

2017年07月03日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

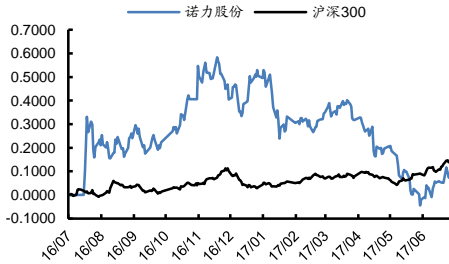
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
联系人：熊绍龙
xiongsl@ghzq.com.cn

节能仓储车辆+智能物流设备双轮驱动，业绩有望高速增长

——诺力股份（603611）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
诺力股份	8.4	-19.4	6.2
沪深300	5.2	6.1	16.3

市场数据 2017-06-30

当前价格（元）	26.35
52周价格区间（元）	23.01-41.45
总市值（百万）	4896.82
流通市值（百万）	2451.21
总股本（万股）	18583.75
流通股（万股）	9302.50
日均成交额（百万）	76.69
近一月换手（%）	26.85

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **行业持续回暖+海外市场发力，工业车辆业务有望稳步增长。**随着国内经济逐步企稳，加之欧洲市场增长强劲，2016年我国工业车辆销量达37万台，同比增长12.95%；2017年第一季度销量为9.70万台，同比增长9.93%，行业景气度持续复苏。公司传统主业为轻小型搬运车和电动仓储车辆业务，二者市占率分别国内第一和国内第二，有望充分受益于行业回暖。此外，公司积极拓展国际业务，2016年分别出资100万美元和10万卢布设立北美诺力和俄罗斯诺力，全年实现海外营业收入为8.27亿元，同比增加16.75%；毛利率为32.28%，较上年同期增加8.98个百分点。随着相关布局的不断深入，公司海外业务有望稳步增长。
- **收购无锡中鼎布局物流系统集成行业，有望打造新的业绩增长点。**2016年公司通过发行股份及募集配套资金的方式作价5.4亿元收购无锡中鼎90%的股权，后者主营业务为智能化物流系统集成及相关物流系统和装备的销售、规划设计、研发制造、售后服务，其有轨巷道堆垛机技术水平和市场占有率稳居全国第一。根据业绩对赌协议，无锡中鼎承诺2016-18年实现净利润分别不低于3200、5000、6800万元，其中2016年已完成承诺利润的106.73%。我们认为，公司通过收购无锡中鼎已完成物流搬运、存储、输送的自动化，智能化软硬件结合的全产业链布局，未来将形成“高效节能仓储车辆”+“智能仓储物流设备”双主业格局，有望打造新的业绩增长点。
- **产品结构逐步拓展，业务布局不断完善。**公司积极探索工业4.0产业链实施路径，不断提高对智能化产品的研发投入，已在AGV小车、高空作业平台、自动停车设备等领域完成业务布局。2015年4月，公司与上海交通大学签订战略合作协议，目前已联合开发出AGV托盘搬运车、AGV托盘堆垛车等多款产品；自动停车设备由公司子公司诺力车库负责，已于2015年开始贡献业绩；高空作业平台业务已经推出臂式高空作业平台产品。随着公司产品线不断丰富，有望为未来业绩增长提供动力。
- **股权激励绑定利益，彰显公司发展信心。**公司于2017年6月26日推出第一期限限制性股票激励草案，拟向160名激励对象按12.97元/股的价格授予560万股限制性股票，解锁条件为以2016年公司营业收入为基数，2017-19年净利润增长率不低于50%、80%、100%。我们认为本次股权激励有利于激发管理团队的积极性，提高经营效率，看好公司业绩的长期发展。
- **首次覆盖给予公司“买入”评级：**预计2017-2019年公司净利润分别为215百万元、268百万元、333百万元，对应EPS分别为1.15元/股、1.44元/股、1.79元/股，按照6月30日收盘价26.35元计算，对应PE分别

为 23、18、15 倍。公司已形成“高效节能仓储车辆”+“智能仓储物流设备”双主业格局，实施股权激励亦充分彰显发展信心，未来业绩有望高速增长，首次覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**工业车辆行业陷入低迷、物流系统集成业务推广不及预期，新品研发及推广不及预期。

表1: 公司盈利及估值预测（暂不考虑本次股权激励对公司股本摊薄的影响）

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	1310	1801	2171	2633
增长率(%)	14%	38%	21%	21%
净利润（百万元）	145	215	268	333
增长率(%)	35%	48%	25%	24%
摊薄每股收益（元）	0.83	1.15	1.44	1.79
ROE(%)	10.98%	14.17%	15.25%	16.16%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2: 诺力股份盈利预测表 (暂不考虑本次股权激励对公司股本摊薄的影响)

证券代码:	603789.SH				股价:	26.35		投资评级:	买入		日期:	2017/06/30	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E				
盈利能力					每股指标								
ROE	10.98%	14.17%	15%	16%	EPS	0.83	1.15	1.44	1.79				
毛利率	27%	29%	30%	30%	BVPS	7.40	7.89	9.04	10.48				
期间费率	14%	14%	14%	14%	估值								
销售净利率	11%	12%	12%	13%	P/E	31.81	22.82	18.25	14.69				
成长能力					P/B	3.56	3.34	2.91	2.51				
收入增长率	14%	38%	21%	21%	P/S	3.52	2.72	2.26	1.86				
利润增长率	35%	48%	25%	24%									
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E				
总资产周转率	0.53	0.62	0.64	0.65	营业收入	1310	1801	2171	2633				
应收账款周转率	3.33	3.66	3.66	3.66	营业成本	950	1283	1529	1841				
存货周转率	2.49	2.67	2.67	2.67	营业税金及附加	9	9	11	15				
偿债能力					销售费用	71	87	110	134				
资产负债率	47%	48%	49%	49%	管理费用	128	157	189	230				
流动比	1.39	1.40	1.45	1.50	财务费用	(21)	(9)	(12)	(16)				
速动比	1.05	1.05	1.10	1.14	其他费用/(-收入)	(4)	(2)	(1)	(1)				
资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	169	273	343	428				
现金及现金等价物	597	697	876	1112	营业外净收支	9	7	8	8				
应收款项	393	492	593	719	利润总额	178	281	351	436				
存货净额	382	483	576	695	所得税费用	32	42	53	65				
其他流动资产	190	262	315	382	净利润	145	239	298	370				
流动资产合计	1562	1934	2360	2907	少数股东损益	0	24	30	37				
固定资产	262	309	353	536	归属于母公司净利润	145	215	268	333				
在建工程	112	142	172	62	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E				
无形资产及其他	91	91	82	73	经营活动现金流	145	266	351	429				
长期股权投资	48	48	48	48	净利润	145	239	298	370				
资产总计	2479	2927	3419	4029	少数股东权益	0	24	30	37				
短期借款	25	25	25	25	折旧摊销	30	22	25	26				
应付款项	397	505	581	674	公允价值变动	(4)	0	0	0				
预收帐款	296	308	371	450	营运资金变动	(27)	(18)	(1)	(4)				
其他流动负债	409	542	650	784	投资活动现金流	67	(76)	(75)	(72)				
流动负债合计	1127	1380	1627	1933	资本支出	(128)	(77)	(75)	(72)				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(2)	0	0	0				
其他长期负债	32	32	32	32	其他	198	0	0	(0)				
长期负债合计	32	32	32	32	筹资活动现金流	(111)	(43)	(54)	(67)				
负债合计	1159	1412	1659	1966	债务融资	(44)	0	0	0				
股本	175	186	186	186	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	1319	1515	1760	2063	其它	(67)	(43)	(54)	(67)				
负债和股东权益总计	2479	2927	3419	4029	现金净增加额	101	147	223	290				

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。