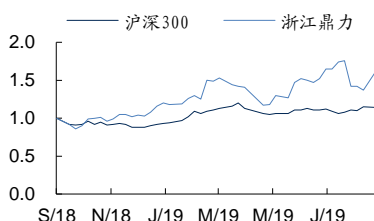


证券研究报告—深度报告
机械设备
工业机械
浙江鼎力(603338)
买入

合理估值: 73.16 元 昨收盘: 60.68 元 (维持评级)

2019年10月08日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	347/347
总市值/流通(百万元)	21,663/21,663
上证综指/深圳成指	3,006/9,881
12个月最高/最低(元)	68.91/31.57

相关研究报告:

《浙江鼎力-603338-2019年中报点评: 北美市场拖累中报业绩, 国内收入稳步增长、臂式产品快速放量》——2019-08-19

《浙江鼎力-603338-2019年一季报点评: 一季度稳健增长, 看好全年持续高增长》——2019-05-07

《浙江鼎力-603338-2018年年报点评: 业绩持续高速增长, 公司成长潜力大》——2019-04-15
 《浙江鼎力-603338-2018年三季报点评: 三季报业绩超预期》——2018-10-30

《浙江鼎力-603338-2018年半年报点评: 中报业绩符合预期, 持续增长可期》——2018-08-23

证券分析师: 贺泽安

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

联系人: 吴双

E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

风物长宜放眼量, 高空作业平台龙头鼎力全球

● 高空作业平台: 全球近千亿空间, 国内市场高速增长

高空作业平台相比传统脚手架等具备安全、高效等显著优势, 经济性日益凸显, 当前全球市场稳健增长, 中国市场爆发式高增长。根据 IPAF 数据, 2018 年高空作业平台全球租赁市场保有量 147 万台, 据此测算全球需求总量 40.4 万台, 全球市场规模约 851 亿元。目前中国市场保有量约 9-10 万台, 近年销量复合增速超 40%, 但人均保有量、产品渗透率(高空作业平台/GDP)与欧美成熟市场仍差距巨大, 国内行业成长空间巨大。

● 国内高空作业平台龙头, 差异化优势显著, 受益海内外双轮驱动

公司专注高空作业平台, 2013-18 年营收/归母净利润 CAGR 达 38%/42%, 具备显著差异化优势: 1) 欧美成熟市场中受益渠道打开高成长: 与全球巨头相比, 鼎力人工成本优势显著, 产品性价比高, 2018 年毛/净利率 42%/28%, 远高于 Terex 的 19%/2% 与 JLG 的 18%/6%, 构筑高盈利护城河, 且通过参股 Magni 和 CMEC 打通欧美主流市场渠道, 近 3 年海外收入 CAGR+56.40%; 2) 国内市场成长更快: 与国内同行相比, 鼎力产品品质过硬, 高效率最先进自动化生产线+80%结构件自制等构筑更强供应链及成本管控能力, 且渠道优势显著(产品覆盖率最高), 绑定宏信等优质大客户, 对标欧美经验大设备商+大租赁商绑定合作模式下, 卡位优势明显, 近 3 年国内收入 CAGR+45.97%。

● 臂式放量在即, 打开成长新空间

对标欧美市场, 国内臂式产品占比约 10%, 远低于国外近 40% 的水平, 长期看受益应用场景拓展, 臂式产品占比提升是必然趋势, 市场空间广阔。鼎力联合 Magni 研发的臂式升级产品综合性能优异, 今年以来客户试用反响良好; 公司大型臂式募投项目厂房主体已基本完工, 预计 2020 年上半年有望达产放量。

● 盈利预测与投资建议:

公司盈利护城河高, 产品竞争力强, 海外打通欧美主流市场渠道, 短期中美贸易摩擦不改长期成长趋势, 国内卡位优势显著, 充分受益行业高成长, 明年臂式放量有望复制剪刀叉路径, 我们预计 2019-21 年净利润为 5.87/7.77/10.80 亿元, 对应 PE 36/27/20X。维持“买入”评级。

● 风险提示: 海外市场风险、募投项目达产不及预期、行业竞争加剧。
盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,708	2,031	2,702	3,751
+/- (%)	49.9%	18.9%	33.0%	38.8%
净利润(百万元)	480	587	777	1080
(+/-%)	69.7%	22.1%	32.4%	39.0%
摊薄每股收益(元)	1.94	1.69	2.24	3.11
EBIT Margin	28.7%	31.6%	32.0%	32.3%
净资产收益率(ROE)	18.5%	19.1%	21.0%	23.7%
市盈率(PE)	31.3	35.9	27.1	19.5
EV/EBI DA	31.2	32.7	24.5	17.8
市净率(PB)	5.78	6.85	5.70	4.62

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司专注高空作业平台，是国内高空作业平台龙头，2013-18 年营收/归母净利润 CAGR 达 38%/42%，高速增长。

高空作业平台是工程机械细分品类中最有成长性的赛道，目前国外发展进入到成熟期（2018 年市场规模约 851 亿元，全球租赁市场设备保有量近 3 年 CAGR 约 9.5%），国内市场依旧处于起步阶段（目前中国租赁市场高空作业平台保有量约 9-10 万台，近年销量复合增速超 40%，对标欧美超 90 万台的租赁市场高空作业平台保有量，还有极大成长空间）。

公司成长迅速也得益于显著的差异化优势：**1）与欧美全球龙头相比**，鼎力人工成本优势显著，产品性价比更高，2018 年毛/净利率 42%/28%，远高于 Terex 的 19%/2%与 JLG 的 18%/6%，构筑高盈利护城河，依靠剪叉式高空作业平台的产品性价比优势在欧美成熟市场中不断拓展新的租赁商客户，快速提升市场份额，实现海外业务高增长，且通过参股 Magni 和 CMEC 打通欧美主流市场渠道，近 3 年海外收入 CAGR+58.89%；**2）与国内竞争对手相比**，鼎力有更好的产品、品牌和成熟的销售渠道具备综合先发优势：鼎力产品品质过硬，高效率最先进自动化生产线+80%结构件自制等构筑更强供应链及成本管控能力，且渠道优势显著（产品覆盖率最高），绑定宏信等优质大客户，对标欧美经验大设备商+大租赁商绑定合作模式下，鼎力卡位优势明显，有望受益租赁商集中度提升趋势实现更快发展，近 3 年国内收入 CAGR+45.97%。

我们认为高空作业平台行业具备较好的成长性，浙江鼎力作为国内龙头，产品力、公司治理、品牌渠道、生产制造能力均具备很强的先发优势。短期中美贸易摩擦不改长期成长趋势，国内先发优势显著，充分受益行业高成长，明年臂式放量有望复制剪叉产品路径，我们预计 2019-21 年净利润为 5.87/7.77/10.80 亿元，对应 EPS 为 1.69/2.24/3.11 元，对应 PE 36/27/20X。维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

1、高空作业平台全球近千亿空间，国内市场高速增长。高空作业平台相比传统脚手架等具备安全、高效等显著优势，经济性日益凸显，当前全球市场稳健增长，中国市场爆发式高增长。根据 IPAF 数据，2018 年高空作业平台全球租赁市场保有量 147 万台，据此测算全球需求总量 40.4 万台，全球市场规模约 851 亿元。目前中国市场保有量约 9-10 万台，近年销量复合增速超 40%，但人均保有量、产品渗透率（高空作业平台/GDP）与欧美成熟市场仍差距巨大，国内行业成长空间巨大。

2、国内高空作业平台龙头，差异化优势显著，受益海内外双轮驱动。公司专注高空作业平台，2013-18 年营收/归母净利润 CAGR 达 38%/42%，具备显著差异化优势：**1）欧美成熟市场中受益渠道打开高成长：与 Terex 等巨头相比**，鼎力人工成本优势显著，产品性价比高，2018 年毛/净利率 42%/28%，远高于 Terex 的 19%/2%与 JLG 的 18%/6%，构筑高盈利护城河，且通过参股 Magni 和 CMEC 打通欧美主流市场渠道，近 3 年海外收入 CAGR+56.40%；**2）国内市场成长更快：与临工等相比**，鼎力产品品质过硬，高效率最先进自动化生产线+80%结构件自制等构筑更强供应链及成本管控能力，且渠道优势显著（产品覆盖率最高），绑定宏信等优质大客户，对标欧美经验大设备商+大租赁商绑定合作模式下，鼎力卡位优势明显，近 3 年国内收入 CAGR+45.97%。

3、臂式放量在即，打开成长新空间。对标欧美市场，国内臂式产品占比约 10%，远低于国外近 40%的水平，长期看受益应用场景拓展，臂式产品占比提升是必然趋势，市场空间广阔。鼎力联合 Magni 研发的臂式升级产品去年已顺利发布，产品综合性能优异，今年以来客户试用反响良好；公司募投“年产 3200 台臂式大型智能高空作业平台建设项目”厂房主体已基本完工，预计 2020 年上半年有望随产能释放快速放量。

与市场预期的差异之处

1、我们认为从行业端看浙江鼎力海内外业务都处于成长阶段。a、欧美市场虽然已是成熟市场，但浙江鼎力通过参股 Magni 和 CMEC 打通欧美主流市场渠道，海外业务仍处于快速成长期，长期看有望受益渠道深耕及臂式产品复制剪叉路径进入海外市场双重逻辑，短期中美贸易摩擦不损公司核心竞争力，不改长期成长趋势；b、国内仍处于高速成长的初期，浙江鼎力产品在租赁商中覆盖最广，且是目前唯一进入国内第一大租赁商宏信的国内龙头，具备显著的先发优势，对标欧美成熟市场发展经验大设备商绑定大租赁商是长期合作模式，公司有望受益行业高速发展及租赁商集中度提升趋势实现更快发展。

2、公司产品品质过硬，臂式明年有望顺利放量。公司剪叉式产品经受市场考验已得到充分认可，公司国内市占率超 25%，臂式产品联合 Magni 研发去年已顺利发布，产品综合性能优异，通过模块化设计、下沉式设计、工程机械专用车桥等优势能更好地实现租赁商效益最大化，当前客户试用反响良好，且臂式产品需求旺盛，我们认为公司臂式产品有望在明年受益于产能释放而快速放量。

3、国内行业竞争加剧不改公司优势地位。与国内同行相比，a、公司先发优势明显，对标欧美成熟市场发展经验大设备商绑定大租赁商是长期合作模式，公司高性价比率先切入宏信供应链，并通过质保期延长为两年+建立再制造工厂循环利用+提供融资租赁多渠道优化产品服务，增强大客户黏性，有望转化为绑定大客户的卡位优势；b、公司人工成本优势+高效率最先进自动化生产线+80%结构件自制等形成更强供应链及成本管控能力，构筑高盈利护城河，公司不惧价格战，随行业发展进入玩家增加带来的短期行业竞争加剧不会改变公司长期成长趋势，公司具备成为全球巨头的潜力。

股价变化的催化因素

公司臂式产品顺利放量、国内高空作业平台发展超预期、中美贸易摩擦缓和。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、海外市场风险；
- 2、行业竞争加剧风险；
- 3、募投项目未达预期的风险。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值法	7
相对估值法	8
投资建议	8
高空作业平台：高成长赛道，长期发展空间大	9
行业概况：安全、经济、高效，推动行业应用领域不断拓展	9
商业模式：销售渠道为专业租赁商，把握租赁商客户是关键	13
海外市场：全球市场稳健增长，欧美为主	14
国内市场：高速发展，成长空间巨大	21
浙江鼎力：有望比肩国际巨头的优秀公司	25
专注高空作业平台的优秀企业	25
经营：收入快速增长，盈利能力极强	26
产品结构：由剪叉向臂式突破，产品供不应求，收入快速增长	30
渠道：投资 Magni/CMEC、绑定宏信，加速拓展海内外市场	32
竞争优势：多渠道服务升级提升公司口碑，增强客户黏性度	33
公司比较：鼎力成长性最高，高盈利护城河	35
盈利预测	38
盈利预测假设基础	38
盈利预测结果	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	40
国信证券投资评级	41
分析师承诺	41
风险提示	41
证券投资咨询业务的说明	41

图表目录

图 1: 高空作业平台分类.....	9
图 2: 高空作业平台下游应用领域广泛.....	10
图 3: 房屋市政工程中高空坠落事故占比约一半.....	11
图 4: 高空作业平台致命伤害率极低.....	11
图 5: 以墙面清洁为例, 高空作业平台相比脚手架施工效率提升 80%.....	12
图 6: 脚手架的边际成本将超过高空作业平台.....	12
图 7: 我国建筑业人员平均工资近 10 年复合增长率约 12.41%.....	12
图 8: 高空作业平台上下游产业链关系.....	14
图 9: 中国的高空作业平台市场处于行业发展初期.....	15
图 10: 全球高空作业平台租赁设备保有量近 150 万台.....	16
图 11: 全球高空作业平台租赁设备保有量欧美占比超 60%.....	16
图 12: 全球高空作业平台租赁商前 50 强设备保有量 2019 年增速为 15.6%.....	16
图 13: 全球 Top 50 租赁商设备保有量占比近一半.....	16
图 14: 2019 年 Top 10 强租赁商设备保有量占前 50 强比例为 63.1%.....	17
图 15: 2019 年 Top5 租赁商设备保有量占前 50 强比例约 47.2%.....	17
图 16: 美国租赁市场收入近 5 年 CAGR+7.69%.....	18
图 17: 美国租赁市场设备存量近 5 年 CAGR+5.40%.....	18
图 18: 欧洲十国租赁收入近 5 年 CAGR+3.82%.....	18
图 19: 欧洲十国租赁设备存量近 5 年 CAGR+3.46%.....	18
图 20: 欧美高空作业平台平均服役时间.....	19
图 21: 北美租赁商存量高空作业平台结构.....	19
图 22: 欧洲租赁商存量高空作业平台结构.....	19
图 23: 全球 Top 35 高空作业平台制造商营收稳健增长.....	20
图 24: Top 10 高空作业平台制造商营收占前 35 强的比例约 80%.....	20
图 25: 全球高空作业平台制造商竞争格局.....	20
图 26: 中国高空作业平台人均保有量仅约 0.29 台/万人, 远落后发达国家.....	21
图 27: 中国高空作业平台产品渗透率仅约 0.70 台/亿美元, 远低于发达国家.....	21
图 28: 中国高空作业平台租赁商数量快速增加.....	22
图 29: 中国高空作业平台设备平均出租率高于欧美.....	22
图 30: 我国高空作业平台租赁商盈利能力较强, 一半以上毛利率超 30%.....	22
图 31: 我国高空作业平台增长迅速, 近 5 年 CAGR+50%.....	23
图 32: 中国高空作业平台 2018 年市场规模约 28 亿元.....	23
图 33: 2018 年国内高空作业平台竞争格局, 鼎力是龙头.....	23
图 34: 浙江鼎力营收全球排名稳步提升.....	23
图 35: 控股股东与实际控制人为许树根先生, 持股比例达 52.80%.....	25
图 36: 公司六大高空作业平台产品示意图.....	26
图 37: 浙江鼎力主营业务构成.....	26
图 38: 2018 年浙江鼎力剪叉式占公司营收的 75.13%.....	26
图 39: 浙江鼎力国外收入占比超过一半.....	27
图 40: 浙江鼎力 2018 年以来海外收入增速大幅放缓.....	27
图 41: 公司营收自 2015 年上市后提速增长.....	28

图 42: 公司归母净利润自 2015 年上市后提速增长	28
图 43: 2012 年以来公司毛利率和净利率稳中有升	28
图 44: 浙江鼎力期间费用率稳中有降	28
图 45: 浙江鼎力各项费用率稳中有降	29
图 46: 浙江鼎力研发费用率维持在 3% 左右	29
图 47: 浙江鼎力荣获 2018 年中国高空作业平台用户品牌关注度十强榜首	30
图 48: 公司产销率维持在 90% 以上	31
图 49: 公司产能利用率均超 100%	31
图 50: 覆盖各应用领域客户的租赁商占比情况	32
图 51: 北美臂式高空作业平台占比约 39%	32
图 52: 浙江鼎力 10 款新臂式高空作业平台 2018 年亮相上海 BAUMA	33
图 53: 再制造工艺流程	34
图 54: 公司产品翻新对比	34
图 55: 浙江鼎力与全球龙头的营收差距逐步缩小	35
图 56: 浙江鼎力营收同比增速远超其他公司	35
图 57: 浙江鼎力与全球龙头的净利润差距逐步缩小	36
图 58: 浙江鼎力 2018 年净利润增速保持在较高水平	36
图 59: 浙江鼎力 ROE 处于相对较高水平, 近年稳步提升	36
图 60: 浙江鼎力毛利率稳中有升, 远超同行	37
图 61: 浙江鼎力净利率稳中有升, 远超同行	37
图 62: 浙江鼎力权益乘数处于行业较低水平	37
图 63: 浙江鼎力总资产周转率处于行业较低水平	37
表 1: 估值假设	7
表 2: FCFE 估值表	7
表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析	8
表 4: 可比上市公司估值比较	8
表 5: 相较于高空作业车, 高空作业平台更加灵活、高效、易用, 应用领域更广	10
表 6: 近年来脚手架坍塌事故频出, 舆论压力巨大	11
表 7: 以某项目为例, 脚手架与高空作业平台经济性对比	13
表 8: 欧美之外国家和地区的高空作业平台市场处于发展初期, 规模有限但增速快	15
表 9: 2019 年大型租赁商排名情况	17
表 10: 2018 年高空作业平台全球市场规模约 851 亿元	19
表 11: 国内 2018 年高空作业平台租赁商 10 强设备供货情况	24
表 12: 公司募集资金 9.8 亿元, 用于“年产 3200 台臂式大型智能高空作业平台建设项目”	31
表 13: 盈利预测假设基础	38
表 14: 盈利预测简要结果	39

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值, 根据以下假设得出测算 WACC 值为 9.54%, 得出公司合理估值区间为 70.67-78.81 元/股。

表 1: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.87	计算上市公司的均值
无风险利率	3.12%	10 年期国债收益率
股票风险溢价	7.36%	道琼斯 20 年复合收益率 4.36%+新兴市场溢价 3%
公司股价	62.47	
发行在外股数	347	
股票市值(E)	21663	
债务总额(D)	386	
Kd	5.85%	AA 级中债企业债收益率
T	15.00%	所得税税率
Ka	9.23%	
有杠杆 Beta	0.97	
Ke	9.32%	
E/(D+E)	98.25%	
D/(D+E)	1.75%	
WACC	9.54%	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	TV
EBIT	658.1	884.7	1,200.4	1,556.8	1,956.1	2,442.1	2,930.9	3,521.0	4,048.2	4,656.4	
所得税税率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	559.4	752.0	1,020.3	1,323.3	1,662.6	2,075.8	2,491.2	2,992.8	3,441.0	3,958.0	
折旧与摊销	38.0	50.9	60.1	69.3	78.6	87.9	97.2	106.5	115.7	125.0	
营运资金净变动	(400.5)	(426.2)	(340.4)	(667.5)	161.7	(532.3)	(533.1)	(640.5)	(576.2)	(663.1)	
资本性投资	(131.0)	(151.0)	(133.4)	(138.5)	(141.0)	(137.6)	(139.0)	(139.2)	(138.6)	(138.9)	
FCFF	65.9	225.8	606.6	586.6	1,762.0	1,493.8	1,916.3	2,319.5	2,841.9	3,280.9	44,390.2
PV(FCFF)	60.1	188.2	461.5	407.4	1,117.3	864.8	1,012.7	1,119.1	1,251.7	1,319.2	17,848.7
核心企业价值	25,650.7										
减: 净债务	(193.1)										
股票价值	25,843.8										
每股价值	74.53										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.2\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 70.67-78.81 元，估值中枢为 74.53 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

	74.53	9.1%	9.3%	9.54%	9.7%	9.9%
1.4%	75.34	72.83	70.45	68.19	66.05	
1.6%	76.82	74.21	71.74	69.40	67.18	
1.8%	78.38	75.66	73.10	70.67	68.37	
2.0%	80.02	77.19	74.53	72.00	69.62	
2.2%	81.76	78.81	76.03	73.41	70.93	
2.4%	83.60	80.52	77.62	74.89	72.31	
2.6%	85.56	82.33	79.30	76.45	73.77	

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法

浙江鼎力作为高空作业平台国内龙头，也是唯一的高空作业平台行业 A 股上市公司，其赛道好（高空作业平台是工程机械行业稀有的高成长细分领域，行业空间大、增长快）、公司质地佳（持续高增长，产品/产能/渠道先发优势明显+产品竞争力强+盈利护城河高），当前仍处于快速成长阶段，我们认为其估值应显著高于三一重工等传统工程机械龙头，拟采取 PEG 值对浙江鼎力进行估值，给予其市盈率 30-35 倍，对应 2020 年目标价 67.5-78.75 元。

表 4: 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价 20190927	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
恒立液压	未评级	344.86	39.10	0.95	1.40	1.73	41.16	27.93	22.60
三一重工	买入	1,206.13	14.41	0.78	1.30	1.50	18.47	11.07	9.59
						平均值	29.82	19.50	16.10
浙江鼎力	买入	210.42	60.68	1.94	1.69	2.24	31.28	35.91	26.97

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：未评级公司为 wind 一致预期。

投资建议

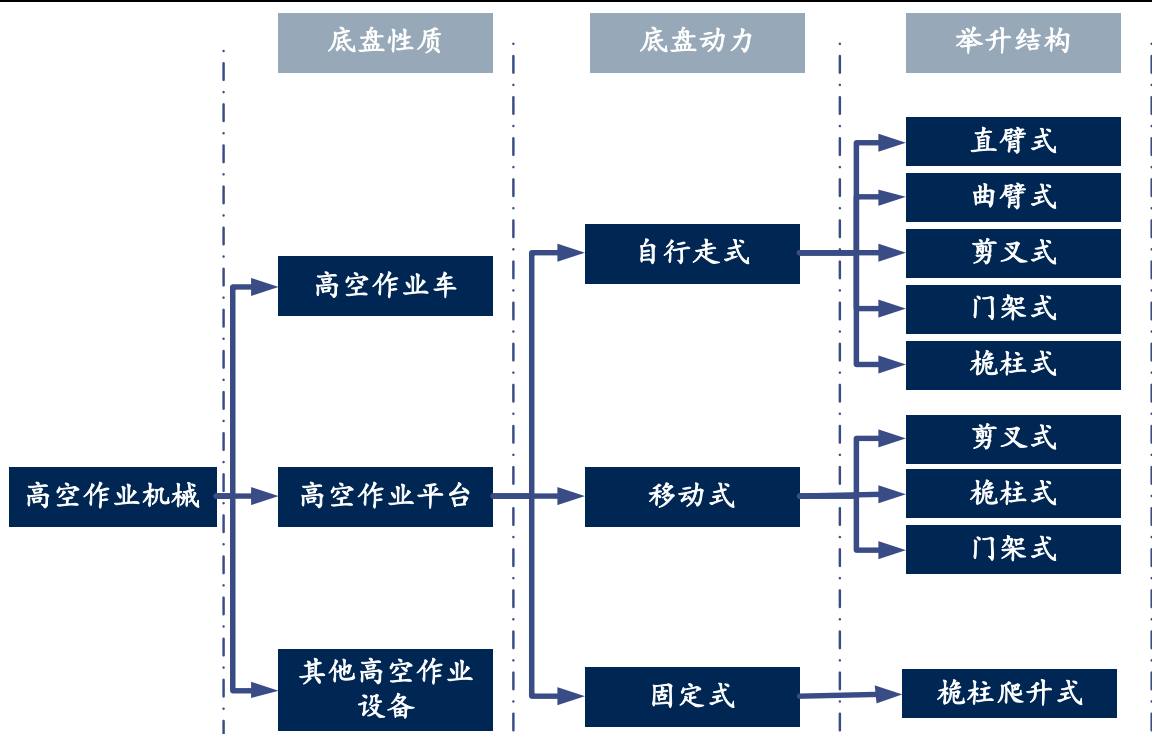
我们预计 2019-21 年净利润为 5.87/7.77/10.80 亿元，对应 EPS 为 1.69/2.24/3.11 元，对应 PE 36/27/20X。公司始终专注于高空作业平台，是高空作业平台的绩优成长股，国内行业的绝对龙头，受益国内行业高速增长，未来发展潜力巨大，维持“买入”评级。

高空作业平台：高成长赛道，长期发展空间大

行业概况：安全、经济、高效，推动行业应用领域不断拓展

高空作业平台属于高空作业机械，高空作业机械是为满足高处作业的需要而设计和生产的一类专用设备，它可以将作业人员、工具、材料等通过作业平台举升到指定位置进行各种安装、维修操作，并为作业人员提供安全保障。一般地，根据底盘的性质，高空作业机械可分为高空作业平台和高空作业车两大类；根据底盘是否自带行驶动力，高空作业机械可分为自行走式高空作业平台、移动式高空作业平台与固定式高空作业平台；根据举升机械结构不同，高空作业机械可分为直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式。

图 1：高空作业平台分类

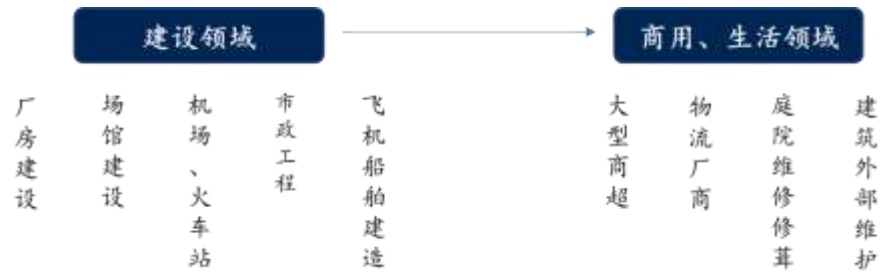


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

高空作业平台长期发展的核心驱动力在于其安全、经济、高效的特点顺应了人类社会的发展，满足了人们对于更优产品的追求。自 2015 年以来，国内市场高空作业平台的安全性、经济性和效率逐步步入一个拐点期，行业取得爆发式发展，一方面得益于高空作业平台安全性和经济性优势日益凸显，不断实现对传统高空作业车和脚手架的替代，另一方面得益于市场逐步培育，应用领域渗透不断加深、拓宽。

高空作业平台下游应用领域广泛，国内主要集中在厂房、场馆建设上。高空作业平台可应用于厂房、场馆建设、飞机与船舶制造及维修、道路桥梁施工、市政工程、仓储超市等多个领域，一般按照工作场景，可以分为建设领域、商用领域、生活领域，国外发展阶段已经经过了大规模工业领域应用向商用+生活环节普及，国内目前仍然处于建设应用阶段，主要集中在厂房及场馆建设。

图 2: 高空作业平台下游应用领域广泛



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

1、与高空作业车相比, 高空作业平台灵活性更好、效率更高

高空作业平台举升结构多样, 行驶动力方面有较大灵活性。高空作业车均采用直臂式或曲臂式结构, 而高空作业平台则采用直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式、门架式和桅柱爬升式结构, 充分发挥各举升结构的比较优势, 能满足不同应用场合的需求。在行驶动力上, 高空作业平台既有内燃机驱动也有电动机驱动, 而配备电动机的底盘则是以电瓶驱动, 实现了零排放、低噪音, 因此更加环保, 适合大多数室内应用。

高空作业平台可在举升结构保持伸展状态下进行底盘移动, 实现多点作业。高空作业平台采用专用底盘设计, 一般情况下不需要打开稳定支腿, 可在举升机构保持升高的状态下, 由处于高处的作业人员直接从控制台驱动底盘行驶从而实现在高空作业工位下移动机器并连续作业, 大大提高了作业工效。而高空作业车在举升结构升高时, 必须以展开底盘上的稳定支腿为前提, 其行驶移动也必须以举升机构和稳定支腿的收回为条件, 其变换工位的过程过于复杂, 需多人协作才能完成, 效率较低。

表 5: 相较于高空作业车, 高空作业平台更加灵活、高效、易用, 应用领域更广

	高空作业车	高空作业平台
优点	能充分利用各类汽车底盘的成熟技术, 具备良好的长途机动能力	1、结构型式灵活, 应用范围广在施工现场具有良好的区域机动性能; 2、在运输过程中, 可实现自装自卸; 3、内燃机和电机双驱动, 环保低噪音, 适合室内使用; 4、可在举升结构保持伸展状态下进行底盘移动, 工作效率高; 5、整机自动化程度高, 价值增加环节多; 6、租赁后, 操作人员简单培训后即可使用。
缺点	采用完整的汽车底盘, 举升结构单一, 整机体积大, 应用范围特定, 各国对该类产品的进口存在较多限; 租赁时需雇佣专业驾驶员	不具备独立长途机动能力。
应用领域及客户群体	主要应用领域为电力抢救抢修、市政工程中的高处作业如路灯维修, 相应的终端客户为电力公司、市政服务公司。	应用领域广, 客户群体包括建筑施工公司、物业管理公司、设备安装公司、保洁公司、广告公司、机场公司、地铁公司、船舶建造公司、飞机制造公司、大型设备安装公司、仓储物流公司等。另有大量不同行业的偶发高处作业需求客户, 一般通过租赁商租借设备使用。

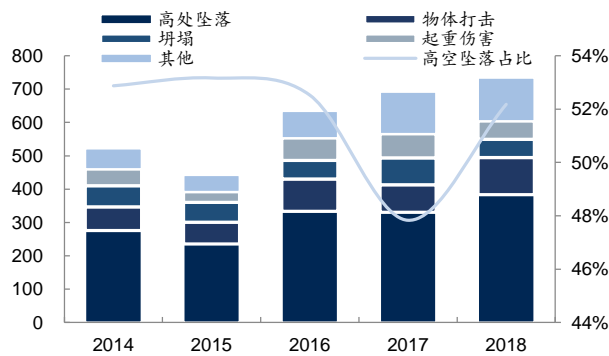
资料来源: 公司招股意向书, 国信证券经济研究所整理

2、与脚手架对比, 高空作业平台安全性更高、经济性更好

国内高空坠落事故占房屋市政工程生产安全事故的一半以上, 高空作业平台安全性极高可有效避免事故。目前建筑施工过程中安全问题十分突出, 据住建部披露统计, 近三年房屋市政工程生产安全事故呈逐年上升趋势, 其中高空坠落事故 2016 年、2017 年、2018 年分别发生 333、331、383 起, 占比分别为 52.5%、47.8%、56.4%, 脚手架等高空作业工具的不规范使用首当其冲。安全问题不仅

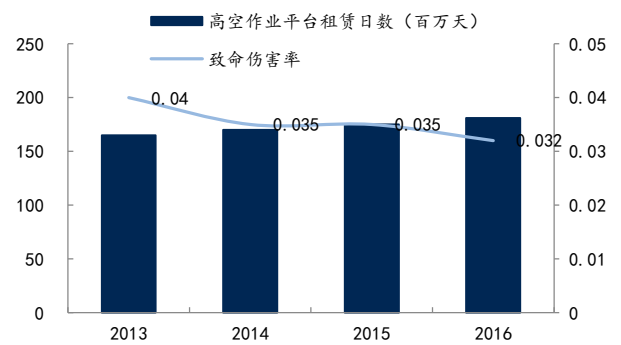
关乎工人生命安全，同时会给施工方带来舆论压力和不低的赔偿金支出。相比之下，高空作业平台作为大型机械设备，可将人员或物品放置在工作篮中，工作篮通过机器的调平机构在伸缩臂变幅过程中自始至终保持水平，形成更为稳定和安全的操作环境。根据 IPAF 统计，2016 年高空作业平台致命伤害率约 0.032，表示每 10 万天发生 0.032 次事故，相当于高空作业平台全行业施工作业 1.7 年发生一次致命性事故，安全性远超脚手架。预计国家对于高空作业的安全管理规定将越发严格，企业经营者和施工人员对于安全生产的意识越来越强，高空作业设备逐步代替脚手架也将是一个必然的发展趋势。

图 3：房屋市政工程中高空坠落事故占比约一半



资料来源：住建部，国信证券经济研究所整理

图 4：高空作业平台致命伤害率极低



资料来源：IPAF，国信证券经济研究所整理

表 6：近年来脚手架坍塌事故频出，舆论压力巨大

地区	时间	内容
福建莆田	2019 年 1 月 5 日	福建省莆田市发生一起脚手架坍塌事故，造成 5 死 7 伤。
江苏扬州	2019 年 3 月 21 日	扬州经济技术开发区宝盛海底电缆工程施工现场主塔外墙脚手架倒塌，造成 6 死 5 伤。
广东普宁	2018 年 8 月 7 日	广东省普宁市池尾街道一建筑工地发生脚手架倒塌事故，造成 1 死 1 伤。
广东潮州	2018 年 6 月 1 日	广东省潮州古巷镇一建筑工地脚手架坍塌，造成 2 死 1 伤。
海南海口	2018 年 1 月 11 日	海南省海口市一处进行外立面改造的临街工地脚手架坍塌造成 4 人受伤，四辆小轿车被砸。
湖北恩施	2017 年 11 月 22 日	湖北省恩施土家族苗族自治州建始县工商银行施工脚手架倒塌事故造成 5 死 3 伤。
江西九江	2017 年 9 月 29 日	江西九江湖口县九江钢厂正在检修的烧结车间脱硫塔内的脚手架倒塌造成 2 死 18 伤。
四川广安	2017 年 8 月 1 日	四川广安经开区一在建工地发生坍塌事故造成 2 死 2 伤。
湖北麻城	2017 年 03 月 27 日	湖北省麻城市一水上游乐项目综合楼穹顶模板支撑脚手架垮塌造成 9 死 6 伤。
浙江嘉兴	2016 年 12 月 13 日	浙江嘉兴广穹路和嘉杭路交叉口附近，一工地发生脚手架倒塌造成 1 死 4 伤。
四川阆中	2016 年 08 月 23 日	四川阆中市七里新区一商住楼支模架发生坍塌事故造成 6 死 4 伤。
广东广州	2015 年 7 月 20 日	广州市增城区的索菲亚司米厨具有限公司一在建厂房发生一起脚手架倒塌造成 3 人遇难。
江苏泰州	2015 年 4 月 14 日	泰州医药高新区发生工程脚手架坍塌事故，现场造成 2 人死亡，6 人受伤。
广西南宁	2015 年 3 月 26 日	南宁市江南区沙井下津路一处在建厂房工地发生脚手架大面积坍塌造成 3 死 10 伤。
云南文山	2015 年 2 月 10 日	云南文山职教园区新卫校在建工程在工程中，脚手架突然坍塌，事故造成 7 死 8 伤。
北京清华附中	2014 年 12 月 30 日	北京一建工程建设有限公司承建的清华附中体育馆工程工地发生脚手架坍塌造成 3 死 10 伤。
安徽淮南	2014 年 11 月 8 日	安徽淮南平圩第三发电公司卸煤沟工地发生一起脚手架坍塌造成 14 名工人被埋压，7 死 7 伤。

资料来源：腾讯网、新华网、新浪网，国信证券经济研究所整理

与脚手架对比，高空作业平台更加高效。高空作业平台无需搭建，能够节省工

期。根据设备租赁研究中心报道，对一面长 12 米、高 11 米的墙面进行清洁，采用高空作业平台相比脚手架施工效率可提升 80%且减少一半人工；根据 JLG 数据，其承建北京大兴国际机场的北京城建公司，在项目推进过程中率先采用了高空作业平台，相比传统脚手架，使用高空作业平台的效率要高出 40%，也就是说之前 10 天完成的工作，现在只需 6 天就能完成。

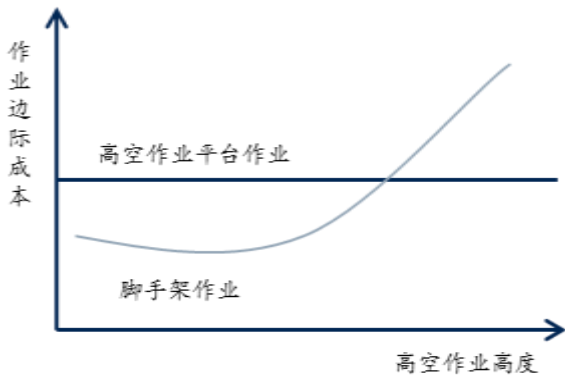
图 5：以墙面清洁为例，高空作业平台相比脚手架施工效率提升 80%



资料来源：设备租赁研究中心，国信证券经济研究所整理

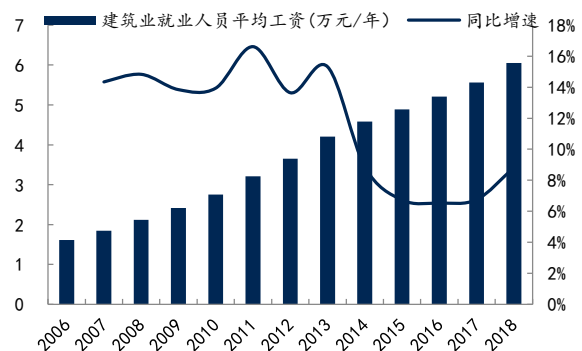
与脚手架对比，高空作业平台经济性将随施工高度和人力成本升高凸显。据建筑业协会统计，脚手架在建筑工程中的边际成本有其边界点，虽然脚手架的初始成本较低，但 8-10 米以上就不再具有经济性优势。随着高度的升高，高空作业平台的成本不变，而脚手架一方面对底部结构强度的要求提高，另一方面还要向上不断搭建新的作业平台，材料和人工都要持续增加，边际成本不断增强。此外，我国劳动力人力成本上涨不断抬高脚手架搭建成本。以高空作业最频繁的建筑业为例，2006-2018 年间建筑业人员平均工资复合增长率达到 11.63%，2014-18 年增速虽有所放缓，但也超过 6%；而采用高空作业平台一方面可以减少人员雇佣，另一方面缩短工期、提高效率，两方面共同作用使得高空作业平台的总体人力成本显著低于传统的脚手架，其经济优势将随人力成本的上升更加凸显。

图 6：脚手架的边际成本将超过高空作业平台



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：我国建筑业人员平均工资近 10 年复合增长率约 12.41%



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 7: 以某项目为例, 脚手架与高空作业平台经济性对比

经济性对比	传统脚手架	高空作业平台
设备需求量	800 副	800 台
每台设备需要人数	4 人	1 人
施工时间	8 个月	6 个月
设备租赁费	58 万元 (按 90 元/月/副)	3120 万元
人员费用 (5000 元/人/月)	1.28 亿元	2400 万元
费用总计	1.28 亿元	5520 万元

资料来源:高空机械工程, 国信证券经济研究所整理

商业模式: 销售渠道为专业租赁商, 把握租赁商客户是关键

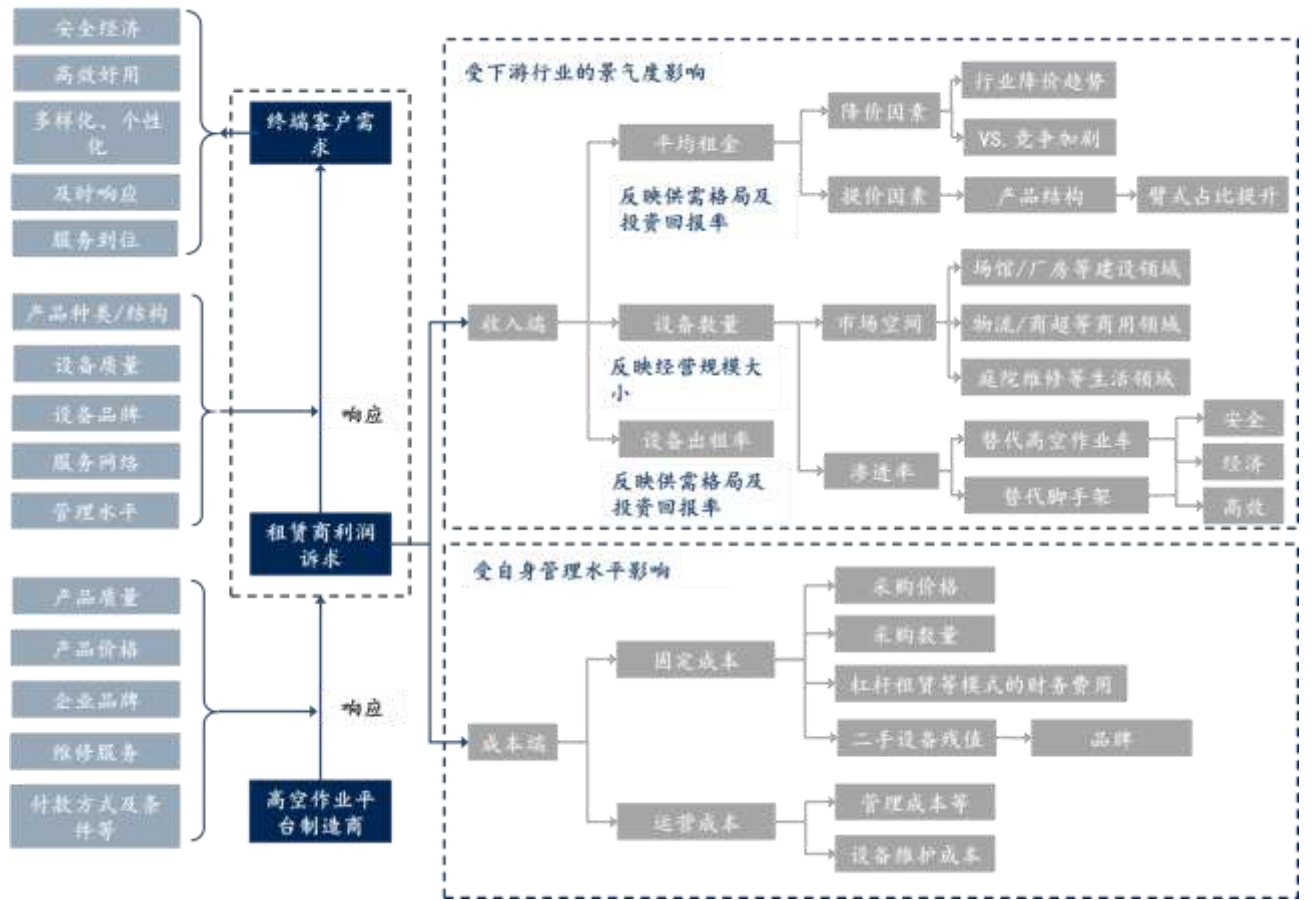
高空作业平台通常由厂商销售给租赁商, 再由租赁商对终端客户服务。对于工程机械设备, 租赁是最常见的销售方式。工程承包商只需支付相当于设备原值一小部分的租金, 就可以获得需要投入大量资金才能购得设备的使用权。对于高空作业平台而言, 租赁更是最适宜的一种市场供给方式, 这种方式使得高空作业平台从厂商到终端客户之间增加租赁商这一环节, 高空作业平台将设备卖给租赁商, 租赁商再向终端客户提供各类服务赚取收入, 其优势主要体现在:

1) 对终端客户而言, 租赁最明显的优势就是可直接降低企业成本, 有利于企业资金周转, 保持流动性 (对于使用周期短、有较大资金压力的客户尤其适用), 同时无需考虑设备维修、保养等问题, 且能有效减少设备闲置, 缓解施工企业在急需多种类、多数量机械设备时难以调度的困难局面, 特别是部分企业财务管理要求也不愿意采购固定资产, 因此很多终端客户即使在现金充沛, 本身购置资产并无太大压力的情况下, 仍然会选择租赁的方式来满足正常的生产经营需要;

2) 对租赁商而言, 高空作业平台租赁实质上是行业进一步的专业化分工, 租赁商有利可图, 一方面租赁商规模化经营, 相对终端客户自行购买成本更低, 另一方面租赁商满足不同终端客户的个性化需求, 设备利用率更高, 且能通过向客户提供培训、保养、维修等附加服务进一步增加收入。从其他诸如起重机、塔吊等行业来看, 设备租赁行业的蓬勃发展已有成功案例。从国外对标来看, **高空作业平台租赁行业已成为主要供给方式**。在欧美成熟市场, 高空作业平台租赁已经是最主要的市场供给方式, 60%—70%的高空作业平台都由租赁公司采购, 且逐步形成了大设备商绑定大租赁商的合作模式, 以美国为例, 2006 年北美地区共有租赁门市部 3412 个, 租赁设备的价值达 90.61 亿美元, 美国几乎每个乡镇都有 1-2 家租赁公司从事高空作业平台的出租业务; 在中国新兴市场, 高空作业平台租赁业逐步成为主要的供给方式。

在设备商-租赁商-终端客户的这种模式下, **高空作业平台制造商如何更优地满足租赁商的需求并形成客户黏性是其构成核心竞争力的关键**。租赁商直接面对终端客户, 需向其提供更好地高空作业平台租赁服务, 设备商直接面向租赁商, 需满足租赁商从产品种类丰富度、付款方式及条件、产品质量、产品价格、二手设备残值、维修服务、产品品牌等多方面提出的要求, 实质上是响应租赁商和终端客户的双重需求。

图 8：高空作业平台上下游产业链关系

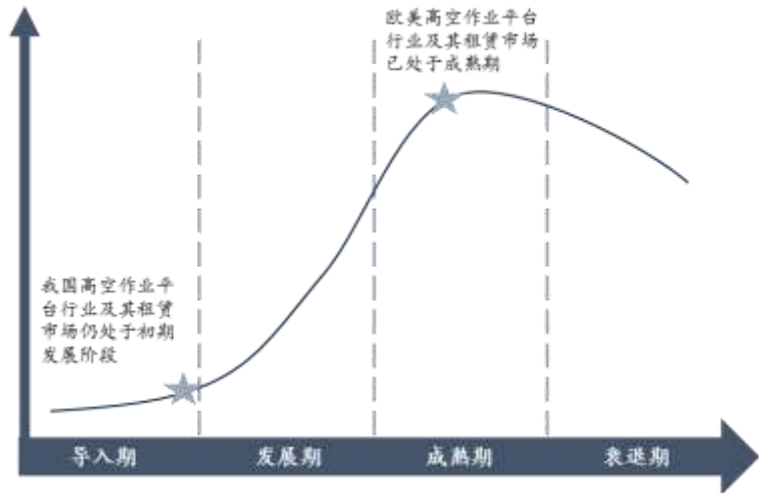


资料来源：设备租赁研究中心，国信证券经济研究所整理

海外市场：全球市场稳健增长，欧美为主

欧美高空作业平台市场已步入成熟期。全球高空作业平台市场规模近千亿元，整体呈稳健增长趋势，其中欧美地区是最主要的市场。欧美国家经过多年发展，高空作业平台市场已进入成熟期，目前是全球最大的高空作业平台消费市场，其发展规模全球领先，主要有以下三个驱动因素：第一，欧美国家巨大的经济总量创造了大量的高空作业平台应用需求，高人均资本占有率为高空作业平台的普及提供了物质基础；第二，欧美国家在生产安全方面建立了完善的标准、法规及监管制度，基本杜绝了不安全的高空作业行为，安全性相当突出的高空作业平台早已成为施工和作业中的首选设备；第三，欧美国家人工成本高昂，通过使用高空作业平台来达到提高工效已成为较为普遍的做法。

图 9: 中国的高空作业平台市场处于行业发展初期



资料来源:产业前瞻网, 国信证券经济研究所整理

欧美之外的其他国家和地区行业大部分处于发展初期, 中国市场成长快、空间大。从消费市场上看, 高空作业平台租赁业大部分尚未发展成熟。从行业规模上看, 尚未拥有本土的知名高空作业平台制造商。但这些国家和地区因其高空作业平台普及率低, 未来市场潜力大, 正成为全球高空作业平台行业的增长重点区域。特别是中国, 由于生产成本优势以及全球产业中心的迁移, 有望成为未来全球高空作业平台生产中心。对标欧美成熟市场, 中国高空作业平台市场仍处于发展初期阶段, 成长空间广阔。

表 8: 欧美之外国家和地区的高空作业平台市场处于发展初期, 规模有限但增速快

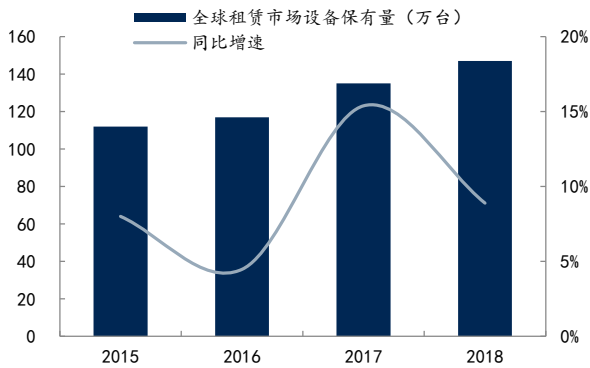
欧美之外国家和地区	市场情况
亚洲	<p>亚洲市场总体规模较小, 高空作业平台行业成熟度存在差异;</p> <p>日本的高空作业平台行业较为成熟, Aichi 是国际知名的高空作业机械制造商, 但其产品主要为高空作业车;</p> <p>新加坡和韩国是发达的高空作业平台消费市场, 高空作业平台租赁业发展成熟、规模庞大, 但和日本不同, 他们并不拥有知名的本土制造商, 其市场上的高空作业平台以 Terex、JLG 等国际著名厂商的产品为主, 中国制造商的产品随着竞争力增加正不断进入;</p> <p>中国高空作业平台行业规模和成熟度较日本次之, 但近年来正高速发展, 拥有浙江鼎力、京城重工、湖南星邦等一批快速发展的企业, 产品在国际市场上具有一定的竞争力。同时由于生产成本优势以及全球产业中心的迁移, 中国有望成为未来全球高空作业平台生产中心;</p> <p>亚洲其它国家的高空作业平台市场虽然目前尚不成熟, 但经济发展却十分迅速, 未来市场潜力巨大。</p>
大洋洲	<p>澳大利亚是大洋洲最大的高空作业平台市场, 不过澳大利亚并不拥有知名的本土企业。其国内市场上, 世界知名的高空作业平台产品均有进入。来自美国的产品如 Terex、JLG 占有较大市场份额, 中国产品随着技术水平的不断提高以及突出的性价比优势, 近年来正在扩大市场份额。</p>
南美洲	<p>南美洲高空作业平台市场规模较小, 缺乏本土的高空作业平台制造企业和对相关核心技术的掌握。其市场需求情况和亚洲类似, 以巴西为代表的新兴市场对基础设施建设需求为高空作业平台产品的应用提供了广阔空间;</p> <p>南美洲市场租赁业务较为发达, 南美市场上用户对价格的敏感性高于欧美市场, 使得中国企业的产品竞争力非常突出。</p>
非洲	<p>非洲高空作业平台市场规模很小, 其本土的高空作业平台制造业尚未起步, 消费市场也比较有限。但其基础设施建设正在不断扩大和增长, 很多中国建筑商也是参与非洲基础设施建设的重要力量, 这为中国高空作业平台及其它建筑机械产品带来了商机, 且由于其市场价格敏感性高, 中国制造的产品以优异的性价比在市场上具有较大优势。</p>

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

高空作业平台租赁市场稳健增长

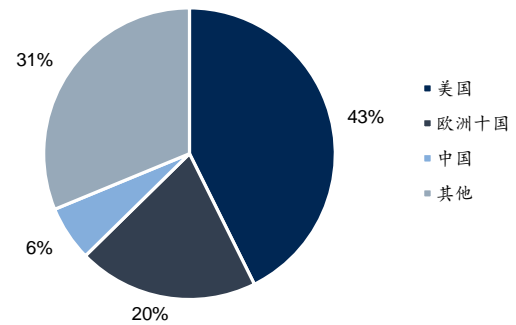
全球高空作业平台租赁市场设备保有量超 150 万台，整体稳健增长。根据 IPAF（国际高空作业平台联盟）旗下杂志《Access International》数据统计，2017 年全球租赁市场高空作业平台保有量约 135 万台，同比增速约 15.4%；2018 年全球租赁市场高空作业平台保有量 147 万台，同比增长约 8.9%；19 年上半年保有量近 150 万台，保持稳健增长。分地区看，美国是全球最大的高空作业平台消费市场，其次欧洲。2018 年美国租赁市场高空作业平台保有量约 62.7 万台，占比约 42.65%，欧洲十国保有量约 29.4 万台，占比约 20%。

图 10: 全球高空作业平台租赁设备保有量近 150 万台



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

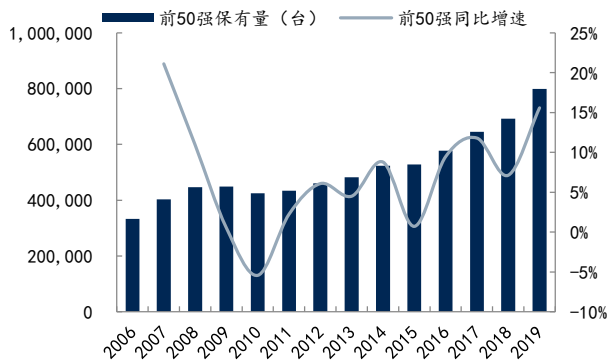
图 11: 全球高空作业平台租赁设备保有量欧美占比超 60%



资料来源: Access International、精英智汇, 国信证券经济研究所整理

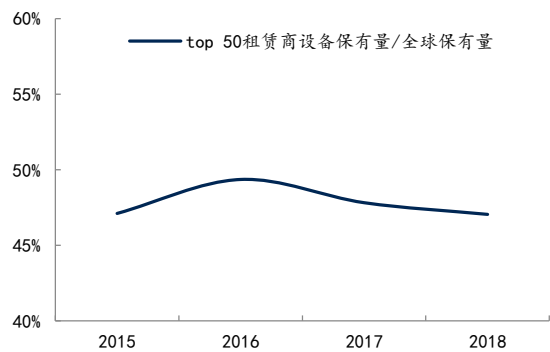
从行业集中度看，全球 Top50 租赁商设备保有量占比近一半。根据《Access International》数据统计，全球高空作业平台租赁商前 50 强的设备保有量近五年复合增长率约 8.82%，保持稳健增长，2019 年保有量达 79.92 万台，同比增长 15.6%。从行业集中度看，全球高空作业平台租赁商前 50 强约占全球租赁市场总保有量的一半。

图 12: 全球高空作业平台租赁商前 50 强设备保有量 2019 年增速为 15.6%



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

图 13: 全球 Top 50 租赁商设备保有量占比近一半

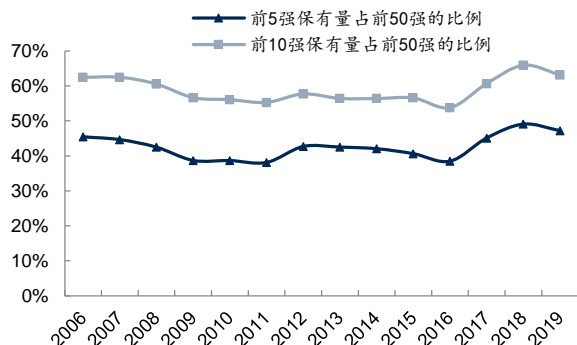


资料来源: Access International、精英智汇, 国信证券经济研究所整理

Top50 租赁商中，Top10 租赁商格局基本稳定，设备保有量占比超 60%。根据《Access International》数据统计，租赁商行业集中度近年来稳步提升，全球高空作业平台租赁商前 5 强的设备保有量占前 50 强的比例从 2015 年的 40.6% 提升到 2018 年的 47.2%，前 10 强的的设备保有量占前 50 强的比例从 2015 年的 56.6% 提升到 2018 年的 63.1%，这一方面受益行业需求旺盛租赁商扩产规模稳健增长，另一方面也得益于海外租赁商不断通过并购形成更大规模，比如第一大租赁商 United Rentals2018 年通过收购 NES Rentals 设备保有量近

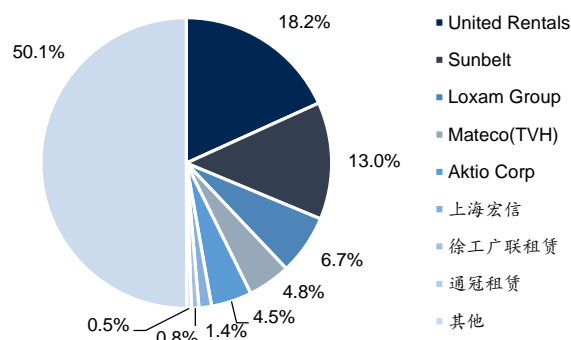
13万台，19年通过收购蓝线租赁进一步增至14.6万台。

图 14: 2019 年 Top 10 强租赁商设备保有量占前 50 强比例约为 63.1%



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2019 年 Top5 租赁商设备保有量占前 50 强比例约 47.2%



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

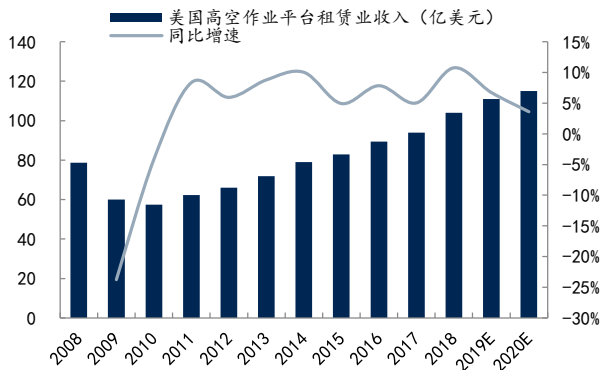
表 9: 2019 年大型租赁商排名情况

排名	公司	2019 年保有量 (台)	2018 年保有量 (台)	增速%	营业点	运营地区	总部
1	United Rentals	145686	129677	12.35%	1165	美国、加拿大、法国、德国、英国等	美国
2	Sunbelt	104200	96500	7.98%	550	美国、加拿大	美国
3	Loxam Group	53150	48250	10.16%	750	欧洲、中东、南美	法国、英国
4	Mateco(tvH)	38145	32560	17.15%	167	欧洲、马来西亚、墨西哥	比利时
5	Aktio Corp	36111	32500	11.11%	1010	日本、中国台湾、东南亚、孟加拉	日本
6	HERC	27797	25979	7.00%	280	美国、加拿大、中国、沙特阿拉伯、英国	美国
7	Ahern Rentals	27365	24499	11.70%	89	美国	美国
8	Nikken Corp	26948	24194	11.38%	242	日本、美国、东南亚、阿联酋、德国	日本
9	Nishio Rent All	23432	21479	9.09%	416	日本、新加坡、东南亚、澳大利亚	美国
10	H&E Equipment Services	21503	20286	6.00%	65	美国	美国
19	上海宏信设备工程有限公司	11191	7474	49.73%	43	中国	中国
28	徐工广联租赁	6663	—	—	20	中国	中国
37	通冠租赁	3995	—	—	15	中国	中国
50	东莞家锋机械	2350	—	—	12	中国	中国

资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

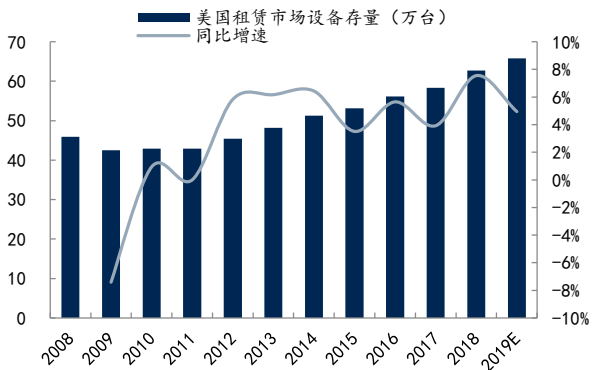
美国高空作业平台租赁市场稳健增长，市场规模近 5 年复合增速达 7.69%。根据 Ducker Worldwide for IPAF 统计数据显示，从收入端看，美国高空作业平台租赁业收入从 2013 年的 71.8 亿美元增长至 2018 年的 104 亿美元，CAGR 达 7.69%，预计 2019 年可进一步增长至 111 亿美元，同比增长 6.73%；从保有量看，美国租赁市场设备存量从 2013 年的 48.2 万台增长至 2018 年的 62.7 万台，CAGR 达 5.40%，预计 2019 年可达 65.8 万台，同比增长 4.94%。

图 16: 美国租赁市场收入近 5 年 CAGR+7.69%



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

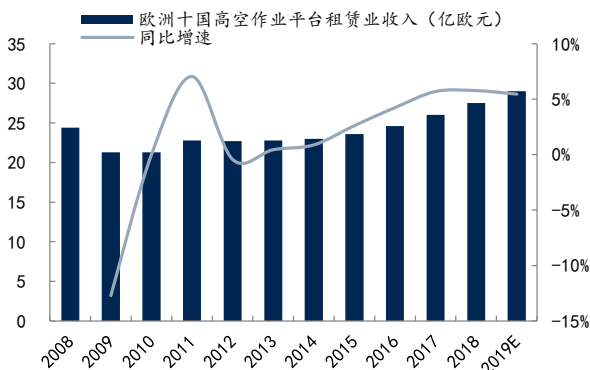
图 17: 美国租赁市场设备存量近 5 年 CAGR+5.40%



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

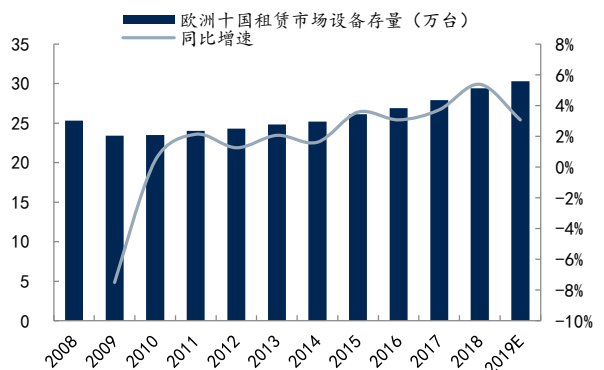
欧洲高空作业平台租赁市场规模近 5 年复合增速达 3.82%。Ducker Worldwide 对欧洲十国，包括丹麦、芬兰、法国、德国、意大利、荷兰、挪威、西班牙、瑞典与英国的高空作业平台租赁业调研后发现，从收入端看，欧洲十国高空作业平台租赁业收入从 2013 年的 22.8 亿欧元增长至 2018 年的 27.5 亿美元，CAGR 达 3.82%，预计 2019 年可进一步增长至 29 亿欧元，同比增长 5.45%；从保有量看，欧洲十国租赁市场设备存量从 2013 年的 24.8 万台增长至 2018 年的 29.4 万台，CAGR 达 3.46%，预计 2019 年可达 30.3 万台，同比增长 3.06%。

图 18: 欧洲十国租赁收入近 5 年 CAGR+3.82%



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

图 19: 欧洲十国租赁设备存量近 5 年 CAGR+3.46%



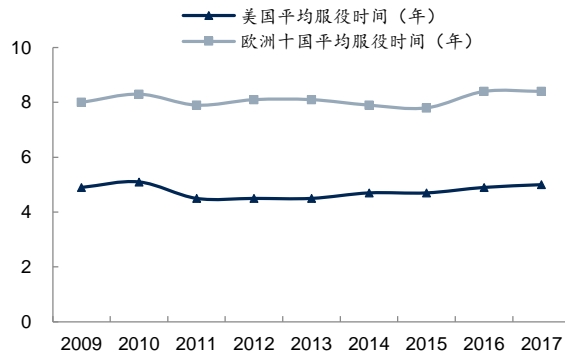
资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

高空作业平台市场规模近 1000 亿元

高空作业平台全球市场规模测算: 关于全球高空作业平台市场规模具体有多少，我们做了如下测算。关键假设如下：

- 1) 假设美国租赁市场设备存量占美国高空作业平台总存量的 90%，欧洲十国租赁市场设备存量占欧洲所有国家总存量的 88%，其他国家租赁市场设备存量占总存量的 60%；
- 2) 美国高空作业平台平均服役时间 5 年，欧洲高空作业平台平均服役时间 8.4 年，其他国家高空作业平台平均服役时间 10 年；

图 20: 欧美高空作业平台平均服役时间



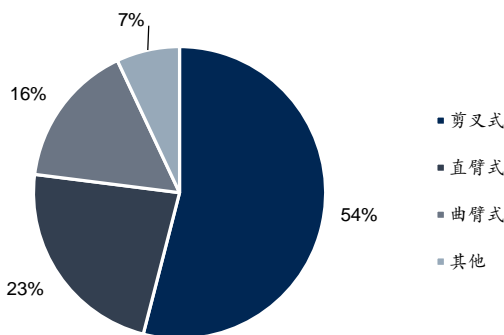
资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

3) 根据 IPAF 数据, 高空作业平台 2018 年全球租赁市场设备存量 147 万台, 同比新增 12 万台 (+8.9%), 按照租赁市场高空作业平台新增量占总的高空作业平台新增量的 90% 测算, 18 年新增高空作业平台 13.3 万台, 新增量再按照美欧及其他国家设备更新量同比例分配;

4) 美欧高空作业平台按臂式平均售价每台 50 万元、剪刀平均售价每台 10 万元计算, 产品结构按下图估算, 其他国家高空作业平台按臂式平均售价每台 40 万元、其余平均售价每台 6 万元计算 (产品结构按臂式占 20%、其余占 80% 估算)。

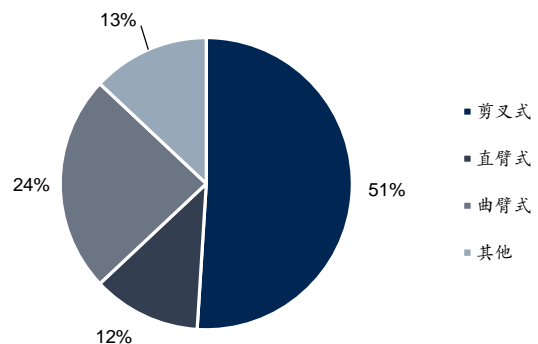
根据以上假设进行计算得出, 高空作业平台 2018 年全球设备更新需求量约 23.5 万台, 新增设备需求量 13.3 万台, 总计设备需求量约为 40.4 万台, 对应高空作业平台 2018 年全球市场规模约 851 亿元, 其中美国约为 532 亿元, 欧洲约为 145 亿元, 其他国家约为 175 亿元。

图 21: 北美租赁商存量高空作业平台结构



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

图 22: 欧洲租赁商存量高空作业平台结构



资料来源: Ducker Worldwide for IPAF, 国信证券经济研究所整理

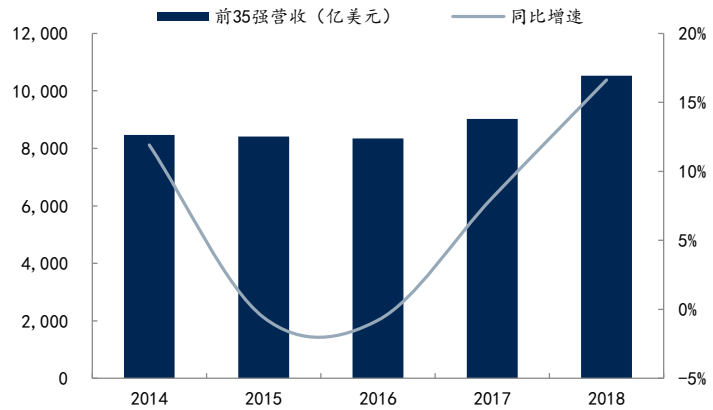
表 10: 2018 年高空作业平台全球市场规模约 851 亿元

区域	租赁市场设备存量 (万台)	总市场设备存量 (万台)	设备平均使用年限 (年)	设备更新率	设备更新量 (万台)	设备新增量 (万台)	市场规模 (亿元)
美国	62.7	69.7	5.0	20.0%	13.9	6.8	532.0
欧洲	29.4	33.4	8.4	11.9%	4.0	2.0	144.7
其他	54.9	91.5	10.0	10.0%	9.2	4.5	174.7
合计	147	194.6	7.9	13.9%	27.1	13.3	851.4

资料来源: IPAF, 国信证券经济研究所测算

全球 Top 35 高空作业平台制造商营收规模超 100 亿美元，持续稳健增长。根据《Access International》数据统计，全球 Top 35 高空作业平台制造商营收规模从 2014 年的 84.65 亿美元增长至 2018 年的 105.25 亿美元，CAGR 约 5.60%，其中 2018 年受益于欧美经济复苏同比增速达 16.63%。根据我们的模型测算，高空作业平台 2018 年全球市场规模约 851 亿元，对应全球 Top35 制造商营收规模占全球市场规模的比例约 85.5%。

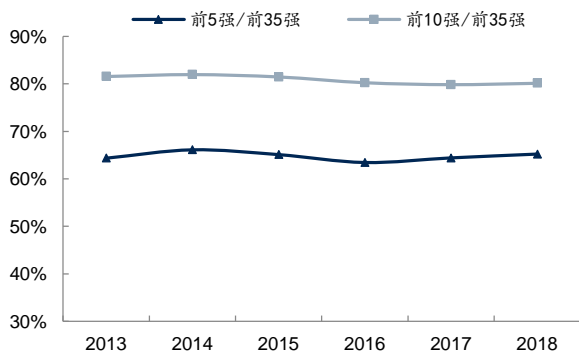
图 23: 全球 Top 35 高空作业平台制造商营收稳健增长



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

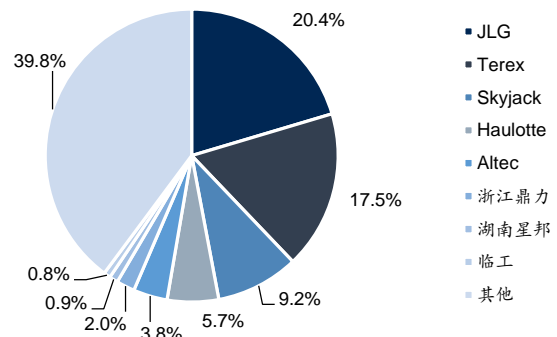
高空作业平台市场竞争格局整体稳定，Top 5 制造商市占率超一半。根据《Access International》数据统计，全球高空作业平台整体竞争格局保持稳定，全球高空作业平台制造商前 5 强的营收规模占前 35 强的比例维持在 65% 左右，全球高空作业平台制造商前 10 强的营收规模占前 35 强的比例维持在 80% 左右；按照全球市场规模测算，高空作业平台制造商前 5 强/前 10 强 2018 年市占率约 55.74%/68.48%。从具体企业来看，JLG、Terex、Skyjack、Haulotte 常年保持在全球前四位，市占率分别达 20.4%、17.5%、9.2%、5.7%，浙江鼎力是中国高空作业平台龙头，2018 年首次进入全球前十，全球市占率约 2%；另外湖南星邦和临工也进入了全球前 35 强，市占率分别为 0.9%、0.8%。

图 24: Top 10 高空作业平台制造商营收占前 35 强的比例约 80%



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

图 25: 全球高空作业平台制造商竞争格局



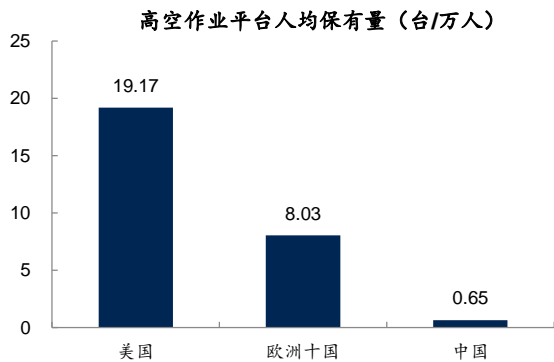
资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理

国内市场：高速发展，成长空间巨大

与欧美市场相比，我国高空作业平台现有市场规模较小，但高速增长，近年 CAGR 超 40%，呈现量小劲足的特点，行业还处于起步成长阶段，对标欧美至少还有 5-10 倍成长空间。

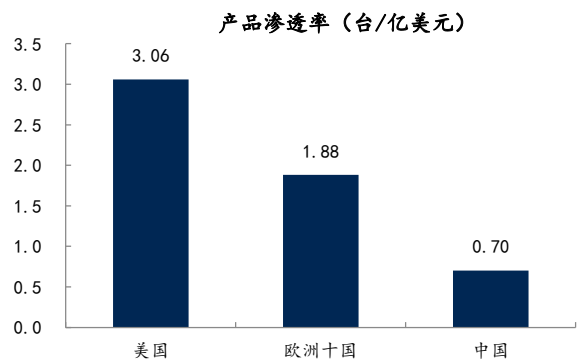
我国高空作业平台人均保有量及产品渗透率都偏低，行业发展潜力巨大。我国高空作业平台产品没有被广泛应用，大量高空作业仍以使用脚手架为主，或以叉车替代，少数情况下甚至用起重机顶部安装一个平台框来达到高空作业的目的，其原因在于国内高空作业平台发展较晚，国内市场对行业认识度不高，相关法律法规也不健全，客观上阻碍了行业的发展壮大。从高空作业平台租赁市场保有量来看，2018 年我国租赁高空作业平台保有量约 9 万台，而欧美租赁设备市场保有量超过 90 万台高空作业平台，是我国的 10 倍；从人均保有量来看，美国/欧洲十国高空作业平台人均保有量约 19/8 台每万人，远高于中国人均保有量的 0.65 台；从产品渗透率来看，美国/欧洲十国高空作业平台产品渗透率（设备台数与 GDP 之比）约 3.06/1.88 台每亿美元，高于中国产品渗透率 0.7 台每亿美元。对标欧美成熟市场，无论从总保有量、人均保有量还是产品渗透率来看，中国高空作业平台市场潜力巨大，未来至少还有 5-10 倍成长空间。

图 26：中国高空作业平台人均保有量仅约 0.29 台/万人，远落后发达国家



资料来源: IPAF, 国信证券经济研究所整理

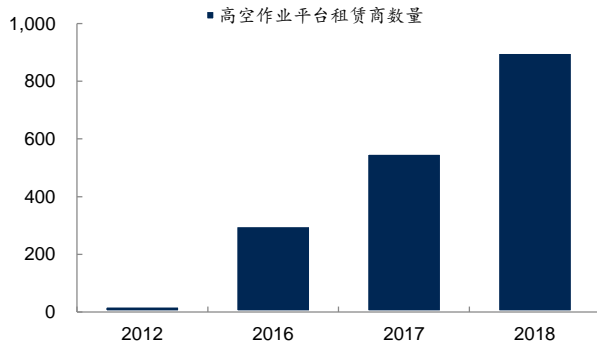
图 27：中国高空作业平台产品渗透率仅约 0.70 台/亿美元，远低于发达国家



资料来源: IPAF, 国信证券经济研究所整理

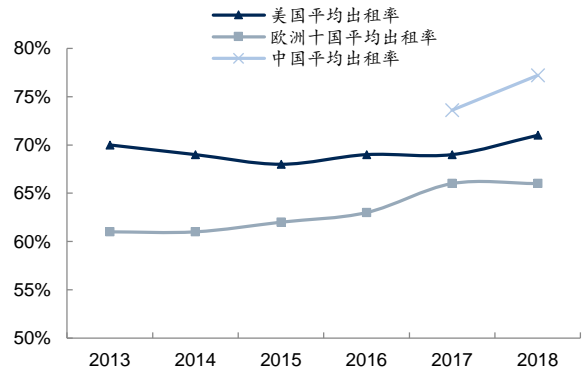
我国高空作业平台租赁市场爆发增长，行业景气度极高。受益行业市场需求旺盛，赚钱效应明显，我国高空作业租赁市场快速增长。从高空作业平台租赁商数量来看，我国高空作业平台数量近年来快速攀升，迅速从 2016 年的 300 家左右增长至 2018 年的超 900 家；从设备平均出租率看，我国设备平均出租率 2018 年约 77.20%，远高于美国的 71%和欧洲十国的 66%；从盈利能力来看，我国毛利率超 30%以上的高空作业平台租赁商占一半以上，其中 40%的租赁商毛利率更高，毛利率超 40%。

图 28: 中国高空作业平台租赁商数量快速增加



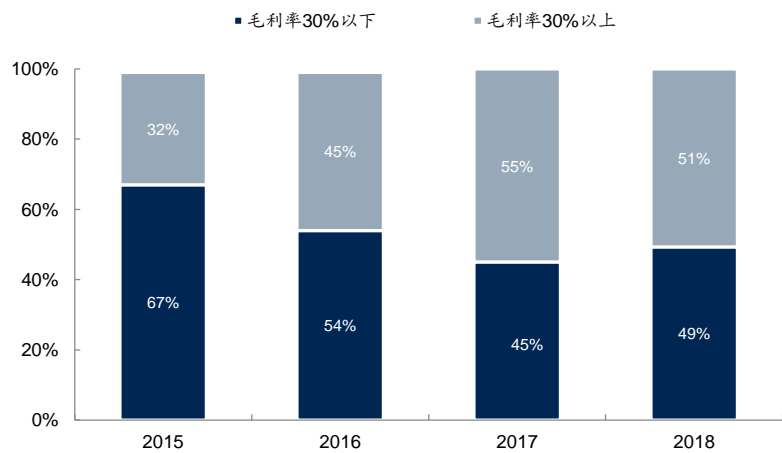
资料来源: 精英智汇, 国信证券经济研究所整理

图 29: 中国高空作业平台设备平均出租率高于欧美



资料来源: IPAF、精英智汇, 国信证券经济研究所整理

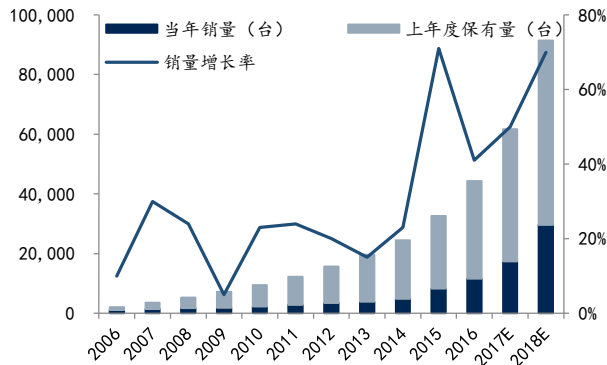
图 30: 我国高空作业平台租赁商盈利能力较强, 一半以上毛利率超 30%



资料来源: 精英智汇, 国信证券经济研究所整理

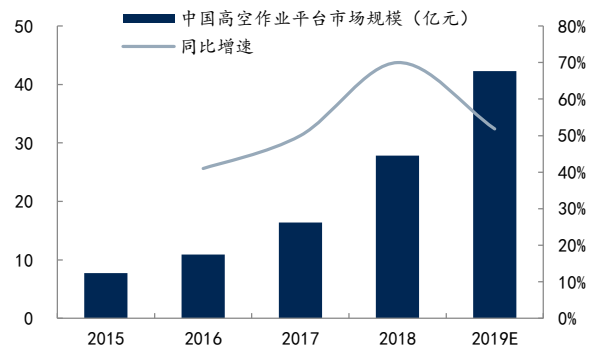
我国高空作业平台销量高速增长, 2018 年市场规模约 28 亿元。根据中国产业信息网数据, 2013-18 年国内高空作业平台销量年均增速约 50%, 2018 年行业销量约 3 万台, 同比增长近 70%, 设备保有量超 9 万台, 预计 2019 年销量超过 4.5 万台, 行业处于快速成长期。考虑臂式/剪叉式平均售价 40/6 万元, 并按臂式: 剪叉=9: 1 测算, 我们预计 2018 年国内高空作业平台市场规模约 28 亿元。

图 31: 我国高空作业平台增长迅速, 近 5 年 CAGR+50%



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

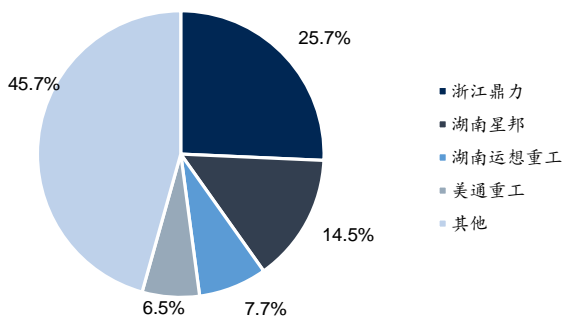
图 32: 中国高空作业平台 2018 年市场规模约 28 亿元



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理及测算

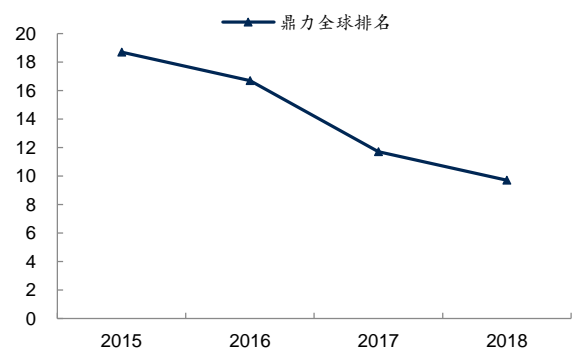
浙江鼎力是国内龙头, 品牌优势显著。根据《Access International》数据统计, 浙江鼎力是高空作业平台国内龙头, 其营收规模全球排名从 2015 年的 19 名稳步提升至 2018 年的第 10 名, 首次进入全球前十, 且排名有望进一步提升, 也是极少数能将产品打入国内高空作业平台租赁商 10 强供应链的国产品牌, 且是唯一一个进入国内第一大租赁商宏信供应链的国产品牌。从市场份额来看, 浙江鼎力 2018 年国内营收 7.16 亿元, 按 28 亿市场规模估算, 其市占率约 25.7%, 另外湖南星邦、运想重工及美通重工的市占率分别为 14.5%、7.7%、6.5%。从产品类型来看, 国内公司主要在剪叉式产品具有较高市场份额, 臂式产品主要还是以国外巨头 Terex、JLG 等占据主导地位。从发展趋势看, 随着我国经济建设的发展, 高空作业平台应用范围的扩大和普及率将不断提高, 高空作业平台的需求正逐步扩大, 国内行业竞争呈逐步加剧的态势。目前, 国外高空作业平台龙头 Terex、JLG、Haulotte 已在在我国设立生产基地投产并逐步扩大规模, 国内公司除了浙江鼎力、湖南星邦等, 徐工、中联重科、柳工和临工也逐渐布局。

图 33: 2018 年国内高空作业平台竞争格局, 鼎力是龙头



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理
注: 湖南运想重工和美通重工未找到国内外收入情况, 按营收全部来自国内估算。

图 34: 浙江鼎力营收全球排名稳步提升



资料来源: Access International, 国信证券经济研究所整理及测算

表 11: 国内 2018 年高空作业平台租赁商 10 强设备供货情况

序号	租赁商	剪叉式供应商	臂式供应商	设备保有量	备注
1	宏信	吉尼、Airman、鼎力	吉尼、JLG、Teupen	11191	鼎力 2018 年正式进入其供应链，大幅放量
2	众能联合租赁	JLG	JLG	NA	和美国 JLG、临工集团、徐工集团战略合作
3	徐工广联租赁	徐工	徐工	6663	
4	大黄蜂建筑机械	NA	NA	6000	
5	通冠租赁	吉尼、Haulotte、鼎力	吉尼、JLG、Teupen	3995	
6	东莞家锋	NA	NA	2350	
7	广州力洛	吉尼	吉尼	NA	和吉尼多年合作
8	重庆佰斯泰机械	JLG、吉尼、Haulotte		NA	
9	上海绥德机械	鼎力	鼎力、吉尼	NA	主要采用鼎力
10	中建锦城机械	JLG、鼎力	鼎力、JLG	NA	

资料来源: Access International、各公司官网, 国信证券经济研究所整理
 注: NA 表示未找到相应资料和数据。

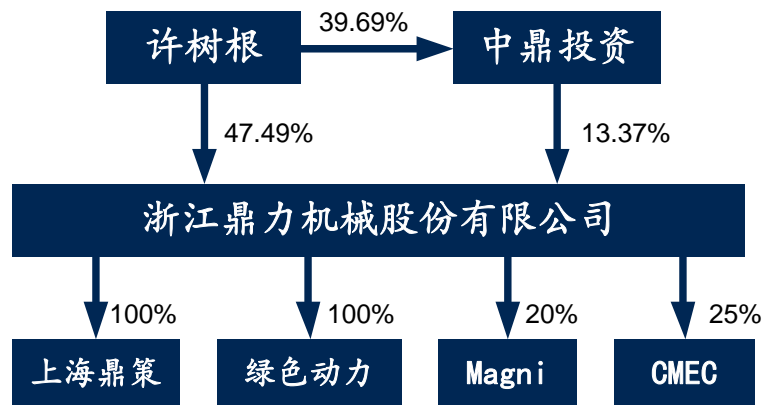
浙江鼎力：有望比肩国际巨头的优秀公司

专注高空作业平台的优秀企业

浙江鼎力成立于 2005 年，业务发展经历了四个阶段。第一阶段为自公司成立到 2008 年，以叉车和小型高空作业平台为主；第二阶段为 2009 年至 2012 年，以高空作业平台业务为主要发展方向，叉车产销规模有序缩减，但叉车收入占比仍处于高位；第三阶段为 2013 年到 2016 年，全面发展高空作业平台业务，叉车产销规模缩减至较低水平，叉车在收入中已不具备重要性，高空作业产品从由原先的小型、轻型高空作业平台不断延伸到大型、重型高空作业平台，再到智能、环保以及个性化定制高空作业平台。

公司控股股东与实际控制人为许树根先生，截止 2019 年中报，许树根先生直接及间接持股比例达 52.80%，中鼎投资为员工持股平台，由公司董监高及核心员工间接持有公司 13.37% 的股权。

图 35：控股股东与实际控制人为许树根先生，持股比例达 52.80%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司始终致力于各类高空作业平台的研发、制造、销售和服务，产品系列不断丰富，规格逐步齐全，主要涵盖剪叉式、臂式及桅柱式等产品，形成了在同行业中较为完善的产品布局。公司产品主要应用于飞机与船舶制造及维修、建筑施工与安装、道路桥梁施工、市政工程、仓储超市等领域。公司除满足民用市场外，还可为部队输送特殊用途的产品。2018 年，公司高空作业营业收入 16.41 亿元，占总营业收入的 96.10%；叉车业务占比不足 4%。

图 36: 公司六大高空作业平台产品示意图

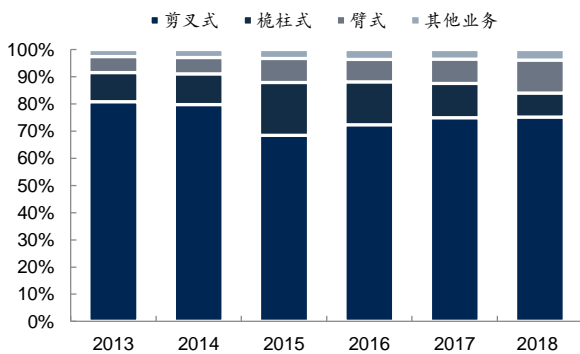


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

经营: 收入快速增长, 盈利能力极强

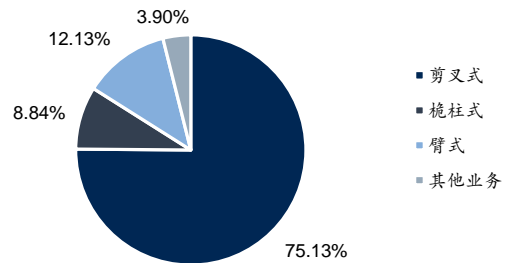
公司收入以剪叉式产品为主, 臂式产品开始逐步放量。公司近年来剪叉式收入占高空作业平台整体收入比例均超过 70%, 是收入的主要贡献者, 2018 年剪叉式实现收入 12.83 亿元, 占公司收入的比例达 75.13%; 此外臂式/桅柱式收入 2.07/1.51 亿元, 收入占比 12.13%/8.84%。其中, 公司臂式产品快速放量, 收入从 2016 年的 0.57 亿元快速提升至 2018 年的 2.07 亿元, CAGR 达 90.87%。

图 37: 浙江鼎力主营业务构成



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 38: 2018 年浙江鼎力剪叉式占公司营收的 75.13%

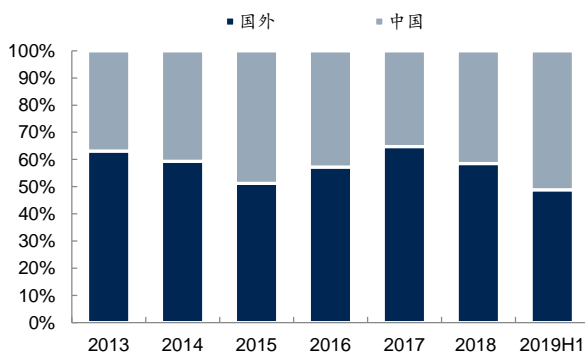


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

公司深耕国内外市场, 共驱高速增长。浙江鼎力在发展初期高空作业平台产品以出口海外为主, 通过参加展会接洽持续公司积极拓展海外市场, 出口产品已通过欧盟 CE、美国 ANSI、澳大利亚 AS/NZS1418 认证、俄罗斯 CU-TR 认证

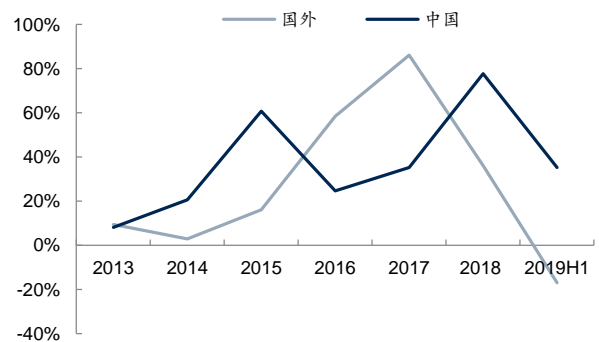
和韩国 KC 认证，远销欧洲、美洲、亚洲、非洲等 80 多个国家和地区。2016 年以来，公司逐步打通欧美日主流市场渠道：1) 2016 年参股意大利 Magni 公司，携手 Magni 实施“双品牌”战略，协同发力；2) 2017 年牵手日本大租赁商 NJM 公司、投资 CMEC 公司；3) 2018 年公司持续加大海外市场，出资 20 万英镑在英国投资设立全资子公司 Dingli Machinery UK Limited，经营范围为高空作业平台的销售和服务。公司海外收入屡创新高，从 2013 年的 2.05 亿元增长至 2018 年的 9.25 亿元，年复合增速达 35.15%，在营收结构中占比接近一半。2019 年上半年受中美贸易摩擦影响北美市场销售大幅下滑，海外整体收入约 3.84 亿元，同比下降 16.97%，不过公司一方面主动调整策略，提高亚欧等海外市场占比，产品区域收入结构优化降低北美市场影响，另一方面积极与客户沟通，向美国政府争取关税豁免，我们认为短期影响不改公司核心竞争力，中长期看公司海外业务有望逐步复苏，继续为公司高成长提供动力。另外，得益于国内市场的高速发展以及公司的产品竞争力和先发优势，公司国内业务也取得了较快增长，公司国内收入从 2013 年的 1.31 亿元快速提升至 2018 年的 7.16 亿元，年复合增速达 40.36%，2019 年上半年达 4.01 亿元，同比增长 35.22%。

图 39: 浙江鼎力国外收入占比超过一半



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

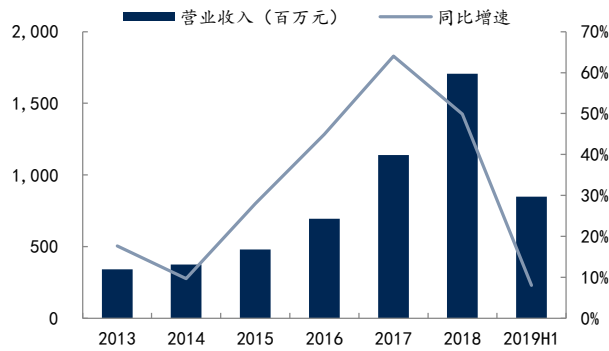
图 40: 浙江鼎力 2018 年以来海外收入增速大幅放缓



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

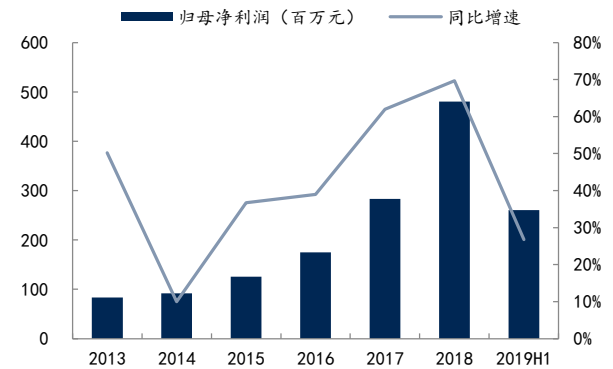
公司收入业绩自 2015 年上市以来持续提速增长。2014 年由于国际经济不景气、海外订单增速放缓，公司增速有所下滑，但随着 2015 年公司募投项目“年产 6000 台大中型高空作业平台项目”投产及 2018 年“年产 15000 台智能微型高空作业平台技改项目”投产，公司突破产能瓶颈，业务快速发展，增长明显提速。2015-18 年公司实现营业收入 4.79/6.95/11.39/17.07 亿元，同比增速为 28.00%/44.98%/63.99%/49.89；实现归母净利润 1.26/1.75/2.83/4.80 亿元，同比增速为 36.72%/39.01%/62.00%/69.69%，呈现逐步加速上涨的趋势。2019H1 现营业收入 8.49 亿元，同比增速 8.05%，增速放缓，主要系中美贸易摩擦影响北美业务收入增速大幅下滑所致；实现归母净利润 2.60 亿元，同比增速 26.79%。

图 41: 公司营收自 2015 年上市后提速增长



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

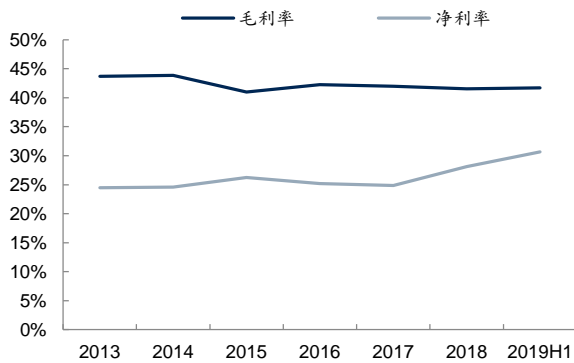
图 42: 公司归母净利润自 2015 年上市后提速增长



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

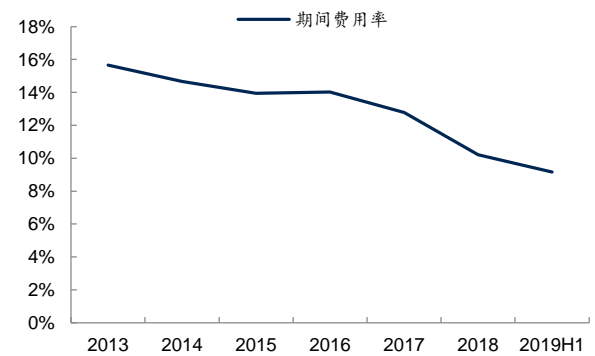
公司盈利能力突出，费用控制能力强。受益于国内较低的人力成本和原材料以及公司较强的成本控制和管理能力，公司毛利率自 2012 年以来始终稳定，维持在 40%以上，2019H1 毛利率达 41.73%；公司期间费用率受益于销售收入大幅增长带来的规模化效应，呈现逐年下降的趋势，从 2013 年的 15.65%下降至 2018 年的 10.21%，2019 年上半年进一步下降至 9.15%，具体来看，公司销售/管理/财务费用率从 2013 年的 5.91%/8.69%/1.05%下降至 2018 年的 5.38%/6.92%/-2.09%，销售费用率稳中略降，管理费用率因规模化效应大幅摊薄，财务费用率得益于利息收入增加及汇兑收益保持低位，相应地公司净利率稳中有升，从 2013 年的 24.50%提升至 2018 年的 28.14%，2019 年上半年进一步提升至 30.67%。

图 43: 2012 年以来公司毛利率和净利率稳中有升



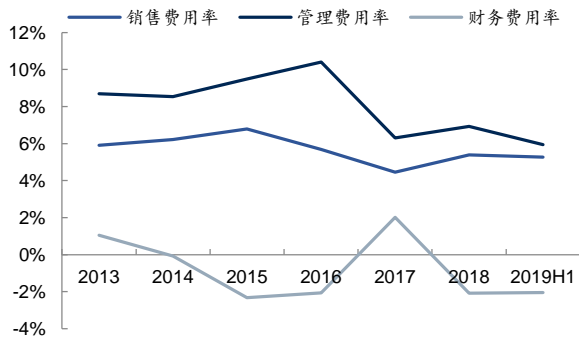
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 浙江鼎力期间费用率稳中有降



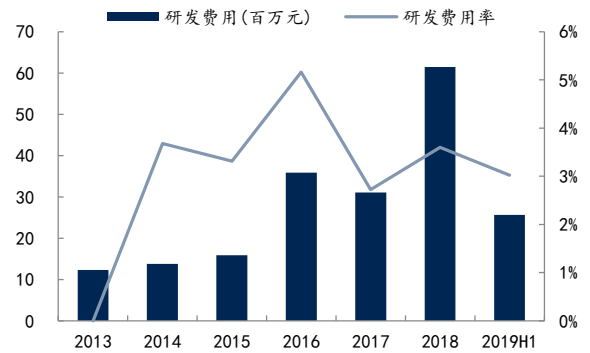
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 45: 浙江鼎力各项费用率稳中有降



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 浙江鼎力研发费用率维持在 3%左右



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

浙江鼎力是国内高空作业平台的绝对龙头。浙江鼎力凭借着较强的研发创新实力、优质的市场服务和高效的生产效率,在国内行业高空作业平台中遥遥领先,国内市场占有率超 25%。根据《Access International》的数据显示,2018 年全球高空作业平台制造企业前 35 强中我国有浙江鼎力、湖南星邦、山东临工、运想重工和江苏美通,而其中浙江鼎力营业收入(2.46 亿美元)远超其余 4 家(湖南星邦/山东临工/运想重工/江苏美通 2018 年营收分别为 1.15/0.91/0.31/0.26 亿美元),浙江鼎力排名 10,首次入围全球 10 强。在中国路面机械网发布的“中国工程机械用户品牌关注度排行榜”中,浙江鼎力 2017 年首次以绝对领先的指数荣登“2017 中国高空作业平台用户品牌关注度十强”榜首,2018 年继续蝉联榜首。

图 47: 浙江鼎力荣获 2018 年中国高空作业平台用户品牌关注度十强榜首

排名	LOGO	品牌	品牌指数
01		鼎力	40179
02		徐工	20448
03		星邦重工	19231
04		美国吉尼	19153
05		临工重机	15069
06		美国JLG	11587
07		美通重工	7768
08		欧历胜	6996
09		运想重工	4643
10		曼尼通	3006

资料来源: 中国路面机械网, 国信证券经济研究所整理

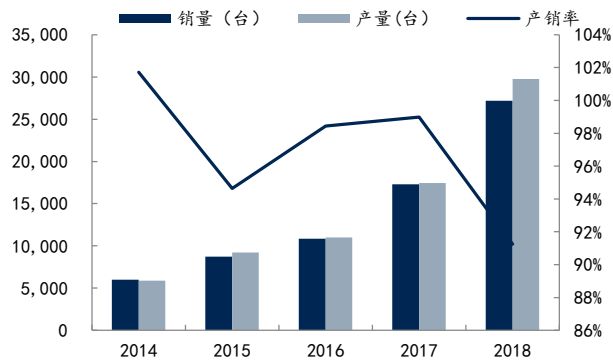
产品结构: 由剪叉向臂式突破, 产品供不应求, 收入快速增长

产能不足是限制公司业绩增长的主要瓶颈。高空作业平台市场需求旺盛, 2012-17 年公司高空作业平台产销率基本维持在 100%上下, 高空作业平台产品呈现供不应求状态, 为此, 公司主要通过增加工人数量、合理安排作业时间并实行轮班制, 从而增加了生产工时数, 使短期内的实际产量得以提升, 2018 年由于技改项目投产使得产量大增, 产销量略有下滑, 不过仍维持在 90%以上。2012-18 年公司高空作业平台产能利用率均超过 110%, 产能瓶颈问题非常突出, 产能不足严重制约了公司业绩增长。

IPO 募投项目顺利投产, 第一轮产能瓶颈突破

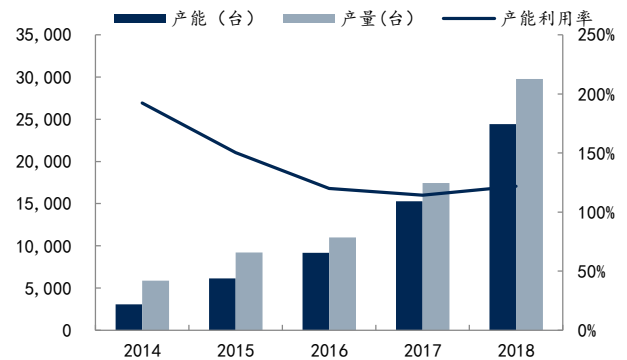
2014 年总产能为 5000 台/年。公司于 2015 年 3 月上市, 首发募集资金 4.4 亿元, 主要投资于“年产 6000 台大中型高空作业平台项目”及补充营运资金。2015 年 7 月, 项目建成顺利生产, 高空作业平台年产能达到 11000 台。2015 年公司高空作业平台产量迅速提高至 9229 台, 营收同比增速从 2014 年的 9.7% 提升到 28%, 2016 年进一步放量, 产量达到 11010 台, 实现满产, 营收同比增速进一步提升至 45%, 2017 年公司通过提升生产效率进一步提升产能, 产量达到 17451 台, 产能利用率仍维持在 100%以上, 营收同比增速提升至 64%。产能不足再次成为制约公司业绩放量增长的关键因素, 公司合理实行轮班制增加生产工时和提升生产效率将成为短期内公司业绩增长的驱动因素。

图 48: 公司产销率维持在 90%以上



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 公司产能利用率均超 100%



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

项目技术改造提升生产效率，第二轮产能瓶颈突破

2017 年公司通过提升现有项目生产效率提升产能，产量达到 17451 台，产能利用率仍维持在 100%以上，营收同比增速提升至 64%；2018 年公司以自有资金 1500 万元投资“年产 15000 台智能微型高空作业平台技改项目”，该项目在 2018 年 7 月份投入生产，全年产量进一步提升至 29783 台，仍然维持满产，营收同比增速提升至 50%，目前公司仍可通过提升生产效率提高剪叉式产品产能，不过臂式产能不足在新募投项目投产前将再次成为制约公司业绩放量增长的关键因素。

定增已完成，臂式产能即将放量，产品结构将进一步升级优化

公司 2017 年 11 月完成定增发行，共募集资金 11.1 亿元，主要投资于“年产 3200 台臂式大型智能高空作业平台建设项目”及补充流动资金，项目建成后可大幅提高公司臂式高空作业平台的生产能力，优化完善公司产品结构，增强公司在高端高空作业平台市场的竞争优势，助力高端产品市场开拓。项目建设期为 30 个月，公司财报显示该项目现已完成主要厂房的建设工作，目前正处于建设末期和设备采购阶段，预计 2020 年上半年可逐步投产。以臂式产品单台价格 50 万元测算，至少可新增年产值约 16 亿元以上。

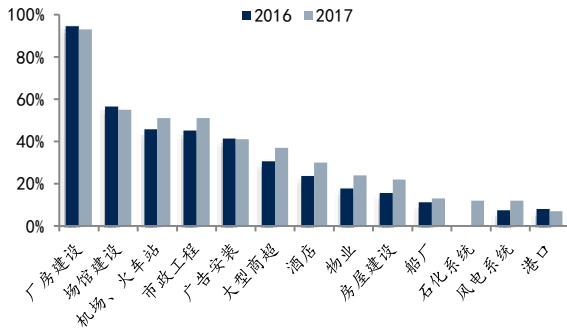
表 12: 公司募集资金 9.8 亿元，用于“年产 3200 台臂式大型智能高空作业平台建设项目”

序号	募集资金使用项目	项目投资总额 (万元)	拟用募集资金投资额 (万元)	募集资金投入完成时间
1	大型智能高空作业平台建设项目	97,690	97,690	30 个月
2	补充公司营运资金	13,300	13,300	
	合计	110,990	110,990	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

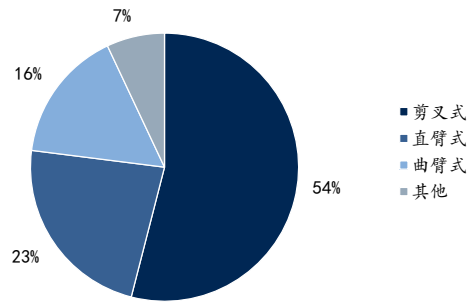
当前来看，从剪叉到臂式是发展的必然趋势。一方面，近几年随着人口红利消退、安全意识提升、施工效率要求及施工场景多样等因素的驱动，高空作业平台应用领域逐渐扩大，普及度提升，由原来集中在厂房、场馆建造延伸到其它领域，广告安装、市政工程、基础设施建设等领域的覆盖率进一步提升，更多更复杂的工况势必增加对臂式高空作业平台的市场需求，带来景气度的提升；另一方面，对标欧美市场，国内臂式产品占比约 10%，远低于国外近 40%的水平，长期看受益应用场景拓展，臂式产品占比提升是必然趋势，市场空间广阔。

图 50: 覆盖各应用领域客户的租赁商占比情况



资料来源: IPAF, 国信证券经济研究所整理

图 51: 北美臂式高空作业平台占比约 39%



资料来源: IPAF, 国信证券经济研究所整理

浙江鼎力新臂式综合性能优异, 试用得到市场认可, 有望随产能释放快速放量。 2018 年, 公司推出的 GTBZ20AE 智能曲臂式高空作业平台 (电动) 凭借领先的技术优势和产品性能, 摘得“中国国际工程机械创新产品白金奖”; GTBZ20SU 型自行走直臂桥式高空作业平台摘得“中国工程机械年度产品 TOP50 (2018)”。对比同行产品, 公司推出的 10 款新臂式产品综合性能优异, 具备很强的竞争力, 核心在于能更好响应租赁商的需求, 帮助租赁商降低运营成本, 其优势主要体现在: **1) 产品质量过硬:** 联合 Magni 历时四年研发, 拥有国内外专利 49 项, 通过不断更新和改进, 产品成熟可靠, 且依托全球技术领先的美国德纳工程机械车桥、德国力士乐高压驱动系统、德国道依茨发动机和丹麦丹佛斯 PVG 液压控制系统等一系列高端配置保障高性能; **2) 使用覆盖范围更广:** 针对同样规格产品, 鼎力的新臂式工作高度更高、平台载重更大、水平伸距更长, 可更充分响应租赁商的不同应用需求; **3) 租赁商运营成本更低:** 鼎力新臂式产品采用家族式模块化设计 (95% 主要部件通用、80% 结构件通用) 可显著降低租赁商维修保养成本, 采用工程机械专用车桥、下沉式设计, 动力更强劲、稳定性更好, 适用工况更广。今年以来鼎力已经推出多期产品试用活动, 客户试用反响良好。

渠道: 投资 Magni/CMEC、绑定宏信, 加速拓展海内外市场

增资 Magni 收购 20% 股权, 互利共赢助力公司加速全球布局

2016 年 1 月 25 日, 公司与意大利 Magni 伸缩臂叉装车有限公司正式签约, 就浙江鼎力收购 Magni 20% 股权、Magni 叉装车中国代理权、鼎力产品在欧洲双品牌销售和设立“鼎力欧洲研发中心”等投资事宜达成共识。

Magni 专业从事智能伸缩臂高位叉装车研发、生产及销售。公司创始人 Riccardo Magni 先生曾在某知名高空作业设备公司担任董事长及技术总监 27 年, 拥有 30 多年高空作业设备研发经验。公司在全球拥有 150 余家经销商, 全系列产品覆盖欧洲、美洲、亚洲、南非及中东等地区, 广泛用于建筑、林业、开矿、救灾、隧道、桥梁、铁路、机场等领域。此次投资的重大意义在于:

1) 组建鼎力欧洲研发中心, 增强研发能力, 提高“浙江鼎力”国际品牌地位。 该中心定位于共同研发高端智能高空作业设备, 有助于公司加速研发全球化, 快速引进世界最先进的设计理念和工业生产技术, 突破性的创新将为鼎力在未来的行业领先地位奠定基础, 进一步提升浙江鼎力的国际品牌地位。2016 年推出了由该研发中心研发制造的 8 款全球首创、彻底颠覆欧美传统高空作业平台设计理念的新品, 并在上海 BAUMA 展出, 受到客户欢迎; 2018 年再次推出 10 款新臂式升级产品, 试用反响良好。

2) 产品线获得延伸, 双品牌战略扩大产品全球覆盖率。一方面 Magni 授权浙江鼎力成为其在中国的独家代理商, 使鼎力的产品线实现了向智能伸缩臂叉装车领域的纵向延伸, 另一方面公司产品借助 Magni 的全球销售网络打开欧洲市场渠道, 加速海外市场拓展。

图 52: 浙江鼎力 10 款新臂式高空作业平台 2018 年亮相上海 BAUMA



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

投资 CMEC 持有 25%, 深入战略布局美国市场

2017 年 12 月 1 日, 公司 2000 万美元购买 CMEC 25% 股权。CMEC 是一家拥有 40 多年品牌历史的美国企业, 专注于设计、生产及销售高空作业平台、工业级直臂产品及相关目的的业务活动, 业务覆盖美国及欧洲地区。该公司主要生产并销售差异化高空作业平台产品, 并在美国市场拥有很高的声誉。该公司主要客户均为全美高空作业平台设备租赁百强企业, 客户数量近 50 家, 并持续获得美国重要大型设备租赁客户的订单。

美国高空作业广泛, 再加上安全法规完善和人工成本高昂等诸多因素, 无疑成为全球高空作业平台最大的消费市场。其市场存量全球第一, 更新和新增需求巨大, 并且也是国际高空作业平台竞技的最高舞台, 还拥有世界级的高空作业设备制造商, 因此市场竞争也最为激烈。公司参股 CMEC 后将进一步完善海外市场布局, 有助于加速拓展美国市场。

绑定大租赁商, 构建稳定销售渠道

海外方面, 2016 年开始, 公司通过 OEM 和经销商渠道, 进入联合租赁和赫兹租赁等全球前十大租赁商; 2017 年牵手日本租赁商 NJM 公司打入日本高空作业平台市场。预计公司将持续不断寻求与大租赁商的深层次合作, 实现强强联手, 助力海外销售收入加速放量。国内方面, 公司 2018 年与国内规模最大的租赁公司上海宏信工程设备有限公司达成战略合作关系, 打破其只采购国外品牌的局面, 目前公司已成为宏信剪叉设备采购的第一中标人, 大大加深了与大租赁公司的合作, 进一步加速了国内市场的开拓力度。

竞争优势: 多渠道服务升级提升公司口碑, 增强客户黏性度

高空作业平台制造商的直接客户主要是租赁商, 在国内仍处于快速成长的阶段

中能否牢牢把握设备租赁商，不断增强彼此间的黏性是制造商能否做大做强的关键。浙江鼎力不仅产品质量过硬，还通过质保期延长为两年+建立再制造工厂循环利用+提供融资租赁多渠道优化产品服务，增强客户黏性度，树立良好口碑，打造国际一流品牌。

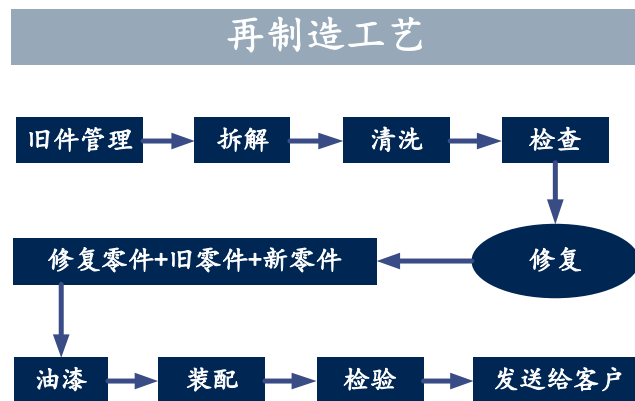
行业率先延长部分剪叉式产品质保期为两年

自 2016 年 1 月 1 日起，公司推出了延长部分剪叉式产品质保期为两年的增值服务。一般设备的故障率与其使用年限正相关，使用年限越长，往往故障率越高，因此，两年质保期或许将意味着相当于原来数倍的服务成本投入，这样做一方面将显著增强公司产品对客户的吸引力，另一方面显示了对自身产品的极大自信，有助于推动将“浙江鼎力”树立为国际一流品牌。

行业首推循环节能高效利用，建立再制造工厂

2015 年 5 月国务院颁布的《中国制造 2025》指出，大力发展再制造产业，实施高端再制造、智能再制造、在役再制造，推进产品认定，促进再制造产业持续健康发展。作为循环经济的高级利用形式，再制造可以显著降低客户的产品成本，同时大幅减少能耗、原材料用量和固体废物。已出台的《关于推进再制造产业发展的意见》指出，与制造新品相比，再制造可节能 60%，节材 70%，节约成本 50%，几乎不产生固体废物，大气污染物排放量降低 80% 以上。公司积极响应国家号召，通过再制造实现回购和翻新，有助于增加产品出租率和市场流通性，延长产品寿命周期，提高二手产品残值率。

图 53: 再制造工艺流程



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

图 54: 公司产品翻新对比



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

成立租赁公司，提供融资服务

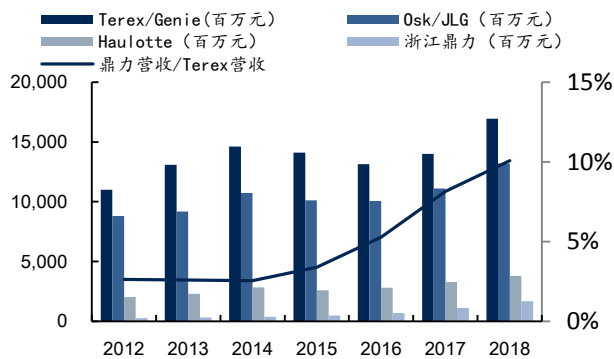
2016 年 6 月，公司以自有资金在上海成立全资子公司上海鼎策融资租赁有限公司，9 月开始从事融资租赁业务，下游客户主要是租赁商。上海鼎策是上海自贸区批准的首家内资融资租赁试点企业，享受与商务部、国家税务总局发布名单的内资融资租赁试点企业同等待遇，融资租赁子公司的成立可为有资金需求的租赁商提供融资平台，解决了租赁商在购买设备时面临的资金压力，可显著增加客户黏性，增强了公司未来盈利能力和可持续发展能力。

公司比较：鼎力成长性最高，高盈利护城河

经营规模及成长性比较：鼎力成长最快

浙江鼎力成长性高，营收增速远超其他可比公司。与国外龙头公司相比，浙江鼎力高空作业平台营业收入从 2012 年到 2018 年的年复合增长率达 34.37%，远高于 Terex\Genie 的 7.48%，Osk\JLG 的 6.79%及 Haulotte 的 10.87%。浙江鼎力与 Terex\Genie 的收入之比从 2012 年的 1.58%逐步提升到 2018 年的 5.72%，与 Osk\JLG 的收入之比从 2012 年的 2.64%提升到 2018 年的 10.08%，与 Osk\JLG 的收入之比从 2012 年的 3.29%提升到 2018 年的 12.94%，与全球龙头的差距逐步缩小。浙江鼎力能持续保持多年高速增长主要系：**1) 在欧美成熟市场**，一方面鼎力产品质量过硬，人工成本优势显著，与 Terex 等巨头相比产品性价比高，通过 OEM 和经销商渠道能进入联合租赁和赫兹租赁等全球前十大租赁商供应链，另一方面公司体量小，受欧美市场行业整体波动影响较小，仍处于渠道逐步拓展带来产品快速放量的成长阶段，因此海外业务保持持续高成长；**2) 在国内市场**，高空作业平台市场仍处于早期成长阶段，公司是最早开展高空作业平台业务的国内公司，当前已是国内龙头，先发优势明显，充分受益高成长行业带来的业务高增速。当前阶段看，我们认为鼎力不论海外市场还是国内市场都仍处于高成长的阶段，公司营收规模有望持续高增长。

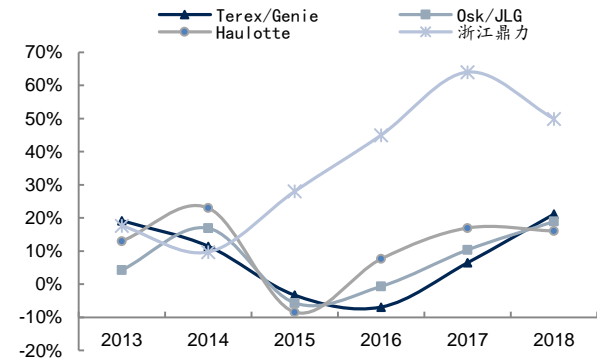
图 55：浙江鼎力与全球龙头的营收差距逐步缩小



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

注：此处均为高空作业平台业务的营业收入，其中 Haulotte 为搬运与起重业务营业收入。

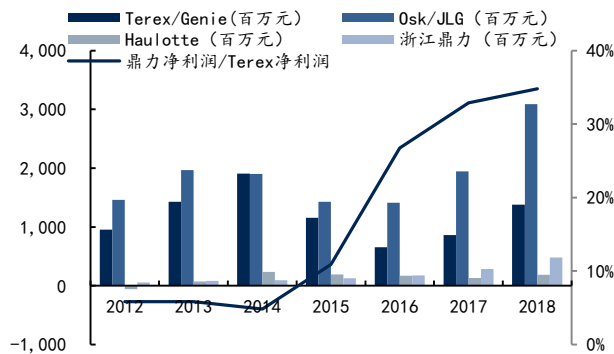
图 56：浙江鼎力营收同比增速远超其他公司



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

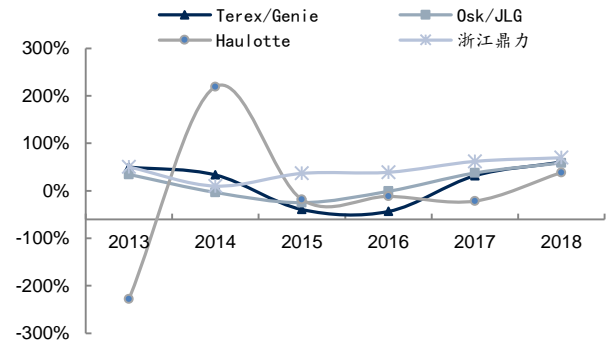
浙江鼎力业绩加速释放，净利润增速远超其他可比公司。2012-2018 年，公司归母净利润年复合增长率达 43.27%，远高于 Terex\Genie 的 6.37%、Osk\JLG 的 13.26%，浙江鼎力与 Terex\Genie 的归母净利润之比从 2012 年的 5.84%快速提升到 2018 年的 34.79%，与 Osk\JLG 的归母净利润之比从 2012 年的 3.18%提升到 2018 年的 15.56%，盈利弹性显著高于其他可比公司，与全球龙头的差距逐步缩小。

图 57: 浙江鼎力与全球龙头的净利润差距逐步缩小



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 58: 浙江鼎力 2018 年净利润增速保持在较高水平

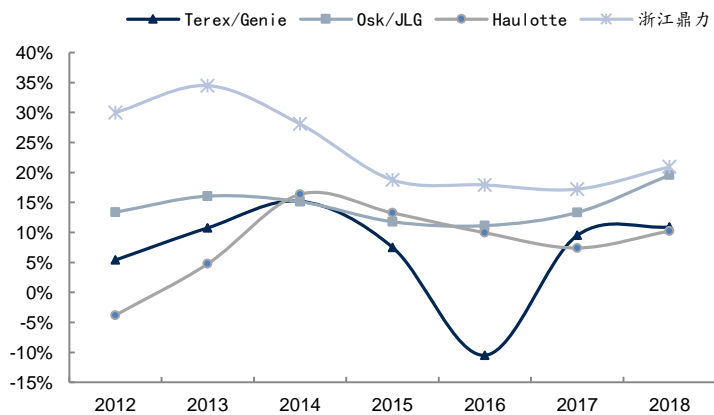


资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

ROE 水平比较: 高净利率维持鼎力较高 ROE 水平

从 ROE 水平来看, 浙江鼎力处于相对较高水平, 主要由高净利率驱动, ROE 中枢有望保持在 20% 以上水平。2015 年上市前, 浙江鼎力 ROE 水平维持在 30% 左右; 上市后因募集资金增加较多资产总资产周转率出现大幅下滑, ROE 水平下滑至 17% 左右水平, 2018 年回升至 20%。与同行相比, 浙江鼎力 ROE 处于较高水平, 且主要是通过高净利率实现高 ROE, 有别于 Terex、Osk 等通过高资产周转率、高财务杠杆实现高 ROE。

图 59: 浙江鼎力 ROE 处于相对较高水平, 近年稳步提升

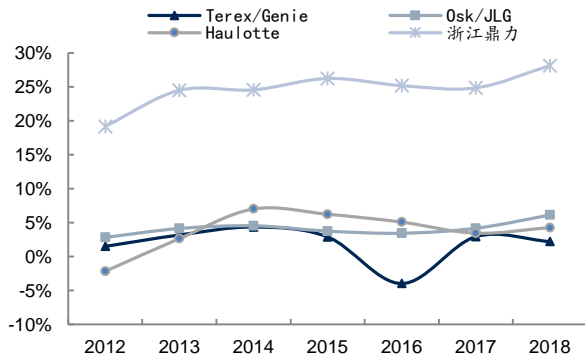


资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

从净利率看, 浙江鼎力净利率保持稳中有升, 从 2013 年的 24.50% 稳步提升至 2018 年的 28.14%, 2019H1 进一步提升至 30.67%, 远远高于 Terex\Genie、Osk\JLG、Haulotte 等约 3-5% 的净利率水平, 能具有如此明显的高盈利护城河主要系: 1) 公司人工成本优势显著, 营业成本中人工成本占比仅不到 3%; 2) 公司 80% 的构件自制, 具备较强的供应链及成本管控能力; 3) 公司的产品生产线都是业内最先进的自动化生产线, 生产效率远高于同行, 且还有进一步提升空间。因此浙江鼎力即使在产品终端定价低于国外对手 20% 左右的水平下仍保持了较高的盈利水平。从资产周转率来看, 浙江鼎力的总资产周转率维持在 0.5-0.6 之间, 远低于国外同行 1-1.5 的水平, 从收入端看鼎力新募投资项目厂房建设已基本完工但还未达产, 从资产端看主要系鼎力账上货币现金充裕且应收账款及长期应收款较多所致, 应收账款较多主要系国内付款条件相比较差, 公司国内业务营收规模快速增加, 长期应收款较多主要系公司为租赁商提供融

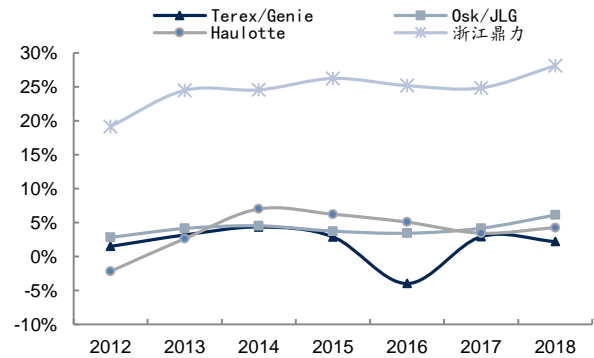
资租赁业务所致，18年以来大幅增加主要系公司国内业务占比快速提升，且因行业竞争加剧公司适当放宽了融资租赁条件。从财务杠杆来看，鼎力的财务杠杆维持在1.2-1.4之间，低于国外同行的2-3的水平，主要系公司现金流充沛，借款较少，资产负债率远低于国外同行。（鼎力资产负债率约30%，国外50%-70%）。长期看，浙江鼎力净利率受益于规模化效应以及臂式新产品放量带来的产品结构变化净利率有进一步提升空间，总资产周转率随着明年臂式项目投产放量及加强应收账款管理等手段还有提升空间，财务杠杆保持稳定水平，整体ROE水平还有稳中向上的提升空间。

图 60: 浙江鼎力毛利率稳中有升，远超同行



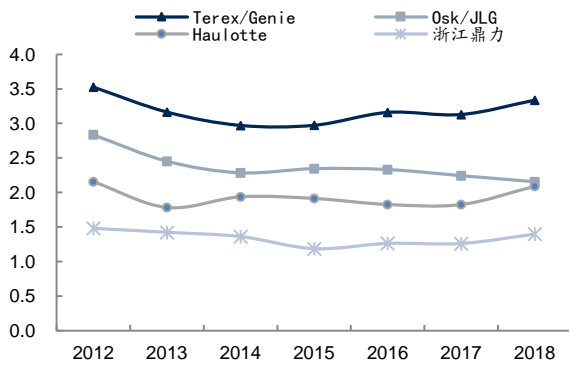
资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

图 61: 浙江鼎力净利率稳中有升，远超同行



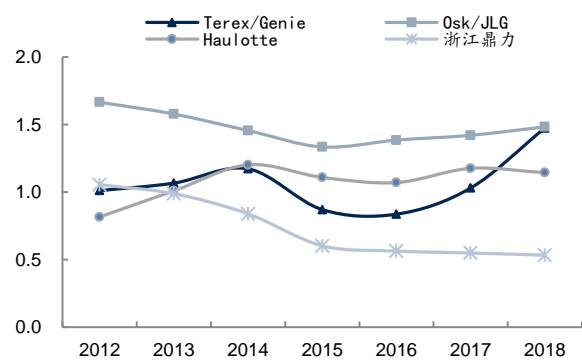
资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

图 62: 浙江鼎力权益乘数处于行业较低水平



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

图 63: 浙江鼎力总资产周转率处于行业较低水平



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

盈利预测假设基础

公司主营业务是高空作业平台，其中剪叉式高空作业平台为主要是公司当前业绩增长的主要贡献者，臂式高空作业平台是未来的重要增长极。拆分公司各业务收入，预计公司 2019-21 年营业收入分别为 20.31/27.02/37.51 亿元，毛利分别为 8.72/11.64/16.19 亿元。

表 13：盈利预测假设基础

	2018	2019E	2020E	2021E
剪叉式高空作业平台				
营业收入（百万元）	1,283	1,475	1,770	2,124
增速	50.3%	15%	20%	20%
成本	758	841	1,009	1,211
毛利（百万元）	525	634	761	913
毛利率	40.93%	43.0%	43.0%	43.0%
桅柱式高空作业平台				
营业收入（百万元）	151	158	166	175
增速	5.0%	5%	5%	5%
成本	87.99	92	96	101
毛利（百万元）	62.90	67	70	73
毛利率	41.69%	42%	42%	42%
臂式高空作业平台				
营业收入（百万元）	207	311	653	1,305
增速	103.2%	50%	110%	100%
成本	136	205	405	783
毛利（百万元）	72	106	248	522
毛利率	34.58%	34%	38%	40%
其他业务				
营业收入（百万元）	67	87	113	146
增速	66.2%	30%	30%	30%
成本	17	22	28	37
毛利（百万元）	49	65	84	110
毛利率	74.15%	75%	75%	75%
营业总收入				
营业收入（百万元）	1,708	2,031	2,702	3,751
增速	49.89%	18.95%	33.03%	38.82%
营业成本（百万元）	999	1,160	1,538	2,132
营业成本/营业收入	58.48%	57.09%	56.94%	56.84%
毛利率	41.52%	42.91%	43.06%	43.16%
毛利（百万元）	709	872	1,164	1,619

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测结果

根据以上假设，我们得出以下盈利预测结果。

表 14：盈利预测简要结果

利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1708	2031	2702	3751
营业成本	999	1160	1538	2132
营业税金及附加	10	16	21	27
销售费用	92	102	135	188
管理费用	118	111	144	193
财务费用	(36)	(14)	(14)	(23)
投资收益	38	34	36	36
资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
其他收入	10	0	0	0
营业利润	565	690	914	1270
营业外净收支	(0)	0	0	0
利润总额	565	690	914	1270
所得税费用	85	104	137	191
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	480	587	777	1080

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

1. 海外市场风险

公司海外经营业务面临政治风险、贸易摩擦、汇率波动等多方面因素的影响，具有较大的不确定性，若产品主要出口国采取设置贸易壁垒、提高关税征收额度等手段保护该国企业利益，则会对公司产品出口产生不利影响。

2、行业竞争加剧风险

高空作业平台行业在国内为新兴行业，高毛利吸引新的竞争者纷纷涉足，部分竞争对手通过低价销售，延长账期等方式使行业竞争愈加激烈，可能会给公司销售和利润率造成不利影响。

3、募投项目未达预期的风险

由于募投项目需要一定的建设期，在实施过程中，可能存在因施工进度、工程质量等因素导致募投项目无法按期完成的风险。同时，基于宏观经济形势、全球市场环境、国家产业政策变化等不可控因素的影响，募投项目实施效果能否达到预期存在一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1045	1181	1193	1403	营业收入	1708	2031	2702	3751
应收款项	536	529	740	1028	营业成本	999	1160	1538	2132
存货净额	359	407	539	922	营业税金及附加	10	16	21	27
其他流动资产	293	651	985	1071	销售费用	92	102	135	188
流动资产合计	2607	3142	3831	4797	管理费用	118	111	144	193
固定资产	391	482	584	660	财务费用	(36)	(14)	(14)	(23)
无形资产及其他	143	138	134	129	投资收益	38	34	36	36
投资性房地产	287	287	287	287	资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
长期股权投资	206	206	206	206	其他收入	10	0	0	0
资产总计	3634	4255	5041	6079	营业利润	565	690	914	1270
短期借款及交易性金融负债	150	299	225	20	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	521	533	705	980	利润总额	565	690	914	1270
其他流动负债	210	203	268	372	所得税费用	85	104	137	191
流动负债合计	882	1034	1198	1372	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	75	75	75	75	归属于母公司净利润	480	587	777	1080
其他长期负债	75	75	75	75					
长期负债合计	151	151	151	151	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1032	1184	1349	1523	净利润	480	587	777	1080
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	7	3	3
股东权益	2601	3071	3692	4556	折旧摊销	25	38	51	60
负债和股东权益总计	3634	4255	5041	6079	公允价值变动损失	8	0	0	0
					财务费用	(36)	(14)	(14)	(23)
关键财务与估值指标					营运资本变动	320	(389)	(436)	(375)
	2018	2019E	2020E	2021E	其它	(3)	(7)	(3)	(3)
每股收益	1.94	1.69	2.24	3.11	经营活动现金流	834	236	391	764
每股红利	0.32	0.34	0.45	0.62	资本开支	(167)	(131)	(151)	(133)
每股净资产	10.50	8.86	10.65	13.14	其它投资现金流	(232)	0	0	0
ROIC	19%	21%	24%	29%	投资活动现金流	(605)	(131)	(151)	(133)
ROE	18%	19%	21%	24%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	42%	43%	43%	43%	负债净变化	41	0	0	0
EBIT Margin	29%	32%	32%	32%	支付股利、利息	(80)	(117)	(155)	(216)
EBITDA Margin	30%	34%	34%	34%	其它融资现金流	143	148	(74)	(205)
收入增长	50%	19%	33%	39%	融资活动现金流	65	31	(229)	(421)
净利润增长率	70%	22%	32%	39%	现金净变动	294	136	11	210
资产负债率	28%	28%	27%	25%	货币资金的期初余额	751	1045	1181	1193
息率	0.5%	0.8%	1.0%	1.4%	货币资金的期末余额	1045	1181	1193	1403
P/E	31.3	35.9	27.1	19.5	企业自由现金流	594	64	198	581
P/B	5.8	6.9	5.7	4.6	权益自由现金流	778	225	136	396
EV/EBITDA	31.2	32.7	24.5	17.8					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032