停车设备的生产、销售和维修工作，2016年实现收入2,169万，同比增长63%。

**立体化车库将是未来趋势，公司车库产品或将迎来增长。**“停车难”已得到全社会越来越高的关注，其关乎民生的基本问题。我国大城市病也主要体现在交通拥挤，不仅是行车道路压力大，地面停车的供需矛盾也日益突出，对于立体车库的呼声也是与日俱增。

2017年中国汽车保有量已经超过2亿部，但人均汽车保有量仍与世界发达国家差距甚远，现仍处于快速增长阶段。根据国际惯例，汽车保有量与停车位的比例应在1:1.2~1.4，我们以中间值1.3的比例计算，对于停车位的需求量为2.6亿个。假设传统地面停车位占比60%，则全国立体车位的需求则高达1亿个。

图表 26. 中国汽车保有量突破 2 亿部，停车难问题日益凸显



资料来源：万得资讯，中银证券

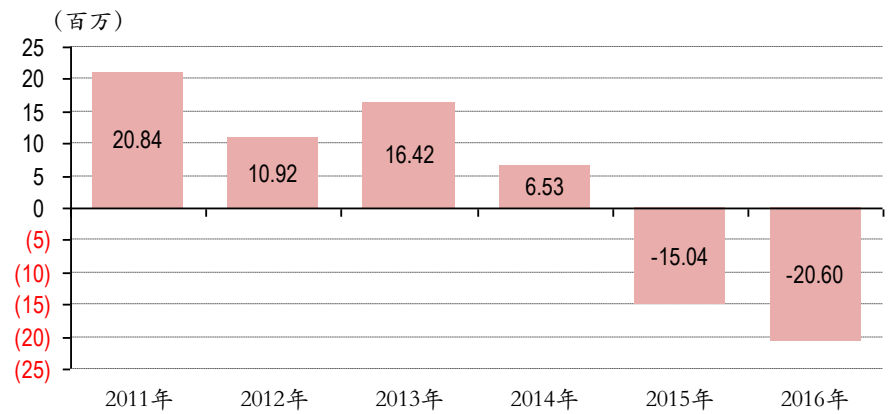
### 公司仍将持续受益于人民币贬值带来的汇兑利差

公司 2016 年海外市场业务收入占总收入 65%左右（15 年为 62%），海外销售占比高，短期内将充分受益于人民币的贬值带来的汇兑利差。

**公司业绩持续受益，主要体现在账面业绩和软实力提升。**账面业绩主要体现在财务费用逐年下降，近 2 年来均为负值，且受益趋势有望持续。对公司软实力提升的影响，具体表现为：

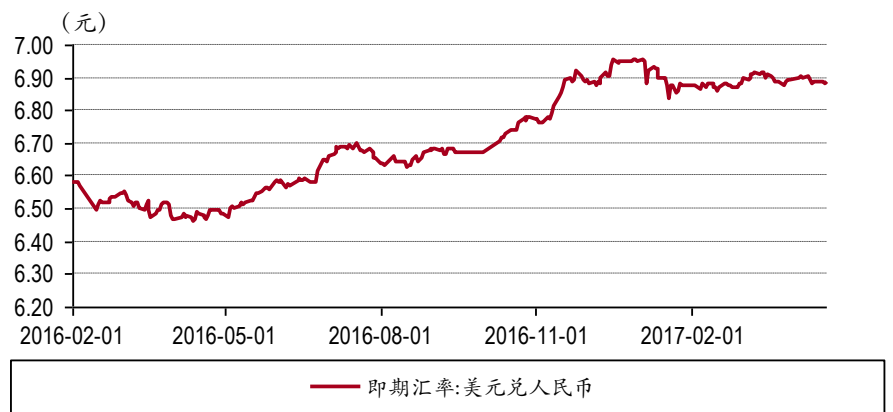
- 以人民币折算的销售收入增加，增加公司毛利率水平，增加盈利水平；
- 提高公司出口产品的价格竞争力，增加公司境外谈判砝码，一定程度可影响境外市占率的提高。

图表 27. 近年来，财务费用受人民币贬值影响而不断下降



资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 人民币贬值压力持续存在，贬值趋势仍将持续



资料来源：万得资讯，中银证券

## 投资建议及盈利预测

我们预计 2017 年公司净利润 2.3 亿元，其中诺力本部利润增长 20%-30% 至 1.8 亿元，无锡中鼎利润贡献约 5,000 万元。

图表 29. 公司主营业务收入预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>					
轻小型搬运车辆	780	840	1,008	1,109	1,220
电动步行式仓储车辆	210	224	336	436	567
配件及其它	103	168	219	284	370
电动乘驾式叉车	36	45	68	102	153
停车设备	13	22	28	37	48
其他业务	7	10	10	10	10
系统集成	154	280	560	840	1,092
合计	1,303	1,590	2,229	2,819	3,460
<b>收入增速假设(%)</b>					
轻小型搬运车辆	(11.3)	7.8	20.0	10.0	10.0
电动步行式仓储车辆	7.4	6.6	50.0	30.0	30.0
配件及其它	22.2	62.8	30.0	30.0	30.0
电动乘驾式叉车	31.1	26.5	50.0	50.0	50.0
停车设备		62.7	30.0	30.0	30.0
其他业务	(64.7)	54.0	0.0	0.0	0.0
系统集成	20.3	81.8	100	50	30.0
合计	(2.3)	22.0	70.2	26.4	22.7
<b>毛利率(%)</b>					
轻小型搬运车辆	21.1	27.6	23.0	23.0	23.0
电动步行式仓储车辆	22.5	27.9	24.0	24.0	24.0
配件及其它	41.6	32.2	32.2	32.2	32.2
电动乘驾式叉车	10.4	5.1	25.0	27.0	27.0
停车设备	22.1	9.9	15.0	20.0	20.0
其他业务	85.2	60.5	60.5	60.5	60.5
系统集成	32.1	34.0	35.0	35.0	35.0
合计	24.3	28.6	27.2	27.9	28.2

资料来源：万得资讯，中银证券

目前市值对应市盈率估值 25 倍，公司未来业绩高成长但目前被低估。我们给予 40.00 元目标价，首次覆盖给予买入评级

图表 30. 可比公司平均市盈率=30 倍

股票代码	公司简称	2017 年盈利预测 (亿元)	目前市值 (4 月 21 日) (亿元)	市盈率估值 (倍)
603611.CH	诺力股份	2.32	57	24.47
603298.CH	杭叉集团	5.03	156	31.04
600761.CH	安徽合力	5.09	84	16.59
603338.CH	浙江鼎力	2.38	86	36.11
300532.CH	今天国际	1.37	48	34.77
603066.CH	音飞储存	0.99	44	43.96
300450.CH	先导智能	4.91	185	37.68
300457.CH	赢合科技	2.32	78	33.73

资料来源：万得资讯，中银证券



## 风险提示

**智能物流的发展速度不及预期：**智能物流对设备和技术有很高的要求，可能会出现理念超前而设备滞后的现象。

**公司市场开拓进程缓慢：**公司若在开拓市场方面进行缓慢，可能会错失发展良机。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,149	1,310	2,229	2,819	3,460
销售成本	(887)	(959)	(1,634)	(2,047)	(2,504)
经营费用	(133)	(174)	(298)	(374)	(447)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>129</b>	<b>177</b>	<b>298</b>	<b>398</b>	<b>509</b>
折旧及摊销	(26)	(30)	(34)	(41)	(65)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>103</b>	<b>147</b>	<b>263</b>	<b>356</b>	<b>444</b>
净利息收入/(费用)	15	21	(2)	(12)	(2)
其他收益/(损失)	16	10	12	12	14
<b>税前利润</b>	<b>134</b>	<b>178</b>	<b>273</b>	<b>356</b>	<b>455</b>
所得税	(25)	(32)	(41)	(54)	(68)
少数股东权益	2	0	1	1	1
<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>146</b>	<b>232</b>	<b>303</b>	<b>388</b>
<b>核心净利润</b>	<b>113</b>	<b>147</b>	<b>233</b>	<b>304</b>	<b>389</b>
每股收益(人民币)	0.670	0.828	1.327	1.730	2.203
核心每股收益(人民币)	0.704	0.841	1.334	1.741	2.224
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(5)	14	70	26	23
息税前利润增长(%)	(7)	42	79	35	25
息税折旧前利润增长(%)	(6)	37	69	34	28
每股收益增长(%)	(51)	24	60	30	27
核心每股收益增长(%)	(51)	20	59	31	28

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	134	178	273	356	455
折旧与摊销	26	30	34	41	65
净利息费用	(15)	(21)	2	12	2
运营资本变动	(15)	25	(348)	150	182
税金	(23)	(32)	(40)	(53)	(69)
其他经营现金流	39	(35)	(153)	(93)	(164)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>146</b>	<b>145</b>	<b>(232)</b>	<b>414</b>	<b>472</b>
购买固定资产净值	2	25	73	85	83
投资减少/增加	9	(390)	5	5	5
其他投资现金流	(231)	432	(145)	(169)	(167)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(220)</b>	<b>67</b>	<b>(67)</b>	<b>(79)</b>	<b>(78)</b>
净增权益	(40)	0	0	0	0
净增债务	(48)	(4)	814	(27)	(71)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	304	(69)	(50)	(115)	(224)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>216</b>	<b>(47)</b>	<b>817</b>	<b>(40)</b>	<b>(73)</b>
现金变动	142	165	518	295	321
期初现金	274	429	597	1,115	1,409
公司自由现金流	(74)	212	(299)	334	394
权益自由现金流	(137)	187	517	320	325

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	636	740	1,257	1,552	1,873
应收帐款	161	393	566	766	894
库存	145	382	520	609	771
其他流动资产	12	48	17	73	48
<b>流动资产总计</b>	<b>954</b>	<b>1,562</b>	<b>2,360</b>	<b>3,001</b>	<b>3,585</b>
固定资产	246	374	408	444	456
无形资产	66	91	95	102	108
其他长期资产	47	57	57	57	57
<b>长期资产总计</b>	<b>359</b>	<b>521</b>	<b>560</b>	<b>603</b>	<b>621</b>
<b>总资产</b>	<b>1,316</b>	<b>2,479</b>	<b>3,313</b>	<b>3,996</b>	<b>4,600</b>
应付帐款	254	397	541	677	853
短期债务	19	25	481	473	472
其他流动负债	103	705	303	593	707
<b>流动负债总计</b>	<b>376</b>	<b>1,127</b>	<b>1,325</b>	<b>1,743</b>	<b>2,031</b>
长期借款	50	0	408	369	295
其他长期负债	17	32	22	24	26
股本	160	175	175	175	175
储备	711	1,125	1,357	1,660	2,045
<b>股东权益</b>	<b>871</b>	<b>1,300</b>	<b>1,532</b>	<b>1,835</b>	<b>2,220</b>
少数股东权益	8	25	25	26	27
<b>总负债及权益</b>	<b>1,316</b>	<b>2,479</b>	<b>3,313</b>	<b>3,996</b>	<b>4,600</b>
每股帐面价值(人民币)	5.44	7.43	8.76	10.49	12.69
每股有形资产(人民币)	5.03	6.91	8.22	9.91	12.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.25)	(3.27)	(1.29)	(3.25)	(5.50)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	11.2	13.5	13.4	14.1	14.7
息税前利润率(%)	9.0	11.2	11.8	12.6	12.8
税前利润率(%)	11.7	13.6	12.2	12.6	13.2
净利率(%)	9.7	11.1	10.4	10.8	11.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.5	1.4	1.8	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	115.2	28.7	179.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	1.0	1.4	1.4	1.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	45.6	36.9	23.0	17.7	13.9
核心业务市盈率(倍)	43.4	36.3	22.9	17.5	13.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	56.9	47.5	30.0	23.0	18.0
市净率(倍)	5.6	4.1	3.5	2.9	2.4
价格/现金流(倍)	33.4	36.9	(23.0)	12.9	11.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.2	28.9	18.3	12.9	9.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	65.1	100.3	100.7	100.7	100.5
应收帐款周转天数	44.6	77.2	78.5	86.2	87.6
应付帐款周转天数	77.2	90.7	76.8	78.9	80.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	35.9	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	16.4	13.4	16.4	18.0	19.1
资产收益率(%)	7.5	6.3	7.7	8.3	8.8
已运用资本收益率(%)	3.7	3.2	3.1	2.9	3.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

杭叉集团(603298.CH/人民币 25.20, 未有评级)

安徽合力(600761.CH/人民币 13.69, 未有评级)

中联重科(000157.CH/人民币 4.57, 未有评级)

厦工股份(600815.CH/人民币 5.70, 未有评级)

柳工(000528.CH/人民币 8.43, 未有评级)

以2017年4月21日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371