

浙江鼎力 (603338)

证券研究报告

2019年11月01日

Q3 开始好转, 未来有望逐季、逐项改善, 臂车全行业缺货 2020 值得期待

Q3 收入开始好转, 毛利率与现金流维持稳定, 整体乐观

1) 前三季度收入 14.5 亿 (YoY+9%), 归母净利润 4.4 亿 (+12%), 扣非后归母净利润 4.1 亿 (+15%)。毛利率 40.85%、净利率 30.7% (去年同期 40.7%和 29.9%);
 2) 第三季度收入 5.97 亿 (YoY+10.4%), 归母净利润 1.8 亿 (-3.9%), 扣非后归母净利润 1.79 亿 (+6.1%)。毛利率 39.6%、净利率 30.7% (去年同期 43.6%和 35.3%);
 3) 销售产品收到现金 16.3 亿, 经营性现金流净额 3.3 亿。
 总体收入增速和利润的波动在预期范围内, 总体收款与现金流状态良好。

数据对比, 利润波动属于正常现象, 主营业务增长持续性将在四季度得到验证

对比 18/19 年 9 月底数据, 利润的波动可以得到解释:

- 1) 长期应收款: 2.14 亿/4.09 亿, 预计为子公司鼎策的融资租赁业务增长明显, 预计未来其业务中围绕母公司 AWP 销售的占比将大幅提升, 尤其应当加大对宏信、永利、通冠等重点、优质客户支持力度。
- 2) 存货: 2.8 亿/5.7 亿, 19Q2 因内外销放缓导致存货增加, 考虑到目前国内销售普遍存在滞后几个月开发票的现象、而国内需求旺盛, 预计 Q4 的报表存货将下降、国内收入将明显增长, 实物存货应当已经去化明显。
- 3) 财务费用: 2,093 万/3,783 万, 主要为汇兑损益与利息收入, 期间 USD 兑 RMB 汇率分别为 6.8792/7.0729, 据 18 年底美元资产约 9,472 万美元测算汇兑损益约 1,800 万元, 数据相符。
- 4) 投资收益: 5,669 万/2,002 万, 其中合并报表中联营企业投资收益 4,317.7 万/1,219.6 万, 预计 19 年 CMEC 面临上半年高库存和下半年关税分摊的压力, 因此投资收益项目明显降低。

国内市场臂车供应紧张, 2020 年将大幅提升将大幅提升将大幅提升恢复制造业投资和出口的增长

国内市场臂车紧俏, 主要四方面原因: 一是各地方政府投资的会展中心、高铁/轻轨、市政综合体等项目和面板、半导体等大型工厂投资增长较为明显, 这方面带来的 16~30 米规格臂车需求量较大; 二是 18 年老牌租赁商盈利较好、将利润转化为 19 年的采购; 三是金融行业的参与, 如众能联合和大黄蜂的快速扩张; 四是供应量的扩张降低了成本, 进一步刺激了需求增长。

由于臂车的单价较高, 资金壁垒决定了行业的稀缺有望持续数年, 而且大租赁商的融资优势进一步凸显, 未来行业的集中化将在本轮景气度周期实现。

以工业厂房和物流中心建设为主要需求的剪叉在 19 年呈现出出租率和租金降低的情况, 与 19H1 供应量大幅增长有关, 我们认为 2020 年整体制造业投资将恢复增长, 剪叉需求将提升。而公司的出口业务因为豁免名单公布后, 将陆续恢复出口增长。

盈利预测及投资建议: 公司的产品力、品牌优势、规模优势和全球渠道建设已经数年验证, 因此在中美贸易摩擦背景下, 能够通过国内市场和欧洲市场增长弥补北美市场下滑, 未来新产能陆续投放并实现产能爬坡的背景下, 公司在未来几年有望保持高速增长。根据三季报各项费用率和非经常损益变化, 我们调低公司的“投资收益”科目预期, 但整体对主营业务销售增长持续力保持乐观、尤其看好新臂车未来两年销量, 重新调整后的盈利预测: 19~21 年净利润调整至 5.9 (前值 6.17 亿)、8.6 亿(前值 8.65 亿)和 12.35 亿元(前值 12.0 亿), EPS 为 1.70、2.47 和 3.56 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	2,222.58	3,140.50	4,405.22
增长率(%)	63.99	49.89	30.16	41.30	40.27
EBITDA(百万元)	382.54	601.22	688.15	1,027.80	1,475.31
净利润(百万元)	283.15	480.47	590.32	857.18	1,235.46
增长率(%)	62.00	69.69	22.86	45.21	44.13
EPS(元/股)	0.82	1.39	1.70	2.47	3.56
市盈率(P/E)	75.20	44.32	36.07	24.84	17.23
市净率(P/B)	9.67	8.18	6.73	5.54	4.40
市销率(P/S)	18.69	12.47	9.58	6.78	4.83
EV/EBITDA	33.50	20.74	28.48	18.96	12.76

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	61.4 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)	21,292.01
流通 A 股市值(百万元)	21,292.01
每股净资产(元)	8.53
资产负债率(%)	32.65
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

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势

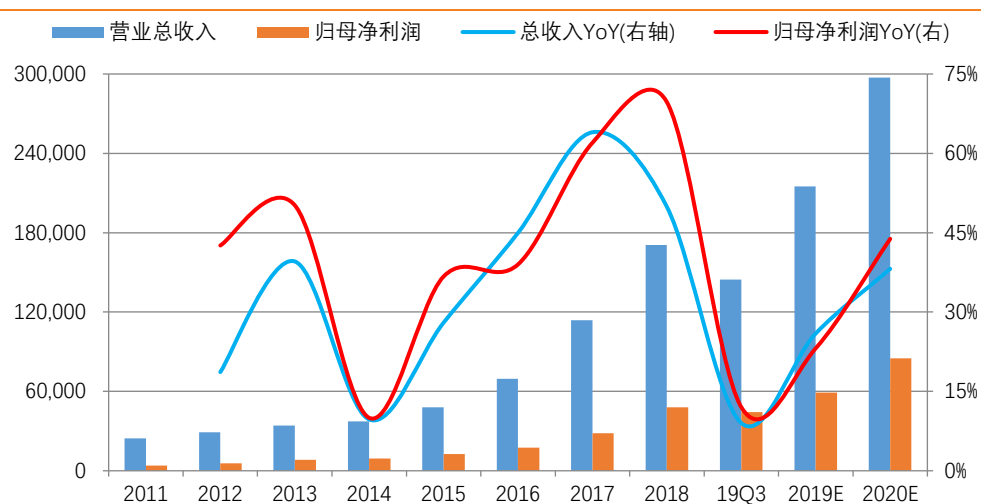


资料来源: 贝格数据

相关报告

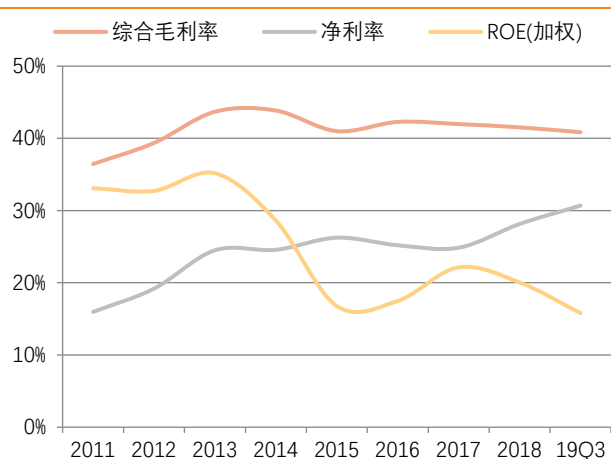
- 1 《浙江鼎力-半年报点评:全球布局弱化美国市场下滑影响, 新品臂车打开四倍市场空间》2019-08-23
- 2 《浙江鼎力-季报点评:中美市场定江山; Q1 缺臂车, 预计 Q3 厂房投资复苏剪叉需求将再上新高》2019-05-03
- 3 《浙江鼎力-年报点评报告:创新高的业绩和领先一步的产业布局》2019-04-14
- 4 《浙江鼎力-深度研究:面对激烈竞争和贸易摩擦, 浙江鼎力有哪些方面可以给你信心?》2018-07-19

图 1：浙江鼎力近几年收入与利润持续增长（万元）



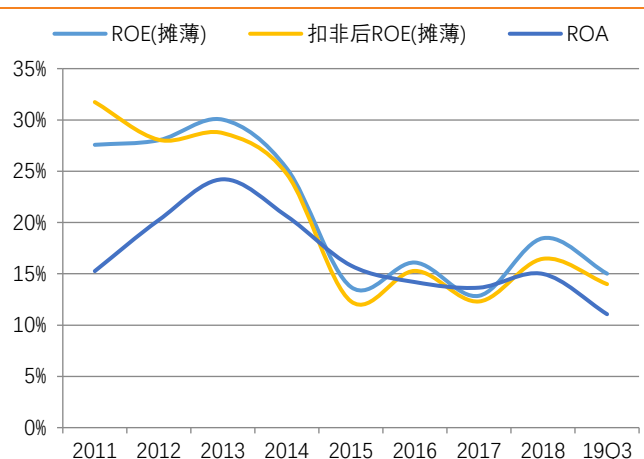
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 2：浙江鼎力的毛利率和净利率维持较高水平



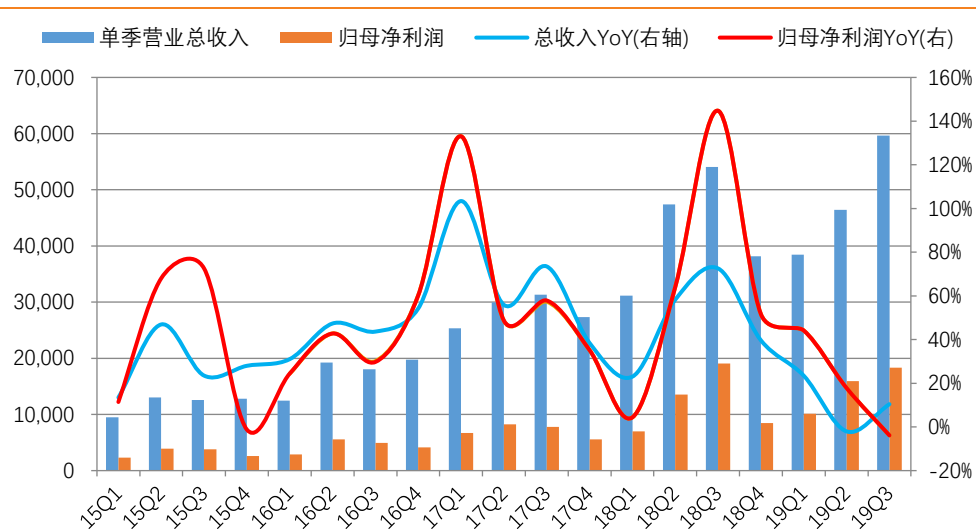
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 3：浙江鼎力的经营能力有所提升



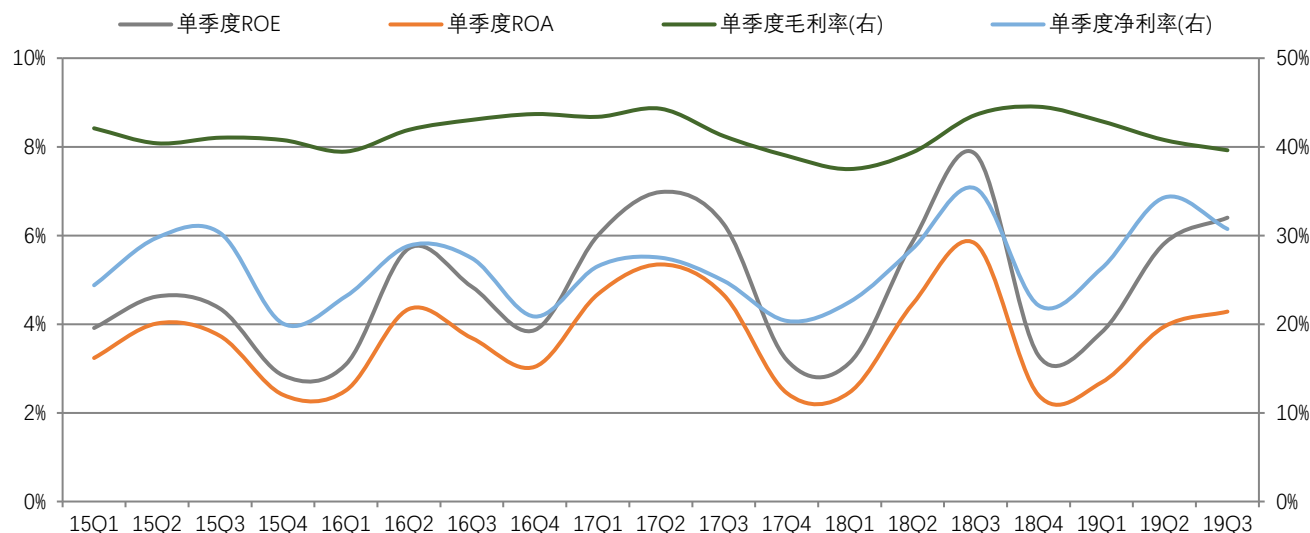
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所
备注：19Q3 为原值，未做数据年化处理。

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）



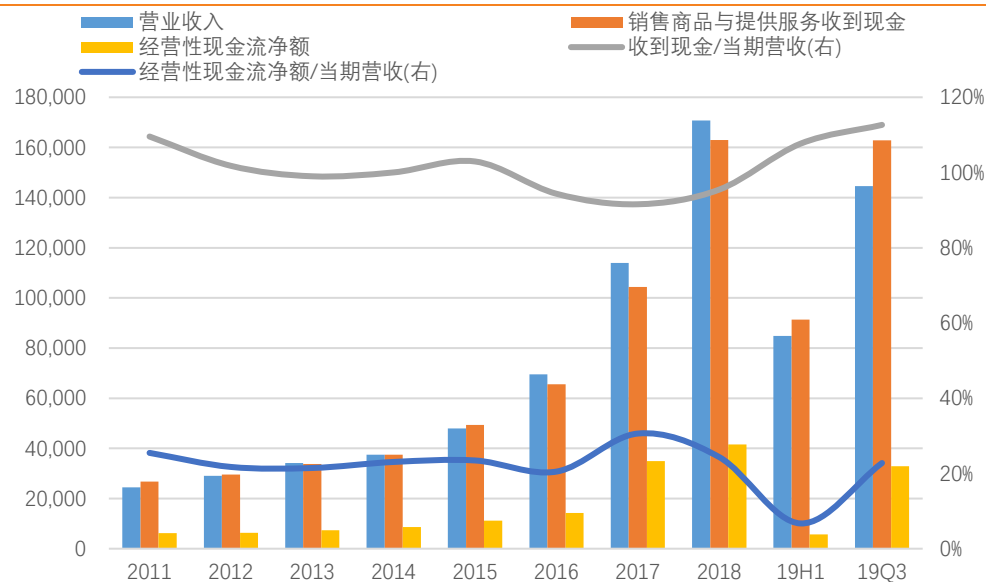
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

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



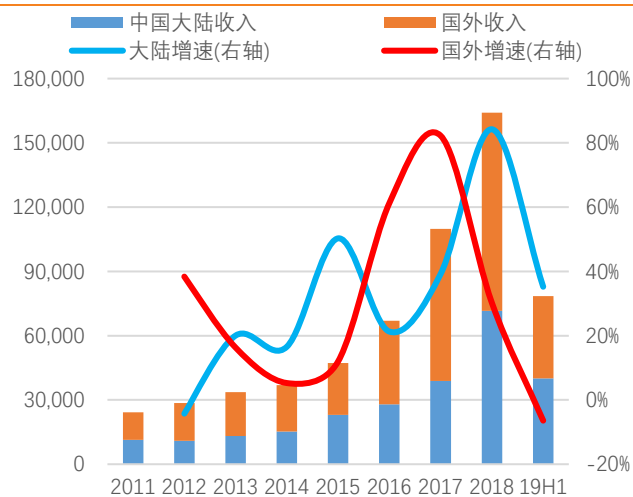
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 6：浙江鼎力现金流充沛，基本上与销售额匹配，历年季节性明显（万元）



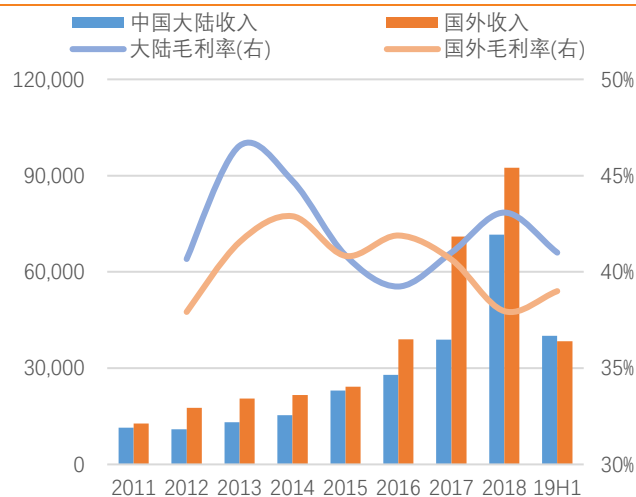
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 7：出口与内销增速呈现此消彼长，毛利率维持稳定高位（万元）



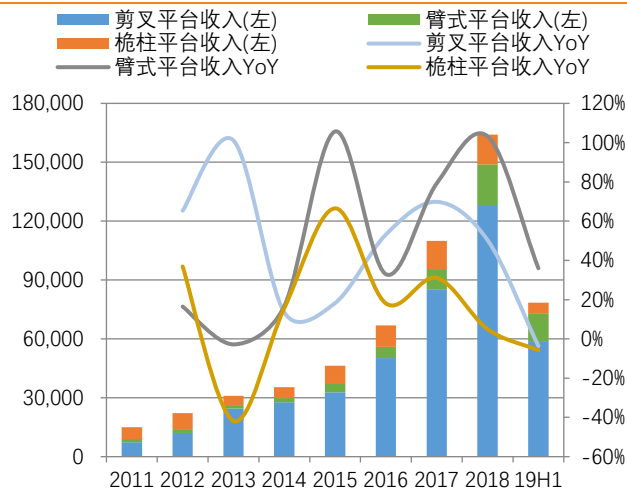
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 8：内销毛利率维持高水平，出口受汇率和关税影响较大（万元）



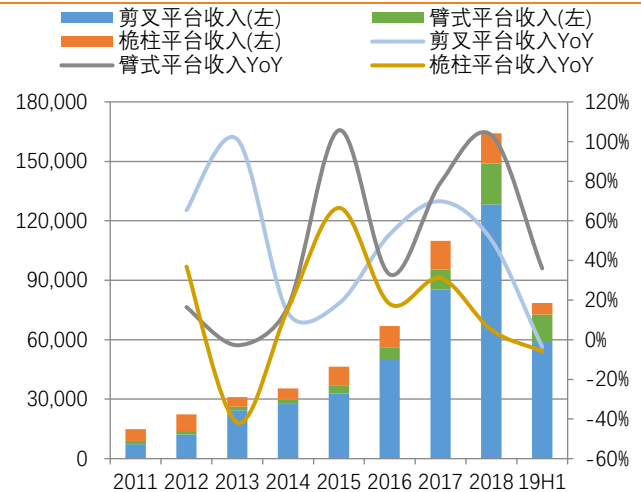
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 9：剪叉仍未最大收入来源，但臂车增速有望领跑（万元）



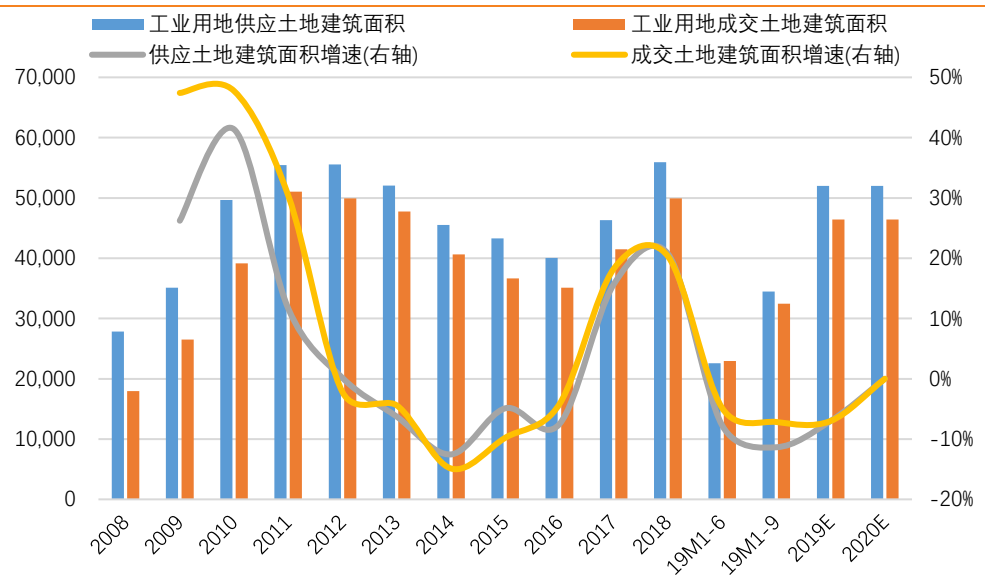
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 10：剪叉与桅柱毛利率维持高位，臂车尚缺规模效应（万元）



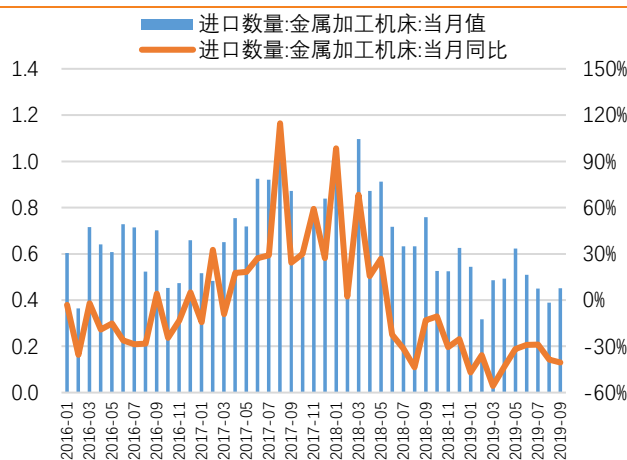
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 11：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）



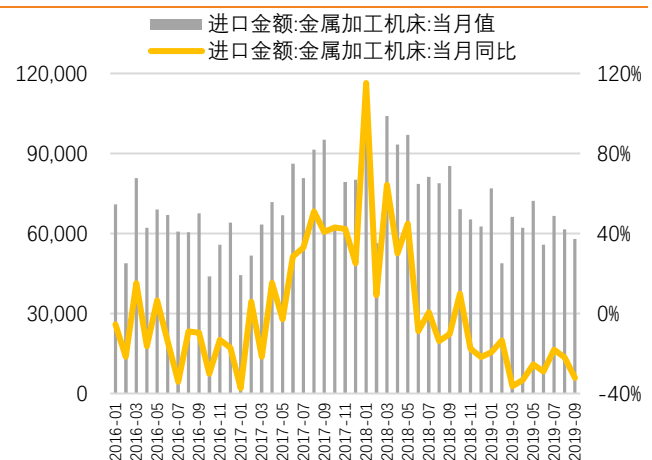
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：从进口机床数量来看，制造业投资还未恢复（亿美元）



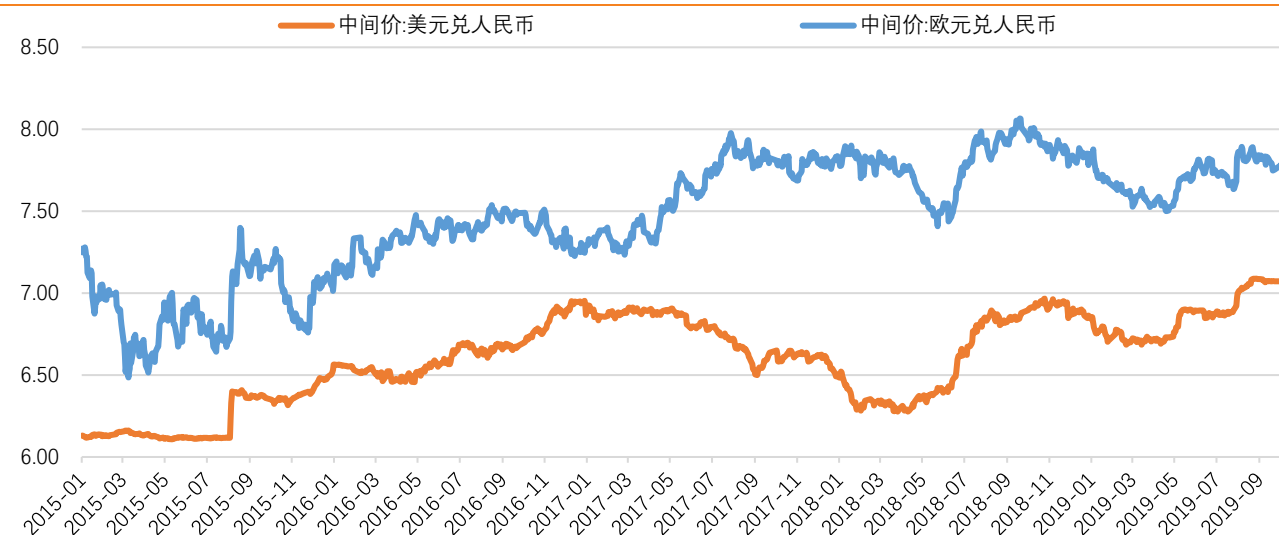
资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 13：从进口机床数量来看，制造业投资还未恢复（万台）



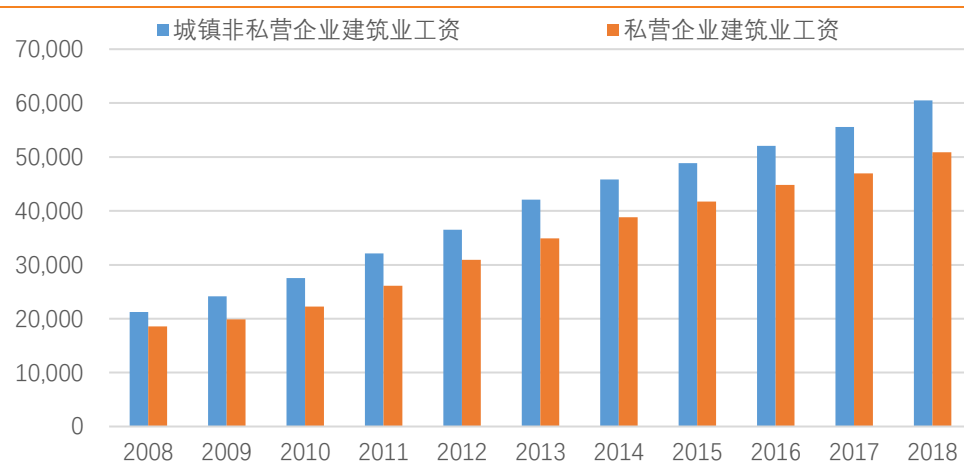
资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 14：人民币相对美元、欧元的汇率分别在 18Q1 和 18Q4 以来经历了剧烈波动，目前趋势看有利于出口（元）



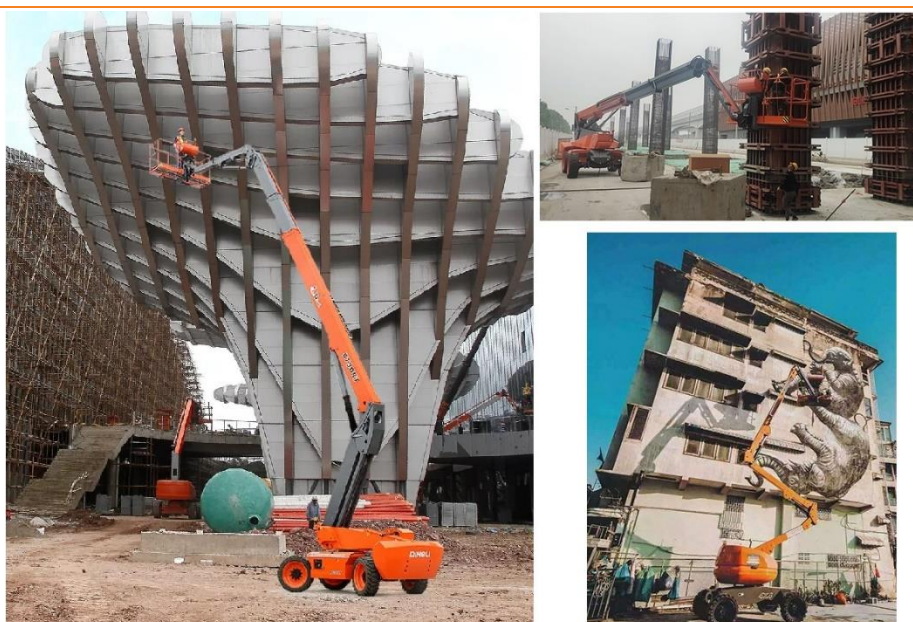
资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

图 15：劳动力成本持续上涨，有利于高空作业渗透率的提升（元/年）



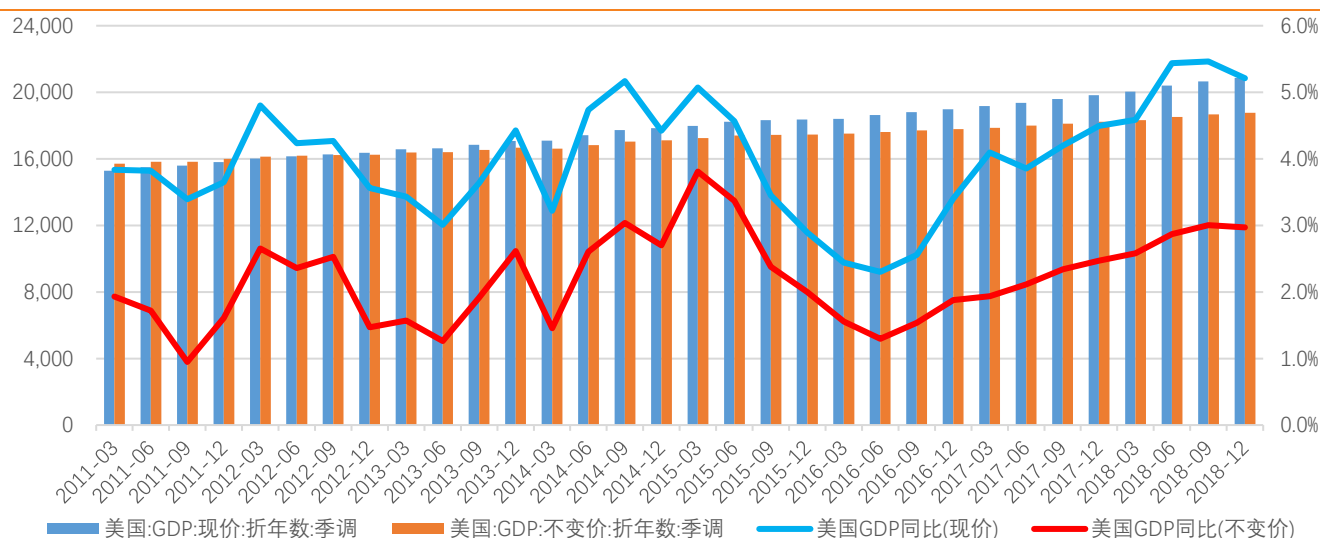
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 16：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



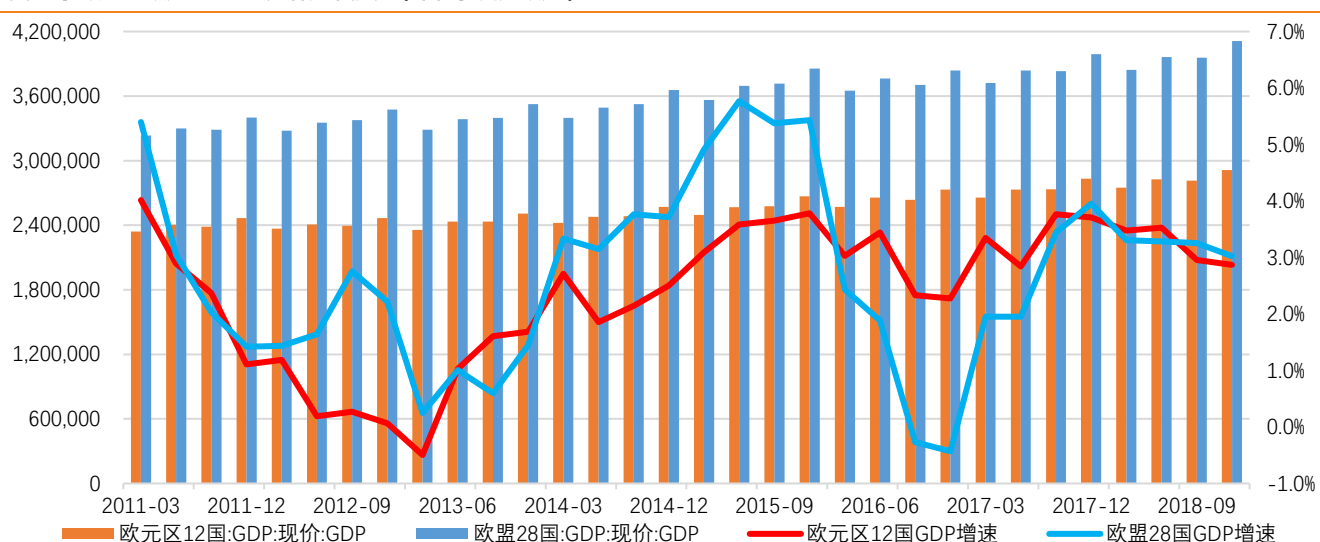
资料来源：公司官网&公众号，天风证券研究所

图 17: 美国 GDP 及增长率情况 (单位: 十亿美元)



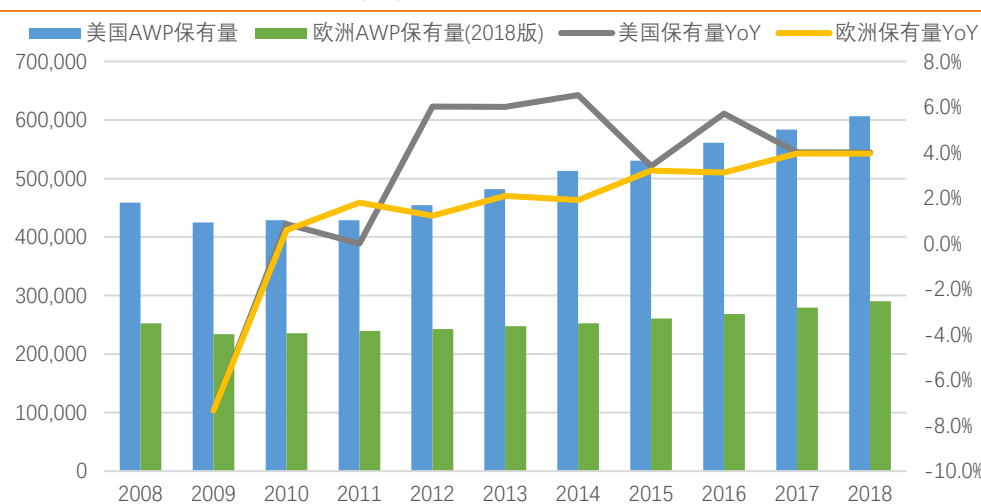
资料来源: 美国经济分析局, 天风证券研究所

图 18: 欧盟与欧元区 GDP 及增长率情况 (单位: 百万欧元)



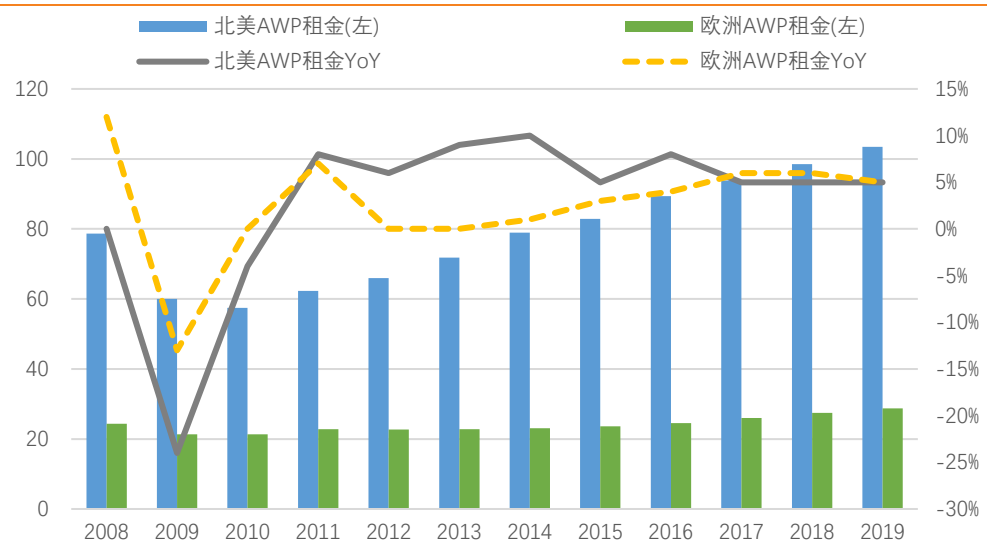
资料来源: 欧盟统计局, 天风证券研究所

图 19: 美国和欧洲市场 AWP 保有量 (台)



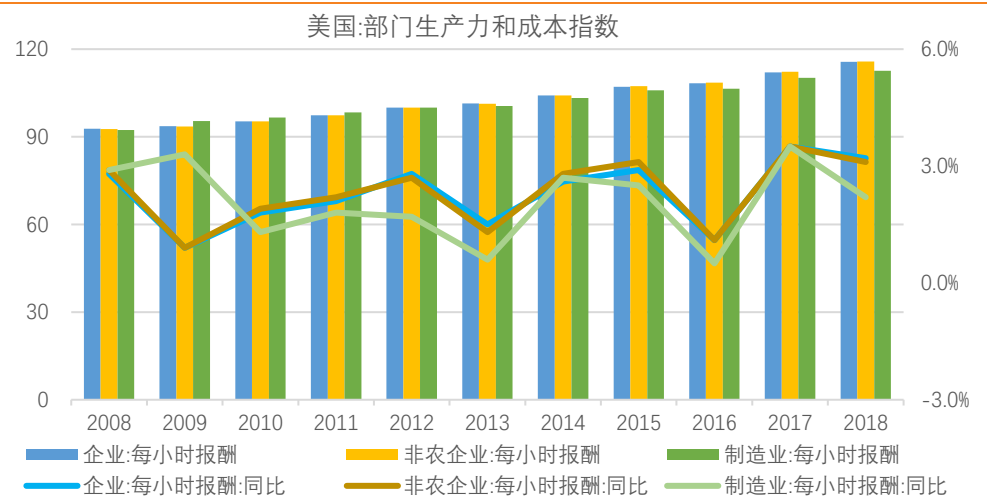
资料来源: IPAF, 天风证券研究所

图 20: 美国和欧洲市场 AWP 行业租金 (亿美元)



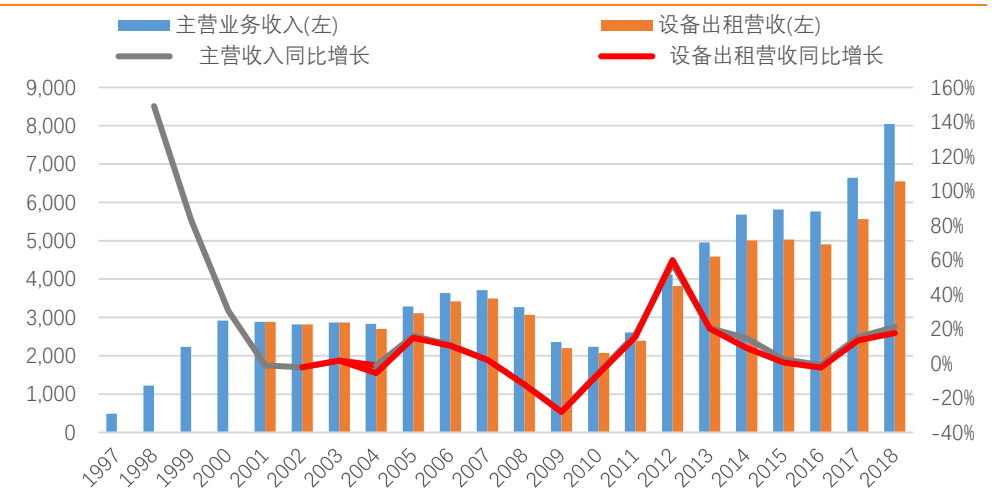
资料来源: IFAF, 天风证券研究所

图 21: 美国近十年劳动力成本提升不明显, 但 AWP 在增加, 说明渗透率仍在提升 (美元/小时)



资料来源: 美国劳工局, 天风证券研究所

图 22: 联合租赁 (URI.N) 的历年收入结构中 AWP 占主流、景气度仍较高 (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	751.49	1,045.50	1,343.68	1,419.55	2,046.06
应收票据及应收账款	299.24	525.65	449.55	781.81	945.44
预付账款	7.58	5.30	24.51	11.03	35.40
存货	243.06	359.09	540.62	639.19	1,069.19
其他	680.41	297.68	366.17	456.87	378.03
流动资产合计	1,981.77	2,233.22	2,724.53	3,308.45	4,474.12
长期股权投资	0.00	206.12	206.12	206.12	206.12
固定资产	211.13	232.42	248.36	749.99	870.76
在建工程	30.21	158.90	251.01	360.41	252.24
无形资产	145.91	143.10	140.01	136.91	133.82
其他	268.36	286.52	200.64	216.52	234.33
非流动资产合计	655.60	1,027.07	1,046.14	1,669.95	1,697.27
资产总计	2,778.56	3,633.58	3,977.38	5,218.80	6,444.86
短期借款	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	308.18	521.16	508.97	932.76	1,097.38
其他	170.15	345.52	253.94	381.59	450.51
流动负债合计	478.33	881.68	762.90	1,314.35	1,547.89
长期借款	34.10	75.07	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	63.62	75.45	50.50	63.19	63.05
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	813.40	1,377.54	1,610.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	176.93	247.70	346.78	346.78	346.78
资本公积	1,238.95	1,153.83	1,153.83	1,153.83	1,153.83
留存收益	2,019.92	2,344.50	2,817.20	3,494.48	4,487.15
其他	(1,233.29)	(1,144.65)	(1,153.83)	(1,153.83)	(1,153.83)
股东权益合计	2,202.51	2,601.38	3,163.98	3,841.26	4,833.93
负债和股东权益总	2,778.56	3,633.58	3,977.38	5,218.80	6,444.86

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	283.15	480.47	590.32	857.18	1,235.46
折旧摊销	23.91	25.09	15.05	42.08	50.48
财务费用	25.00	(21.89)	(17.79)	(21.67)	(27.18)
投资损失	(5.94)	(37.84)	(16.90)	(16.90)	(16.90)
营运资金变动	(455.71)	218.53	(154.99)	22.15	(338.54)
其它	478.30	(248.64)	0.18	0.06	(0.10)
经营活动现金流	348.71	415.71	415.86	882.89	903.22
资本支出	90.53	366.38	144.95	637.31	60.14
长期投资	0.00	206.12	0.00	0.00	0.00
其他	(1,125.15)	(415.89)	(81.82)	(1,304.22)	(136.12)
投资活动现金流	(1,034.62)	156.61	63.13	(666.91)	(75.97)
债权融资	61.98	225.23	54.34	72.46	87.32
股权融资	839.84	24.86	107.69	21.67	27.18
其他	(8.03)	(166.69)	(342.84)	(234.24)	(315.25)
筹资活动现金流	893.79	83.40	(180.81)	(140.11)	(200.75)
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	298.18	75.87	626.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,139.18	1,707.54	2,222.58	3,140.50	4,405.22
营业成本	661.01	998.55	1,328.46	1,844.47	2,550.83
营业税金及附加	11.47	9.64	11.11	15.70	22.03
营业费用	50.83	91.88	100.02	133.47	176.21
管理费用	59.70	61.03	55.56	78.51	110.13
研发费用	58.78	46.53	66.68	94.22	132.16
财务费用	22.96	(35.68)	(17.79)	(21.67)	(27.18)
资产减值损失	3.96	7.42	4.73	5.37	5.84
公允价值变动收益	0.54	(0.54)	0.18	0.06	(0.10)
投资净收益	5.94	37.84	16.90	16.90	16.90
其他	(69.22)	(74.49)	(34.16)	(33.92)	(33.60)
营业利润	333.22	565.36	690.89	1,007.40	1,452.01
营业外收入	0.09	0.14	3.84	1.35	1.78
营业外支出	0.33	0.36	0.24	0.31	0.30
利润总额	332.98	565.14	694.49	1,008.45	1,453.48
所得税	49.83	84.67	104.17	151.27	218.02
净利润	283.15	480.47	590.32	857.18	1,235.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	283.15	480.47	590.32	857.18	1,235.46
每股收益(元)	0.82	1.39	1.70	2.47	3.56

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	63.99%	49.89%	30.16%	41.30%	40.27%
营业利润	71.11%	69.67%	22.20%	45.81%	44.13%
归属于母公司净利润	62.00%	69.69%	22.86%	45.21%	44.13%
获利能力					
毛利率	41.98%	41.52%	40.23%	41.27%	42.10%
净利率	24.86%	28.14%	26.56%	27.29%	28.05%
ROE	12.86%	18.47%	18.66%	22.32%	25.56%
ROIC	63.69%	40.83%	51.02%	57.11%	59.46%
偿债能力					
资产负债率	20.73%	28.41%	20.45%	26.40%	25.00%
净负债率	-31.31%	-31.53%	-40.75%	-35.07%	-40.52%
流动比率	4.44	2.96	3.84	2.70	3.07
速动比率	3.93	2.55	3.13	2.21	2.38
营运能力					
应收账款周转率	4.75	4.14	4.56	5.10	5.10
存货周转率	5.40	5.67	4.94	5.32	5.16
总资产周转率	0.55	0.53	0.58	0.68	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.82	1.39	1.70	2.47	3.56
每股经营现金流	1.01	1.20	1.20	2.55	2.60
每股净资产	6.35	7.50	9.12	11.08	13.94
估值比率					
市盈率	75.20	44.32	36.07	24.84	17.23
市净率	9.67	8.18	6.73	5.54	4.40
EV/EBITDA	33.50	20.74	28.48	18.96	12.76
EV/EBIT	35.72	21.64	29.11	19.77	13.21

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