

浙江鼎力 (603338 CH)

生產基地調研紀要

- ❖ **要點：**我們上周到浙江鼎力在德清的總部和生產基地調研，我們看到數個因素讓公司成為高空作業平台領域的長期受惠者，當中包括：（1）與其他類型的建築機械不同，國內高空作業平台應用仍處於初期發展階段，蘊藏巨大的增長潛力；（2）鼎力通過有計劃地擴張產能和追求高質量產品，使其在美國和歐洲市場拓展有良好往績；（3）鼎力有明確的策略推動其臂式高空作業平台，這將成為公司未來幾年的強勁增長動力。
- ❖ **公司背景。**浙江鼎力成立於 2005 年，總部位於浙江德清。鼎力從事各種高端高空作業平台的研發、製造和銷售，包括臂式高空作業平台（佔 2018 上半年總收入 11%）、剪叉式高空作業平台（78%）、桅柱式高空作業平台（8%）和其他（3%）。鼎力在美國和歐洲市場佔有穩固地位，以及中國高空作業平台主要製造商之一。公司目前年產量約為 2.6 萬輛。徐樹根是控股股東，持有鼎力約 47.5% 股份。公司自 2015 年 3 月起在上海證券交易所上市。
- ❖ **國內增長潛力巨大。**鼎力相信公司在美國和歐洲市場未來的增來自更新替換需求（高空作業平台平均壽命：8-10 年）和市場份額增長。在國內，勞動成本上升令高空作業平台的應用對客戶來說變得更具成本效益。鼎力估計，國內高空作業平台的保有量僅為約 9 萬輛。這數字遠低於美國逾 56 萬輛及歐洲 10 個主要國家共逾 27 萬輛的保有量（根據行業數據）。
- ❖ **先進的生產線提高產品質量及效率。**鼎力已經為其剪叉式高空作業平台建立了全自動生產線。這使鼎力能夠在短短 11 分鐘內組裝一套剪叉式高空作業平台，同時確保產品質量（過去數年毛利率為 42-45%）。
- ❖ **臂式高空作業平台作為下一個增長動力。**鼎力指高空作業平台租賃公司（高空作業平台製造商的客戶）的臂式高空作業平台/剪叉式高空作業平台保有量比例為 40%/60%。然而，鼎力的生產比率僅為 2.5%/97.5%（2018 上半年），因鼎力尚未完成其臂式高空作業平台的自動化生產流程。不過，鼎力目前正在興建一個全自動化生產工廠（年產能為 3,200 輛臂式高空作業平台），預計將於今年稍後時間投入營運，屆時其生產效率和利潤率應會顯著提升。
- ❖ **市場策略及定價。**鼎力在中國及海外的主要客戶均為租賃公司，鼎力指現時國內的租賃公司數量大約 800-900 家，而鼎力預期租賃公司數量將會進一步增加。鼎力定位高端市場，現時定價較國際上的競爭對手如 JLG Industries (Oshkosh Corporation [OSK US] 旗下品牌) 以及 Genie (Terex [TEX US] 旗下品牌) 便宜約 20%，主要源於鼎力的成本優勢。至於國內，公司的定價略高於對手。公司一直採取保守的收款安排，客戶平均需要預繳 20-30% 的預付款，而全期賬期不會超過一年。
- ❖ **強勁盈利增長支持高估值。**鼎力在一月份發盈喜指 2018 年全年盈利增長 77% 至約 5 億元人民幣。儘管現價相當於 35 倍市盈率，我們看到未來收入有機會達到 30% 的複合年增長，以及市盈率有進一步提升的空間。
- ❖ **風險因素：**（1）高利潤率吸引更多潛在競爭對手；（2）工程活動量放緩；（3）零部件價格上升。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬元人民幣)	479	695	1,139
淨利潤 (百萬元人民幣)	126	175	283
EPS (元人民幣)	0.63	0.77	1.19
EPS 變動 (%)	n/a	21.6	55.1
EV/EBITDA (x)	129.5	85.6	45.8
市盈率 (x)	111.1	91.4	58.9
市帳率 (x)	17.4	14.7	7.9
股息率 (%)	0.1	0.2	0.4
權益收益率 (%)	19.6	17.5	17.2
淨財務杠杆 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$72.48

馮鍵嶸, CFA

電話: (852) 3900 0826

郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬元人民幣)	17,953
3 月平均流通量(百萬元人民幣)	91
52 周內股價高/低(人民幣)	72.98/40.7
總股本(百萬)*	247.7

資料來源：上交所，彭博

股東結構

許樹根	47.5%
德清中鼎股权投资管理	13.4%
許志龍	3.5%
香港中央結算	3.0%
自由流通	32.7%

資料來源：上交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	+7%	-5%
3-月	+29%	+14%
6-月	+31%	+22%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師:立信会计师事务所

公司網站: www.cndingli.com

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并無直接或間接關係。

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。

招銀證券投資評級

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

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。報告所載資料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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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 年證券交易法規則 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。