

浙江鼎力 - A (603338 CH)

盈利預測下調但結構性趨勢未變

概要。公司二季度業績令人失望，我們將 2019-21 年盈利預測下調 4-6%。昨天股價於業績公佈後跌停，但相信市場已消化相關消息。我們對行業維持正面看法，主要由於國內勞動成本上升將繼續拉動高空作業平台需求。我們把目標價下調至 72 元人民幣，基於不變的 30 倍（2020 年）目標估值。

■ **上半年業績回顧。**2019 上半年淨利潤同比增長 27%至 2.6 億元人民幣。儘管中國市場收入同比增長 35%，但北美市場下跌 54%，導至公司 2019 上半年收入同比僅增長 8%。在 2019 年二季度，公司收入同比下跌 2%但淨利潤增長 18%，主要由於：（1）高毛利的融資租賃收益增加，以及（2）淨財務收入增加。但該增長並非由主營業務上升所拉動。

■ **結構增長維持正面。**我們從公司了解到儘管客戶（如融資租賃公司）採取更保守的採購策略，但北美市場的終端用戶需求仍具韌性。我們相信儘管北美市場對高空作業平台的需求短期內仍會受到貿易戰不確定性所影響，未來數年中國市場將繼續提供增長機會。

■ **盈利變動。**我們將 2019E-21 年的銷量預測下調 8-9%，基於我們現在對北美市場的取態趨向保守。我們上調融資租賃收入假設，因公司將繼續通過其融資租賃公司拉動銷售量。我們因此將 2019-21E 的盈利預測下調 4-6%。

■ **主要風險因素：**（1）高空作業平台市場出現更多新競爭對手；（2）中美貿易爭端不確定性；（3）國內工程活動差於預期。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	1,139	1,708	2,108	2,945	3,886
同比增長 (%)	64.0	49.9	23.5	39.7	31.9
淨收入(百萬元人民幣)	283	480	600	830	1,085
每股盈利(元人民幣)	0.85	1.38	1.73	2.39	3.13
同比增長 (%)	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
市帳率(倍)	9.6	8.1	6.8	5.5	4.4
股息率 (%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9
權益收益率 (%)	17.2	20.0	21.0	23.9	25.2
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	RMB72.0
(此前目標價)	RMB75.00)
潛在升幅	+18%
當前股價	RMB61.04

中國設備行業

馮健嶸, CFA

(852) 3900 0826

waynefung@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元)	21,167
3 月平均流通量(百萬元)	88
52 周內股價高/低(港元)	68.91/31.75
總股本(百萬元)	346.8

資料來源：彭博

股東結構

許樹根	47.5%
德清中鼎股权投资管理	13.4%
香港中央結算	3.6%
許志龍	3.1%
其他	32.7%

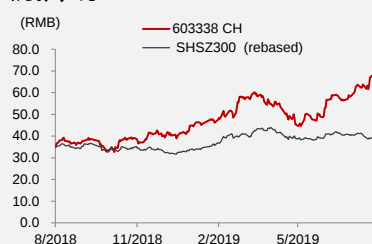
資料來源：上交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+16.5%	+18.3%
3-月	+49.1%	+46.6%
6-月	+43.7%	+33.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：BDO

財務分析

利潤表

年結: 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

年結: 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

年結: 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

年結: 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

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。