

诺力股份 (603611)

证券研究报告

2018年07月30日

半年报预告大超市场预期，物流装备升级先锋亟待价值重估！

二季度业绩增长 90%-112%，大超市场预期

公司 Q2 单季度归母净利润增长 90%-112%，前 2 个季度累计同比大增 50%至 60%，大超市场预期，符合我们的预期；公司预计 2018 年半年度实现归母净利润与上年同期相比，将增加 3,130 万元至 3,756 万元，累计为 0.94-1.01 亿元，同比增加 50%至 60%。扣非后的归母净利润与上年同期相比，将增加 2,402 万元至 2,883 万元，同比增加 50%至 60%。

叉车量价齐升，物流自动化业务持续高速增长

我们预计业绩大幅增长的主要原因包括三点：上半年叉车销量旺盛，提价+人民币大幅贬值带来的毛利率提升，以及物流自动化业务持续的高速增长。1)根据中国工程机械协会数据，2018 年 1-6 月叉车销量累计同比增加 26.62%，高景气度延续。叉车的下游主要为制造业，我国上半年制造业固定资产投资完成额增速高达 6.2%，同比、环比分别提升 0.7、1.6pct。预计下半年在研发费用加免所得税、高端制造留抵进项增值税提前返还等政策刺激下，制造业固定资产投资仍将维持较高景气度；2)公司产品市场竞争力强、具备提价基础，本年度 1 月开始，公司针对电动平衡重叉车等产品进行了提价处理，我们此前测算过，若全线产品提价 5%，将带动轻小型搬运车辆、电动步行式仓储车辆和电动乘驾叉车毛利率回升 2-3 个百分点；3)物流自动化业务延续高增长态势，前期新增订单逐步落地预计将带动可观增量。

公司车辆+智能物流模式前进广阔，同心多元化拓展效果显著

仓储物流装备的世界巨大，公司车辆+智能物流模式成长空间非常广阔：根据国家统计局数据显示，我国 2016 年仓储物流行业固定资产投资额高达 5.36 万亿，10 年复合增速达 14.14%。而根据中国物流技术协会信息中心数据显示，我国物流自动化系统市场规模在 2016 年约为 800 亿元，预计未来三年复合增长超过 20%以上。公司主业原位工业物流领域的手动搬运小车，在搬运车领域做到 40%的市场份额，近年来不断实现同心多元化拓展以不断打破增长瓶颈。业务延伸至电动步行式叉车、电动乘驾式叉车，目前轻小型搬运车辆占整体业务比例已从 2011 年的 75%降低至 45%。2016 年公司收购国内领先的物流自动化集成商无锡中鼎 90%的股权，中鼎 2017 年总接单业绩为 10.03 亿元，18H1 新增接单量预计超过 8 个亿，在锂电、家居、医药、食品饮料等行业逐步确立龙头地位。

子公司无锡中鼎下半年有望锂电领域受益

我们尤其强调，无锡中鼎在锂电领域的客户结构优越，有望大大受益于下半年即将启动的龙头电池厂扩产。公司六年磨一剑，在新能源锂离子动力电池行业深度拓展，与 LG、宁德时代、比亚迪等国内龙头企业合作，2017 年开发松下、索尼等国际高端动力电池巨头企业，总接单量 3.73 亿，成功树立了公司在该行业的高端标杆品牌形象。公司尤其注重对于锂电客户的选择，将客户范围严格限制为行业一线的、回款能力佳的电池厂商。我们此前判断，动力电池行业有望从今年下半年开始，开启新一轮由龙头为核心的扩产高峰，近期 CATL 开启招标、LG 国内 32GWh 扩产计划落地等逐步验证此前逻辑，中鼎作为核心供应商有望充分受益。

盈利预测及投资建议：预计 2018-2020 年归母净利润为 2.26、3.10、3.94 亿元，增速分别为 42%、37%、27%，对应估值为 17.41、12.72、10.01 倍，维持“买入”投资评级！

风险提示：人民币汇率大幅提升，钢材价格超过去年高点中鼎确认收入进度慢于预期。

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,309.76 | 2,119.60 | 2,538.33 | 3,097.93 | 3,728.38 |
| 增长率(%) | 13.98 | 61.83 | 19.76 | 22.05 | 20.35 |
| EBITDA(百万元) | 178.05 | 224.09 | 297.90 | 403.50 | 513.23 |
| 净利润(百万元) | 144.84 | 159.50 | 226.45 | 309.90 | 393.75 |
| 增长率(%) | 35.12 | 10.12 | 41.97 | 36.85 | 27.05 |
| EPS(元/股) | 0.54 | 0.60 | 0.85 | 1.16 | 1.47 |
| 市盈率(P/E) | 27.21 | 24.71 | 17.41 | 12.72 | 10.01 |
| 市净率(P/B) | 3.04 | 2.48 | 2.09 | 1.90 | 1.66 |
| 市销率(P/S) | 3.01 | 1.86 | 1.55 | 1.27 | 1.06 |
| EV/EBITDA | 34.64 | 15.27 | 9.55 | 6.98 | 4.79 |

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 (维持评级) |
| 当前价格 | 14.71 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 267.96 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 224.00 |
| A 股总市值(百万元) | 3,941.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,295.04 |
| 每股净资产(元) | 8.50 |
| 资产负债率(%) | 42.94 |
| 一年内最高/最低(元) | 27.50/12.88 |

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuyue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《诺力股份-首次覆盖报告:底部向上弹性十足:智慧物流佼佼者,多元驱动打开成长空间!》2018-05-14
- 《诺力股份-首次覆盖报告: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》2017-03-21

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 596.97 | 634.31 | 1,130.33 | 1,166.65 | 1,528.66 |
| 应收账款 | 325.24 | 500.22 | 341.23 | 609.61 | 534.73 |
| 预付账款 | 47.59 | 54.07 | 42.60 | 90.61 | 65.16 |
| 存货 | 381.58 | 675.52 | 294.42 | 1,005.31 | 425.54 |
| 其他 | 210.70 | 97.10 | 154.33 | 237.98 | 146.15 |
| 流动资产合计 | 1,562.08 | 1,961.23 | 1,962.92 | 3,110.16 | 2,700.24 |
| 长期股权投资 | 47.58 | 41.09 | 41.09 | 41.09 | 41.09 |
| 固定资产 | 261.77 | 242.21 | 330.46 | 403.25 | 453.75 |
| 在建工程 | 112.10 | 206.69 | 160.01 | 144.01 | 116.41 |
| 无形资产 | 90.84 | 91.24 | 85.05 | 78.87 | 72.68 |
| 其他 | 404.42 | 421.73 | 415.62 | 415.56 | 415.46 |
| 非流动资产合计 | 916.72 | 1,002.96 | 1,032.23 | 1,082.77 | 1,099.38 |
| 资产总计 | 2,478.80 | 2,964.19 | 2,995.15 | 4,192.92 | 3,799.62 |
| 短期借款 | 25.00 | 28.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 655.72 | 647.40 | 874.80 | 1,108.15 | 1,134.19 |
| 其他 | 446.18 | 637.36 | 175.86 | 934.28 | 207.70 |
| 流动负债合计 | 1,126.90 | 1,313.55 | 1,050.66 | 2,042.43 | 1,341.88 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 32.44 | 28.65 | 26.11 | 29.07 | 27.94 |
| 非流动负债合计 | 32.44 | 28.65 | 26.11 | 29.07 | 27.94 |
| 负债合计 | 1,159.34 | 1,342.20 | 1,076.78 | 2,071.50 | 1,369.83 |
| 少数股东权益 | 24.72 | 32.17 | 36.77 | 43.49 | 54.54 |
| 股本 | 174.87 | 191.40 | 267.96 | 267.96 | 267.96 |
| 资本公积 | 546.43 | 838.36 | 838.36 | 838.36 | 838.36 |
| 留存收益 | 1,125.07 | 1,470.58 | 1,613.65 | 1,809.97 | 2,107.29 |
| 其他 | (551.64) | (910.53) | (838.36) | (838.36) | (838.36) |
| 股东权益合计 | 1,319.46 | 1,621.99 | 1,918.38 | 2,121.43 | 2,429.80 |
| 负债和股东权益总 | 2,478.80 | 2,964.19 | 2,995.15 | 4,192.92 | 3,799.62 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 净利润 | 145.19 | 166.39 | 226.45 | 309.90 | 393.75 |
| 折旧摊销 | 32.35 | 41.74 | 24.61 | 29.41 | 33.29 |
| 财务费用 | (19.12) | 23.30 | (5.26) | (8.48) | (9.95) |
| 投资损失 | (5.27) | 0.22 | (5.00) | (5.00) | (5.00) |
| 营运资金变动 | 89.20 | (42.48) | 241.31 | (119.78) | 80.28 |
| 其它 | (97.53) | (117.08) | 4.93 | 7.48 | 10.84 |
| 经营活动现金流 | 144.82 | 72.09 | 487.04 | 213.53 | 503.20 |
| 资本支出 | 562.75 | 112.31 | 62.53 | 77.04 | 51.13 |
| 长期投资 | 2.38 | (6.50) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (498.14) | (325.70) | (114.99) | (152.47) | (96.69) |
| 投资活动现金流 | 66.98 | (219.89) | (52.45) | (75.42) | (45.57) |
| 债权融资 | 75.00 | 28.80 | 19.87 | 23.29 | 14.38 |
| 股权融资 | 346.29 | 221.24 | 153.99 | 8.48 | 9.95 |
| 其他 | (467.92) | (104.69) | (112.42) | (133.56) | (119.97) |
| 筹资活动现金流 | (46.63) | 145.35 | 61.44 | (101.79) | (95.63) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | (10.00) | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 165.17 | (2.45) | 486.02 | 36.32 | 362.00 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,309.76 | 2,119.60 | 2,538.33 | 3,097.93 | 3,728.38 |
| 营业成本 | 950.11 | 1,613.02 | 1,855.01 | 2,250.03 | 2,680.33 |
| 营业税金及附加 | 9.12 | 15.44 | 18.53 | 22.61 | 27.22 |
| 营业费用 | 70.78 | 96.80 | 126.92 | 149.63 | 178.96 |
| 管理费用 | 127.92 | 201.38 | 243.68 | 291.21 | 350.47 |
| 财务费用 | (20.60) | 20.27 | (5.26) | (8.48) | (9.95) |
| 资产减值损失 | 4.89 | 14.18 | 16.00 | 16.00 | 16.00 |
| 公允价值变动收益 | (3.94) | 5.94 | 0.10 | 0.64 | (0.46) |
| 投资净收益 | 5.27 | (0.22) | (5.00) | 5.00 | 5.00 |
| 其他 | (2.67) | (50.23) | 9.80 | (11.28) | (9.08) |
| 营业利润 | 168.88 | 203.02 | 278.55 | 382.58 | 489.89 |
| 营业外收入 | 10.09 | 0.74 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 营业外支出 | 1.46 | 1.13 | 1.50 | 1.30 | 0.93 |
| 利润总额 | 177.51 | 202.63 | 282.05 | 386.28 | 493.96 |
| 所得税 | 32.32 | 36.24 | 50.77 | 69.53 | 88.91 |
| 净利润 | 145.19 | 166.39 | 231.29 | 316.75 | 405.05 |
| 少数股东损益 | 0.35 | 6.89 | 4.83 | 6.84 | 11.30 |
| 归属于母公司净利润 | 144.84 | 159.50 | 226.45 | 309.90 | 393.75 |
| 每股收益(元) | 0.54 | 0.60 | 0.85 | 1.16 | 1.47 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 13.98% | 61.83% | 19.76% | 22.05% | 20.35% |
| 营业利润 | 32.30% | 20.22% | 37.20% | 37.34% | 28.05% |
| 归属于母公司净利润 | 35.12% | 10.12% | 41.97% | 36.85% | 27.05% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 27.46% | 23.90% | 26.92% | 27.37% | 28.11% |
| 净利率 | 11.06% | 7.53% | 8.92% | 10.00% | 10.56% |
| ROE | 11.19% | 10.03% | 12.03% | 14.91% | 16.58% |
| ROIC | 23.46% | 23.33% | 22.74% | 39.11% | 41.23% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 46.77% | 45.28% | 35.95% | 49.40% | 36.05% |
| 净负债率 | -4.90% | 30.05% | 35.40% | -3.46% | 36.28% |
| 流动比率 | 1.39 | 1.49 | 1.87 | 1.52 | 2.01 |
| 速动比率 | 1.05 | 0.98 | 1.59 | 1.03 | 1.70 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.46 | 5.14 | 6.03 | 6.52 | 6.52 |
| 存货周转率 | 4.97 | 4.01 | 5.23 | 4.77 | 5.21 |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.78 | 0.85 | 0.86 | 0.93 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.54 | 0.60 | 0.85 | 1.16 | 1.47 |
| 每股经营现金流 | 0.54 | 0.27 | 1.82 | 0.80 | 1.88 |
| 每股净资产 | 4.83 | 5.93 | 7.02 | 7.75 | 8.86 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 27.21 | 24.71 | 17.41 | 12.72 | 10.01 |
| 市净率 | 3.04 | 2.48 | 2.09 | 1.90 | 1.66 |
| EV/EBITDA | 34.64 | 15.27 | 9.55 | 6.98 | 4.79 |
| EV/EBIT | 41.59 | 18.55 | 10.41 | 7.53 | 5.12 |

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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |