

2022 年 08 月 14 日

浙江鼎力 (603338.SH)

全球竞争力持续增强，看好公司未来盈利修复

■核心观点：2022 年公司有望释放利润弹性，扭转 2021 年“增收不增利”的情况。2022 年上半年，在高基数和国内疫情反复背景下仍实现营收同比 14% 的增长，盈利端受益于汇率波动带来的约 8 千万汇兑收益，实现归母净利润同比增长 13%；展望下半年，在收入稳定增长的情况下，产品结构优化、市场结构优化、成本控制加强、外部因素好转有望带动公司进一步释放利润弹性。2018-2021 年，公司连续经历了贸易摩擦、新冠疫情、“双反”等压力测试，积极应对过程中，市场竞争力不断增强，当前估值处于历史底部水平，具备中长期投资价值。

■国内高空作业平台市场正由成长期向成熟期过渡，短期关注海外市场需求高景气：根据中国工程机械工业协会数据，2022M1-6，高空作业平台行业销量 9.95 万台，同比+19.8%。从出口角度看，2022M1-5，实现出口 2.8 万台，同比+48%，海外需求保持高景气，从两个角度验证：①制造端：根据豪士科（JLG 母公司）和特雷克斯（吉尼母公司）财报，其高机业务在手订单规模持续扩大，截至 2022Q2 末分别达 40、23 亿美元，分别同比+127%、62%。同时豪士科财报披露，计划于 9 月 1 日起涨价 5%。②租赁端：根据全球第一大租赁商联合租赁投资者报告，2021 年实际总资本开支超 30 亿美元，超过预算的 20-23 亿规模，预计 2022 年仍是采购设备的资本开支大年，预算总开支与 2021 年持平，达 29-31 亿美元。

■公司灵活调配产能，市场结构明显优化，体现较强全球竞争力：2022 年上半年，国内受疫情影响需求延后，公司产能重心向海外市场倾斜，内销/海外收入 12.6/16.8 亿元，同比-20.9%/+71.87%，海外收入占比提升至 58.44%，相比 2021 年提升 18.4pct，在产品质量为导向的海外成熟市场，公司核心竞争力体现在：①自主创新的差异化产品：公司率先实现全系列产品电动化，并不断丰富产品谱系，电动款越野剪叉突破技术壁垒，高度突破 32 米，为业内现有最大工作高度电驱剪叉产品，同时公司最新研发推出高位智能臂式、增程式臂式、大吸力纯电玻璃吸盘车、路轨两用轨道高空车等新品；②日益完善的渠道布局：在海外市场，公司陆续建立多个分/子公司并组建本土团队，进一步拓宽海外销售渠道，着力加大非贸易摩擦海外市场和潜在新兴市场的开拓力度，不断加强与海外大型租赁公司的合作关系。我们认为，当前海外需求保持高景气，海外龙头 JLG 带头提价，有利于公司在“双反”背景下在美国市场维持一定销售规模增长和利润率水平，因此“双反”

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 买入-A

维持评级

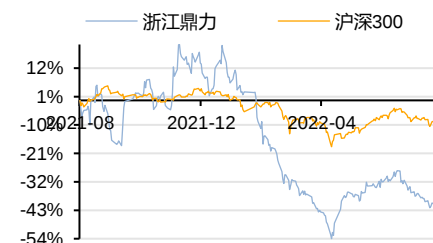
12 个月目标价： 57.20 元

股价 (2022-08-12) 43.48 元

交易数据

总市值 (百万元)	22,016.01
流通市值 (百万元)	22,016.01
总股本 (百万股)	506.35
流通股本 (百万股)	506.35
12 个月价格区间	32.90/86.11 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.17	-10.45	-31.59
绝对收益	-6.39	-4.21	-38.4

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004
guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

浙江鼎力：一季报业绩超预期，静待利润弹性释放——2021 年报&2022 一季报点评/郭倩倩	2022-04-29
浙江鼎力：高管增持彰显信心，看好公司长期价值/郭倩倩	2022-03-09
浙江鼎力：迎难而上，2022 年有望迎来困境反转/郭倩倩	2022-01-18

对公司整体影响有限，叠加公司持续增强的全球竞争力，在 2021 “全球高空作业平台制造企业 20 强”榜单中，公司首次位列全球第三，未来公司在海外市场收入增长延续性较强。

■**看好公司未来盈利修复空间，短期看下半年有望实现毛利率环比提升：**2022 年上半年，公司整体毛利率 27.96%，同比-1.24pct，净利率 19.50%，同比-0.16pct。我们认为，公司未来盈利改善主要基于：

①**产品结构优化：**2021 年，公司电动款臂式占臂式产品销量比重达 58.17%，电动化产品已成全球趋势，海外市场也更青睐节能环保、维保便捷的高品质新能源产品，未来公司电动化产品销售占比有望持续提升；

②**市场结构优化：**根据公司公开交流纪要，2022 上半年，由于海外收入占比显著提升，臂式产品毛利率已有所改善。目前公司出口主力产品仍为剪叉式，随着臂式在欧美市场的持续推广，在海外市场销售占比提升，臂式毛利率仍有提升空间。

③**高效成本控制：**一方面，公司产线拥有业内最高自动化、智能化水平，充分发挥规模化效应；另一方面，公司已基本实现结构件自制，包括新臂式产品，可有效提高盈利空间、把控部件质量、缩短产品交货期，保证生产过程稳定可控。

④**外部因素释放成本压力：**大宗原材料价格、海运费价格下降有望在下半年反映在成本端。钢材价格方面，根据中国钢铁工业协会，钢材价格从 2020 年 Q4 至 2021 年 Q3 期间持续上涨，2021 年 Q4 以来钢材价格增速有所放缓，2022 年 7 月钢材综合价格指数约 115 点，环比-11%，同比-23%；出口海运费方面，2022 年 3 月以来，Drewry 全球集装箱运价综合指数呈逐月下降趋势，2022 年 7 月，欧洲、美西航线运费分别同比-29%、-25%。

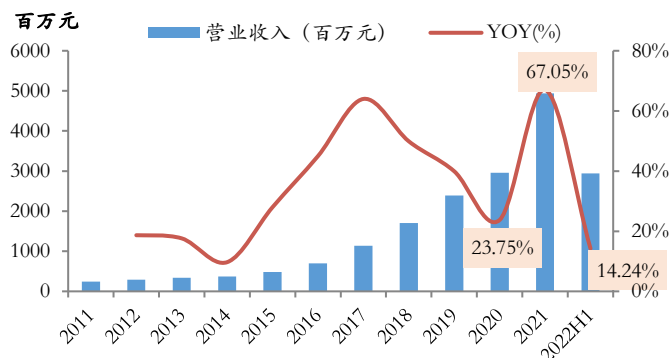
■**投资建议：**预计公司 2022-2024 年的收入分别为 59.5、73.6、90.5 亿元，同比增速分别为 20.5%、23.6%、23.0%，净利润分别为 11.4、14.5、18.2 亿元，同比增速分别为 28.5%、27.5%、25.8%，对应 PE 分别为 19、15、12 倍；当前估值处于历史底部水平，维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价 57.2 元，相当于 2023 年 20X PE。

■**风险提示：**贸易摩擦导致出口市场下滑较多；市场竞争加剧导致产品毛利率承压；定增项目建设进度不及预期；承担双反关税导致利润率下滑；受到美国市场再次制裁。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,956.8	4,939.3	5,953.5	7,361.5	9,053.0
净利润	664.1	884.5	1,136.5	1,449.1	1,822.4
每股收益(元)	1.31	1.75	2.24	2.86	3.60
每股净资产(元)	7.39	11.81	13.64	15.98	18.93
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	33.1	24.9	19.4	15.2	12.1
市净率(倍)	5.9	3.7	3.2	2.7	2.3
净利率	22.5%	17.9%	19.1%	19.7%	20.1%
净资产收益率	17.7%	14.8%	16.5%	17.9%	19.0%
股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
ROIC	51.5%	67.5%	55.3%	133.2%	78.3%

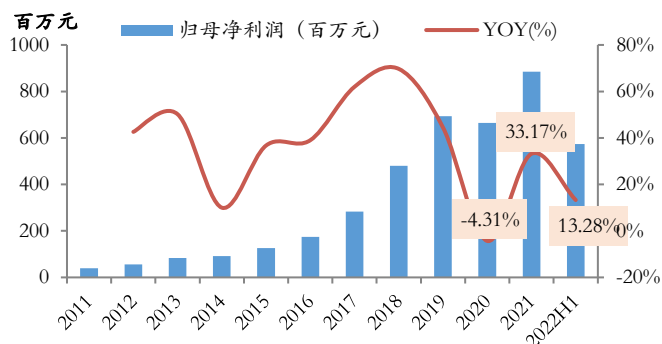
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

图 1: 2022H1 公司收入增速 14.24%



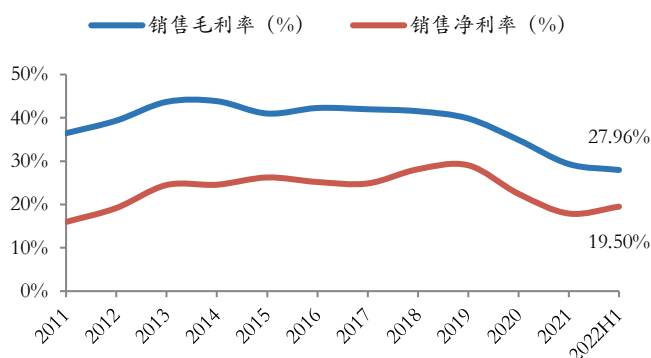
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 2: 2022H1 公司归母净利润增速 13.28%



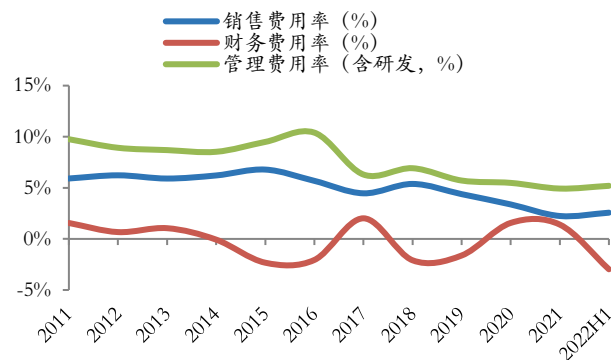
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 2022H1 公司盈利水平企稳



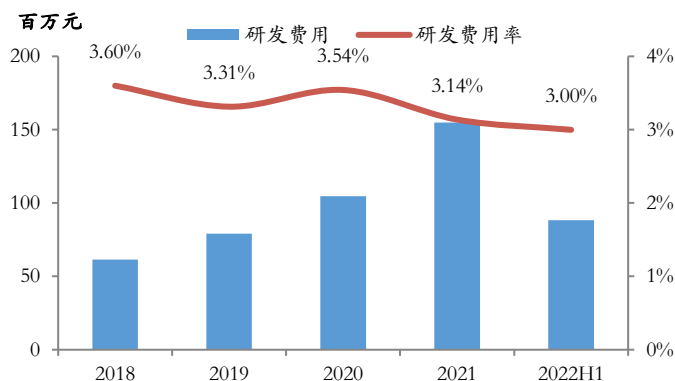
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 4: 受汇率波动影响, 财务费用率显著降低



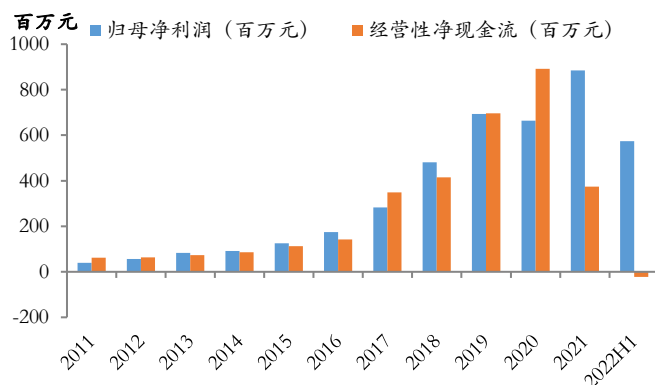
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 5: 2022H1 公司研发费用达 0.88 亿元



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 6: 2022H1 公司经营活动净现金流为-0.22 亿元



资料来源: wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,956.8	4,939.3	5,953.5	7,361.5	9,053.0	成长性					
减:营业成本	1,924.6	3,490.3	4,196.8	5,147.3	6,305.8	营业收入增长率	23.7%	67.1%	20.5%	23.6%	23.0%
营业税费	12.2	14.8	22.8	26.9	31.6	营业利润增长率	-3.6%	31.7%	29.1%	27.5%	25.5%
销售费用	99.7	110.8	136.9	162.0	190.1	净利润增长率	-4.3%	33.2%	28.5%	27.5%	25.8%
管理费用	57.4	88.4	107.2	128.8	153.9	EBITDA 增长率	5.6%	43.4%	16.2%	25.9%	24.5%
研发费用	104.7	154.9	198.3	245.6	295.9	EBIT 增长率	4.2%	41.0%	17.7%	27.4%	25.6%
财务费用	46.3	69.1	-24.1	-32.6	-40.0	NOPLAT 增长率	6.9%	33.8%	18.2%	27.4%	25.8%
资产减值损失	14.6	-5.7	-30.0	-30.0	-30.0	投资资本增长率	2.2%	44.2%	-47.1%	113.9%	-32.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	16.7%	59.7%	15.6%	17.2%	18.4%
投资和汇兑收益	36.7	14.6	-26.8	-31.8	-34.6						
营业利润	775.9	1,021.8	1,318.9	1,681.7	2,111.1	利润率					
加:营业外净收支	-2.4	-0.7	-1.0	-1.4	-1.0	毛利率	34.9%	29.3%	29.5%	30.1%	30.3%
利润总额	773.5	1,021.1	1,317.9	1,680.3	2,110.0	营业利润率	26.2%	20.7%	22.2%	22.8%	23.3%
减:所得税	109.3	136.6	181.3	231.2	287.7	净利润率	22.5%	17.9%	19.1%	19.7%	20.1%
净利润	664.1	884.5	1,136.5	1,449.1	1,822.4	EBITDA/营业收入	27.7%	23.8%	23.0%	23.4%	23.7%
						EBIT/营业收入	26.4%	22.3%	21.7%	22.4%	22.9%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	59	56	48	36	26
货币资金	1,190.8	3,514.3	4,772.9	4,716.5	6,928.7	流动营业资本周转天数	63	48	26	30	37
交易性金融资产	330.0	50.0	50.0	50.0	50.0	流动资产周转天数	459	421	471	444	437
应收账款	641.7	1,624.3	1,187.1	2,370.9	2,055.0	应收账款周转天数	88	83	85	87	88
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	85	85	85	84	84
预付账款	32.3	41.9	34.6	71.5	54.9	总资产周转天数	653	563	595	537	512
存货	941.6	1,387.2	1,410.7	2,020.9	2,183.0	投资资本周转天数	169	125	93	82	76
其他流动资产	1,010.1	776.1	712.9	744.0	755.4						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.7%	14.8%	16.5%	17.9%	19.0%
长期股权投资	118.5	108.2	108.2	108.2	108.2	ROA	11.3%	9.2%	11.3%	12.2%	13.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	51.5%	67.5%	55.3%	133.2%	78.3%
固定资产	721.9	827.8	761.4	694.9	628.5	费用率					
在建工程	91.1	114.6	114.6	114.6	114.6	销售费用率	3.4%	2.2%	2.3%	2.2%	2.1%
无形资产	157.9	233.8	228.2	222.6	217.1	管理费用率	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
其他非流动资产	633.0	896.2	713.2	746.3	784.4	研发费用率	3.5%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	5,869.0	9,574.5	10,093.8	11,860.4	13,879.7	财务费用率	1.6%	1.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
短期债务	30.0	449.3	-	-	-	四费/营业收入	10.4%	8.6%	7.0%	6.8%	6.6%
应付账款	957.8	1,379.7	2,026.7	2,039.2	2,734.9	偿债能力					
应付票据	432.5	677.1	541.2	1,063.6	870.1	资产负债率	36.2%	37.6%	31.6%	31.8%	30.9%
其他流动负债	471.1	638.2	498.9	536.5	557.7	负债权益比	56.8%	60.2%	46.1%	46.5%	44.8%
长期借款	121.0	301.7	-	-	-	流动比率	2.19	2.35	2.66	2.74	2.89
其他非流动负债	112.5	150.2	118.7	127.1	132.0	速动比率	1.69	1.91	2.20	2.19	2.36
负债总额	2,124.9	3,596.3	3,185.6	3,766.5	4,294.7	利息保障倍数	16.85	15.93	-53.78	-50.58	-51.77
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	485.5	506.3	506.3	506.3	506.3	DPS(元)	0.25	0.34	0.41	0.52	0.65
留存收益	3,253.8	5,472.0	6,401.9	7,587.6	9,078.6	分红比率	19.0%	19.5%	18.2%	18.2%	18.2%
股东权益	3,744.2	5,978.2	6,908.2	8,093.9	9,585.0	股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	664.1	884.5	1,136.5	1,449.1	1,822.4	EPS(元)	1.31	1.75	2.24	2.86	3.60
加:折旧和摊销	40.8	77.1	72.0	72.0	72.0	BVPS(元)	7.39	11.81	13.64	15.98	18.93
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	33.1	24.9	19.4	15.2	12.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.9	3.7	3.2	2.7	2.3
财务费用	42.1	57.7	-24.1	-32.6	-40.0	P/FCF	37.9	21.6	18.1	82.8	8.5
投资损失	-36.7	-14.6	-33.2	-28.2	-25.4	P/S	7.4	4.5	3.7	3.0	2.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	57.0	31.2	11.8	9.4	6.5
营运资金的变动	250.4	-601.5	1,063.1	-1,320.7	635.0	CAGR(%)	29.7%	27.2%	17.9%	29.7%	27.2%
经营活动产生现金流量	891.8	373.7	2,214.4	139.6	2,464.0	PEG	1.1	0.9	1.1	0.5	0.4
投资活动产生现金流量	-707.3	-69.1	101.6	2.5	19.7	ROIC/WACC	5.0	6.5	5.3	12.8	7.6
融资活动产生现金流量	-192.2	2,069.3	-1,057.5	-198.6	-271.4	REP	6.7	2.8	2.8	0.6	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034