

浙江鼎力 - A (603338 CH)

盈利预测下调但结构性趋势未变

概要。公司二季度业绩令人失望，我们将 2019-21 年盈利预测下调 4-6%。昨天股价于业绩公布后跌停，但相信市场已消化相关消息。我们对行业维持正面看法，主要由于国内劳动成本上升将继续拉动高空作业平台需求。我们把目标价下调至 72 元人民币，基于不变的 30 倍（2020 年）目标估值。

■ **上半年业绩回顾。**2019 上半年净利润同比增长 27% 至 2.6 亿元人民币。尽管中国市场收入同比增长 35%，但北美市场下跌 54%，导致公司 2019 上半年收入同比仅增长 8%。在 2019 年二季度，公司收入同比下跌 2% 但净利润增长 18%，主要由于：（1）高毛利的融资租赁收益增加，以及（2）净财务收入增加。但该增长并非由主营业务上升所拉动。

■ **结构增长维持正面。**我们从公司了解到尽管客户（如融资租赁公司）采取更保守的采购策略，但北美市场的终端用户需求仍具韧性。我们相信尽管北美市场对高空作业平台的需求短期内仍会受到贸易战不确定性所影响，未来数年中国市场将继续提供增长机会。

■ **盈利变动。**我们将 2019E-21 年的销量预测下调 8-9%，基于我们现在对北美市场的取态趋向保守。我们上调融资租赁收入假设，因公司将继续通过其融资租赁公司拉动销售量。我们因此将 2019-21E 的盈利预测下调 4-6%。

■ **主要风险因素：**（1）高空作业平台市场出现更多新竞争对手；（2）中美贸易争端不确定性；（3）国内工程活动差于预期。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	1,139	1,708	2,108	2,945	3,886
同比增长 (%)	64.0	49.9	23.5	39.7	31.9
净收入(百万元人民币)	283	480	600	830	1,085
每股盈利(元人民币)	0.85	1.38	1.73	2.39	3.13
同比增长 (%)	10.8	62.7	24.9	38.4	30.7
EV/EBITDA	55.9	40.2	29.8	20.9	16.3
市盈率(倍)	71.7	44.1	35.3	25.5	19.5
市帐率(倍)	9.6	8.1	6.8	5.5	4.4
股息率 (%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
权益收益率 (%)	17.2	20.0	21.0	23.9	25.2
净负债/总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB72.0
(此前目标价)	RMB75.00)
潜在升幅	+18%
当前股价	RMB61.04

中国设备行业

冯键嵘, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	21,167
3 月平均流通量(百万港元)	88
52 周内股价高/低(港元)	68.91/31.75
总股本(百万)	346.8

资料来源：彭博

股东结构

许树根	47.5%
德清中鼎股权投资管理	13.4%
香港中央结算	3.6%
许志龙	3.1%
其他	32.7%

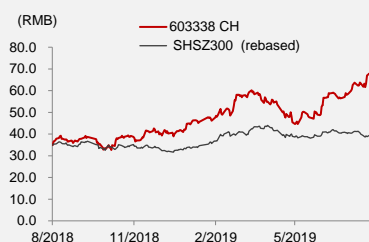
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+16.5%	+18.3%
3-月	+49.1%	+46.6%
6-月	+43.7%	+33.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：BDO

财务分析

利润表

年结: 12月(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收益	1,139	1,708	2,108	2,945	3,886
销售成本	(661)	(999)	(1,212)	(1,688)	(2,240)
毛利	478	709	896	1,258	1,646
其他收入	(11)	(10)	(13)	(18)	(23)
分销与销售开支	(51)	(92)	(114)	(159)	(210)
行政开支	(72)	(118)	(133)	(180)	(233)
资产减值	(4)	(7)	(6)	(9)	(12)
息税前收益	340	482	631	892	1,168
净财务收入/(费用)	(23)	36	39	43	58
利息收入	2	37	49	54	70
融资成本	(25)	(2)	(10)	(11)	(12)
其他收益/(损失)	16	60	25	29	39
联营及合资公司利润	0	(13)	11	11	12
除税前溢利	333	565	706	976	1,276
所得税开支	(50)	(85)	(106)	(146)	(191)
税后溢利	283	480	600	830	1,085
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	283	480	600	830	1,085
折旧及摊销	24	25	51	79	84
EBITDA	364	507	682	972	1,252

现金流量表

年结: 12月(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
除税前溢利	333	565	706	976	1,276
融资成本	25	0	10	11	12
利息收入	0	(22)	(49)	(54)	(70)
联营及合资公司溢利	0	13	(11)	(11)	(12)
折旧及摊销	24	25	51	79	84
已付所得税	(50)	(85)	(106)	(146)	(191)
营运资金变动	27	(82)	(33)	(443)	(300)
其他	(10)	2	0	0	0
经营活动所得现金净额	349	416	568	411	799
购买物业、厂房及设备净投资	(154)	(199)	(330)	(330)	(50)
已收利息	6	27	49	54	70
其他	(886)	329	0	0	0
投资活动所用现金净额	(1,035)	157	(281)	(276)	20
股权融资	868	0	0	0	0
净银行贷款	62	163	30	30	30
已付股息	(29)	(71)	(87)	(108)	(149)
已付利息	(3)	(9)	(10)	(11)	(12)
其他	(4)	0	0	0	0
融资活动所得(所用)现金净	894	83	(66)	(89)	(131)
现金及等同现金(减少)增加	208	656	221	47	688
年初之现金及等同现金项目	247	751	1,045	1,266	1,313
汇兑及其他	296	(362)	0	(0)	0
年底之现金及等同现金项目	751	1,045	1,266	1,313	2,001

资产负债表

年结: 12月(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	656	1,027	1,430	1,844	1,948
物业、厂房及设备	211	232	514	768	737
联营及合资公司	0	206	217	228	239
应收账款及其他应收款	151	278	392	544	670
无形资产	146	143	140	137	134
可供出售投资	105	0	0	0	0
其他	34	167	167	167	167
递延税项资产	8	0	0	0	0
流动资产	2,123	2,607	2,713	3,555	4,397
存货	243	359	391	561	703
应收账款及其他应收款项	440	899	753	1,377	1,391
预付款	8	5	5	5	5
其他	680	298	298	298	298
银行结余及现金	751	1,045	1,266	1,313	2,001
流动负债	478	882	869	1,392	1,393
应付账及其他应付款项	308	521	488	992	972
借贷	28	150	170	190	210
税项负债	57	70	70	70	70
预收款	11	11	11	11	11
其他	74	129	129	129	129
非流动负债	98	151	161	171	181
借贷	34	75	85	95	105
递延税项负债	0	2	2	2	2
递延收益	62	64	64	64	64
其他	1	10	10	10	10
资本及储备	2,203	2,601	3,114	3,836	4,772
股东权益	2,203	2,601	3,114	3,836	4,772
非控股权益	0	0	0	0	0

主要比率

年结: 12月(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
臂式高空作业平台	9	12	13	18	30
剪叉式高空作业平台	75	75	74	71	61
桅柱式高空作业平台	13	9	8	6	5
其他	4	4	5	5	4
合共	100	100	100	100	100
盈利能力比率(%)					
毛利率	42.0	41.5	42.5	42.7	42.4
EBITDA 利润率	32.0	29.7	32.3	33.0	32.2
息税前利润率	29.9	28.2	29.9	30.3	30.1
净利润率	24.9	28.1	28.4	28.2	27.9
增长率(%)					
收入	64.0	49.9	23.5	39.7	31.9
毛利	62.8	48.2	26.5	40.3	30.9
EBITDA	87.0	39.2	34.6	42.5	28.8
息税前利润	96.0	41.6	30.9	41.5	30.9
净利润	62.0	69.6	24.9	38.4	30.7
资产负债比率					
流动比率(x)	4.4	3.0	3.1	2.6	3.2
平均应收账款周转天数	116	143	143	132	130
平均存货周转天数	117	110	113	103	103
平均应付账款周转天数	135	152	152	160	160
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资产回报率	13.6	15.0	15.4	17.4	18.5
资本回报率	17.2	20.0	21.0	23.9	25.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.85	1.38	1.73	2.39	3.13
每股账面值(人民币)	6.35	7.50	8.98	11.06	13.76
每股股息(人民币)	0.20	0.25	0.31	0.43	0.56

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。