

浙江鼎力 (603338 CH)

生产基地调研纪要

- ❖ **要点：**我们上周到浙江鼎力在德清的总部和生产基地调研，我们看到数个因素让公司成为高空作业平台领域的长期受惠者，当中包括：（1）与其他类型的建筑机械不同，国内高空作业平台应用仍处于初期发展阶段，蕴藏巨大的增长潜力；（2）鼎力通过有计划地扩张产能和追求高质量产品，使其在美国和欧洲市场拓展有良好往绩；（3）鼎力有明确的策略推动其臂式高空作业平台，这将成为公司未来几年的强劲增长动力。
- ❖ **公司背景。**浙江鼎力成立于 2005 年，总部位于浙江德清。鼎力从事各种高端高空作业平台的研发、制造和销售，包括臂式高空作业平台（占 2018 上半年总收入 11%）、剪叉式高空作业平台（78%）、桅柱式高空作业平台（8%）和其他（3%）。鼎力在美国和欧洲市场占有稳固地位，以及中国高空作业平台主要制造商之一。公司目前年产量约为 2.6 万辆。徐树根是控股股东，持有鼎力约 47.5% 股份。公司自 2015 年 3 月起在上海证券交易所上市。
- ❖ **国内增长潜力巨大。**鼎力相信公司在美国和欧洲市场未来的增来自更新替换需求（高空作业平台平均寿命：8-10 年）和市场份额增长。在国内，劳动成本上升令高空作业平台的应用对客户来说变得更具成本效益。鼎力估计，国内高空作业平台的保有量仅为约 9 万辆。这数字远低于美国逾 56 万辆及欧洲 10 个主要国家共逾 27 万辆的保有量（根据行业数据）。
- ❖ **先进的生产线提高产品质量及效率。**鼎力已经为其剪叉式高空作业平台建立了全自动生产线。这使鼎力能够在短短 11 分钟内组装一套剪叉式高空作业平台，同时确保产品质量（过去数年毛利率为 42-45%）。
- ❖ **臂式高空作业平台作为下一个增长动力。**鼎力指高空作业平台租赁公司（高空作业平台制造商的客户）的臂式高空作业平台/剪叉式高空作业平台保有量比例为 40%/60%。然而，鼎力的生产比率仅为 2.5%/97.5%（2018 上半年），因鼎力尚未完成其臂式高空作业平台的自动化生产流程。不过，鼎力目前正在兴建一个全自动化生产工厂（年产能 3,200 辆臂式高空作业平台），预计将于今年稍后时间投入营运，届时其生产效率和利润率应会显著提升。
- ❖ **市场策略及定价。**鼎力在中国及海外的主要客户均为租赁公司，鼎力指现时国内的租赁公司数量大约 800-900 家，而鼎力预期租赁公司数量将会进一步增加。鼎力定位高端市场，现时定价较国际上的竞争对手如 JLG Industries (Oshkosh Corporation [OSK US] 旗下品牌) 以及 Genie (Terex [TEX US] 旗下品牌) 便宜约 20%，主要源于鼎力的成本优势。至于国内，公司的定价略高于对手。公司一直采取保守的收款安排，客户平均需要预缴 20-30% 的预付款，而全期账期不会超过一年。
- ❖ **强劲盈利增长支持高估值。**鼎力在一月份发盈喜指 2018 年全年盈利增长 77% 至约 5 亿元人民币。尽管现价相当于 35 倍市盈率，我们看到未来收入有机会达到 30% 的复合年增长，以及市盈率有进一步提升的空间。
- ❖ **风险因素：**（1）高利润率吸引更多潜在竞争对手；（2）工程活动量放缓；（3）零部件价格上升。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额 (百万元人民币)	479	695	1,139
净利润 (百万元人民币)	126	175	283
EPS (元人民币)	0.63	0.77	1.19
EPS 变动 (%)	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
市帐率 (x)	17.4	14.7	7.9
股息率 (%)	0.1	0.2	0.4
权益收益率 (%)	19.6	17.5	17.2
净财务杠杆 (%)	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招銀国际研究

未评级

当前股价 HK\$72.48

冯键嵘，CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万人民币)	17,953
3 月平均流通量(百万人民币)	91
52 周内股价高/低(人民币)	72.98/40.7
总股本(百万)*	247.7

资料来源：上交所，彭博

股东结构

许树根	47.5%
德清中鼎股权投资管理	13.4%
许志龙	3.5%
香港中央结算	3.0%
自由流通	32.7%

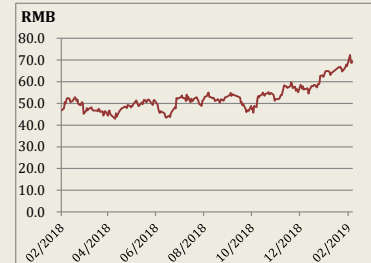
资料来源：上交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	+7%	-5%
3-月	+29%	+14%
6-月	+31%	+22%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师:立信会计师事务所

公司网站: www.cndingli.com

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之分析员，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。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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上责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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人。