

浙江鼎力 (603338)

证券研究报告

2019年08月23日

全球布局弱化美国市场下滑影响，新品臂车打开四倍市场空间

半年报收入增速略低于预期，全球布局空间战略明显

(1) 收入 8.5 亿 (YoY+8%)，归母净利润 2.6 亿 (+27%)，扣非后归母净利润 2.3 亿 (+24%)。
 (2) 综合毛利率 41.7%、净利率 30.7%，较去年同期 38.6%和 26.1%明显提升，汇率影响较大。
 (3) 上半年内销：出口=51%：49%，其中内销增速 35.22%、出口略有下滑。
 (4) 美国子公司兼经销商 CMEC 与鼎力的业务关联比例（假设加价 10~15%销售、并考虑去年 Harris 的库存）为 67~70%，18H1 相关度 51~53%，未来 CMEC 的经销比重有望持续提高。
 (5) 销售商品收到现金 9.1 亿；经营性现金流净额 5692 万元、略低于去年同期；长期应收款（主要对子公司鼎策的融资租赁业务）增长 95.5%，预计其中增量与公司主营业务有一定关联，未来若持续降息、降准，有望降低下游企业的融资成本、进一步加速渗透率提升。
 (6) 公司在美国、欧洲、亚太及其他地区的销售增速分别为-53.6%、47.2%、21.8%，三者占出口的比重分别为 38.8%、32.9%及 28.3%，欧洲增长较明显，有望最终与美国成为最重要市场。
 (7) 库存 5.6 亿元，YoY+108%，按照公司以往表现库存增速均较低，且行业内臂车供不应求，因此我们估计主要增量在于剪叉平台产品，我们对下半年的出口和内销保持乐观。

美过市场下滑源于贸易摩擦，全球均衡布局有利于降低单一市场风险

美国市场下滑我们认为主要有两大原因：一是与中美贸易摩擦、被加征关税有关；二是与 18 年经销商避免关税限令、提前囤货或有关系。显然 CMEC+Harris 的采购金额明显超出了当年 CMEC 销售额，而超出部分与今年上半年销售额比较匹配，由此也可看出美国经销商的库存已经比较低，有望在三季度开始恢复正常销售并补充库存。贸易摩擦短期内直接影响公司对美出口，待未来产量扩大后有望降低成本、消化关税带来的成本提高，亦有望进入豁免名单。欧洲市场在 18 年下滑的原因料与土耳其国家动荡、经济下滑有关，今年上半年欧洲市场上半年发力明显，未来有望实现持续增长。预计未来欧洲和亚太地区增速仍将保持高速增长，由此，在不考虑海外并购背景下，公司的全球布局在国产工程机械主机厂中明显领先。未来日、韩、新等成熟的亚洲市场也有望实现突破和持续的增长。

新型号臂车蕴含巨大空间，中美互征关税有望助推国内推广

按照应用场景来看，臂车已经突破了“工业厂房建造”领域，已向各类市政工程、大型基建项目等领域延伸，未来全领域的“渗透率提升”是最强逻辑，尤其各地方政府投资的会展中心、高铁/轻轨、市政综合体建设、小区旧改等项目增长较为明显，这方面带来的 16~30 米规格臂车需求量较大，与公司的主打产品规格也十分匹配。
 由于臂车的单价较高，对于大多数中小租赁商而言资金壁垒高，因此行业内臂车保有量和比例都较低，随着未来应用领域扩宽，其稀缺性有望持续数年。
 按照美国保有量臂车占比接近 40%和鼎力的臂车均价接近剪叉的 6 倍测算，臂车的总市场空间约为剪叉的 4~5 倍，随着未来大型设备比例增加、均价和市场规模有进一步提升空间。公司的国内臂车销售额增速 88.2%、成为最大亮点，全球两强 JLG 和 Genie 的剪叉在国内市占率预计将持续降低，未来鼎力臂车的格局有望复刻这一过程、彻底击败海外同行。

盈利预测及投资建议：公司的产品、品牌优势、规模优势和海外客户开发能力已经数年验证，未来新产品和新产线陆续投放、将对未来市占率和渗透率提升有巨大帮助，我们乐观预测公司未来几年将保持增长。由于上半年美国市场大幅下滑，我们对市场短期内持谨慎态度，故调低公司外销部分的盈利目标，19~21 年净利润预测调整至 6.18 亿(前值 7.27 亿)、8.65 亿(前值 9.43 亿)和 12 亿元(前值 12.9 亿)，EPS 为 2.49、3.49 和 4.84 元，维持“买入”评级。

风险提示：中国、美国经济下行导致出口需求减弱；中美贸易摩擦导致关税提高影响出口增长；原材料涨价或汇率波动影响盈利能力；新产能释放低于预期影响未来业绩增长

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,139.18	1,707.54	2,161.26	2,992.57	4,120.21
增长率(%)	63.99	49.89	26.57	38.46	37.68
EBITDA(百万元)	370.48	605.60	722.72	1,014.23	1,400.35
净利润(百万元)	283.15	480.47	617.52	865.39	1,199.18
增长率(%)	62.00	69.69	28.52	40.14	38.57
EPS(元/股)	0.82	1.39	2.49	3.49	4.84
市盈率(P/E)	74.76	44.06	24.48	17.47	12.61
市净率(P/B)	9.61	8.14	4.90	4.01	3.19
市销率(P/S)	18.58	12.40	7.00	5.05	3.67
EV/EBITDA	34.59	20.59	18.45	12.77	8.58

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	55.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	346.78
流通 A 股股本(百万股)	346.78
A 股总市值(百万元)	19,374.34
流通 A 股市值(百万元)	19,374.34
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	33.55
一年内最高/最低(元)	85.45/44.00

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

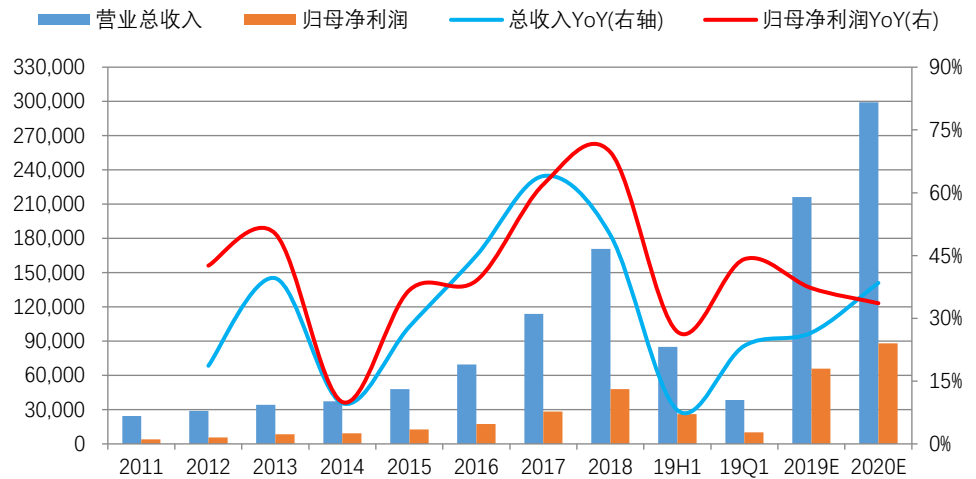


资料来源：贝格数据

相关报告

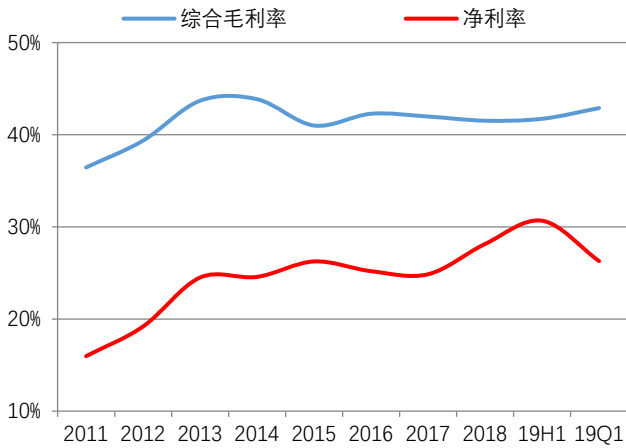
- 《浙江鼎力-季报点评:中美市场定江山; Q1 缺臂车, 预计 Q3 厂房投资复苏剪叉需求将再上新高》2019-05-03
- 《浙江鼎力-年报点评报告:创新高的业绩和领先一步的产业布局》2019-04-14
- 《浙江鼎力-公司点评:看好 2019 国内外需求, 汇率规模效益将促进利好毛利率净利率双提升》2019-03-21
- 《浙江鼎力深度研究:面对激烈竞争和贸易摩擦, 浙江鼎力有哪些方面可以给你信心?》2018-07-06

图 1：浙江鼎力近几年收入与利润持续增长（万元）



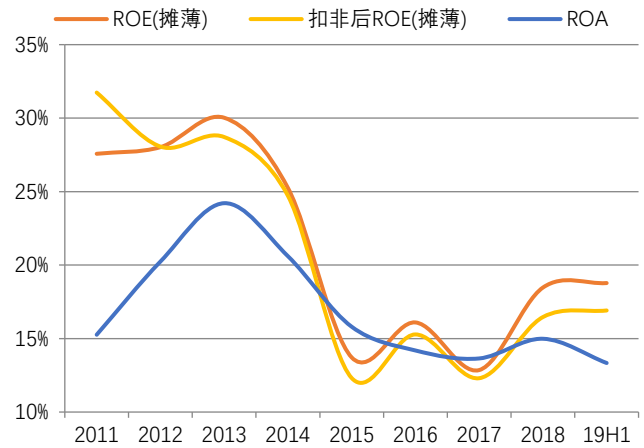
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：浙江鼎力的毛利率和净利率维持较高水平



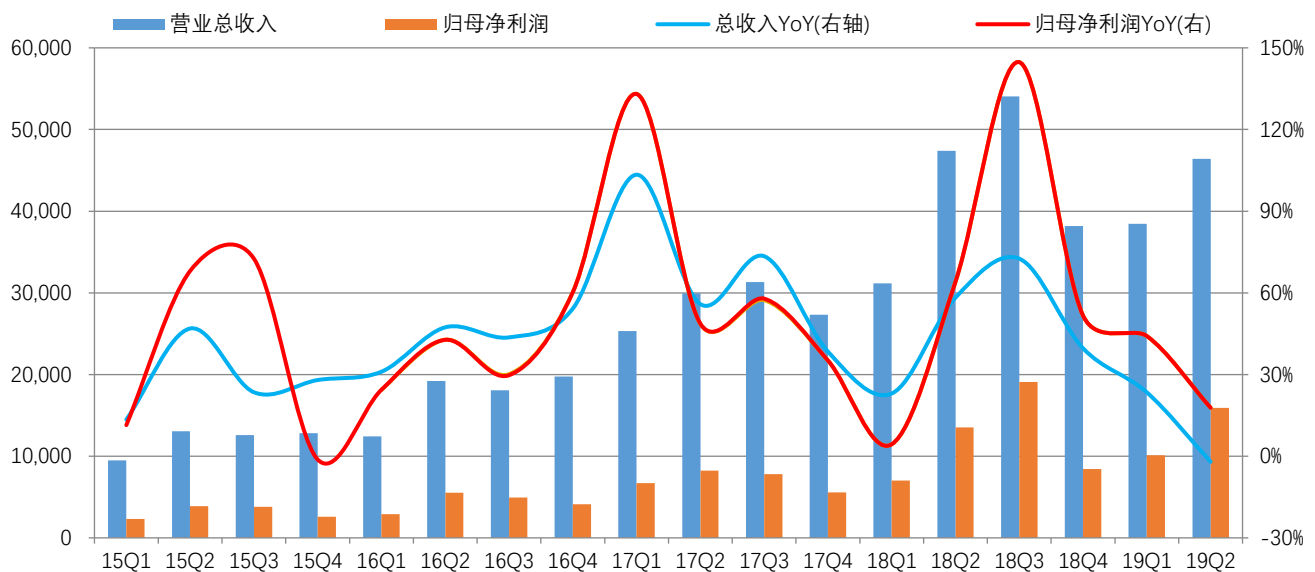
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 3：浙江鼎力的经营能力有所提升



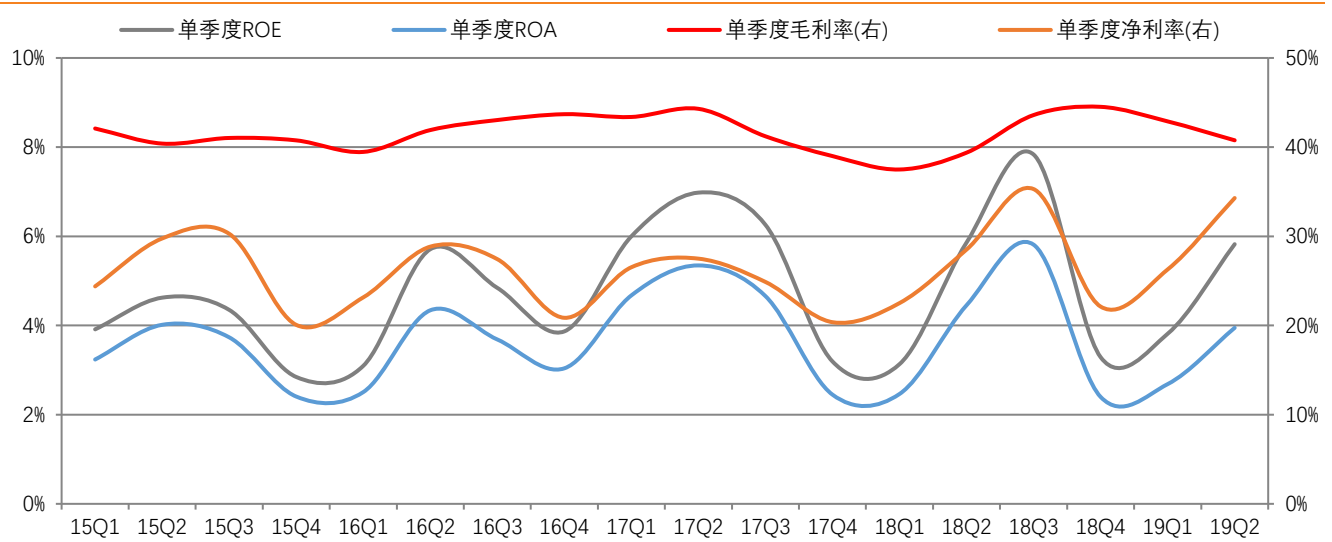
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所
备注：19H1 数据年化处理，即上半年数据 x2。

图 4：分季度收入和利润现实 19Q2 有一定压力，随着未来出口增长恢复后将恢复高增长（万元）



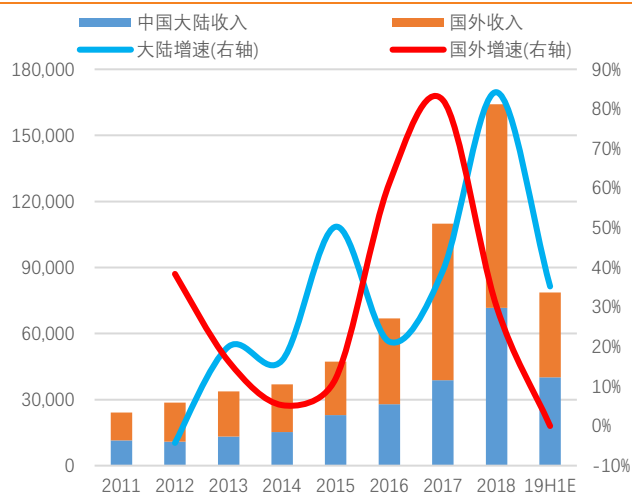
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：各项经营受到汇率影响，出现较大波动，但总体季节性波动不影响长期维持较强盈利能力的趋势



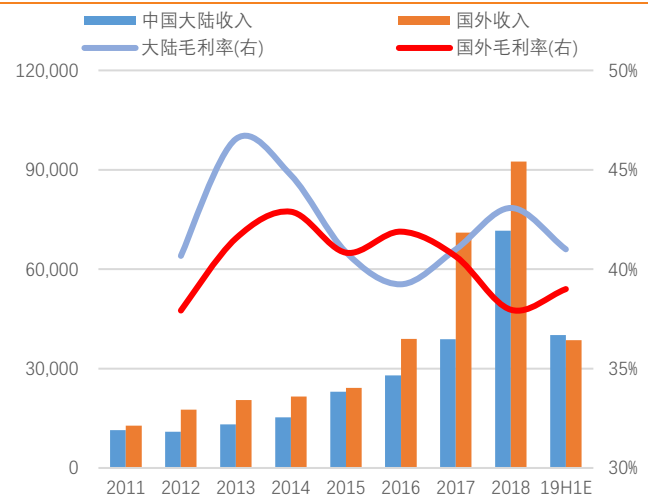
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：出口与内销增速呈现此消彼长，毛利率维持稳定高位（万元）



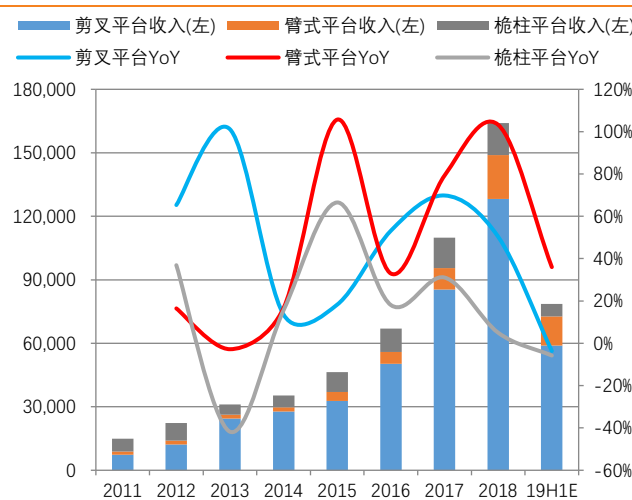
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 7：内销毛利率维持高水平，出口受汇率和关税影响较大（万元）



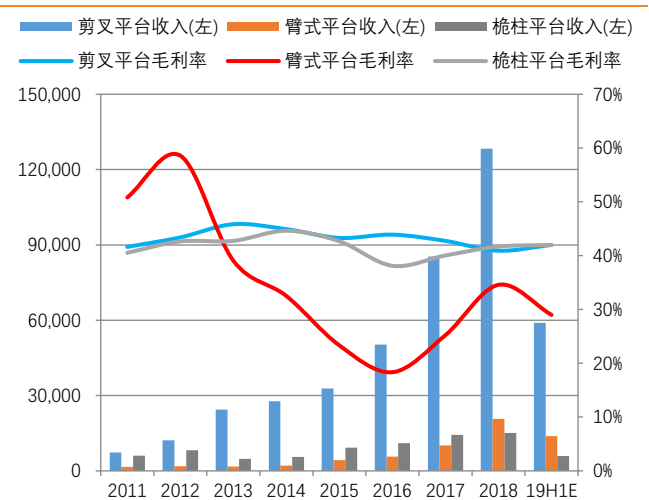
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：剪叉仍未最大收入来源，但臂车增速有望领跑（万元）



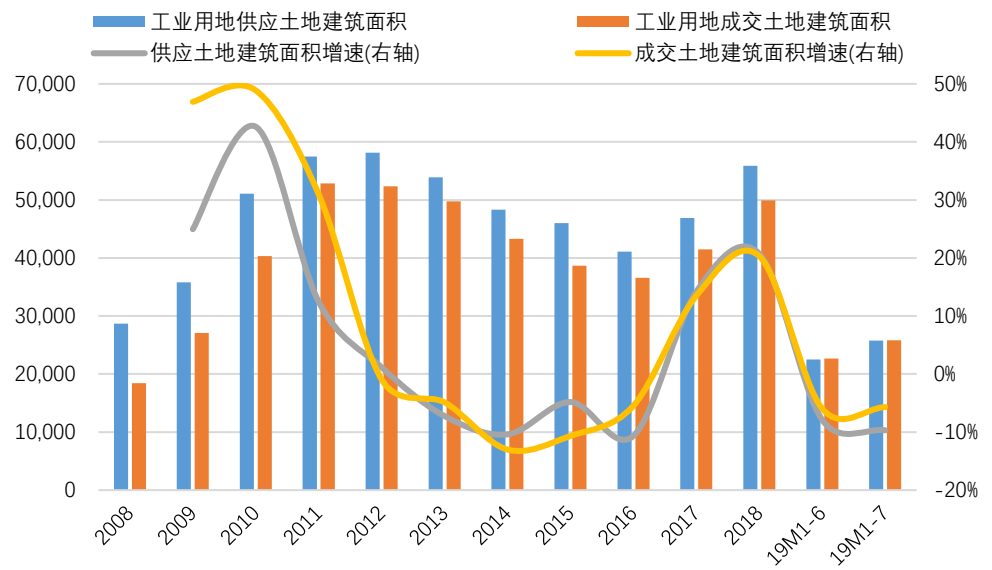
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 9：剪叉与桅柱毛利率维持高位，臂车尚缺规模效应（万元）



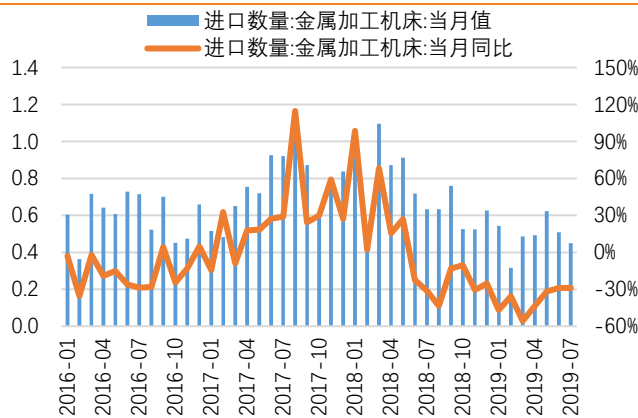
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 10: 全国 100 城市工业土地供应与成交数据均显示制造业投资仍未恢复高景气度 (万平方米)



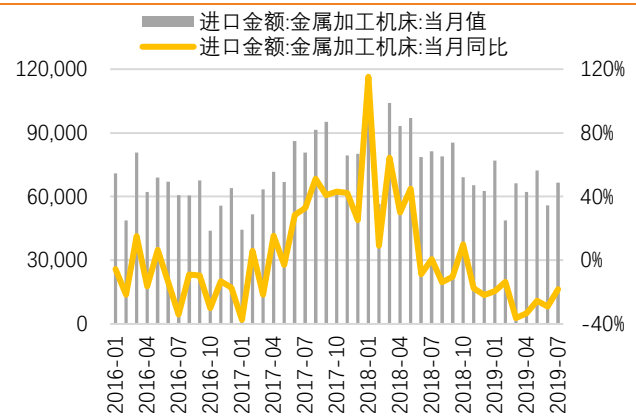
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 从进口机床数量来看, 制造业投资还未恢复 (亿美元)



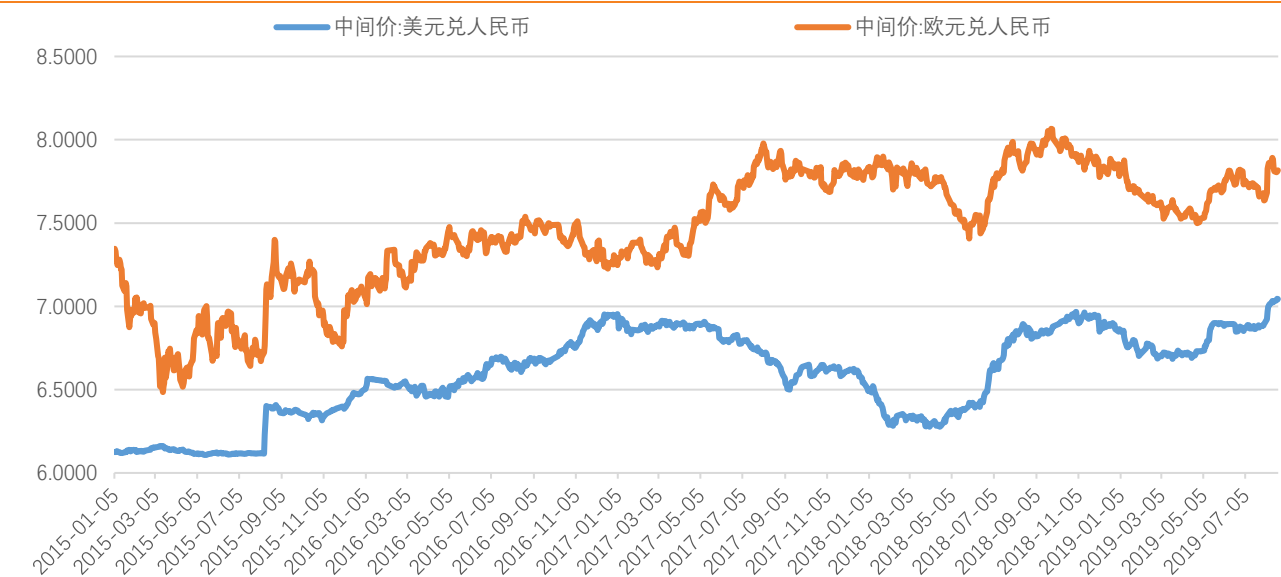
资料来源: 海关总署, 天风证券研究所

图 12: 从进口机床数量来看, 制造业投资还未恢复 (万台)



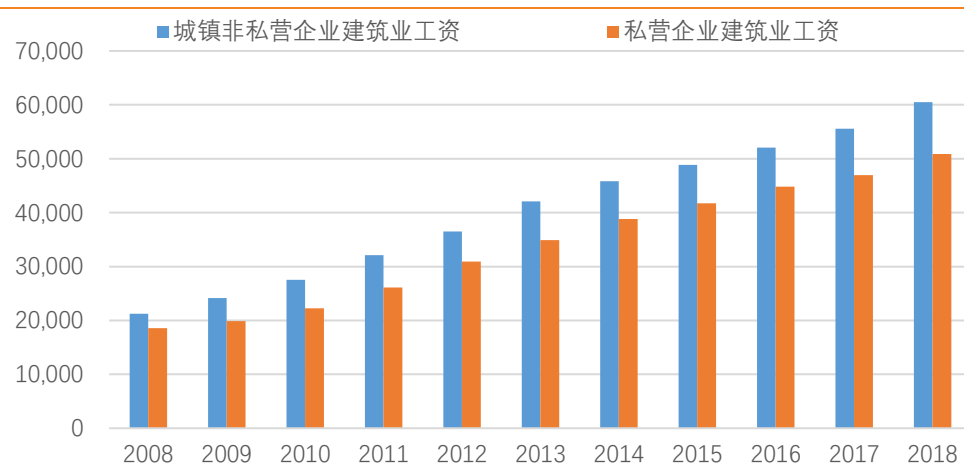
资料来源: 海关总署, 天风证券研究所

图 13: 汇率波动现实, 未来出口有望提升



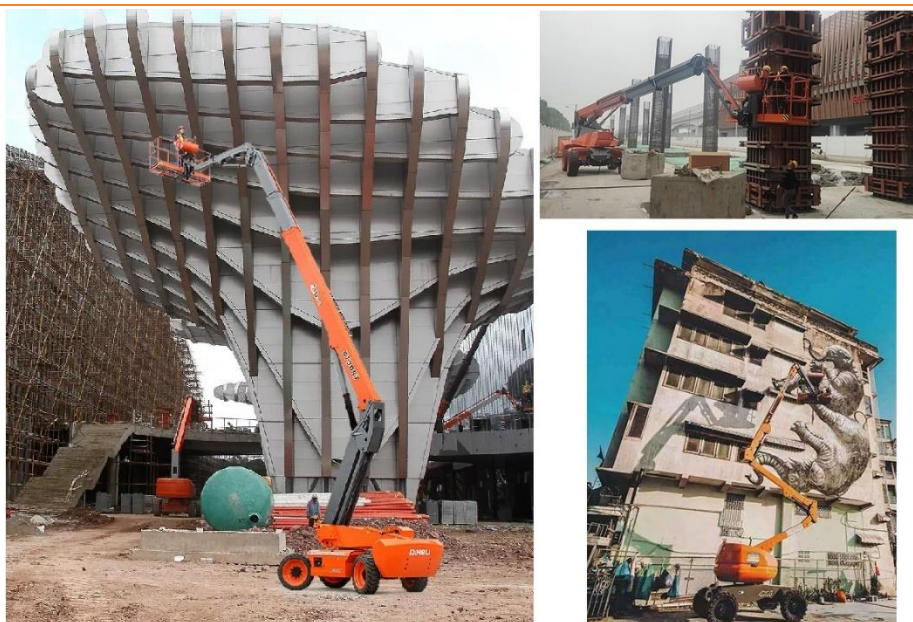
资料来源: 中国人民银行, 天风证券研究所

图 14: 劳动力成本持续上涨, 有利于高空作业渗透率的提升 (元/年)



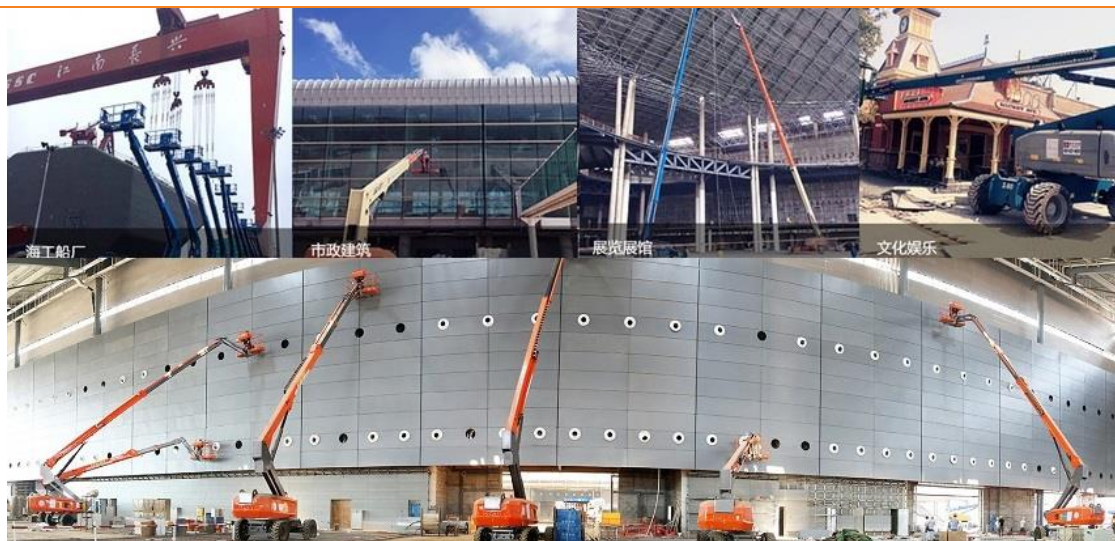
资料来源: 国家统计局, Wind, 天风证券研究所

图 15: 高空作业平台在市政建设与维护项目、小区旧改/美化等项目上的应用



资料来源: 公司官网&公众号, 天风证券研究所

图 16: 高空作业平台在船舶、市政建设、会展中心、工业厂房等项目上的应用



资料来源: 浙江鼎力官网&公众号, 宏信官网, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	751.49	1,045.50	1,432.04	1,782.29	2,681.89	营业收入	1,139.18	1,707.54	2,161.26	2,992.57	4,120.21
应收票据及应收账款	299.24	525.65	518.42	927.25	1,063.17	营业成本	661.01	998.55	1,286.71	1,781.36	2,453.43
预付账款	7.58	5.30	11.30	11.68	19.97	营业税金及附加	11.47	9.64	11.89	16.46	22.66
存货	243.06	359.09	416.82	657.37	822.08	营业费用	50.83	91.88	108.06	143.64	189.53
其他	680.41	297.68	368.81	459.19	378.47	管理费用	71.76	56.65	60.52	74.81	103.01
流动资产合计	1,981.77	2,233.22	2,747.40	3,837.78	4,965.58	研发费用	31.04	61.49	64.84	89.78	123.61
长期股权投资	0.00	206.12	206.12	206.12	206.12	财务费用	22.96	(35.68)	(18.48)	(25.21)	(35.02)
固定资产	211.13	232.42	305.05	370.42	418.45	资产减值损失	3.96	7.42	4.73	5.37	5.84
在建工程	30.21	158.90	131.34	126.81	106.08	公允价值变动收益	0.54	(0.54)	0.18	0.06	(0.10)
无形资产	145.91	143.10	140.01	136.91	133.82	投资净收益	5.94	37.84	80.00	110.77	152.51
其他	268.36	286.52	200.64	216.52	234.33	其他	(53.53)	(85.08)	(160.36)	(221.66)	(304.82)
非流动资产合计	655.60	1,027.07	983.16	1,056.79	1,098.80	营业利润	333.22	565.36	723.17	1,017.19	1,409.57
资产总计	2,778.56	3,633.58	3,937.26	5,134.97	6,337.86	营业外收入	0.09	0.14	3.84	1.35	1.78
短期借款	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.33	0.36	0.24	0.31	0.30
应付票据及应付账款	308.18	521.16	547.51	931.99	1,105.68	利润总额	332.98	565.14	726.77	1,018.23	1,411.04
其他	170.15	345.52	252.35	369.01	434.63	所得税	49.83	84.67	109.02	152.73	211.66
流动负债合计	478.33	881.68	799.86	1,301.00	1,540.31	净利润	283.15	480.47	617.75	865.50	1,199.39
长期借款	34.10	75.07	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.24	0.11	0.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	283.15	480.47	617.52	865.39	1,199.18
其他	63.62	75.45	50.50	63.19	63.05	每股收益(元)	0.82	1.39	2.49	3.49	4.84
非流动负债合计	97.73	150.52	50.50	63.19	63.05						
负债合计	576.05	1,032.20	850.36	1,364.19	1,603.36						
少数股东权益	0.00	0.00	0.23	0.34	0.54	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	176.93	247.70	247.70	247.70	247.70	成长能力					
资本公积	1,238.95	1,153.83	1,153.83	1,153.83	1,153.83	营业收入	63.99%	49.89%	26.57%	38.46%	37.68%
留存收益	2,019.92	2,344.50	2,838.98	3,522.75	4,486.27	营业利润	71.11%	69.67%	27.91%	40.66%	38.58%
其他	(1,233.29)	(1,144.65)	(1,153.83)	(1,153.83)	(1,153.83)	归属于母公司净利润	62.00%	69.69%	28.52%	40.14%	38.57%
股东权益合计	2,202.51	2,601.38	3,086.91	3,770.78	4,734.50	获利能力					
负债和股东权益总	2,778.56	3,633.58	3,937.26	5,134.97	6,337.86	毛利率	41.98%	41.52%	40.46%	40.47%	40.45%
						净利率	24.86%	28.14%	28.57%	28.92%	29.10%
						ROE	12.86%	18.47%	20.01%	22.95%	25.33%
						ROIC	63.69%	40.83%	53.42%	64.78%	72.85%
						偿债能力					
						资产负债率	20.73%	28.41%	21.60%	26.57%	25.30%
						净负债率	-31.31%	-31.53%	-44.63%	-45.34%	-54.80%
						流动比率	4.44	2.96	3.69	3.13	3.40
						速动比率	3.93	2.55	3.17	2.63	2.87
						营运能力					
						应收账款周转率	4.75	4.14	4.14	4.14	4.14
						存货周转率	5.40	5.67	5.57	5.57	5.57
						总资产周转率	0.55	0.53	0.57	0.66	0.72
						每股指标(元)					
						每股收益	0.82	1.39	2.49	3.49	4.84
						每股经营现金流	1.01	1.20	1.40	1.42	2.93
						每股净资产	6.35	7.50	12.46	15.22	19.11
						估值比率					
						市盈率	74.76	44.06	24.48	17.47	12.61
						市净率	9.61	8.14	4.90	4.01	3.19
						EV/EBITDA	34.59	20.59	18.45	12.77	8.58
						EV/EBIT	36.97	21.47	18.92	13.06	8.74

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	283.15	480.47	617.52	865.39	1,199.18
折旧摊销	23.91	25.09	18.03	22.26	25.79
财务费用	25.00	(21.89)	(18.48)	(25.21)	(35.02)
投资损失	(5.94)	(37.84)	(80.00)	(110.77)	(152.51)
营运资金变动	(455.71)	218.53	(52.54)	(260.24)	(21.81)
其它	478.30	(248.64)	0.42	0.17	0.11
经营活动现金流	348.71	415.71	484.94	491.59	1,015.74
资本支出	90.53	366.38	84.95	67.31	50.14
长期投资	0.00	206.12	0.00	0.00	0.00
其他	(1,125.15)	(415.89)	101.28	(70.34)	19.50
投资活动现金流	(1,034.62)	156.61	186.23	(3.04)	69.64
债权融资	61.98	225.23	54.34	72.46	87.32
股权融资	839.84	24.86	9.30	25.21	35.02
其他	(8.03)	(166.69)	(348.27)	(235.97)	(308.12)
筹资活动现金流	893.79	83.40	(284.63)	(138.30)	(185.79)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	207.88	655.72	386.54	350.25	899.59

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 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