

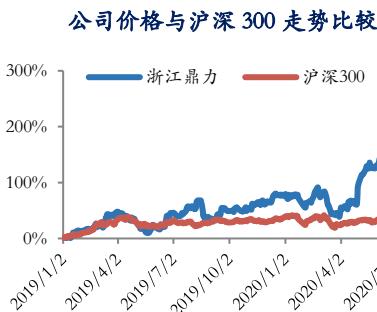


新臂式产能释放在即，全球订单先行

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-06

收盘价（元）	99.64
近 12 个月最高/最低（元）	99.64/37.44
总股本（百万股）	485.49
流通股本（百万股）	485.49
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	483.74
流通市值（亿元）	483.74



分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

电话：0551-65161835

邮箱：lijiang@hazq.com

相关报告

1. 《华安证券_公司研究_首次覆盖深度报告_浙江鼎力_新臂式产品放量在即，开启供给驱动型新周期》2020-06-17

事件：8月3号，浙江鼎力官宣全系列产品实现电动化；8月5号，全球知名租赁公司 Collé向浙江鼎力正式下单300余台曼尼款大载重臂式产品，加入“PLAN G”计划（“守护绿色家园”特别行动，也即电动臂车推广活动）。

核心观点：

中报业绩超预期（已预告）+新臂式产能释放在即，两个催化剂双重作用下，公司近期市值不断创新高。我们认为：**①行业层面：**行业目前仍处于成长期，中长期来看，随着渗透率提升，需求增量空间依旧可观；短期看，2020年是下游头部租赁商扩大规模、购买设备的大年，与头部租赁商绑定的制造商直接受益；**②公司层面：**一方面，新臂式产能释放在即，公司与全球知名租赁公司合作，海外市场空间进一步打开，侧面印证公司产品质量已得到头部客户认可；另一方面，公司产品电动化布局领先市场，先发优势明显。公司产销两旺，业绩有望持续超预期，上调盈利预测，维持“买入”评级。

点评：

➤ 非道路机械排放管控加严，公司顺势推广零排放、无噪音、节能环保的电动化产品，引领市场。

同挖机一样，高空作业平台属于非道路机械范畴，国家近年来提倡环保，对非道路机械的排放标准不断加严。为了顺应这种趋势，公司推出了7款模块化大载重电动臂式系列，自7月份以来，公司正式发起电动臂车“守卫绿色家园”特别活动，全国范围内多省份租赁公司已相继完成电动臂式交机仪式，并联名签署加入行动。

国内活动轰轰烈烈，海外市场再下一城。8月5日，欧洲租赁商 Collé已向浙江鼎力下单300余台拥有欧洲本地CE认证的大载重高米数（454KG、24米以上）臂式订单，Collé还将对现有产品进行重大升级，目标在2023年前，将所有设备中的至少50%转化为纯电动，此次订单表明公司正式将自主研发的高米数电动臂式产品带入欧洲市场，国际化进程进一步加速。我们认为，环保要求趋严背景下，行业电动化趋势已定，公司在电动产品领域的布局具备先发优势。

➤ 浙江鼎力：新臂式产能释放在即，有望打开长期成长空间。

随着8月底，鼎力四期工厂新臂式产能按部就班投放，臂式产能有望提高至120-150台/月，全年新臂式产量有望超过1500台。2020年5月6号，国内租赁商龙头宏信建发与公司开始正式达成臂式方面的合作，预计2020年在臂式上面也会有量的突破，海外市场，欧洲租赁商领先企业Collé在产能未投放前，已经下了300多台电动臂车订单，新电动臂车均价高于老臂式，有望带来量价齐升的局面。对标全球龙头企业特雷

克斯，臂车在高空作业板块收入占比超过 40%以上，而公司目前占比仅 12%（2019 年年报数据），仍有很大提升空间。我们认为新臂式产能投放助力公司率先抢占高端臂式产品市场，直接对公司业绩高增长形成有力支撑，公司业绩有望不断超预期

➤ **非道路机械排放管控加严，公司顺势推广零排放、无噪音、节能环保的电动化产品，引领市场。**

2015 年以前，行业处于萌芽期，2015 年至今，国内市场高空作业平台设备保有量复合增速达 50%，销量复合增速达 62%，行业处于快速增长期。**设备保有量方面**，2019 年底我国市场约有 15 万台高机设备，美国超过 65 万台，欧洲超过 30 万台，相比于成熟市场，我国设备保有量仍有绝对数量差距；考虑到渗透率，我们选取建筑增加值和 GDP 两个维度，来测算我国市场需求空间，两个维度测算平均结果为 59 万台，还有 4 倍空间。我们认为随着保有量基数的增长，增速会放缓，未来 5 年放缓至 35% 左右较为合理，因此预计在 2024-2025 年，行业保有量将达到阶段性高点。**销量方面**，2019 年国内制造商内外销合计约为 5.5 万台，基本上是目前整个市场产能上限，随着需求仍在提升，制造商扩产，扩大供给始终是当前市场主旋律，除了鼎力外，主流制造商包括中联、星邦、临工等都将在 2020-2021 年陆续释放产能。

投资建议

公司 2020 年中报预告归母净利润 4.08 亿，同比+56.83%，超市场预期。新臂式产能有望 8 月底投产，预计将从 Q3 开始贡献业绩，因此从季度业绩增速来看，预计 Q3 将会是单季度业绩增速最高，基于对行业未来的判断和公司自身新产品投放，竞争力不断提升。我们上调 2020 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.03、14.25、18.53 亿元，同比增速分别为 44.53%、42.05%、30.03%。对应 PE 分别为 44、31、24 倍。业绩高增长，成长属性显著，维持“买入”评级。

风险提示

新臂式投产不及预期、贸易摩擦导致出口市场下滑较多、国内固定资产投资下滑太快、市场竞争加剧导致产品毛利率承压。

主要财务指标	单位:百万元			
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2389.36	3763.49	5182.96	6787.36
收入同比(%)	39.93%	57.51%	37.72%	30.96%
归属母公司净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
净利润同比(%)	44.46%	44.53%	42.05%	30.03%
毛利率(%)	39.85%	39.20%	39.94%	39.88%
ROE(%)	21.64%	23.82%	25.28%	24.74%
每股收益(元)	1.43	2.07	2.94	3.82
P/E	48.96	43.84	30.86	23.73
P/B	10.60	13.43	10.03	7.55
EV/EBITDA	32.75	29.03	19.82	14.55

资料来源：wind（按 8 月 5 日收盘价计算），华安证券研究所

图表目录

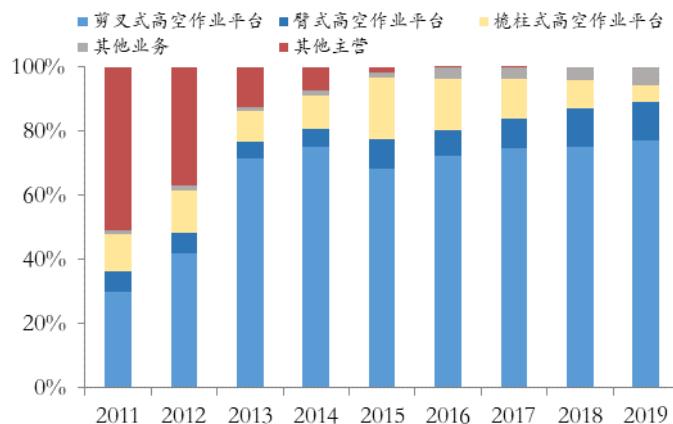
图表 1 浙江鼎力股价复盘图 (2019 年至今)	4
图表 2 高空作业平台占比提升, 叉车业务有序缩减	4
图表 3 高空作业平台业务规模持续增长	4
图表 4 2015-2019 年公司剪叉产品产、销量	4
图表 5 2015-2019 年公司臂式产品产、销量	4
图表 6 2015-2019 年公司营收 CAGR=49.44%	5
图表 7 2015-2019 年公司归母净利润 CAGR=53.28%	5
图表 8 毛利率稳中有降, 净利率提升	5
图表 9 2015-2019 年公司不同产品毛利率	5
图表 10 费用控制效果显著	5
图表 11 研发费用占比	5
图表 12 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势	6
图表 13 2019 年国内收入占比首次超过海外市场	6
图表 14 国内市场收入增速持续提升	6
图表 15 2015-2019 年中国高空作业平台保有量 CAGR=50%	6
图表 16 2015-2019 年中国高空作业平台销量 CAGR=62%	6
图表 17 高空作业平台主要制造商陆续提升产能	7
图表 18 头部租赁商规模扩张势头不减	7
图表 19 2017-2019 年高空作业平台租金变动幅度	7
图表 20 2017-2019 年高空作业平台出租率变动幅度	7
图表 21 对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间	8
图表 22 2020-2022 年我国 AWP 保有量、销量复合增速敏感性测试	8
图表 23 租赁商购买设备时考虑的因素	8

图表1 浙江鼎力股价复盘图 (2019年至今)



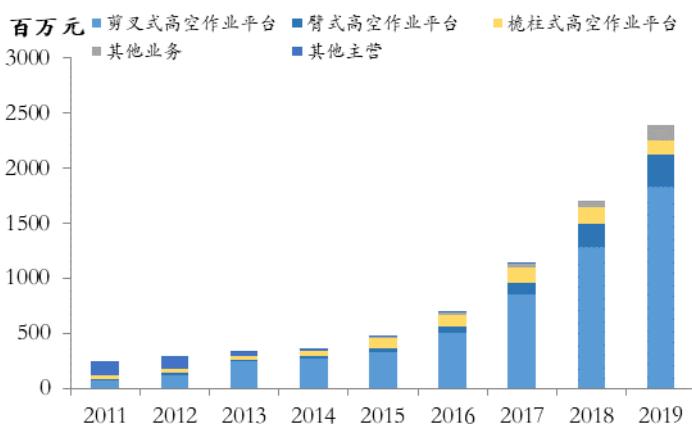
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表2 高空作业平台占比提升，叉车业务有序缩减



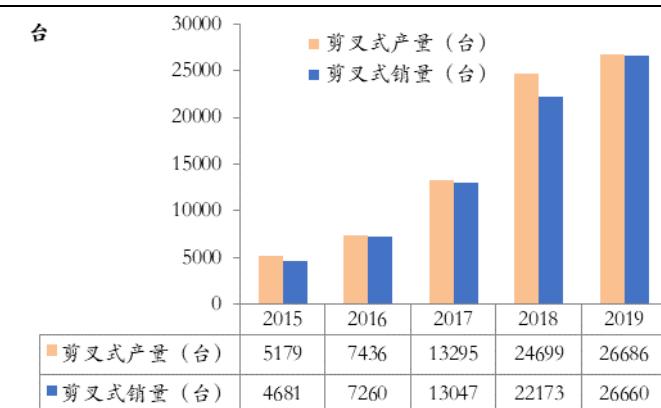
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表3 高空作业平台业务规模持续增长



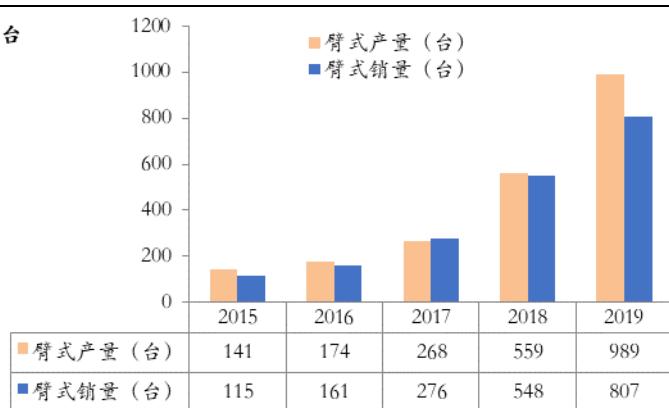
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表4 2015-2019年公司剪叉产品产、销量



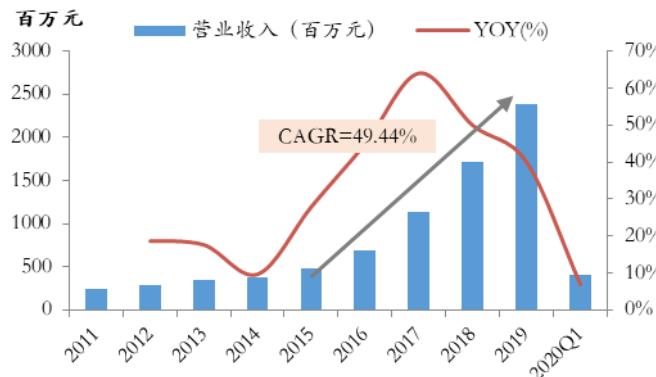
资料来源：wind, 华安证券研究所

图表5 2015-2019年公司臂式产品产、销量



资料来源：wind, 华安证券研究所

图表 6 2015-2019 年公司营收 CAGR=49.44%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2015-2019 年公司归母净利润 CAGR=53.28%



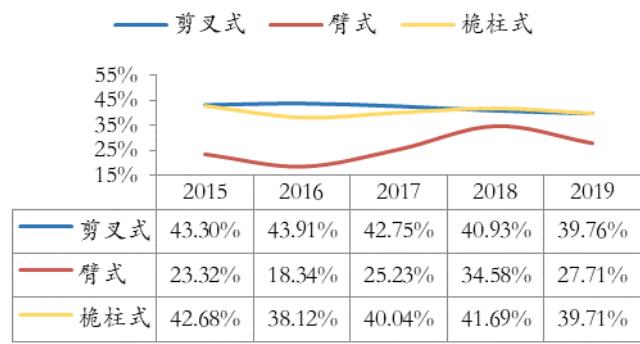
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 毛利率稳中有降，净利率提升



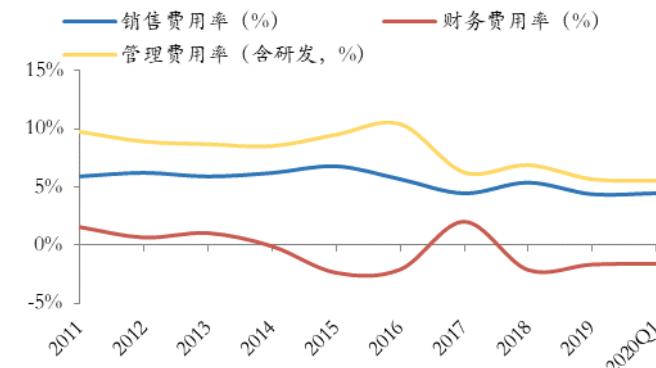
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 2015-2019 年公司不同产品毛利率



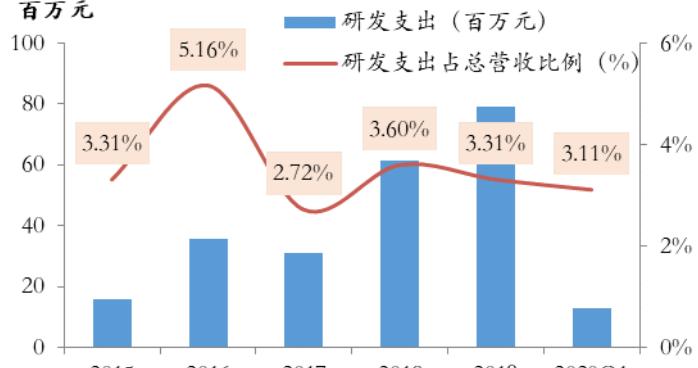
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 费用控制效果显著



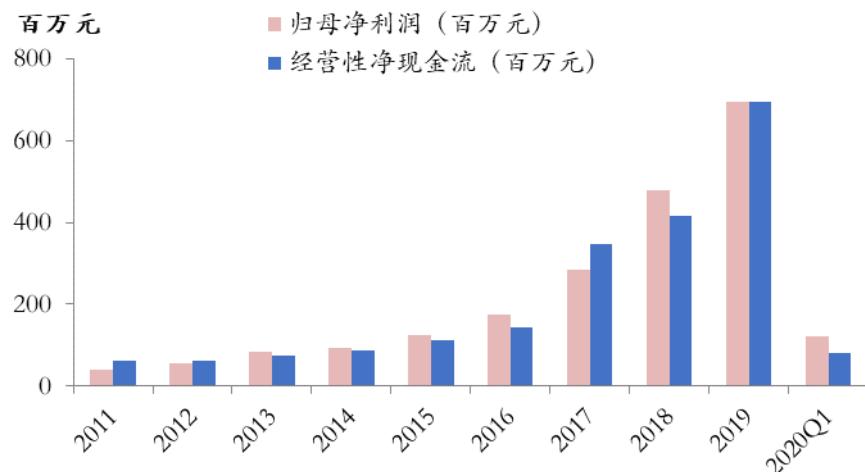
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 研发费用占比



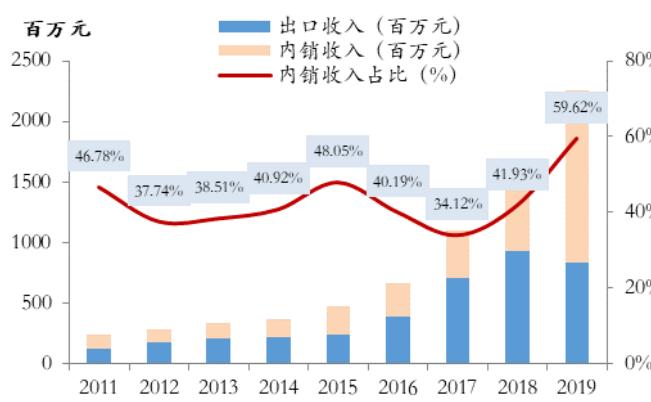
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 归母净利润与经营性现金流呈同步趋势



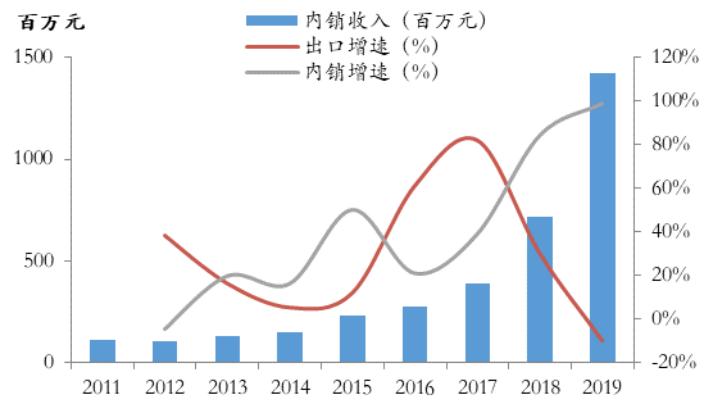
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 2019 年国内收入占比首次超过海外市场



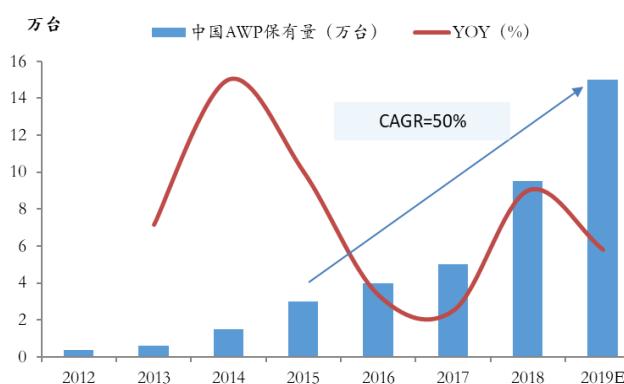
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 国内市场收入增速持续提升



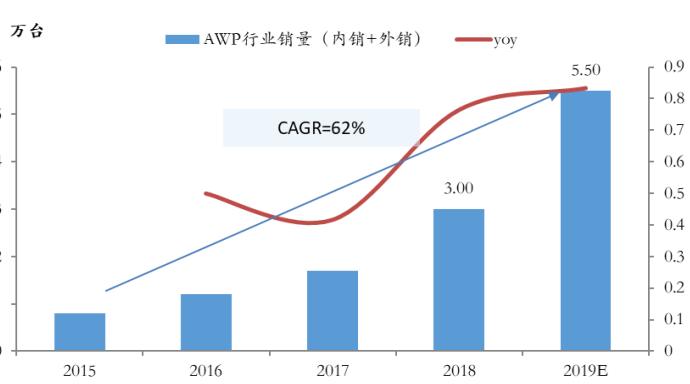
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 2015-2019 年中国高空作业平台保有量 CAGR=50%



资料来源: ESCG, 华安证券研究所

图表 16 2015-2019 年中国高空作业平台销量 CAGR=62%



资料来源: ESCG, 华安证券研究所

图表 17 高空作业平台主要制造商陆续提升产能



资料来源：各公司官网，华安证券研究所

图表 18 头部租赁商规模扩张势头不减

	产品类型	覆盖品牌	设备保有量
宏信	剪叉式	吉尼、鼎力、复盛埃尔曼、临工	3万台（截至2020年4月） 4万台（截至2020年7月）
	直臂式	吉尼、JLG（2020年5月17日，与浙江鼎力签订战略协议）、临工	
	曲臂式	（6月11日签订）	
	蜘蛛车	JLG、TEUPEN	
众能联合	剪叉式	JLG，已经与浙江鼎力、JLG、山东临工、Haulotte、湖南星邦达成战略合作关系。	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		
徐工广联	剪叉式	徐工	接近1万台
	直臂式		
	曲臂式		
浙江大黄蜂	剪叉式	中联、徐工、临工	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		

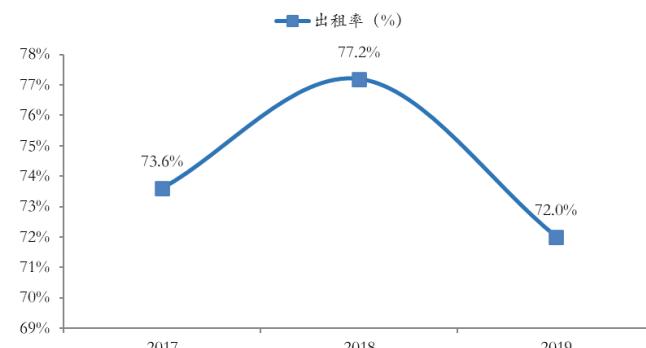
资料来源：公司官网，草根调研，华安证券研究所

图表 19 2017-2019 年高空作业平台租金变动幅度



资料来源：ESCG；华安证券研究所

图表 20 2017-2019 年高空作业平台出租率变动幅度



资料来源：ESCG；华安证券研究所

图表 21 对比美国成熟市场我国 AWP 保有量潜在规模约在 40-70 万台之间

	单位	美国	中国
设备保有量	万台	65.80	15.00
维度一：建筑业增加值			
建筑业增加值	万亿元	6.28	7.09
保有密度	台/亿元	10.4782	2.1155
差距倍数	—	4.95	
中国潜在保有量空间	万台	74.29	
维度二：GDP			
GDP	万亿元	135.09	89.16
保有密度	台/亿元	0.4871	0.1682
差距倍数	—	2.90	
中国潜在保有量空间	万台	43.43	

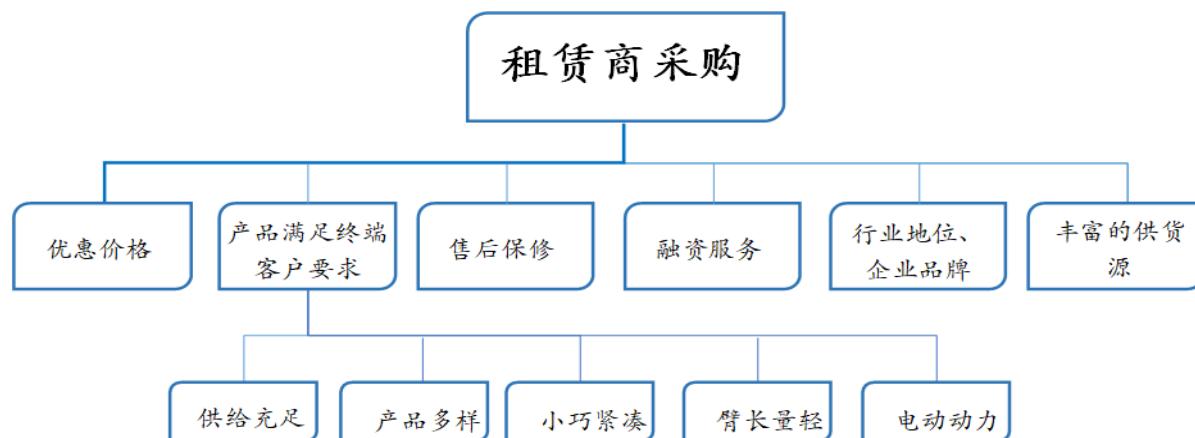
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 2020-2022 年我国 AWP 保有量、销量复合增速敏感性测试

	中国AWP保有量 (万台)			中国市场AWP销量(万台)		
2015	3.00				0.80	
2016	4.00				1.20	
2017	5.00				1.70	
2018	9.50				3.00	
2019E	15.00				5.00	
假设CAGR	25%	35%	45%	25%	35%	45%
2020E	19	20	22	6	7	7
2021E	23	27	32	8	9	11
2022E	29	37	46	10	12	15
2023E	37	50	66	12	17	22
2024E	46	67	96	15	22	32
2025E	57	91	139	19	30	46

资料来源：华安证券研究所

图表 23 租赁商购买设备时考虑的因素



资料来源：《Access International》，URI 等公司官网，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3388.82	4771.59	6525.71	8855.55	营业收入	2389.36	3763.49	5182.96	6787.36
现金	874.07	1509.13	2476.52	3867.69	营业成本	1437.12	2288.18	3112.86	4080.24
应收账款	797.62	1134.20	1561.99	2045.50	营业税金及附加	10.36	15.05	19.70	25.79
其他应收款	6.13	10.31	14.20	18.60	销售费用	104.71	158.07	207.32	271.49
预付账款	10.66	18.31	24.90	32.64	管理费用	57.33	82.80	103.66	135.75
存货	460.79	639.44	852.84	1117.87	财务费用	(38.78)	5.39	0.63	(6.63)
其他流动资产	1239.55	1460.20	1595.26	1773.24	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1470.63	1654.42	1849.18	2045.67	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	693.50	719.95	748.86	777.78	投资净收益	48.35	37.78	41.31	41.31
固定资产	628.74	775.84	939.60	1103.81	营业利润	804.72	1159.72	1647.31	2141.94
无形资产	141.20	151.44	153.53	156.89	营业外收入	0.50	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.19	7.19	7.19	7.19	营业外支出	0.32	0.00	0.00	0.00
资产总计	4859.45	6426.01	8374.89	10901.2	利润总额	804.89	1159.69	1647.31	2141.96
流动负债	1449.56	2012.98	2536.93	3210.46	所得税	110.81	156.56	222.39	289.17
短期借款	165.56	165.56	165.56	165.56	净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
应付账款	585.82	783.62	1091.63	1475.59	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	698.18	1063.80	1279.74	1569.31	归属母公司净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80
非流动负债	202.40	202.40	202.40	202.40	EBITDA	729.01	1135.09	1614.00	2101.99
长期借款	109.13	109.13	109.13	109.13	EPS (元)	1.43	2.07	2.94	3.82
其他非流动负债	93.28	93.28	93.28	93.28					
负债合计	1651.96	2215.38	2739.33	3412.86					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股本	346.78	485.49	485.49	485.49					
资本公积	1053.31	914.60	914.60	914.60					
留存收益	1797.08	2800.22	4225.15	6077.95					
归属母公司股东权	3207.49	4210.63	5635.55	7488.35					
负债和股东权益	4859.45	6426.01	8374.89	10901.2					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	696.16	821.65	1162.83	1589.81	成长能力				
净利润	694.08	1003.13	1424.93	1852.80	营业收入	39.93%	57.51%	37.72%	30.96%
折旧摊销	28.33	28.60	30.05	31.53	营业利润	42.34%	44.12%	42.04%	30.03%
财务费用	(14.29)	11.95	11.95	11.95	归属于母公司净	44.46%	44.53%	42.05%	30.03%
投资损失	(48.35)	(37.78)	(41.31)	(41.31)	获利能力				
营运资金变动	23.73	(184.29)	(262.78)	(265.14)	毛利率(%)	39.85%	39.20%	39.94%	39.88%
其他经营现金流	12.66	0.03	(0.01)	(0.03)	净利率(%)	29.05%	26.65%	27.49%	27.30%
投资活动现金流	(666.33)	(174.65)	(183.49)	(186.69)	ROE(%)	21.64%	23.82%	25.28%	24.74%
资本支出	(284.93)	(185.98)	(195.88)	(199.08)	ROIC(%)	33.22%	44.30%	52.92%	59.27%
长期投资	(386.94)	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
其他投资现金流	5.54	11.33	12.39	12.39	资产负债率(%)	33.99%	34.48%	32.71%	31.31%
筹资活动现金流	147.43	(11.95)	(11.95)	(11.95)	净负债比率(%)	14.89%	11.35%	8.48%	6.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.34	2.37	2.57	2.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.02	2.05	2.24	2.41
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
资本公积增加	0.00	(13.84)	(5.58)	(6.97)	总资产周转率	0.56	0.67	0.70	0.70
其他筹资现金流	147.43	1.89	(6.36)	(4.98)	应收账款周转率	3.62	3.90	3.84	3.76
现金净增加额	177.26	635.05	967.39	1391.17	应付账款周转率	4.88	5.50	5.53	5.29

资料来源：公司公告（按8月5日收盘价计算），华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。