

新臂式投产打开成长空间，电动化布局夯实竞争优势

买入 (维持)

2020 年 07 月 12 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,389	3,483	4,833	5,893
同比 (%)	39.9%	45.8%	38.7%	21.9%
归母净利润 (百万元)	694	916	1,235	1,539
同比 (%)	44.5%	32.0%	34.8%	24.6%
每股收益 (元/股)	2.00	1.89	2.54	3.17
P/E (倍)	40.97	43.46	32.24	25.87

投资要点

■ 国内高空作业平台领导者，经营业绩高速增长。

公司是国内高空作业平台龙头企业，产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 80 多款规格，形成了较为完备的高空作业平台产品线。在高空作业平台产品持续突破同时，公司经营业绩高速增长：①2015-2019 年公司营收 CAGR 达到了 49.44%，2019 年实现营收 23.89 亿元；②2015-2019 年归母净利润 CAGR 高达 53.20%，2019 年归母净利润为 6.94 亿元。

■ 国内高空作业平台尚处于初级阶段，仍将持续快速增长

2015-2019 年国内 AWP 销量 CAGR 达 59%，保有量 CAGR 达 46%，行业快速增长。对标欧美成熟市场，国内 AWP 保有量小，渗透率低，尚处于初级阶段，有很大的成长空间，参考美国 AWP 渗透率，我们判断 2019-2024 年国内 AWP 销量 CAGR 可达 22%-62%，中值 42%。

市场担心租赁商和制造商环节竞争加剧，会对行业发展造成冲击，我们认为不必担心。①AWP 租赁商环节，租金下降对制造环节影响有限，一定程度有利于产品渗透提升，哪怕头部 AWP 租赁商资本开支收缩，并不会影响国内 AWP 行业整体需求；②AWP 制造环节，国内 AWP 制造商纷纷扩产，中长期供需缺口依然存在，尤其当前国内臂式高端产能严重不足，相关有实力的头部企业将充分受益。

■ 新臂式产能投放打开公司成长空间，电动化趋势夯实公司领先地位

施工场景多样化和工况复杂性驱动，国内臂式高空作业平台需求将不断增加。公司已经推出 14 款臂式产品，产品性能优势明显，新臂式产能预计于 2020 年 8 月投产，我们认为随着公司新臂式量产，公司成长空间将进一步打开，业绩将持续快速增长。

排放标准不断升级，国家电网、核电站、中石化等特殊工况对设备提出更高环保要求，AWP 电动化势必成行业发展趋势。2019 年 10 月公司推出纯铅电池剪叉式 AWP，2020 年 3 月公司推出最新研发的业内领先的电动款臂式、剪叉式新品，电动臂式系列最大载重 454kg，最大工作高度覆盖 24.3 米—30.3 米。我们认为公司瞄准市场需求，推出了业内领先的一系列电动款 AWP 产品，在激烈的市场竞争中始终保持产品的领先性，行业地位持续巩固。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 EPS 分别为 1.89、2.54、3.17 元，当前股价对应动态 PE 分别为 43.46 倍、32.24 倍、25.87 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。

■ 风险提示：市场竞争加剧导致产品价格大幅下降，新臂式产品销售不及预期，电动化趋势不及预期，中美贸易摩擦不确定性

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.00
一年最低/最高价	37.44/82.90
市净率(倍)	11.95
流通 A 股市值(百万元)	39809.81

基础数据

每股净资产(元)	6.86
资产负债率(%)	32.29
总股本(百万股)	485.49
流通 A 股(百万股)	485.49

相关研究

1、《浙江鼎力 (603338)：业绩持续超预期，国内需求旺盛，看好臂式放量贡献收入》

2020-04-30

2、《浙江鼎力 (603338)：业绩受北美市场影响，全球化布局+新臂式放量有望平滑波动》

2019-10-30

3、《浙江鼎力 (603338)：H1 业绩受北美市场影响，看好臂式放量贡献收入》 2019-08-18

内容目录

1. 国内高空作业平台领导者，经营业绩高速增长	4
1.1. 国内高空作业平台龙头企业，品牌形象持续提升	4
1.2. 经营业绩高速增长，盈利能力不断提升	5
2. 国内 AWP 行业尚处于初级阶段，仍将持续快速增长	6
2.1. 不必担心租赁商资本开支收缩，国内 AWP 需求空间巨大	6
2.1.1. 国内 AWP 行业快速成长，2015-2019 销量 CAGR 高达 59%	6
2.1.2. 租金下降利于 AWP 推广，头部租赁商扩产并不会透支行业需求	7
2.2. 制造商纷纷扩产，但中长期国内 AWP 供给仍有缺口	9
3. 新臂式量产打开公司成长空间，电动化趋势巩固公司领先优势	10
3.1. 新臂式产能即将投放，公司成长空间进一步打开	10
3.2. 把握 AWP 电动化趋势，公司领先地位将持续巩固	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1: 公司形成了完备的高空作业平台产品线	4
图 2: 2018 年以来公司屡次获得各类奖项, 企业品牌形象持续提升	5
图 3: 2015-2019 年公司营收 CAGR 达到了 49.44%	5
图 4: 2015-2019 年公司净利润 CAGR 高达 53.20%	5
图 5: 2015-2019 年公司净利率总体呈现上升趋势	6
图 6: 2015-2019 年公司毛利率维持在较高水平	6
图 7: 2015-2019 年公司期间费用率持续下降	6
图 8: 2015-2019 年国内 AWP 销售量 CAGR 达 59%	7
图 9: 2015-2019 年国内 AWP 保有量 CAGR 达 46%	7
图 10: 2019 年国内各类 AWP 租金下降幅度超过 10%	7
图 11: 随着建筑工人工资上涨, AWP 经济性凸显	7
图 12: 国内头部 AWP 租赁商 2020 年采购设备意愿强烈	8
图 13: 与欧美成熟市场比, 我国 AWP 保有量仍偏小	8
图 14: 我国 AWP 渗透率远低于美国 AWP 渗透率	8
图 15: 国内主要 AWP 制造商 2020-2022 年开始逐步释放 15 万台产能	9
图 16: 2015-2019 年公司臂式产品销量快速提升	10
图 17: 2015-2019 年公司臂式收入 CAGR 高达 61.49%	10
图 18: 公司新臂式产品性能优势明显	11
图 19: 新臂式投产将大幅提升公司臂式产值水平 (两种假设情景下)	11
表 1: 对标美国 AWP 渗透率, 未来五年国内 AWP 销量 CAGR 增速达 22%-62%	9
表 2: 工程机械相关排放标准实施时间表	12

1. 国内高空作业平台领导者，经营业绩高速增长

1.1. 国内高空作业平台龙头企业，品牌形象持续提升

公司是一家致力于各类智能高空作业平台研发、制造、销售和服务的高端制造企业，以高新技术、高端装备、高成长性著称，是国内高空作业平台龙头企业。2016 年公司借助资本市场优势收购了 Magni20%股份，研发实力更上一层楼。2018 年 11 月上海 Bauma 展上，公司推出新臂式产品，产品竞争力进一步提升。目前公司产品涵盖臂式、剪叉式和桅柱式三大系列共 80 多款规格，形成了较为完备的高空作业平台产品线。

图 1：公司形成了完备的高空作业平台产品线

产品系列	主要参数	产品特点
臂式高空作业平台电动系列	电动臂式7款，分直臂BT、曲臂BA两类，最大工作高度覆盖24.3~30.3米，最大荷载454kg。	电动曲臂BA20ERT、BA22ERT与GTBZ电动曲臂系列同平台研发，搭载纯电驱动车桥，具备长续航、强动力、易操控、更环保等特性。
臂式高空作业平台发动机系列	发动机臂式7款，分直臂BT、曲臂BA两类，最大工作高度覆盖24.3~30.3米，最大荷载454kg。	大载重、强动力、易维保、高底盘、故障低、高节能、操控稳、更灵活、易运输等诸多优势
剪叉式高空作业平台发动机系列	发动机驱动越野剪叉最大工作高度覆盖12~22米，最大荷载750kg	具备大载重、强动力、大平台等优势，可胜任更加恶劣的工况，以满足室内外各种作业需求。
剪叉式高空作业平台电动系列	工作高度覆盖5.9~22米，最大荷载750kg	采用蓄电池作为动力，节能环保、零排放、无噪音，适合室内平坦地面及对环境要求较高的高空作业环境。
桅柱式高空作业平台电动系列	分自行走和移动式两类，自行走式最大工作高度覆盖8~11.2m，移动桅柱式最大工作高度覆盖8~14m	采用高效蓄电池为动力，系列产品具备结构轻巧、操作灵活方便、安全可靠等优点。
高空取料平台电动系列	分自行走和移动式两类，自行走最大工作高度覆盖5~6.5m；移动式最大工作高度覆盖4.7~6.5m	采用高效蓄电池为动力，系列产品具备设计新颖、结构轻巧、操作灵活方便、安全可靠等优点

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

在高空作业平台产品不断取得突破同时，公司品牌也得到了业界高度认可，企业价值进一步凸显。2020 年 6 月，在《Access International》颁布的“2019 年全球高空作业平台制造企业 20 强”企业中，浙江鼎力高居第 6 位，较 2018 年提升 4 个名次，行业地位龙头地位进一步巩固。除了上述行业殊荣外，仅过去一年，浙江鼎力就先后获得了 10 余项知名奖项，企业品牌认可度持续提升。

图 2：2018 年以来公司屡次获得各类奖项，企业品牌形象持续提升

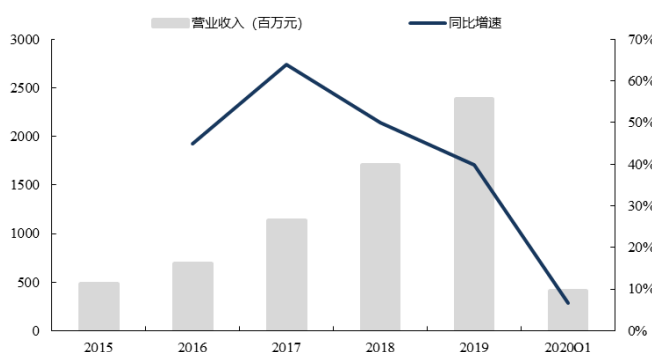
序号	时间	奖项	排名	颁奖单位
1	2020年6月	2019全球高空作业平台制造企业20强	6	《Access International》
2	2020年4月	电动直臂BT30ERT摘取中国工程机械年度产品TOP50奖	-	中国工程机械工业协会、国家工程机械质量监督检验中心
3	2019年11月	臂式BT30RT荣获“2018年度最具影响力产品”	-	《建筑机械》
4	2019年9月	2019浙江省成长性最快百强企业	9	浙江省企业联合会、浙江省企业家协会、浙江省工业经济联合会
5	2019年9月	2019年全球高空作业设备制造商10强	6	2019年全球工程机械产业大会组委会
6	2019年9月	全球工程机械制造商PLUS 50排行榜发布，浙江鼎力位列第18位	18	2019年全球工程机械产业大会组委会
7	2019年9月	BT30RT荣获2019年度高空作业产品奖	-	2019年全球工程机械产业大会组委会
8	2019年5月	2018年全球高空作业平台制造企业20强	10	《Access International》
9	2019年4月	BT30RT直臂式“2019中国工程机械年度产品TOP50”。	-	中国工程机械工业协会、国家工程机械质量监督检验中心指导
10	2019年3月	“IPAF2018年度高空作业先驱奖”	-	IPAF
11	2018年7月	2018年全球高空作业平台制造企业20强	12	《Access International》
12	2018年4月	GTBZ20AE（电动）曲臂式高空作业平台摘得“创新产品白金奖”。	-	中国工程机械工业协会
13	2018年4月	浙江鼎力GTBZ20SU摘取中国工程机械年度产品TOP50奖	-	中国工程机械工业协会、国家工程机械质量监督检验中心指导、《工程机械与维修》
14	2018年1月	2017中国高空作业平台用户品牌关注度10强	1	中国路面机械网

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 经营业绩高速增长，盈利能力不断提升

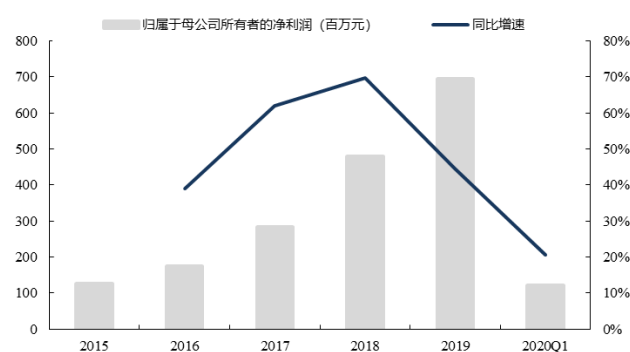
2015 年上市以来，公司经营业绩高速增长：①收入端，2019 年公司实现营业收入 23.89 亿元，同比增长 39.93%，2015-2019 年 CAGR 达到了 49.44%，企业高成长性特点突出；②利润端，2019 年公司实现归母净利润 6.94 亿元，同比增长 44.46%，2015-2019 年 CAGR 高达 53.20%，高于同期营业收入复合增速，表明在收入规模持续扩大同时，公司盈利能力持续提升。

图 3：2015-2019 年公司营收 CAGR 达到了 49.44%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 4：2015-2019 年公司净利润 CAGR 高达 53.20%

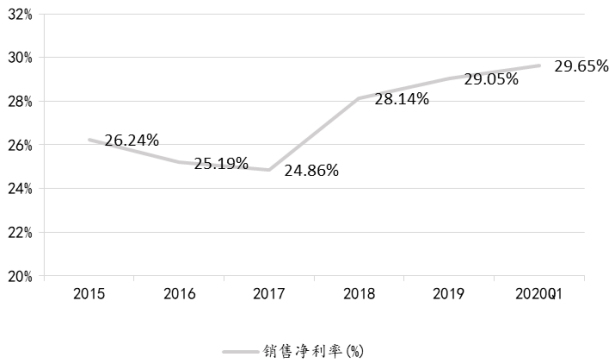


数据来源：wind，东吴证券研究所

2017-2019 年公司销售净利率稳步提升，2019 年达到 29.05%，2020Q1 更是提升到 29.65%，公司盈利能力出色、且稳中有升的原因有：①公司综合毛利率虽有波动，但始终维持在较高水平，2015-2018 年公司整体毛利率超过 40%，2019 年受中美贸易摩擦影响，当期毛利率仍达到了 39.85%，公司高毛利率背后主要的驱动力是占营收比重较大的剪叉式产品过去几年毛利率水平出色。我们判断随着国内剪叉式产品竞争加剧，盈

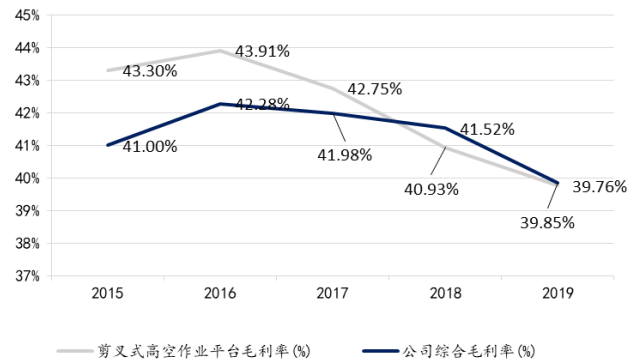
利能力有下行风险，但公司新臂式产品正在逐渐放量，随着规模效应，公司整体高毛利率水平可以维持。②公司深化精益化管理，销售费用率和管理费用率呈现下行趋势，推动了期间费用率持续下降，2019 年仅为 8.47%，较 2015 年下降 5.48 个百分点，期间费用率下降是公司盈利能力稳步提升的重要原因。

图 5：2015-2019 年公司净利率总体呈现上升趋势



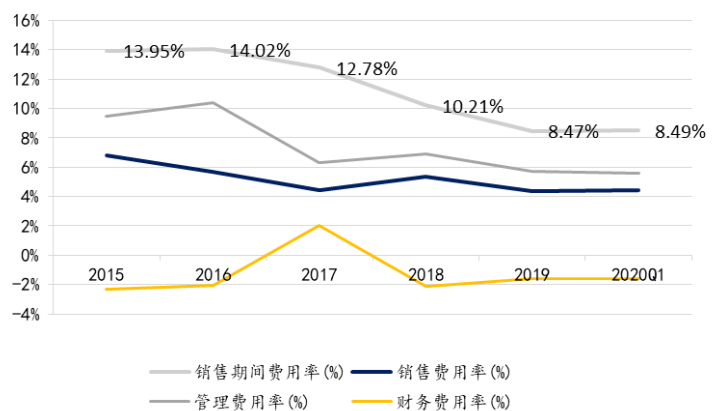
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：2015-2019 年公司毛利率维持在较高水平



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：2015-2019 年公司期间费用率持续下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 国内 AWP 行业尚处于初级阶段，仍将持续快速增长

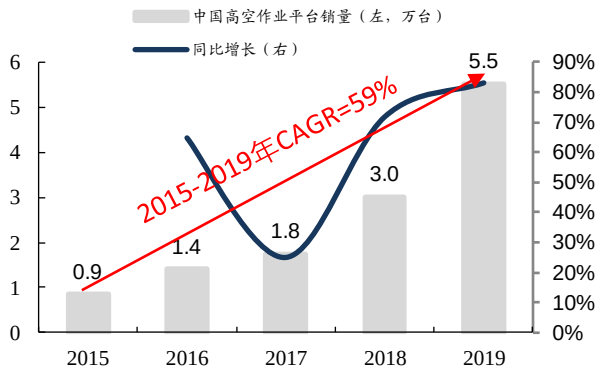
2.1. 不必担心租赁商资本开支收缩，国内 AWP 需求空间巨大

2.1.1. 国内 AWP 行业快速成长，2015-2019 销量 CAGR 高达 59%

国内高空作业平台行业快速成长，AWP 销量快速提升。IPAF 数据显示，2019 年我国 AWP 销量 5.5 万台，同比增长 83.0%，2015-2019 年销量 CAGR 达 59%；销量增加使

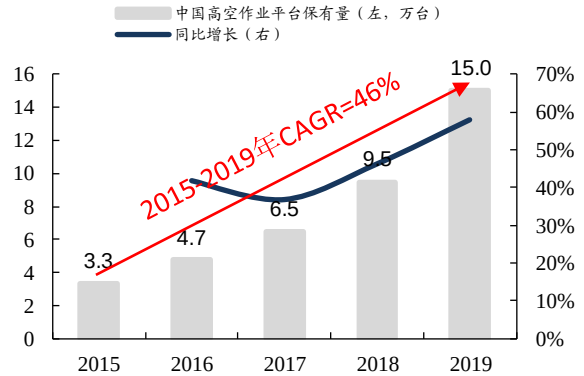
得国内 AWP 保有量快速提升，2019 年我国 AWP 保有量达 15 万台，同比增长 46%，2015-2019 年保有量 CAGR 达 46%，AWP 行业呈现快速增长态势。

图 8: 2015-2019 年国内 AWP 销售量 CAGR 达 59%



数据来源：IPAF，东吴证券研究所

图 9: 2015-2019 年国内 AWP 保有量 CAGR 达 46%



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

在国内高空作业平台市场快速发展的同时，我们也注意到行业竞争加剧开始出现，租赁商和制造商环节表现尤为明显，市场担心会对 AWP 行业发展造成冲击，我们将从以上两个角度进行分析。

2.1.2. 租金下降利于 AWP 推广，头部租赁商扩产并不会透支行业需求

租金下降对 AWP 制造环节企业影响有限，一定程度有利于产品渗透提升。高空作业平台在国内快速发展，除了 AWP 的经济性与安全性优势逐渐凸显外，租金价格不断下降对设备推广起到了重要作用。

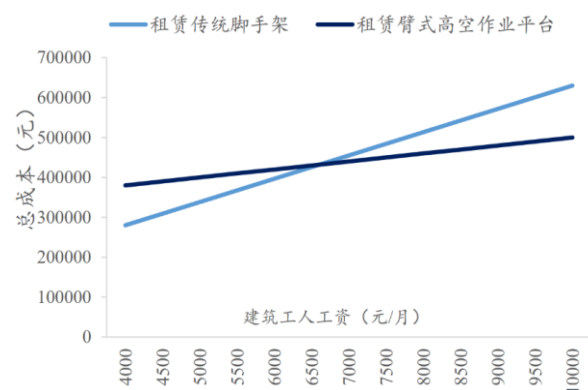
目前中国 AWP 市场处于导入期，产品接受度和普及度相对较低，与传统的手工脚手架相比，AWP 租金价格的下降增强了其经济优势，有利于加快国内市场培育，我们判断当前租金价格下降对 AWP 制造商影响有限。

图 10: 2019 年国内各类 AWP 租金下降幅度超过 10%



数据来源：精英智汇，东吴证券研究所

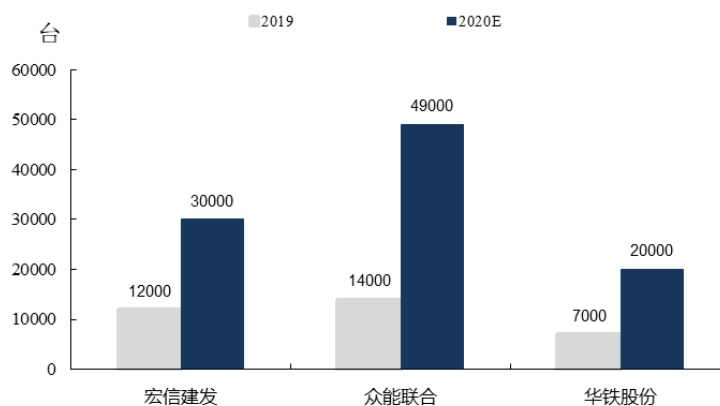
图 11: 随着建筑工人工资上涨，AWP 经济性凸显



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

AWP 租赁商处于跑马圈地阶段，当前资本支出及扩产意愿强烈。2019 年龙头租赁商宏信/众能/华铁的保有量分别为 12000/14000/7000 台，2020 年计划增量分别为 10000/35000/13000 台（截至 2020 年 4 月，宏信设备保有量已达 3 万台），扩产意愿强烈。

图 12：国内头部 AWP 租赁商 2020 年采购设备意愿强烈

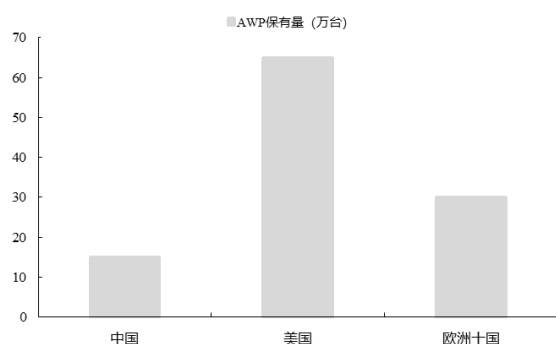


数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

市场认为短期内，AWP 租赁商疯狂扩产会给制造商带来丰厚的订单，一旦资本开支收缩，采购设备节奏放缓，势必会对国内 AWP 行业的需求造成较大冲击。

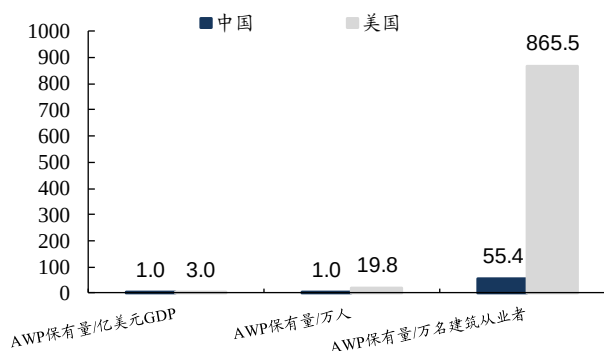
我们认为当前国内 AWP 保有量小，渗透率低，有很大的成长空间，头部 AWP 租赁商资本开支收缩，并不会影响国内 AWP 行业整体需求。①2019 年我国 AWP 保有量为 15 万台，欧洲十国超过 30 万台，美国超过 65 万台，相比于欧美成熟市场，我国 AWP 保有量仍偏小。②从 AWP 渗透率看，2019 年中国/美国每亿元 GDP 对应的 AWP 保有量分别为 1.0 台/3.0 台，每万人拥有的 AWP 保有量分别为 1.0 台/19.8 台，每万名建筑从业者拥有的 AWP 保有量分别为 55.4 万/865.5 台，差距十分明显。由此可见，国内 AWP 市场仍然较小，行业增长空间广阔。

图 13：与欧美成熟市场比，我国 AWP 保有量仍偏小



数据来源：《Access International》，中国产业信息网，东吴证券研究所

图 14：我国 AWP 渗透率远低于美国 AWP 渗透率



数据来源：世界银行，国家统计局，EIA，中国产业信息网，东吴证券研究所

参考美国 AWP 渗透率,我们判断 2019-2024 年国内 AWP 销量 CAGR 可达 22%-62%。2019 年我国 AWP 保有量/万名建筑从业者水平仅为美国的 6.4%,假设到 2024 年国内 AWP 保有量/万名建筑从业者水平提升到 2019 年美国的 20%-50%,国内建筑人数保持 2019 年水平,预计 2019-2024 年国内 AWP 销量 CAGR 可达 22%-62%,中值 42%。可见 AWP 行业仍将维持高增长态势持续,哪怕头部 AWP 租赁商资本开支收缩,并不会影响国内 AWP 行业整体需求。

表 1: 对标美国 AWP 渗透率,未来五年国内 AWP 销量 CAGR 增速达 22%-62%

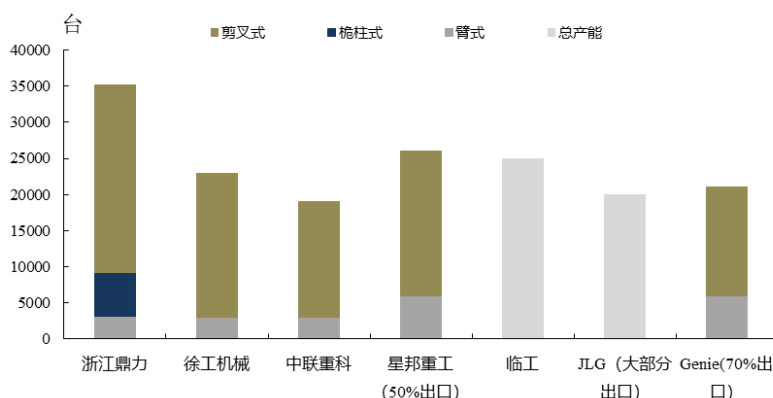
对标 2019 年美国 AWP 保有量/ 万名建筑从业者		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2019-2024 年 CAGR
50%	保有量(万台)	15	23	34	52	78	117	51%
	新增量(万台)	3.5	8	12	17	26	40	62%
40%	保有量(万台)	15	22	31	45	65	94	44%
	新增量(万台)	3.5	7	10	14	20	29	52%
30%	保有量(万台)	15	20	28	38	52	70	36%
	新增量(万台)	3.5	5	7	10	14	19	40%
20%	保有量(万台)	15	19	24	30	37	47	26%
	新增量(万台)	3.5	4	5	6	8	10	22%

数据来源:《Access International》,EIA,世界银行,东吴证券研究所测算

2.2. 制造商纷纷扩产,但中长期国内 AWP 供给仍有缺口

在供给端,市场普遍担心 AWP 制造商纷纷进行扩产,导致产能过剩,甚至会加剧行业竞争并降低总体利润率。从国内主要 AWP 制造商产能规划来看,投放国内的总产能约为 15 万台,产能主要在 2020-2022 年开始逐步释放。而根据我们预测,中性假设下 2023-2024 年行业每年新增需求达 14-29 万台,中长期国内 AWP 供给仍存在缺口。

图 15: 国内主要 AWP 制造商 2020-2022 年开始逐步释放 15 万台产能



数据来源:公司公告,东吴证券研究所

另外，参考欧美成熟市场，美国租赁市场臂式设备保有量约有 23.8 万台，占比达 38%；欧洲十国臂式设备保有量约有 11.3 万台，占比为 37.8%，而国内高空作业平台租赁商设备结构仍以剪叉式高空作业平台为主，国内制造企业竞争的产品也都主要集中于此。施工场景多样化和工况复杂性驱动，臂式产品需求不断增加，产品结构的调整也是我国 AWP 行业的发展趋势，目前国内臂式高端市场供给严重不足，这无疑给有实力的头部企业提供了发展机遇。

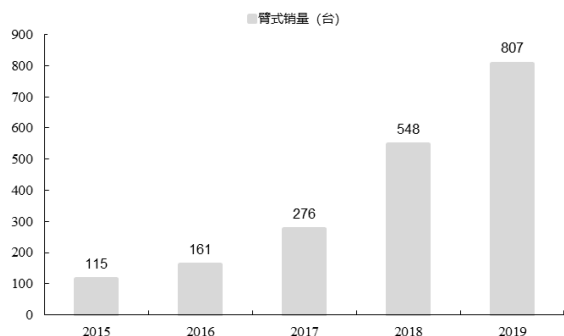
3. 新臂式量产打开公司成长空间，电动化趋势巩固公司领先优势

我国高空作业平台行业处于快速成长阶段，赛道好。虽然众多厂家纷纷进军高空作业平台行业，部分进入者通过较为激进的方式抢占市场份额，竞争日趋激烈。但目前国内 AWP 仍是需求大于供给，且 AWP 制造商竞争主要集中于通用款电驱动剪叉系列产品，大型电动剪叉、越野剪叉以及臂式产品因安全要求更严格，技术壁垒高，有能力研发生产的企业较少。公司作为本土 AWP 龙头，在巩固剪叉式产品竞争力同时，在高端产品领域完成布局，产品技术领先优势地位进一步夯实，具备持续快速增长的条件。

3.1. 新臂式产能即将投放，公司成长空间进一步打开

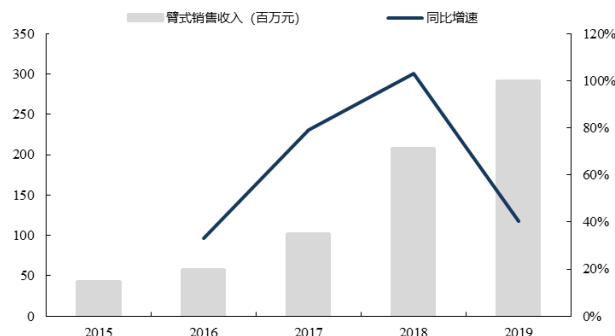
上市以来，公司臂式产品收入快速增长，但收入规模仍然偏小。2015-2019 年公司臂式高空作业平台销量快速提升，2015-2019 年销售收入 CAGR 达 61.49%，2019 年实现收入 2.91 亿元，相比剪叉式产品，公司臂式产品收入规模仍然偏小。

图 16: 2015-2019 年公司臂式产品销量快速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17: 2015-2019 年公司臂式收入 CAGR 高达 61.49%



数据来源：wind，东吴证券研究所

当前国内剪叉式 AWP 竞争越来越激烈，我们判断臂式等高端市场将成为公司后续重要的增长点。我们主要基于以下几点考虑：

首先，如上文 2.2 章节分析，今后国内臂式高空作业平台需求将快速增加，且臂式产品价值量显著高于剪叉式产品，将给公司新臂式产品收入快速增长提供契机。

其次，在新臂式产品领域，公司已经完成产品布局，产品性能优势明显，得到下游

客户良好反馈。臂式产品作为未来发展重心，公司已与 Magni 合作研发推出 7 款柴油款及 7 款电动款臂式产品，新臂式产品性能优势明显，柴油款新臂式系列产品已于 2019 年 7 月份正式入市销售，需求旺盛，客户好评不断。

图 18: 公司新臂式产品性能优势明显

序号	优点	详细说明
1	高度高	最大工作高度可达 30.3 米（可集装箱运输），新曲臂式最大工作高度可达 28.1 米（可集装箱运输），较传统臂式同款车型高出 2 米以上
2	载重大	载重最大可达 454kg，曲臂式最大可达 327kg，较传统臂式同款车型（直臂式 300kg，曲臂式 230kg）负载能力更大。
3	动力强	配置高空作业平台专业车桥，取消了分流阀压力损失，传动效率相比传统轮边减速驱动高 20% 以上，动力更强劲。
4	易维护	全系列采用模块化设计，95% 主要部件通用、80% 以上结构件通用，并采用下沉式设计。模块化设计使得维修保养效率提升，人工成本降低。
5	高节能	系列机型的结构件（车架、转台、大臂）均采用高强度钢材特制而成，通过先进的焊接工艺，结合整体部件下移式设计，使得整机重量更轻，整机油耗更低，更加节能。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

最后，目前国内臂式产品供给严重不足，公司“大型智能高空作业平台建设项目”预计于 2020 年 8 月投产，项目投产后可新增 3200 台大型智能高空作业平台，有效提升公司臂式产品产能。我们假定每台新臂式售价 60 万元，无论是按规划产能 3200 台，还是按估算年产能 5000 台计算，四期新臂式投产将大幅提升公司产值水平。

图 19: 新臂式投产将大幅提升公司臂式产值水平（两种假设情景下）

	四期产能	产品单价（万元）	年产值（万元）
规划产能	3200 台	60	192000
估算产能	5000 台	60	300000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

（备注：①3200 台为募投项目规划产能；②假定新臂式高空作业平台单价 60 万元；③假定 30 分钟生产一台新臂式（八小时工作制），四期年产能可以达到 5000 台。）

2020 年 5 月公司与宏信正式签署 2020 年度臂式采购协议，宏信建发是国内建设领域最大的设备综合运营服务商，其中，高空作业平台租售作为核心业务，设备总数已超 30000 台，门店数 100 余家，资产总额超 90 亿元，以宏信建发为龙头的租赁商开始采购公司臂车，印证了公司臂车在性能和品质上已达国际领先水平，有利于新臂式产品在国内市场推广。

综上，臂式产品需求快速提升，在国内臂式高端产能不足的情况下，随着公司新臂式量产，成长空间将进一步打开，推动公司业绩持续快速增长。

3.2. 把握 AWP 电动化趋势，公司领先地位将持续巩固

环保核查趋严，排放标准不断升级，非道路移动机械新能源化势必将成为趋势。2019 年 2 月 20 日，生态环境部在《非道路移动机械用柴油机排气污染物排放限值及测量方法（中国第三、四阶段）修改单（征求意见稿）》中明确了非道路机械国三切换国四标准的时间点是 2020 年 12 月 1 日；道路机械方面，北京、天津、河北、广东等地已明确

提出 2019 年 7 月 1 日起实施国六标准。而根据国务院《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2019 年底前重点区域非道路移动机械低排放控制区将完成划定，高排放非道路移动机械将受到严格管控，不达标者将接受改造或淘汰。

虽然涉及工程机械的非道路移动机械车辆动力系统电驱化技术仍处于初期阶段，距离广泛采用也仍有距离，但从目前的局面看，整体前进方向是明确和必然的。

表 2：工程机械相关排放标准实施时间表

	重型柴油车实施时间	非道路移动机械国标实施时间
国一		2007.10.1
国二及以下	2005.9.1-2008.7.1	2009.10.1-2016.4.1
国三	2008.7.1-2013.7.1	2016.4.1
国四	2013.7.1-2017.7.1	2020.12.1
国五	2017.7.1-2019.7.1	
国六	国六 A：2021.7.1 起 国六 B：2023.7.1 起	

数据来源：环保部，东吴证券研究所

在高空作业平台领域，同样随着排放要求的进一步升级，特别是一些特殊工况，例如国家电网、核电站、中石化、中石油、高铁、机场、隧道、居民小区等区域对使用设备提出更高环保要求，越来越多的租赁商趋向选择零排放、节能环保的电动高空作业平台产品，另外，电动高空作业平台全生命周期的使用成本相比燃油高空作业平台要低，由此可见电动化势必成为我国高空作业平台发展的趋势。

公司在电动高空作业平台布局多年，并不断进行产品升级，始终走在行业的前列：

①2019 年 10 月，公司与全球知名的“电源系统领域专家”德国荷贝克公司联合研发的质保 2 年寿命达 4 年的纯铅电池即日起正式入市，除了严格秉承锂电池优势，纯铅电池在高效性、安全性、经济性、便捷性等全生命周期还拥有卓越表现。

②2020 年 3 月，公司相继推出最新研发的业内领先的电动款臂式、剪叉式新品。电动臂式系列最大载重 454kg，最大工作高度覆盖 24.3 米—30.3 米，大大提升了业内现有电动臂式最大工作高度，该系列产品具备节能环保无噪音、维保便捷成本低、安全实用动力强等诸多优势；公司电动系列产品能更好满足国家电网、核电站、中石化、中石油、高铁、机场、隧道、居民小区等对环保排放有严格要求的领域。

我们认为公司瞄准市场需求，积极打造绿色产品，推出了业内领先的一系列电动款 AWP 产品，在激烈的市场竞争市场中始终保持产品的领先性，行业地位持续巩固。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 EPS 分别为 1.89、2.54、3.17 元，当前股价对应动态 PE

分别为 43.46 倍、32.24 倍、25.87 倍。考虑到公司业绩快速增长，以及具备较好的成长性，维持“买入”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧导致产品价格大幅下降，新臂式产品销售不及预期，电动化趋势不及预期，中美贸易摩擦不确定性

浙江鼎力三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3389	4563	6302	8133	营业收入	2389	3483	4833	5893
现金	874	1268	2044	3132	减:营业成本	1437	2148	3000	3633
应收账款	804	1145	1589	1937	营业税金及附加	10	15	21	25
存货	461	706	986	1194	营业费用	105	150	203	236
其他流动资产	1250	1444	1683	1870	管理费用	118	193	266	305
非流动资产	1471	1628	1585	1537	财务费用	-39	-30	-30	-30
长期股权投资	89	89	89	89	资产减值损失	0	3	3	3
固定资产	245	621	702	694	加:投资净收益	48	20	20	20
在建工程	384	169	51	15	其他收益	-1	35	35	35
无形资产	140	136	131	126	营业利润	805	1059	1425	1776
其他非流动资产	612	612	612	612	加:营业外净收支	0	3	3	3
资产总计	4859	6191	7887	9670	利润总额	805	1062	1428	1779
流动负债	1450	2002	2649	3125	减:所得税费用	111	146	193	240
短期借款	369	369	369	369	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	783	1170	1635	1979	归属母公司净利润	694	916	1235	1539
其他流动负债	298	463	646	777	EBIT	780	982	1348	1699
非流动负债	202	202	202	202	EBITDA	808	1030	1418	1779
长期借款	109	109	109	109					
其他非流动负债	93	93	93	93	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1652	2205	2851	3327	每股收益(元)	2.00	1.89	2.54	3.17
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	9.25	8.21	10.37	13.07
					发行在外股份(百万股)	347	485	485	485
归属母公司股东权益	3207	3986	5036	6344	ROIC(%)	26.8%	28.5%	35.4%	41.5%
负债和股东权益	4859	6191	7887	9670	ROE(%)	21.6%	23.0%	24.5%	24.3%
					毛利率(%)	39.9%	38.3%	37.9%	38.4%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	29.0%	26.3%	25.6%	26.1%
经营活动现金流	696	724	993	1353	资产负债率(%)	34.0%	35.6%	36.1%	34.4%
投资活动现金流	-666	-193	-31	-35	收入增长率(%)	39.9%	45.8%	38.7%	21.9%
筹资活动现金流	147	-137	-185	-231	净利润增长率(%)	44.5%	32.0%	34.8%	24.6%
现金净增加额	194	394	776	1087	P/E	40.97	43.46	32.24	25.87
折旧和摊销	28	48	71	80	P/B	8.87	9.99	7.91	6.28
资本开支	-269	-193	-31	-35	EV/EBITDA	37.25	29.76	22.06	17.86
营运资本变动	-451	-242	-316	-268					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>