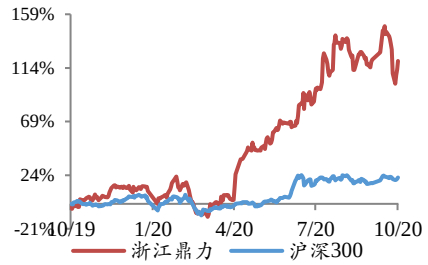
新臂式如期投产，静待产能爬坡后的利润释放

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-11-02

收盘价（元）	92.10
近 12 个月最高/最低（元）	111.80/56.10
总股本（百万股）	485
流通股本（百万股）	485
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	447
流通市值（亿元）	447

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

相关报告

1.《华安证券_首次覆盖深度报告_浙江鼎力_新臂式产品放量在即，开启供给驱动型新周期》2020-06-17

2.《华安证券_点评报告_浙江鼎力_新臂式产能释放在即，全球订单先行》2020-08-06

3.《华安证券_点评报告_浙江鼎力_业绩如期高增长，海外布局再下一城》2020-08-18

主要观点：

● **事件：**公司发布三季报，2020 年 1-9 月，公司实现营收 24.74 亿，同比增长 71.16%，归母净利润 6.20 亿，同比增长 39.82%；Q3 单季度，公司实现营收 9.73 亿元，同比增长 63.03%，归母净利润 2.12 亿，同比增长 15.49%。

● **核心观点：**公司 Q3 收入符合预期，利润不及预期，主要原因是：**①产品结构。**8 月份新臂式产能开始投放，单三季度臂式收入占比达到 24%（上半年仅 10%左右），而新臂式毛利率较低，拖累了整体毛利率。**②试用款产品收入 Q3 确认，大客户有价格折扣，影响毛利率。**我们此前深度报告也指出，未来随着臂式放量，公司毛利率会经历先下行再回升，最后保持平稳的状态，长期来看，随着臂式产品放量，公司产品结构将向全球龙头靠齐，未来业绩的贡献主力将从剪叉转向臂式，仍旧维持“买入”评级。

● **新臂式产能如期释放，海外订单逐步恢复**

分产品：①臂式：单三季度，臂式销量超过 540 台，同比增长 250%，超过整个上半年出货量，产能提升明显，单月产能从 7 月份 200 台/月提升至 9 月份 250 台/月，年底有望达到 300 台/月，全年臂式产量预计逼近 2000 台。新臂式产能投放， Q3 收入占比超过 20%，对比上半年 10%，提升幅度明显，对比海外龙头产品结构，我们判断未来公司的业绩来源大头将由剪叉转向臂式；**②剪叉式：**单三季度，剪叉式销量超过 10000 台，同比增长 50%，保持稳定增长态势。

分市场：受疫情影响，今年海外市场整体表现一般，三季度开始有所恢复，目前恢复至去年同期的七八成，今年公司业绩增长主要靠国内市场需求拉动，国内外收入比例整体呈现出三七分格局（国内约 70%占比）。预计四季度交付部分海外订单，全年海外收入将与 2019 年持平。

● **多种因素导致公司利润率有所下滑**

毛利率方面：公司前三季度整体毛利率 37.1%，同比-3.75pct，单三季度，整体毛利率为 35.5%，同比-4.09pct。我们判断主要是由于低毛利臂式收入占比提升所致，2019 年臂式毛利率 27.7%，目前在产能爬坡阶段，毛利率大概 20%-25%水平。从成本端来看，臂式四期产能于 8 月底投放，转固金额较多，折旧、摊销费用致使成本暂时上升，总体产量仍然较小，规模效应不明显；从价格端来看，新臂式产品处于市场推广阶段，试用款产品折扣力度大。

我们认为，未来随着臂式放量，公司毛利率会经历先下行再回升，最后保持平稳的状态。**臂式放量：**从公司 2019 年收入结构来看，臂式占比仅有 12%，稳态情况下，臂式的毛利率和净利率均高于剪叉式，随着臂式产品未来产能投产放量后，规模效应显现，臂式收入占比提升，公

司综合利润率会逐步回升，最后保持平稳。**臂式结构调整：**2020 年公司臂式产品均价整体呈上升趋势（36→40 万/台），目前公司全系列产品实现电动化，未来行业电动化趋势明显，随着电动款产品销售占比提升，整体均价有望继续提升，支撑毛利率回升。

净利率方面：公司前三季度净利率 25.1%，同比-5.62pct，单三季度，净利率为 21.8%，同比-9pct。公司前三季度期间费用率 8.26%，同比+1.2pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.43pct、-0.55pct、+0.16pct、+2.02pct，销售和管理费率仍保持下降趋势，内控质量保持优秀，整体费用率升高主要由于受汇兑损失（约 2000 万）影响的财务费用升高，进而影响了利润水平。

● 行业仍处于快速成长期，短期租金水平趋稳，中长期市场需求足

行业基本面未发生重大改变，仍处于快速成长期。短期看，2020 年三季度以来，下游租赁商竞争放缓，设备租金水平企稳；长期看，2015-2019 年，中国高空作业平台市场保有量复合增速达 50%，销量符合增速达 62%，截止 2019 年年底，中国市场保有量达 15 万台，美国市场保有量达 65.8 万台，我们选取建筑增加值和 GDP 两个维度，来测算中国市场未来市场空间，两个维度测算平均结果为 59 万台，目前仅 15 万台，还有 4 倍空间。我们认为随着保有量基数的增长，增速会放缓，过去 5 年保有量复合增速高达 50%，未来 5 年放缓至 35%左右较为合理，因此预计在 2024-2025 年，行业保有量将达到阶段性高点，而在此之后，随着二手机市场成熟，更新需求会起来，行业仍将保持稳中有升趋势。

● 投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 9.16、12.57、16.55 亿元，同比增速为 31.99%、37.17%、31.69%。对应 PE 分别为 50.52、36.83、27.97 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

新臂式投产不及预期、贸易摩擦导致出口市场下滑较多、国内固定资产投资下滑太快、市场竞争加剧导致产品毛利率承压。

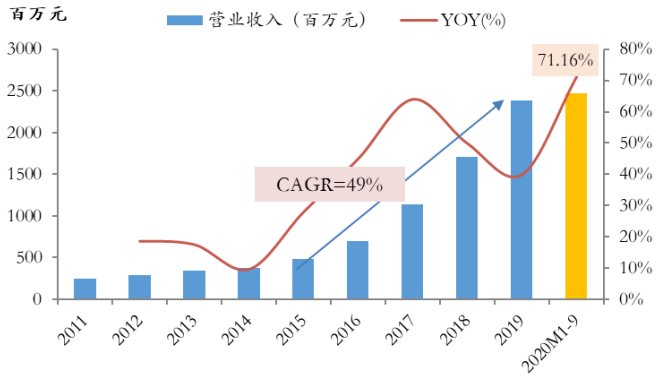
● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2389.36	3463.49	4842.96	6277.36
收入同比（%）	39.93	44.96	39.83	29.62
归属母公司净利润	694.08	916.11	1256.60	1654.77
净利润同比（%）	44.46	31.99	37.17	31.69
毛利率（%）	39.85%	38.84%	38.08%	38.74%
ROE（%）	21.64%	22.22%	23.36%	23.52%
每股收益（元）	1.43	1.89	2.59	3.41
P/E	48.96	50.52	36.83	27.97
P/B	10.60	14.43	11.06	8.46
EV/EBITDA	32.75	31.90	22.66	16.51

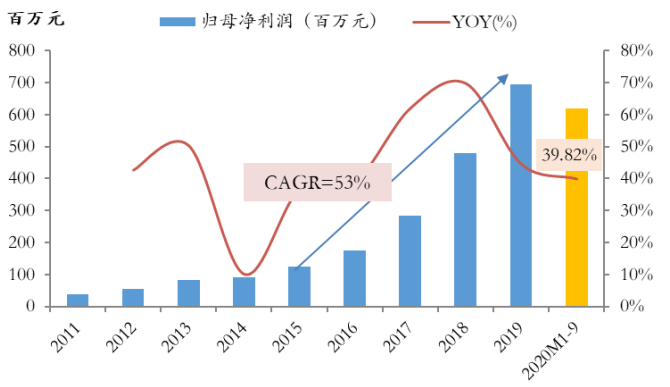
资料来源： wind，华安证券研究所

图表 1　2020 前三季度公司营收同比增长 71.16%



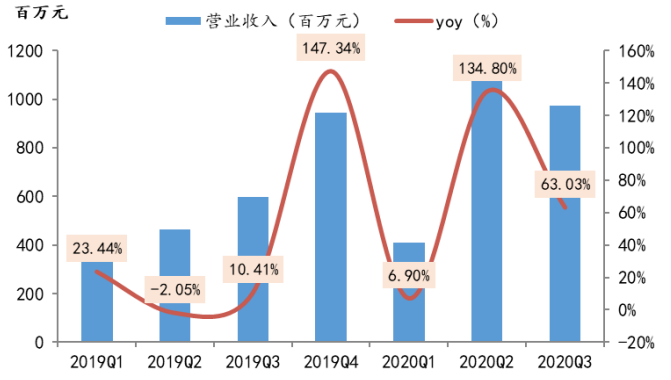
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2　2020 前三季度公司归母净利润同比增长 39.82%



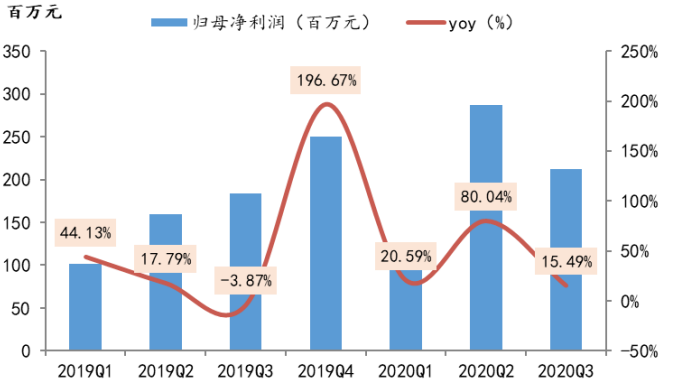
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3　2020Q3 公司营收同比增长 63%



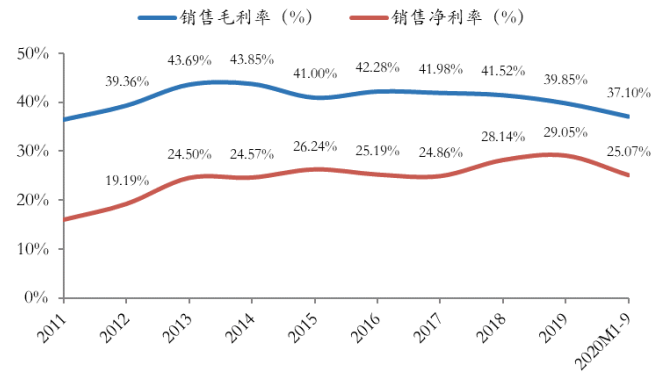
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4　2020Q3 公司归母净利润同比增长 15.49%



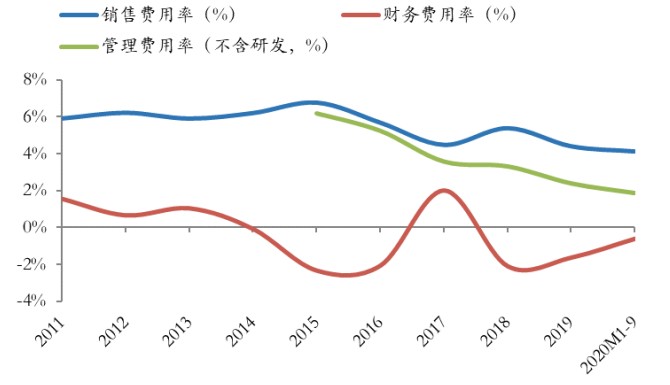
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5　2020 前三季度毛、净利率略有下滑



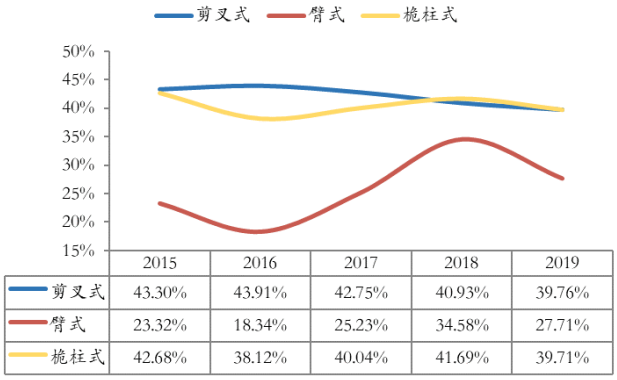
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6　费用控制保持良好



资料来源：wind，华安证券研究所

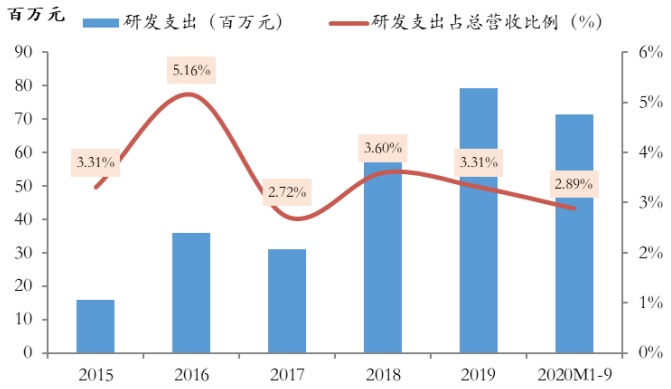
图表 7 公司分业务毛利率情况



	2015	2016	2017	2018	2019
剪叉式	43.30%	43.91%	42.75%	40.93%	39.76%
臂式	23.32%	18.34%	25.23%	34.58%	27.71%
桅柱式	42.68%	38.12%	40.04%	41.69%	39.71%

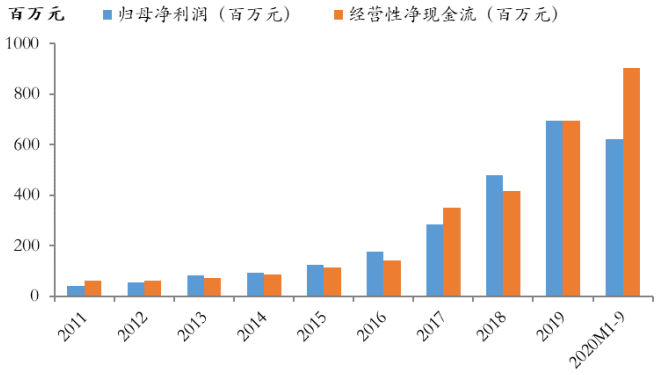
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司研发支出情况



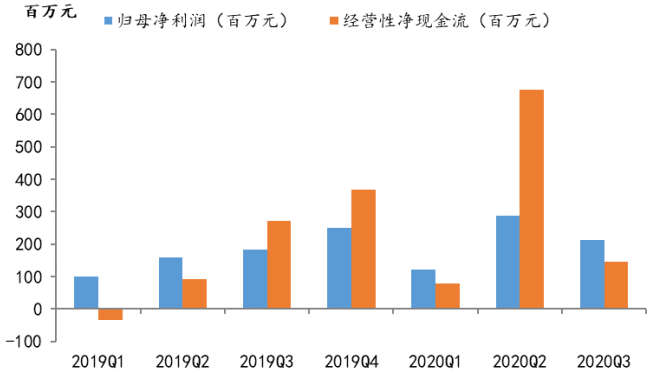
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2020 前三季度公司经营性净现金流大幅提升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 2020Q3 经营性净现金流 1.47 亿元



资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	**3388.8**	**4561.3**	**6183.2**	**8232.5**
现金	874.1	1456.5	2292.9	3506.0
应收账款	797.6	1043.8	1459.5	1891.8
其他应收款	6.1	9.5	13.3	17.2
预付账款	10.7	16.9	24.0	30.8
存货	460.8	591.9	821.6	1053.6
其他流动资产	1239.5	1442.6	1571.9	1733.1
非流动资产	**1470.6**	**1654.4**	**1849.2**	**2045.7**
长期投资	693.5	719.9	748.9	777.8
固定资产	628.7	775.8	939.6	1103.8
无形资产	141.2	151.4	153.5	156.9
其他非流动资产	7.2	7.2	7.2	7.2
资产总计	**4859.5**	**6215.7**	**8032.4**	**10278.2**
流动负债	**1449.6**	**1889.7**	**2449.8**	**3040.8**
短期借款	165.6	165.6	165.6	165.6
应付账款	585.8	725.4	1051.7	1390.8
其他流动负债	698.2	998.7	1232.5	1484.5
非流动负债	**202.4**	**202.4**	**202.4**	**202.4**
长期借款	109.1	109.1	109.1	109.1
其他非流动负债	93.3	93.3	93.3	93.3
负债合计	**1652.0**	**2092.1**	**2652.2**	**3243.2**
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	346.8	485.5	485.5	485.5
资本公积	1053.3	914.6	914.6	914.6
留存收益	1797.1	2713.2	3969.8	5624.6
归属母公司股东权	3207.5	4123.6	5380.2	7035.0
负债和股东权益	**4859.5**	**6215.7**	**8032.4**	**10278.2**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	**696.2**	**769.0**	**1031.8**	**1411.8**
净利润	694.1	916.1	1256.6	1654.8
折旧摊销	28.3	28.6	30.1	31.5
财务费用	(14.3)	11.9	11.9	11.9
投资损失	(48.3)	(37.8)	(41.3)	(41.3)
营运资金变动	23.7	(149.9)	(225.5)	(245.1)
其他经营现金流	12.7	0.0	(0.0)	(0.0)
投资活动现金流	**(666.3)**	**(174.6)**	**(183.5)**	**(186.7)**
资本支出	(284.9)	(186.0)	(195.9)	(199.1)
长期投资	(386.9)	0.0	0.0	0.0
其他投资现金流	5.5	11.3	12.4	12.4
筹资活动现金流	**147.4**	**(11.9)**	**(11.9)**	**(11.9)**
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	(13.8)	(5.6)	(7.0)
其他筹资现金流	147.4	1.9	(6.4)	(5.0)
现金净增加额	**177.3**	**582.5**	**836.3**	**1213.2**

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	**2389.36**	**3463.49**	**4842.96**	**6277.36**
营业成本	1437.12	2118.18	2998.96	3845.64
营业税金及附加	10.36	13.85	18.40	23.85
销售费用	104.71	145.47	193.72	251.09
管理费用	57.33	76.20	96.86	125.55
财务费用	(38.78)	5.39	1.02	(5.25)
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.35	37.78	41.31	41.31
营业利润	**804.72**	**1059.12**	**1452.70**	**1913.00**
营业外收入	0.50	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.32	0.00	0.00	0.00
利润总额	**804.89**	**1059.09**	**1452.71**	**1913.03**
所得税	110.81	142.98	196.12	258.26
净利润	**694.08**	**916.11**	**1256.60**	**1654.77**
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	**694.08**	**916.11**	**1256.60**	**1654.77**
EBITDA	729.01	1034.49	1419.79	1874.43
EPS（元）	1.43	1.89	2.59	3.41

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	39.93%	44.96%	39.83%	29.62%
营业利润	42.34%	31.61%	37.16%	31.69%
归属于母公司净利	44.46%	31.99%	37.17%	31.69%
获利能力				
毛利率（%）	39.85%	38.84%	38.08%	38.74%
净利率（%）	29.05%	26.45%	25.95%	26.36%
ROE（%）	21.64%	22.22%	23.36%	23.52%
ROIC（%）	33.22%	40.92%	47.75%	54.40%
偿债能力				
资产负债率（%）	33.99%	33.66%	33.02%	31.55%
净负债比率（%）	14.89%	11.58%	8.88%	6.79%
流动比率	2.34	2.41	2.52	2.71
速动比率	2.02	2.10	2.19	2.36
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.63	0.68	0.69
应收账款周转率	3.62	3.76	3.87	3.75
应付账款周转率	4.88	5.28	5.45	5.14
每股指标（元）				
每股收益	1.43	1.89	2.59	3.41
每股经营现金流薄）	1.43	1.23	1.65	2.26
每股净资产	6.61	6.61	8.62	11.27
估值比率				
P/E	48.96	50.52	36.83	27.97
P/B	10.60	14.43	11.06	8.46
EV/EBITDA	32.75	31.90	22.66	16.51

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩，郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。