



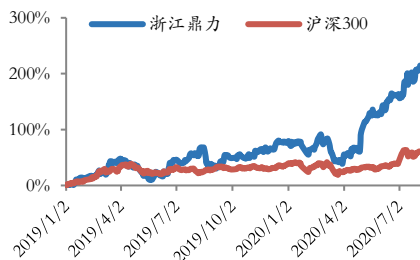
业绩如期高增长，海外布局再下一城

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-18

收盘价（元）	104.86
近 12 个月最高/最低（元）	104.86/37.44
总股本（百万股）	485.49
流通股本（百万股）	485.49
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	502
流通市值（亿元）	502

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

电话：0551-65161835

邮箱：lijiang@hazq.com

相关报告

1. 《华安证券_公司研究_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_公司研究_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

事件：①2020 年 8 月 17 日，公司发布半年报，2020 上半年实现营收 15.01 亿元，同比+76.87%，归母净利润 4.09 亿元，同比+56.96%，经营活动净现金流 7.57 亿元，同比+1229.33%。单看 Q2，公司实现营收 10.90 亿元，同比+134.80%，归母净利润为 2.87 亿元，同比+80.04%。②8 月 14 日，公司官宣正式收购全球蜘蛛式高空作业平台龙头德国 TEUPEN 公司 24% 股权，并且二者将合作建立新的鼎力欧洲研发中心（德国）。

核心观点：

中报业绩符合此前预告预期，超市场预期，Q2 表现尤为亮眼。①**内生增长：**上半年业绩高增长主要系剪刀叉带来的业绩增量，新臂式产品 8 月底投产后，有望从 Q3 开始贡献业绩增量。我们判断下半年臂式产品将量价齐升：一方面，臂式产能爬坡带来量的增长；另一方面，电动臂式占比提升，结构调整带来价的增长（电动臂式比柴油款价格高）。②**外延收购：**继收购意大利 MAGNI、美国 CMEC 公司股权之后，鼎力官宣收购德国 TEUPEN 公司 24% 股权，重大海外投资再下一城，鼎力系产品系列日益丰富，一方面，公司与德国 TEUPEN 合作，技术和市场共享，将实现双赢，海外市场的开拓也将分散国内市场竞争激烈的风险；另一方面，全球市场持续拓展，充分验证了公司超强的资源整合能力，未来全球竞争力将进一步增强。公司目前产销两旺，业绩有望持续超预期，维持“买入”评级。

点评：

► **业绩如期高增长，上半年剪刀叉产品贡献主要业绩增量，国内市场加速开拓。**

2020 上半年，公司实现营收 15.01 亿元，同比+76.87%。①**分产品看：**臂式国内销售额 9815.9 万元，同比+37.11%，占总收入比重仅 6.5%，公司上半年业绩高增长主要由剪刀叉产品拉动，新臂式在 8 月底投产后，预计从三季度开始贡献业绩增量。②**分市场看：**内销收入 11.36 亿元，同比+161.83%，占比为 75.69%，同比+24.56pct，国内市场占比大幅提升，一方面源于上半年海外疫情影响出口，另一方面，公司积极开拓国内市场，国内下游龙头租赁商加大采购所致。

国内优质大客户大量采购，两个直接的表现：①**公司经营净现金流大幅提升，远超同期净利润。**2020 上半年，公司经营净现金流达到 7.57 亿元，同比+1229%；单看二季度，经营性净现金流为 6.77 亿元，同比+742%，主要是国内优质大客户账期较短，公司回款较快；②**大客户采购有折扣，导致公司毛、净利率有所下滑。**2020 上半年，公司毛、净利率分别为 38.13%、27.21%，同比下滑 3.6pct、3.4pct，主要由于内销毛利率整体低于出口，并且公司对优质大客户有价格优惠政策。

► **公司全系列产品电动化布局已完成，PLANG 活动助力全球推广，引领市场。**

国家近年来提倡环保,对非道路机械的排放标准不断加严,行业电动化趋势已定,公司在电动产品领域的布局具备先发优势。**国内方面:**7月份,公司正式发起电动臂车“守卫绿色家园”特别活动,全国范围内多省份租赁公司已相继完成电动臂式交换机仪式,并联名签署加入行动。**国外方面:**8月5日,欧洲租赁商 Collié 向浙江鼎力下单 300 余台拥有欧洲本地 CE 认证的大载重高米数(454KG、24 米以上)臂式订单。Collié 还将对现有产品进行重大升级,目标在 2023 年前,将所有设备中的至少 50%转化为纯电动,此次订单表明公司正式将自主研发的高米数电动臂式产品带入欧洲市场,国际化进程进一步加速。

➤ 收购全球蜘蛛车龙头德国 TEUPEN 24%股权,验证公司超强资源整合能力,全球竞争力进一步增强。

德国 TEUPEN,是全球产品系列最全(绝缘式\自行走\车载式等)、工作高度覆盖最广(12-50 米)、载重量最大(120-400kg)的蜘蛛式高机制造商。公司收购其 24%股权,技术与市场共享,有望实现双赢,侧面验证公司超强资源整合能力。二者合作的优势主要体现在:①**蜘蛛式新产品拓展:**一方面蜘蛛车国内市场保有量仅几百台,属于国内市场具有差异化竞争力的新产品;另一方面,TEUPEN 优势产品绝缘式蜘蛛车有利于拓展国内电网领域,加速国内渗透率提升。②**新建研发中心突破高米数技术瓶颈:**此次收购股权后,鼎力还将以 TEUPEN 公司为驻点,设立全新的鼎力欧洲研发中心(德国),这也是继鼎力欧洲研发中心(意大利)后的又一技术全球化重要布局。德国 TEUPEN 高米数(40 米以上)动臂技术相对成熟,双方合作成立的研发中心旨在开发自行走大载重、高米数臂式(36-50 米)新产品,我们判断公司未来以市场换研发,产品竞争力将持续提升。

➤ 下游租赁商竞争不可避免,中长期市场空间仍较大,现阶段影响公司业绩的仍是供给。

行业仍处于快速成长期,预计未来需求仍有 4 倍空间。2015 年以前,行业处于萌芽期,2015 年至今,国内市场高空作业平台设备保有量复合增速达 50%,销量复合增速达 62%,行业处于快速成长期。我们选取建筑增加值和 GDP 两个维度,来测算我国市场需求空间,两个维度测算平均结果为 59 万台,还有 4 倍空间。**下游租赁商竞争加剧,加速国内市场渗透率提升。**下游租赁商玩家变多,行业竞争加剧,体现在:①设备租金(价)和出租率(量)水平稳中有降;②头部租赁商大规模采购设备。我们认为,租金价格下降有利于市场推广,加速高空作业平台渗透率的提升。总体来说,2020 是头部租赁商采购的大年,绑定优质租赁商客户的制造商率先受益。

投资建议

公司 2020 年上半年营收 15.01 亿元,同比+76.87%,归母净利润 4.09 亿元,同比+56.96%,基本符合此前业绩预告预期。公司此次收购德国 DEUPEN24%股权,布局蜘蛛车和高米数(>36 米)产品研发,进一步加强先发优势;新臂式产能有望 8 月底投产,预计将从 Q3 开始贡献业绩,因此从季度业绩增速来看,预计 Q3 将会是单季度业绩增速最高,基于对行业未来的判断和公司自身新产品投放,竞争力不断提升。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.03、14.25、18.53 亿元,同比增速分别为 44.53%、42.05%、30.03%。对应 PE 分别为 51、36、27 倍。业绩高增长,成长属性显著,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	3763.49	5182.96	6787.36
收入同比(%)	39.93%	57.51%	37.72%	30.96%
归属母公司净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
净利润同比(%)	44.46%	44.53%	42.05%	30.03%
毛利率(%)	39.85%	39.20%	39.94%	39.88%
ROE(%)	21.64%	23.82%	25.28%	24.74%
每股收益(元)	1.43	2.07	2.94	3.82
P/E	48.96	50.75	35.73	27.48
P/B	10.60	15.54	11.61	8.74
EV/EBITDA	32.75	29.03	19.82	14.55

资料来源: wind (按 8 月 18 日收盘价计算), 华安证券研究所

正文目录

1 浙江鼎力：Q2 表现亮眼，上半年整体超预期	6
2 收购德国 TEUPEN，再次凸显先发优势	8
2.1 德国 TEUPEN：全球领先的蜘蛛式 AWP 制造商	8
2.2 技术与研发共享，全球竞争力再次增强	9
3 环保趋势加严，电动化布局引领市场	10
4 行业展望：中长期需求空间足，制造商扩产是市场主旋律	11
财务报表与盈利预测	13

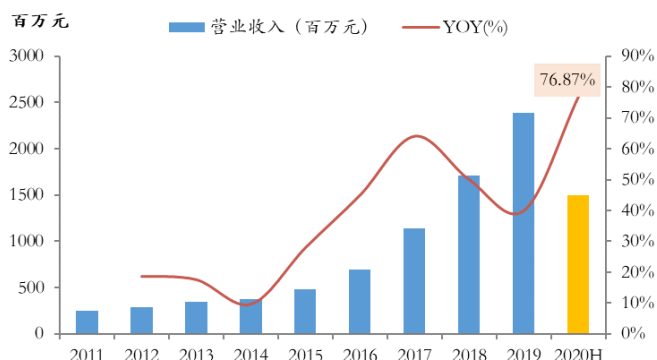
图表目录

图表 1	2020 上半年公司营收同比增长 76.87%.....	6
图表 2	2020 上半年公司归母净利润同比增长 56.96%.....	6
图表 3	2020Q2 公司营收同比大增 134.80%.....	6
图表 4	2020Q2 公司归母净利润同比增长 80.04%.....	6
图表 5	国内市场收入占比大幅提升.....	7
图表 6	2020 上半年毛、净利率略有下滑.....	7
图表 7	费用控制效果显著.....	7
图表 8	2020 上半年公司经营性净现金流大幅提升.....	8
图表 9	2020Q2 公司经营性净现金流达到 6.77 亿元.....	8
图表 10	德国 TEUPEN 发展历程.....	8
图表 11	德国 TEUPEN 主要生产 12-50 米工作高度的履带式蜘蛛车.....	9
图表 12	2014-2019 年德国 TEUPEN 与鼎力收入规模对比.....	9
图表 13	浙江鼎力重点海外布局动作.....	10
图表 14	浙江鼎力纯铅电池优势.....	10
图表 15	浙江鼎力电动化全系列产品.....	11
图表 16	2015-2019 年中国高空作业平台保有量 CAGR=50%.....	12
图表 17	2015-2019 年中国高空作业平台销量 CAGR=62%.....	12
图表 18	对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间.....	12
图表 19	2020-2022 年我国 AWP 保有量、销量复合增速敏感性测试.....	12
图表 20	高空作业平台主要制造商陆续提升产能.....	12
图表 21	头部租赁商规模扩张势头不减.....	13
图表 22	2017-2019 年高空作业平台租金变动幅度.....	13
图表 23	2017-2019 年高空作业平台出租率变动幅度.....	13

1 浙江鼎力：Q2 表现亮眼，上半年整体超预期

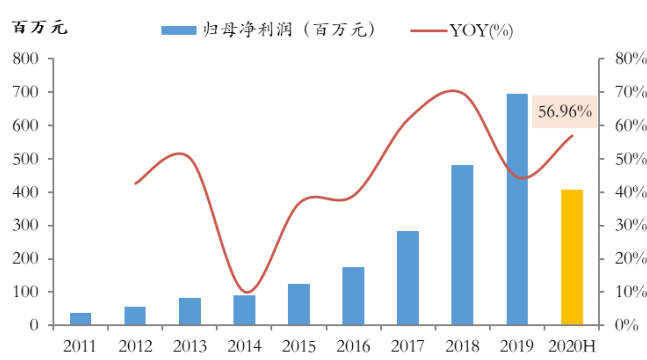
上半年剪叉式贡献主要业绩，新臂式有望 Q3 发力。2020 上半年，公司实现营收 15.01 亿元，同比+76.87%，归母净利润 4.09 亿元，同比+56.96%，基本符合业绩预告预期，整体超预期。单看二季度，公司营业收入为 10.90 亿元，同比+134.80%，归母净利润为 2.87 亿元，同比+80.04%，表现卓越。分产品来看，臂式国内销售额 9815.9 万元，占总收入比重 6.5%，公司业绩的高增长主要由剪叉式产品拉动，臂式产品从二季度开始销售，新臂式在 8 月底投产后，预计从三季度开始贡献业绩增量。

图表 1 2020 上半年公司营收同比增长 76.87%



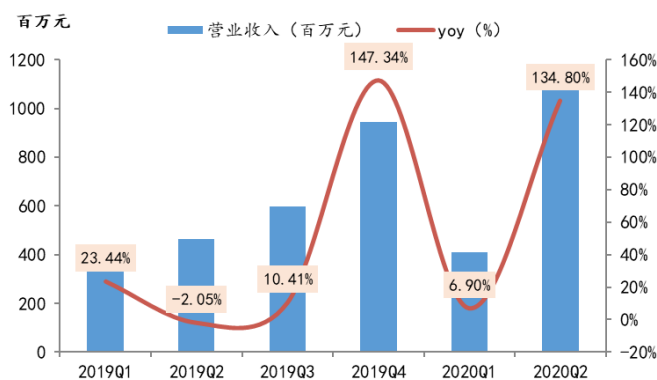
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2020 上半年公司归母净利润同比增长 56.96%



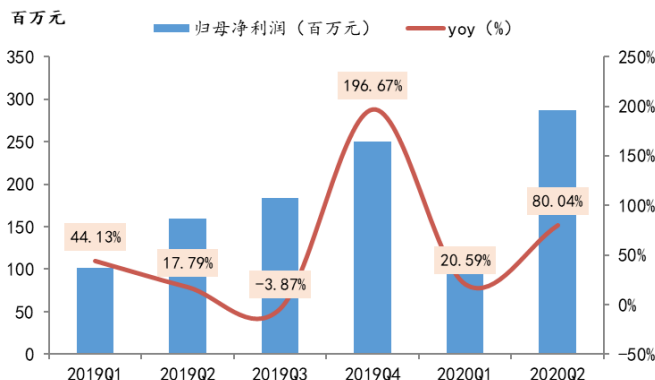
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 2020Q2 公司营收同比大增 134.80%



资料来源：wind，华安证券研究所

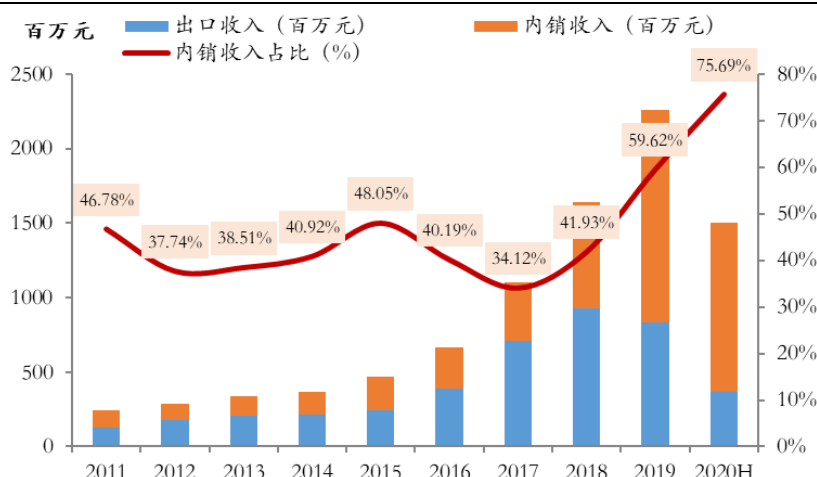
图表 4 2020Q2 公司归母净利润同比增长 80.04%



资料来源：wind，华安证券研究所

分市场来看，国内市场开拓成果卓著，贡献主要业绩。2020 上半年，公司内销收入 11.36 亿元，同比+161.83%，占比为 75.69%，同比+24.56pct。公司国内市场开拓节奏加快，叠加二季度海外疫情影响，内销占比实现较大幅度提升。

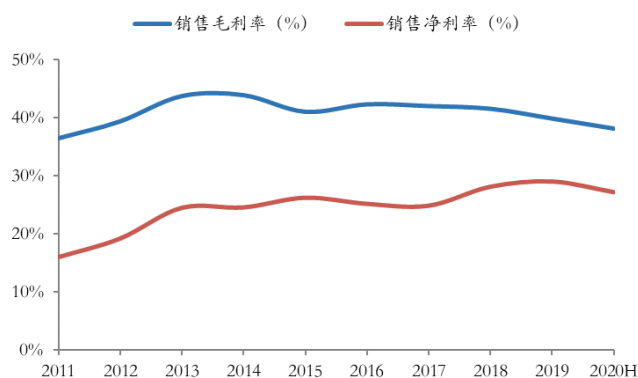
图表5 国内市场收入占比大幅提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

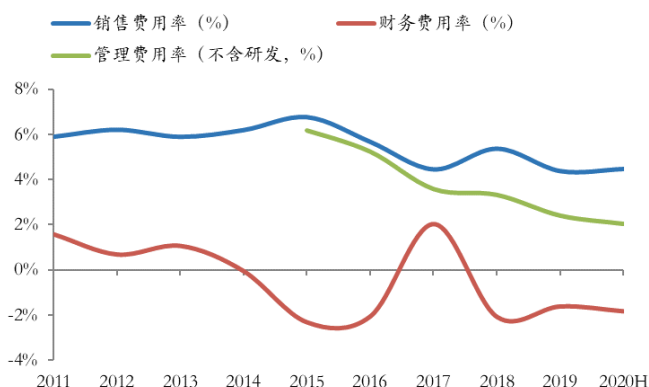
大客户采购有折扣, 导致公司毛、净利率有所下滑。2020 上半年, 公司毛、净利率分别为 38.13%、27.21%, 同比-3.6pct、3.4pct, 毛、净利率下滑主要由于公司国内收入占比提升, 公司为国内大客户采购提供优惠折扣所致。费用控制方面, 公司表现良好, 2020 上半年, 公司总费用率为 7.54%, 同比-1.62pct, 其中销售、管理 (不含研发)、研发、财务费用率分别为 4.48%、2.03%、2.87%、-1.84%, 分别同比-0.79pct、-0.89pct、-0.15pct、+0.22pct。

图表6 2020 上半年毛、净利率略有下滑



资料来源: wind, 华安证券研究所

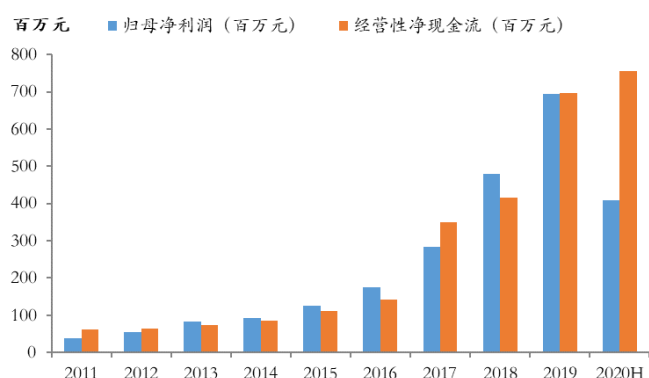
图表7 费用控制效果显著



资料来源: wind, 华安证券研究所

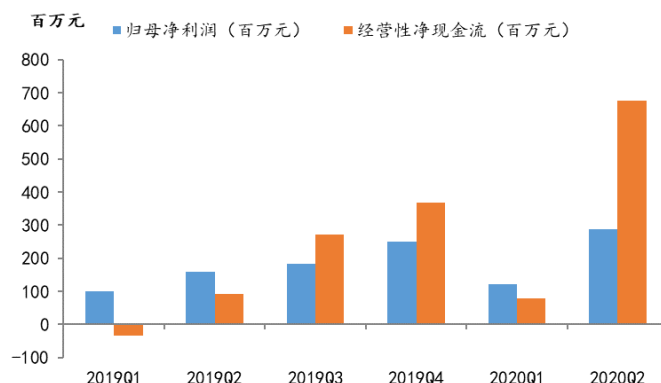
公司经营性净现金流大幅提升, 远超同期净利润。2020 上半年, 公司经营性净现金流达到 7.57 亿元, 同比+1229%; 单看二季度, 经营性净现金流为 6.77 亿元, 同比+742%。二季度经营性净现金流的大幅提升带动上半年现金流的整体表现, 主要由于公司国内账期较短的优质客户采购量增加, 销售占比提升, 使得公司回款大幅提升。

图表8 2020上半年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9 2020Q2 公司经营性净现金流达到 6.77 亿元



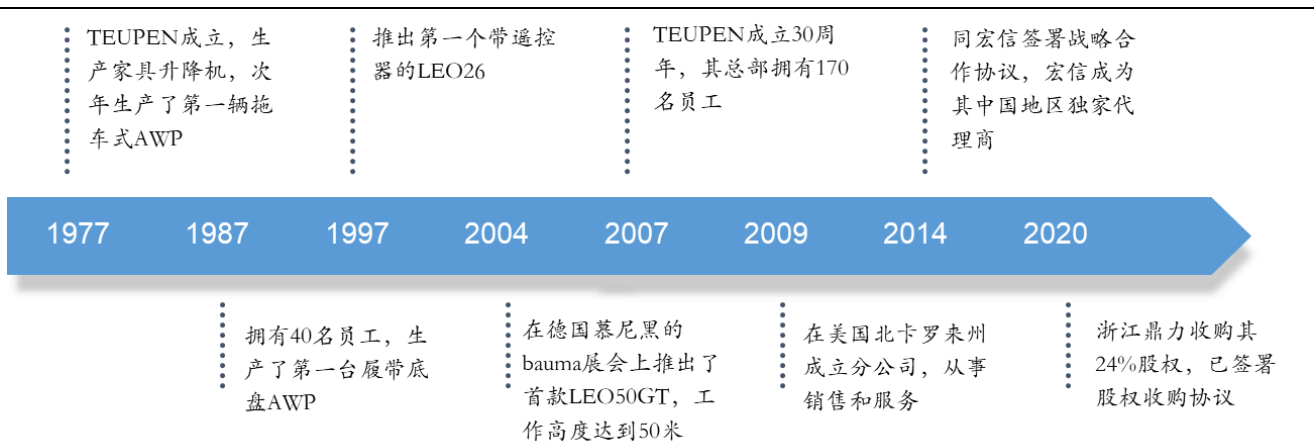
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 收购德国 TEUPEN, 再次凸显先发优势

2.1 德国 TEUPEN: 全球领先的蜘蛛式 AWP 制造商

德国 TEUPEN 公司成立于 1977 年, 由生产家具升降机起家, 逐步转向高空作业平台领域, 目前是全球产品系列最全(绝缘式\自行走\车载式等)、工作高度覆盖最广(12-50 米)、载重量最大(120-400kg)的蜘蛛式高机制造商。2019 年, 全球高空作业平台排名(Access M20)第 30, 收入规模约 3.18 亿人民币。

图表10 德国 TEUPEN 发展历程



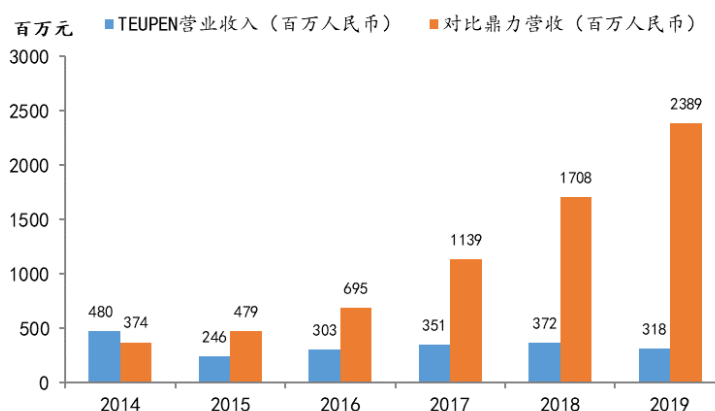
资料来源: TEUPEN 官网, 华安证券研究所

图表 11 德国 TEUPEN 主要生产 12-50 米工作高度的履带式蜘蛛车

工作高度划分	12-18米	21-24米	30-35米	40-50米
图例				
代表型号	LE012T、LE013GT、LE015GT、LE018GTplus	LE021GT、LE023GT、LE024GT	LE030Tplus、LE034GTplus、LE035Tplus	LE040GTx、LE050GT、PUMA42GTX
最大载重	120-200kg	200-250kg	400kg	200-400kg

资料来源：TEUPEN 官网，华安证券研究所

图表 12 2014-2019 年德国 TEUPEN 与鼎力收入规模对比



资料来源：《Access International》，wind，华安证券研究所

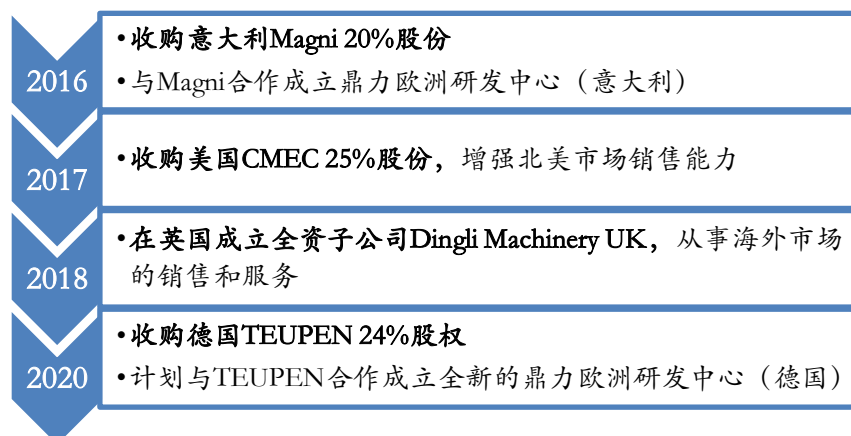
2.2 技术与研发共享，全球竞争力再次增强

鼎力全球布局围绕产品拓展、市场拓展两大核心。2016 年收购 Magni20%股份，并成立欧洲研发中心（意大利），成功开发高端臂式系列产品，工作高度主要覆盖 20-30 米；2017、2018 年分别收购美国 CMEC（20%）、成立英国子公司，旨在开拓海外市场，扩大销售规模；此次鼎力收购德国 DEUPEN，并成立新的欧洲研发中心（德国），全球布局更进一步，在产品研发上的先发优势更加凸显，主要体现在：

①蜘蛛式新产品拓展：一方面蜘蛛车重量轻、宽度窄，国内市场保有量仅几百台，属于国内市场具有差异化竞争力的新产品，市场空间广阔；另一方面，TEUPEN 优势产品绝缘式蜘蛛车将助力高机在国内拓展电网领域，加速国内市场渗透率的提升。

②新建研发中心突破高米数技术瓶颈：此次收购股权后，鼎力还将以 TEUPEN 公司为驻点，设立全新的鼎力欧洲研发中心（德国），这也是继鼎力欧洲研发中心（意大利）后的又一技术全球化重要布局。德国 TEUPEN 高米数（40 米以上）动臂技术相对成熟，双方合作成立的研发中心旨在开发自行走大载重、高米数臂式（36-50 米）新产品，我们判断公司未来以市场换研发，产品竞争力将持续提升，实现合作共赢。

图表 13 浙江鼎力重点海外布局动作

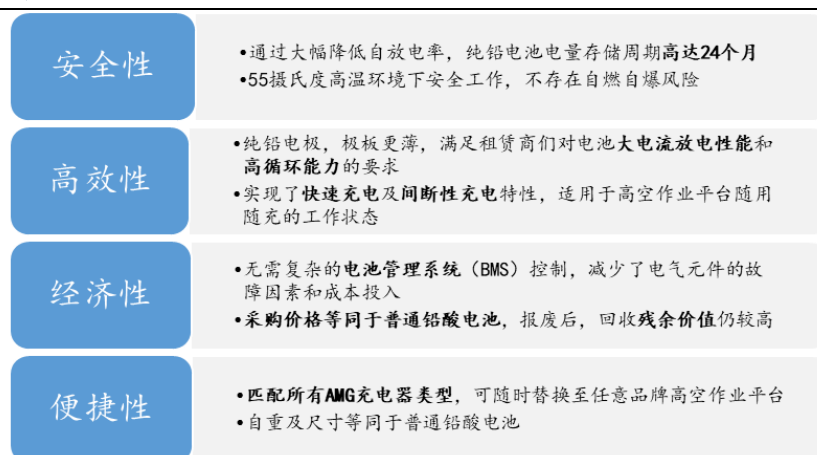


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 环保趋势加严，电动化布局引领市场

电动产品国内、国外多点开花。同挖机一样，高空作业平台属于非道路机械范畴，国家近年来提倡环保，对非道路机械的排放标准不断加严。为了顺应这种趋势，公司纯铅电池研发成功以来，陆续对产品进行电动化升级，目前公司推出了7款模块化大载重电动臂式系列。**国内方面：**7月份，公司正式发起电动臂车“守卫绿色家园”特别活动，全国范围内多省份租赁公司已相继完成电动臂式交机仪式，并联名签署加入行动。**国外方面：**8月5日，欧洲租赁商 Collé 向浙江鼎力下单 300 余台拥有欧洲本地 CE 认证的大载重高米数（454KG、24 米以上）臂式订单，Collé 还将对现有产品进行重大升级，目标在 2023 年前，将所有设备中的至少 50% 转化为纯电动，此次订单表明公司正式将自主研发的高米数电动臂式产品带入欧洲市场，国际化进程进一步加速。我们认为，环保要求趋严背景下，行业电动化趋势已定，公司在电动产品领域的布局具备先发优势。

图表 14 浙江鼎力纯铅电池优势



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 15 浙江鼎力电动化全系列产品

主要系列	部分型号	系列特点/优势	图例
直/曲臂式	BT (30-24) ERT、 BA (28-20) ERT、 GTBZ20AE、 GTBZ18AE	7款臂式纯电驱动，2款车桥式，节能环保无噪音、维保便捷成本低，全系列配置80V620Ah高容量锂电池组，支持1.5小时快充	
剪叉式	JCPT2223DC、 JCPT1614HD、 JCPT1614DC、 JCPT1008DC	纯电驱动，工作高度覆盖5.9~22米，最大荷载750kg，节能环保、零排放、无噪音，其中越野式适应环境能力强	
桅柱式	BT C01.450.UC、 AMWP11.5-8100	采用高效蓄电池为动力，自行走式最大工作高度覆盖8~11.2m，自动化程度高；移动式，最大工作高度覆盖8~14m，价格经济	
移动式	AMWP11.5-8100、 AMWP9.5-1200/AMWP8-1200、 GTWY12.5-2100/GTWY14-2100	最大工作高度覆盖8~14m，价格经济，适合酒店、机场等工况的高空作业环境	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

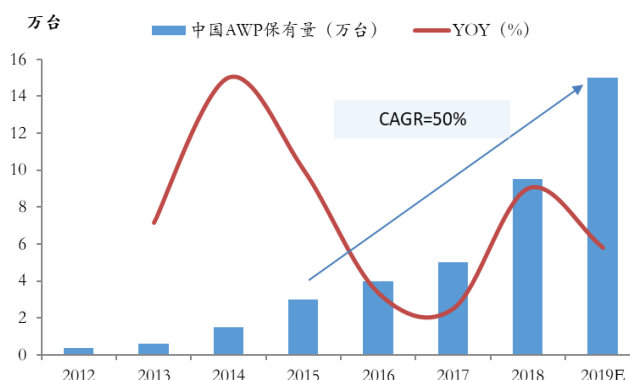
4 行业展望：中长期需求空间足，制造商扩产是市场主旋律

行业仍处于快速成长期，预计未来需求仍有4倍空间。2015年以前，行业处于萌芽期，2015年至今，国内市场高空作业平台设备保有量复合增速达50%，销量复合增速达62%，行业处于快速成长期。2019年底我国市场约有15万台高机设备，美国超过65万台，欧洲超过30万台，相比于成熟市场，我国设备保有量仍有绝对数量差距；考虑到渗透率，我们选取建筑增加值和GDP两个维度，来测算我国市场需求空间，两个维度测算平均结果为59万台，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，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。

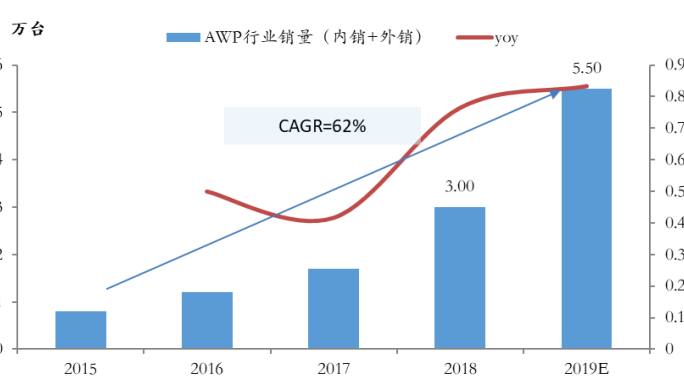
下游租赁商竞争加剧，加速国内市场渗透率提升。2019年，高空作业平台下游租赁商玩家变多，规模化租赁商超过1000家，行业竞争加剧，从两个方面体现：①从租赁商的租金（价）和出租率（量）水平来看，均处于稳中有降的趋势；②头部租赁商大规模扩产：以宏信、众能、华铁、徐工广联为首的头部租赁商扩大资本开支，大规模采购设备，以宏信为例，2019年其设备保有量由10000增至将近20000台，至2020年4月达到30000台，7月达到4万台，扩张速度惊人。我们认为，价格下降有利于市场推广，租金率水平的缓慢下降意味着市场渗透率的加速提升，在租赁商大规模采购抢占市场份额的同时，由于渗透率提升，市场空间也在不断扩大，不断增长的终端需求将支撑设备需求。

总体来说，2020是头部租赁商采购的大年，绑定优质租赁商客户的制造商率先受益。

图表 16 2015-2019 年中国高空作业平台保有量 CAGR=50% 图表 17 2015-2019 年中国高空作业平台销量 CAGR=62%



资料来源: ESCG, 华安证券研究所



资料来源: ESCG, 华安证券研究所

图表 18 对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间

	单位	美国	中国
设备保有量	万台	65.80	15.00
维度一：建筑增加值			
建筑业增加值	万亿元	6.28	7.09
保有密度	台/亿元	10.4782	2.1155
差距倍数	—	4.95	
中国潜在保有量空间	万台	74.29	
维度二：GDP			
GDP	万亿元	135.09	89.16
保有密度	台/亿元	0.4871	0.1682
差距倍数	—	2.90	
中国潜在保有量空间	万台	43.43	

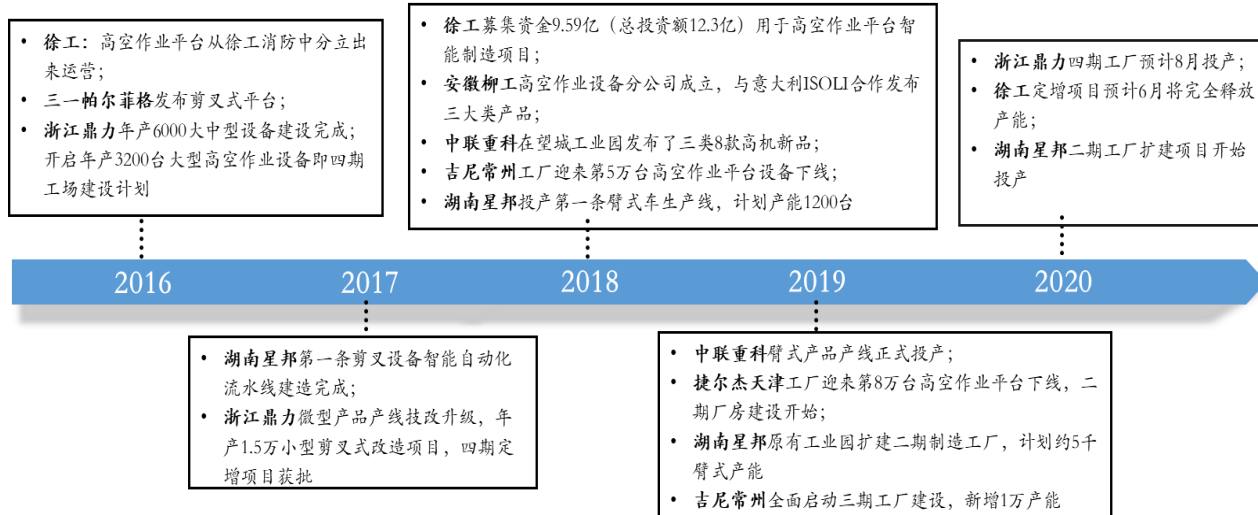
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 2020-2022 年我国 AWP 保有量、销量复合增速敏感性测试

	中国 AWP 保有量 (万台)			中国市场 AWP 销量 (万台)		
2015	3.00			0.80		
2016	4.00			1.20		
2017	5.00			1.70		
2018	9.50			3.00		
2019E	15.00			5.00		
假设 CAGR	25%	35%	45%	25%	35%	45%
2020E	19	20	22	6	7	7
2021E	23	27	32	8	9	11
2022E	29	37	46	10	12	15
2023E	37	50	66	12	17	22
2024E	46	67	96	15	22	32
2025E	57	91	139	19	30	46

资料来源: ESCG, 华安证券研究所

图表 20 高空作业平台主要制造商持续提升产能



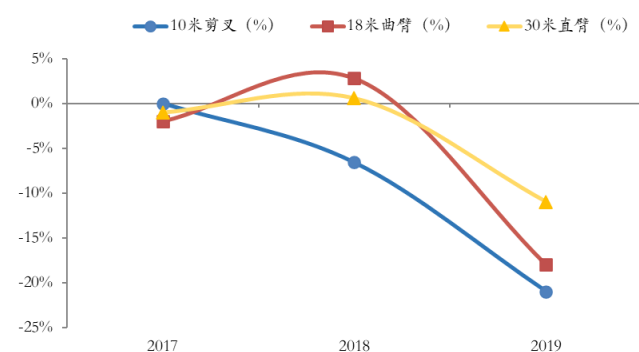
资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 21 头部租赁商规模扩张势头不减

	产品类型	覆盖品牌	设备保有量
宏信	剪叉式	吉尼、鼎力、复盛埃尔曼、临工	3万台（截至2020年4月） 4万台（截止2020年7月）
	直臂式		
	曲臂式		
	蜘蛛车	JLG、TEUPEN	
众能联合	剪叉式	JLG，已经与浙江鼎力、JLG、山东临工、Haulotte、湖南星邦达成战略合作关系。	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		
徐工广联	剪叉式	徐工	接近1万台
	直臂式		
	曲臂式		
浙江大黄蜂	剪叉式	中联、徐工、临工	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		

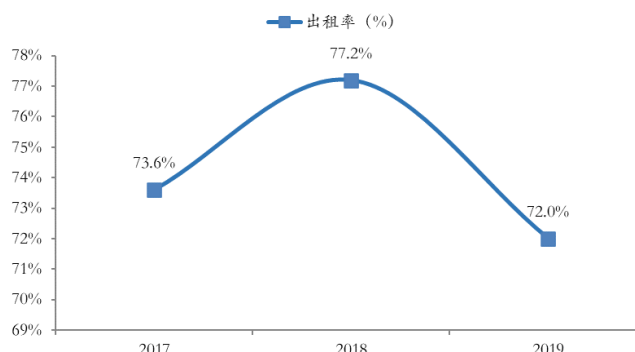
资料来源：公司官网，草根调研，华安证券研究所

图表 22 2017-2019 年高空作业平台租金变动幅度



资料来源：ESCG；华安证券研究所

图表 23 2017-2019 年高空作业平台出租率变动幅度



资料来源：ESCG；华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3388.82	4771.59	6525.71	8855.55	营业收入	2389.36	3763.49	5182.96	6787.36
现金	874.07	1509.13	2476.52	3867.69	营业成本	1437.12	2288.18	3112.86	4080.24
应收账款	797.62	1134.20	1561.99	2045.50	营业税金及附加	10.36	15.05	19.70	25.79
其他应收款	6.13	10.31	14.20	18.60	销售费用	104.71	158.07	207.32	271.49
预付账款	10.66	18.31	24.90	32.64	管理费用	57.33	82.80	103.66	135.75
存货	460.79	639.44	852.84	1117.87	财务费用	(38.78)	5.39	0.63	(6.63)
其他流动资产	1239.55	1460.20	1595.26	1773.24	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1470.63	1654.42	1849.18	2045.67	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	693.50	719.95	748.86	777.78	投资净收益	48.35	37.78	41.31	41.31
固定资产	628.74	775.84	939.60	1103.81	营业利润	804.72	1159.72	1647.31	2141.94
无形资产	141.20	151.44	153.53	156.89	营业外收入	0.50	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.19	7.19	7.19	7.19	营业外支出	0.32	0.00	0.00	0.00
资产总计	4859.45	6426.01	8374.89	10901.2	利润总额	804.89	1159.69	1647.31	2141.96
流动负债	1449.56	2012.98	2536.93	3210.46	所得税	110.81	156.56	222.39	289.17
短期借款	165.56	165.56	165.56	165.56	净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
应付账款	585.82	783.62	1091.63	1475.59	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	698.18	1063.80	1279.74	1569.31	归属母公司净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
非流动负债	202.40	202.40	202.40	202.40	EBITDA	729.01	1135.09	1614.00	2101.99
长期借款	109.13	109.13	109.13	109.13	EPS (元)	1.43	2.07	2.94	3.82
其他非流动负债	93.28	93.28	93.28	93.28	主要财务比率				
负债合计	1651.96	2215.38	2739.33	3412.86	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
股本	346.78	485.49	485.49	485.49	营业收入	39.93%	57.51%	37.72%	30.96%
资本公积	1053.31	914.60	914.60	914.60	营业利润	42.34%	44.12%	42.04%	30.03%
留存收益	1797.08	2800.22	4225.15	6077.95	归属于母公司净	44.46%	44.53%	42.05%	30.03%
归属母公司股东权	3207.49	4210.63	5635.55	7488.35	获利能力				
负债和股东权益	4859.45	6426.01	8374.89	10901.2	毛利率(%)	39.85%	39.20%	39.94%	39.88%
现金流量表					净利率(%)	29.05%	26.65%	27.49%	27.30%
单位:百万元					ROE(%)	21.64%	23.82%	25.28%	24.74%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	33.22%	44.30%	52.92%	59.27%
经营活动现金流	696.16	821.65	1162.83	1589.81	偿债能力				
净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80	资产负债率(%)	33.99%	34.48%	32.71%	31.31%
折旧摊销	28.33	28.60	30.05	31.53	净负债比率(%)	14.89%	11.35%	8.48%	6.38%
财务费用	(14.29)	11.95	11.95	11.95	流动比率	2.34	2.37	2.57	2.76
投资损失	(48.35)	(37.78)	(41.31)	(41.31)	速动比率	2.02	2.05	2.24	2.41
营运资金变动	23.73	(184.29)	(262.78)	(265.14)	营运能力				
其他经营现金流	12.66	0.03	(0.01)	(0.03)	总资产周转率	0.56	0.67	0.70	0.70
投资活动现金流	(666.33)	(174.65)	(183.49)	(186.69)	应收账款周转率	3.62	3.90	3.84	3.76
资本支出	(284.93)	(185.98)	(195.88)	(199.08)	应付账款周转率	4.88	5.50	5.53	5.29
长期投资	(386.94)	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他投资现金流	5.54	11.33	12.39	12.39	每股收益(最新摊	1.43	2.07	2.94	3.82
筹资活动现金流	147.43	(11.95)	(11.95)	(11.95)	每股经营现金流	1.43	1.32	1.86	2.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新	6.61	6.75	9.03	12.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	48.96	50.75	35.73	27.48
资本公积增加	0.00	(13.84)	(5.58)	(6.97)	P/B	10.60	15.54	11.61	8.74
其他筹资现金流	147.43	1.89	(6.36)	(4.98)	EV/EBITDA	32.75	29.03	19.82	14.55
现金净增加额	177.26	635.05	967.39	1391.17					

资料来源:公司公告(按8月5日收盘价计算),华安证券研究所

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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 15%；

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。