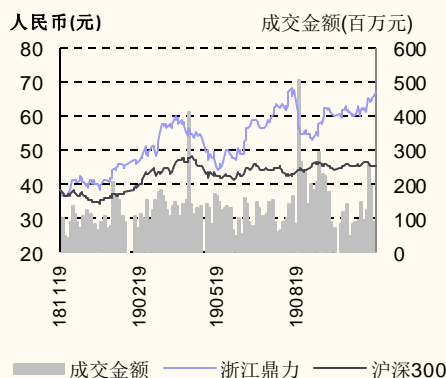


浙江鼎力 (000425.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 65.60元
 目标价格(人民币): 77.70-77.70元
 市场数据(人民币)

总股本(亿股) 3.47
 已上市流通A股(亿股) 3.47
 总市值(亿元) 227.48
 年内股价最高最低(元) 66.83/59.85
 沪深300指数 3890
 上证指数 2904



高空作业平台龙头, 新臂式打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.60	1.94	1.62	2.22	2.95
每股净资产(元)	12.45	10.50	11.54	13.30	15.75
每股经营性现金流(元)	1.97	1.68	1.19	2.21	2.91
市盈率(倍)	49.14	29.03	40.58	29.59	22.25
净利润增长率(%)	62.00%	69.69%	16.68%	37.16%	32.98%
净资产收益率(%)	12.86%	18.47%	14.02%	16.67%	18.72%
总股本(百万股)	176.93	247.70	346.78	346.78	346.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 高空作业平台行业: 国内高成长、空间大, 处在早期发展阶段; 国内市场玩家众多, 国产品牌市占率逐步提高

全球高空作业平台规模 800 亿元人民币(测算值), 稳健增长; 国内市场规模仅约 50 亿元, 2018 年国内保有量 10 万台远低于美国 60 万台。随着安全意识提升、施工效率提升及施工场景多样化驱动, 高空作业平台近 5 年复合增速超 50%, 应用领域扩大。目前我国处在早期发展阶段, 存在产品结构不完善、下游租赁市场不成熟等问题。

全球市场份额集中度高, 2018 年公司首次进入全球前十; 在国内市场市占率 27% 占据第一, 随着外资龙头、传统工程机械企业以及本土专业生产商加速扩产, 行业竞争加剧。近年来国产品牌产品质量提升和客户认可度提高, 在国内市场占有率逐步提高。

- 浙江鼎力为国内高空作业平台龙头, 打磨产品提升客户粘性、具备海内外渠道优势、盈利能力突出

专注高空作业平台, 2013-18 年营收/归母净利润 CAGR 达 38%/42%。

1) 核心竞争力: 坚持以客户为中心, 打磨产品, 全方位降低租赁商运营成本, 提升客户粘性。2) 海内外渠道优势: 海外参股意大利 Magni 和美国 CMEC 打通欧美主流市场渠道, 国内产品覆盖率最高且绑定宏信等优质大客户。3) 盈利能力突出: 公司具有极强的供应链和成本管控优势, 2018 年毛利率为 42%, 远高于 Terex/JLG 的 19%/18%, 构筑高盈利护城河。

- 浙江鼎力加速转型国内市场及 2020 年新臂式放量, 打开成长新空间

公司 2019 年上半年国内销售收入占比 51% 并不断提升。国内臂式产品占比约 10%, 远低于国外近 40% 水平, 长期受益应用场景拓展, 臂式市场空间广阔。公司联合 Magni 研发的臂式升级产品综合性能优异, 客户试用反响良好, 预计 2020 年 5 月投产放量。

投资建议

高空作业平台是工程机械行业的高成长细分领域, 公司当前仍处于快速成长阶段。预计 2019-2021 年收入为 20/26/35 亿元, 同比增长 16%/33%/32%; 归母净利润分别为 5.6/7.7/10.2 亿, 同比增长 17%/37%/33%。EPS 为 1.62/2.22/2.95 元; PE 为 41/30/22 倍。采用 PEG 估值法, 对应其 2020 年市盈率 35 倍, 合理市值 270 元, 对应目标价 77.7 元/股。首次覆盖, 给与“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 全球贸易摩擦加剧; 汇率波动; 原材料价格波动风险。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
 zhaojin1@gjzq.com.cn

投资要件：

主要预测、关键假设

1) **剪叉式高空作业平台**：公司超过 70%的产品为剪叉式高空作业平台，也是出口的品类。受到美国关税加征以及近几年高速增长基数较大等因素的影响，我们认为剪叉式高空作业平台未来增速将放缓，预计 2019-2021 年增速为 10%/15%/15%。由于承担一部分关税，2019 年二三季度毛利率承压，明后年出口美国比例缩减以及贸易战缓和可能性增加，预计毛利率恢复至 2018 年水平。我们预计剪叉产品 2019-2021 年毛利率为 40%/41%/41%。

2) **臂式高空作业平台**：随着下游租赁商数量以及规模的增加，臂式平台的需求将不断攀升。新臂式产能存在爬坡阶段，预计 2019-2021 年公司臂式高空作业平台销量 800/1800/3200 台，收入增速 50%/130%/80%；同时考虑到规模效应，及公司之前为打开渠道而暂时主动降价的因素，毛利率加速回升。我们预计剪叉产品 2019-2021 年毛利率为 36%/38%/40%。

我们与市场不同观点

1、**海外业务处于成长期**。欧美市场虽然已是成熟市场，但公司通过参股 Magni 和 CMEC 打通欧美主流市场渠道，长期看有望受益下游客户拓展及臂式产品拓展至海外市场，中美贸易摩擦不改长期成长趋势。

2、**国内行业竞争加剧不改公司优势地位**。公司先发优势明显，绑定大租赁商长期合作，并通过质保期延长为两年+降低租赁商运营成本+提供融资租赁多渠道优化产品服务，增强大客户黏性；公司有极强的供应链及成本管控能力，构筑高盈利护城河。

投资建议

预计公司 2019-2021 年收入为 20/26/35 元，同比增长 16%/33%/32%；归母净利润分别 5.6/7.7/10.2 亿，同比增长 17%/37%/33%。2019-2021 年 EPS 为 1.62/2.22/2.95 元；PE 为 41/30/22 倍。

公司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 股上市企业。高空作业平台是工程机械行业的高成长细分领域，行业空间大。公司产品竞争力强，渠道优势明显，具备很高的盈利护城河，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。PEG 法估值，对应 2020 年市盈率 35 倍，合理市值 270 元，对应目标价 77.7 元/股。首次覆盖，给与“买入”评级。

催化剂

- 臂式产品放量超预期、国内高空作业平台发展超预期、中美贸易摩擦缓和。

风险提示

- 行业竞争加剧；全球贸易摩擦加剧；汇率波动；原材料价格波动风险。

内容目录

一、高空作业平台：高成长、空间大，我国处在早期发展阶段.....	5
1、安全性、经济性、应用场景拓展带动高空作业平台高成长.....	5
2、全球市场规模近 800 亿，国内仅约 50 亿，国内保有量较欧美差距大.....	6
3、国内处在早期发展阶段，租赁市场爆发.....	8
二、竞争格局：全球集中度高，国内新玩家众多，技术差距逐渐缩小.....	10
1、全球市场份额集中度高，2018 年鼎力首次进入全球前十.....	10
2、国内市场：外资龙头、传统工程机械企业、本土专业生产商齐发力.....	11
3、国内设备的技术水平和产品质量不断提高，部分产品超过外水平.....	12
三、浙江鼎力竞争优势：技术沉淀、打通渠道、供应链管理优秀.....	14
1、技术沉淀：较其他国产品牌具备先发优势，降低运营商成本提升客户粘性.....	14
2、打通渠道：绑定国内外大租赁商，通过合作打开欧美高端市场.....	15
3、供应链管理能力强，盈利能力突出且稳定.....	16
四、关注鼎力转型国内市场及 2020 年新臂式放量.....	18
1、海外市场风险增加，公司加速提升国内销售占比.....	18
2、公司新臂式放量，打开新的成长空间.....	19
五、盈利预测与估值分析：合理市值 270 亿元，“买入”评级.....	22
1、收入预测：预计 2019-2021 年增速为 16%/31%/32%.....	22
2、净利润预测：预计 2019-2021 年净利润增速为 17%/37%/33%.....	22
3、估值分析：合理市值 270 亿元，目标价 77.7 元，“买入”评级.....	23
六、风险提示：海外市场风险、行业竞争加剧风险.....	25

图表目录

图表 1：高空作业平台分为臂式、剪叉式等，应用广泛，功能需求多样.....	5
图表 2：建筑业人员平均工资过去 10 年复合增长 11%.....	6
图表 3：西安三星项目经济性对比，高空作业平台有优势.....	6
图表 4：2016-2017 年覆盖各领域租赁商占比，93%租赁商覆盖厂房建设.....	6
图表 5：北美保有量约 60 万台，同比增速约在 5%.....	7
图表 6：欧洲保有量约 30 万台，同比增速约在 3%.....	7
图表 7：我国 2014-2018 年 4 年销量复合增速达到 60%.....	7
图表 8：国内人均保有量与欧美相差巨大，渗透率增长空间广阔.....	7
图表 9：2018 年全球高空作业平台市场规模约 800 亿元，中国约 50 亿元.....	8
图表 10：2018 年高空作业平台高度分布情况，10-20 米占比最高.....	9
图表 11：2018 年 10 米剪叉租金下滑 6.6%，臂式租金价格略有提升.....	9
图表 12：2018 年高空作业平台制造商全球排名，top5 销售额占 62%.....	10
图表 13：2019 年全球租赁商 top10 保有量占比超过 60%.....	10
图表 14：2018 年销量国内市场占有率，鼎力占比 27%.....	11
图表 15：国产品牌销量，鼎力处在绝对龙头位置.....	11
图表 16：外资在国内布局较早，拥有多处生产基地.....	11
图表 17：国产品牌大力扩张，2020 年前后高空作业平台产能爆发.....	12

图表 18：国内前十大租赁商设备保有量及供应商，国产品牌进口替代.....	13
图表 19：公司进入行业较早，四次扩产突破产能瓶颈.....	14
图表 20：2019 年上半年浙江鼎力国内市场品牌关注度位列第一.....	15
图表 21：公司绑定国内外大租赁商，通过合作打开欧美高端市场.....	15
图表 22：Mangi 和鼎力的双品牌策略打开欧洲市场.....	16
图表 23：公司毛利率上市后保持在 40%以上，远超海外龙头.....	17
图表 24：公司净利率逐年提升，远超海外龙头.....	17
图表 25：2015-2018 年钢价大幅增长，公司盈利能力保持稳定.....	17
图表 26：2013-2018 年公司营收复合增长 38%.....	18
图表 27：2013-2018 年公司营收复合增长 42%.....	18
图表 28：海外收入增速下滑，国内收入增速快速增长.....	18
图表 29：2018 年以来公司国内营收占比快速增加.....	18
图表 30：臂式产品收入增速快速增长，剪叉增速下滑.....	19
图表 31：2018 年臂式销量 548 台，预计 2019 年接近 800 台.....	19
图表 32：浙江鼎力臂式产品收入占比 12%.....	19
图表 33：2016 年 Terex 高空作业平台产品臂式占比 46%.....	19
图表 34：臂式产品毛利率具备提升空间.....	20
图表 35：鼎力新臂式 5 大亮点：高度高、载重大、动力强、易维保、高节能.....	20
图表 36：鼎力新臂式产品，直臂+曲臂.....	21
图表 37：预计 2019-2021 年公司收入为 20/26/35 亿，同比增速为 16%/33%/32%.....	22
图表 38：2018 年以来期间费用率呈下降趋势.....	23
图表 39：预计 2019-2021 年销售、管理费用率略降.....	23
图表 40：参考成长性强的工程机械标的，公司 PE 为 41/30/22 倍.....	23
图表 41：浙江鼎力 PE-band.....	24
图表 42：浙江鼎力 PB-band.....	24

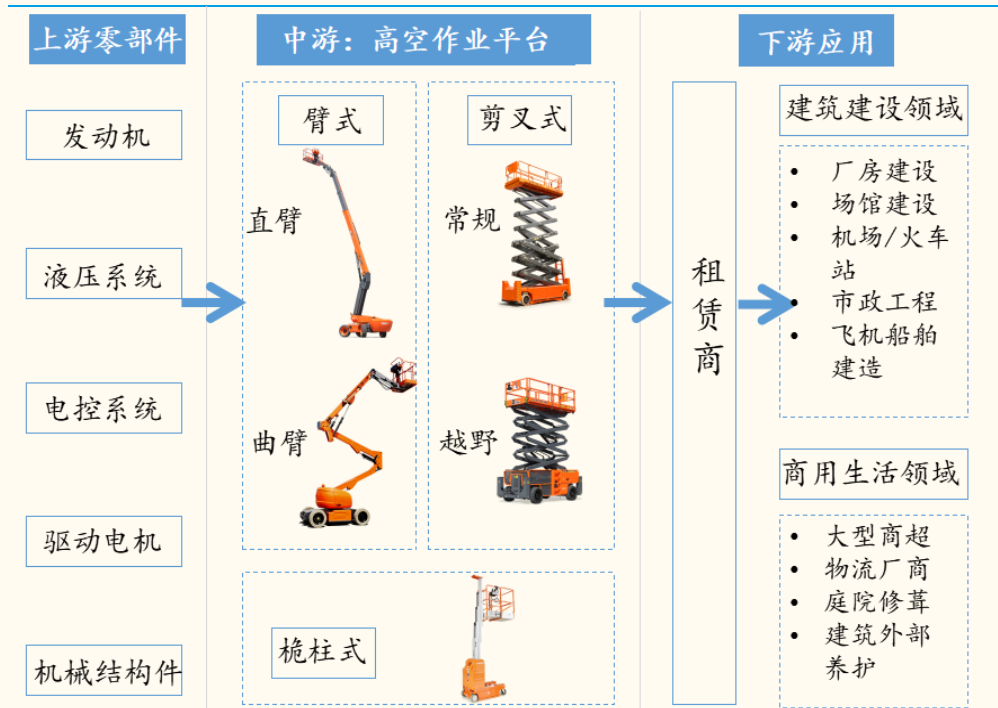
一、高空作业平台：高成长、空间大，我国处在早期发展阶段

- 国内高空作业平台行业近年来发展迅速，但市场渗透率低，保有量远低于海外发达国家。近几年随着安全意识提升、施工效率要求提升及施工场景多样化等因素的驱动，高空作业平台销量快速增长，近 5 年复合增速超过 50%，应用领域逐渐扩大，普及度提升。但我国仍处在早期发展阶段，存在产品结构不完善、下游租赁市场不成熟等问题。

1、安全性、经济性、应用场景拓展带动高空作业平台高成长

- 高空作业平台品种多样、应用广泛。**高空作业平台应用于高空作业领域，根据举升机械结构的不同，可以分为直臂式、曲臂式、剪叉式、桅柱式及门架式等。高空作业平台的下游主要为厂房场馆建设、飞机船舶制造、仓储物流、机场及车站服务等领域，客户分散，功能需求多样。因此高空作业平台具备品种多样、小批量生产以及附加值高的特征。

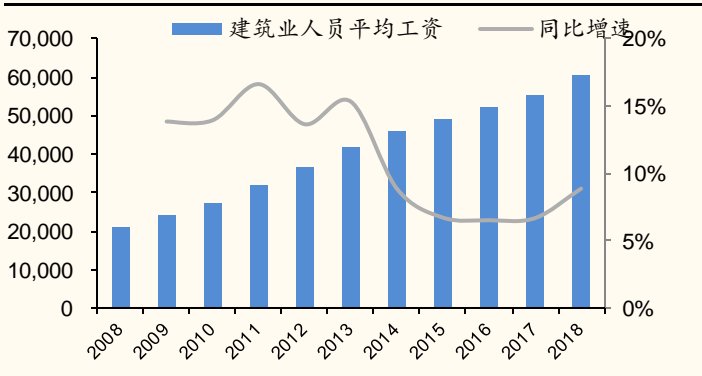
图表 1：高空作业平台分为臂式、剪叉式等，应用广泛，功能需求多样



来源：公司招股书，公司官网，国金证券研究所整理

- 安全性推动高空作业平台高速成长，取代传统登高设备。**2 米以上即为高空作业，我国高处坠落事故居各类安全事故首位。根据住建部数据，近年来高空坠落事故超过 300 次，与脚手架、固定平台相比，高空作业平台事故率低。随着安全意识增强，高空作业平台将快速发展，逐步取代传统登高设备。
- 使用高空作业平台能给客户带来更大幅度的成本节省。**随着我国老龄程度加剧，近年来建筑业从业人员数呈现下降趋势，年轻人从事高空作业的意愿下降。用人成本不断上升，建筑业从业人员工资过去 10 年复合增长 11%。高空作业平台将主要从两个方面节省成本：1)使用高空作业平台的建设工程与使用脚手架相比所需的人员数量更少；2)效率提高，可以缩短工期。根据中国工程机械租赁网中列举的案例数据，人工成本提高将扩大高空作业平台优势，东南沿海部分建筑业人均年薪超过 8 万块的区域将率先扩大高空作业平台的需求。

图表 2：建筑业人员平均工资过去 10 年复合增长 11%



来源：国家统计局，国金证券研究所

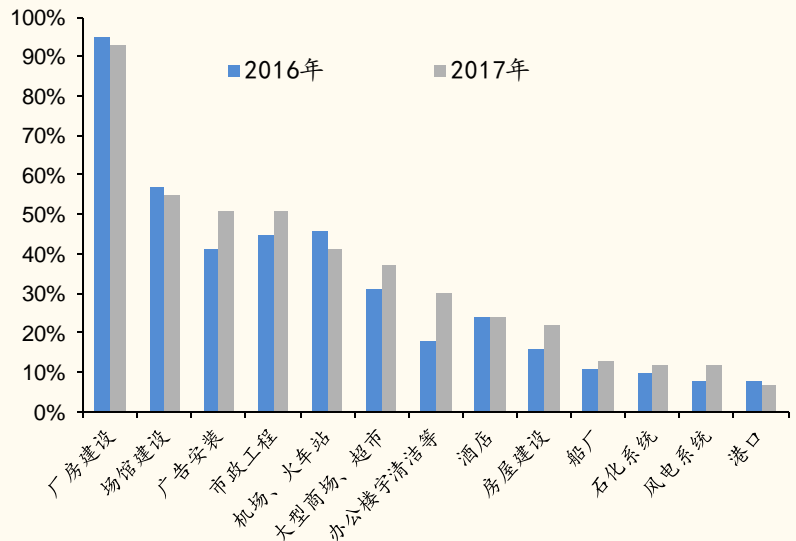
图表 3：西安三星项目经济性对比，高空作业平台有优势

	传统脚手架	高空作业平台
设备需求	800 副	800 台
每台设备需要人员	4 人	1 人
施工时间	8 个月	6 个月
设备租赁费	57.6 万元 (90 元/月)	3120 万元 (6500 元/月)
人员费用 (5000 元/人)	1.28 亿元	2400 万元
费用总计	1.29 亿元	5520 万元

来源：中国工程机械租赁网，国金证券研究所

- 我国高空作业平台的主要应用领域为工业建筑，应用场景拓展将提升渗透率。在美国市场，商业建筑是高空作业平台的主要应用领域，工业建筑是第二大应用领域。而在中国，工厂建设是高空作业平台需求的主要推手(占比约为 60%)，主要的下游客户包括了富士康和京东方等显示器面板制造商，以及宝马、丰田和大众等汽车制造商。其他常见应用包括了场馆建设、户外广告安装、机场和高铁站以及物流仓库等。随着更多租赁公司培育出更多新兴领域，我国的高空作业平台渗透率将进一步提升。

图表 4：2016-2017 年覆盖各领域租赁商占比，93%租赁商覆盖厂房建设

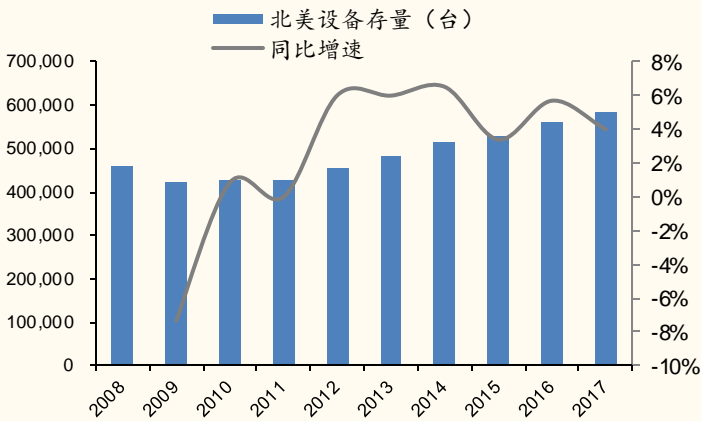


来源：精英智汇，国金证券研究所整理

2、全球市场规模近 800 亿，国内仅约 50 亿，国内保有量较欧美差距大

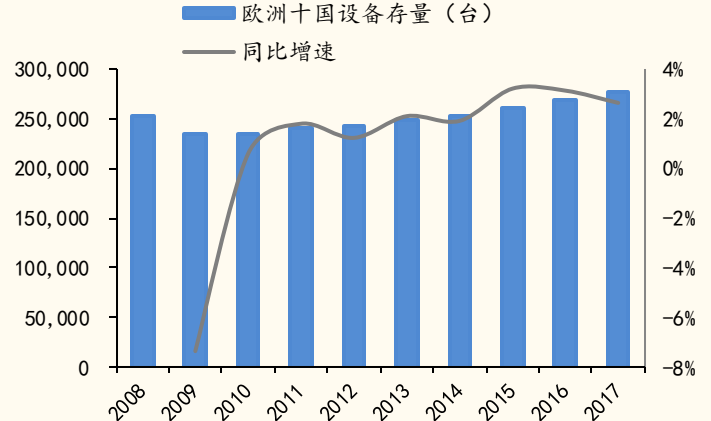
- 全球高空作业平台租赁市场设备保有量约 150 万台，整体低速增长。根据 IPAF (国际高空作业平台联盟) 数据统计，2018 年全球租赁市场高空作业平台保有量 147 万台，保持稳健增长。分地区看，2018 年美国租赁市场高空作业平台保有量约 60 万台，占比约 41%，欧洲十国保有量约 30 万台，占比约 20%。

图表 5: 北美保有量约 60 万台, 同比增速约在 5%



来源: IPAF, 国金证券研究所

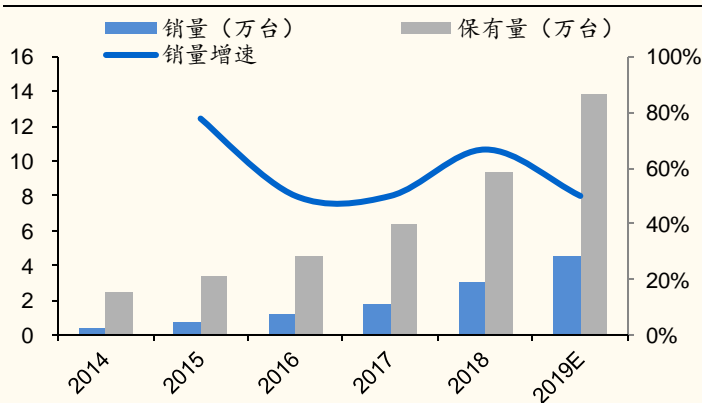
图表 6: 欧洲保有量约 30 万台, 同比增速约在 3%



来源: IPAF, 国金证券研究所

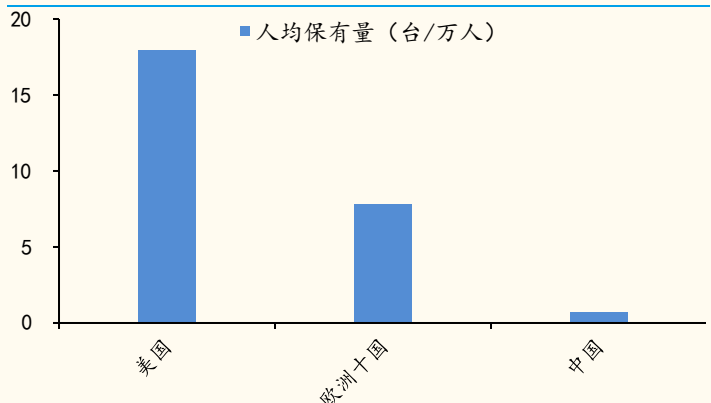
- **国内市场渗透率低, 未来 3-5 年有望保持中高速增长。**根据智研咨询发布的《2019-2025 年中国高空作业平台行业市场行情动态及投资战略咨询报告》, 2013-2017 年国内高空作业平台销量高速增长, 2017 年增速达到 50%, 行业销量约为 1.7 万-1.8 万台, 2018 年行业销量超过 3 万台。根据数据统计, 2019 年 1-6 月份高空作业平台累计销售 31481 台, 其中内销 20777 台, 占比 69%, 预计 2019 年销量超过 4.5 万台, 行业处于高速增长期。国内市场高空作业平台的渗透率很低, 2018 年美国每万人保有量 18 台, 我国高空作业平台每万人保有量为 0.7 台, 为美国的 1/25, 渗透率增长空间广阔。

图表 7: 我国 2014-2018 年 4 年销量复合增速达到 60%



来源: 智研咨询, 《2019-2025 年中国高空作业平台行业市场行情动态及投资战略咨询报告》, 国金证券研究所

图表 8: 国内人均保有量与欧美相差巨大, 渗透率增长空间广阔



来源: IPAF, 国金证券研究所

- **结构性差异: 中国的高空作业平台市场被剪叉式产品主导, 臂式产品仅占 10%(成熟市场的 40%)。**这种结构性差异主要是因为大多数中国租赁公司规模都较小, 在规模扩张阶段更倾向于投资于价格便宜的剪叉式产品(臂式产品均价是剪叉式产品的 5 倍以上)。但臂式产品的应用范围比剪叉式产品广, 初期阶段之后, 租赁公司会逐步扩大臂式产品的采购量。随着未来臂式产品占比的提升, 将进一步扩大我国高空作业平台的市场空间。

- **全球高空作业平台市场规模约 800 亿元，中国 42 亿元。**假设：1) 美国高空作业平台平均服役时间 5 年，欧洲和其他国家 8 年；2) 美国保有量年增长率为 5%、欧洲 3% 以及世界其他地区 10%；3) 美欧高空作业平台按臂式 50 万元/台、剪叉 10 万元/台（美欧按臂式占 40%、其余 60% 估算；其他国家按臂式占 20%、其余 80% 估算）。根据以上假设进行计算得出，高空作业平台 2018 年全球设备需求量约为 35 万台，2018 年全球市场规模约 792 亿元，其中美国约为 390 亿元，欧洲约为 121 亿元，中国为 42 亿元。

图表 9：2018 年全球高空作业平台市场规模约 800 亿元，中国约 50 亿元

	2018	2019E	2020E	2021E	
北美市场 (平均单价 26 万元/台)	市场保有量 (万台)	60.0	63.0	66.2	69.5
	保有量增量 (万台)	3.0	3.0	3.2	3.3
	年更新量 (万台, 更新率 22%)	12.0	12.6	13.2	13.9
	合计新增需求 (万台)	15.0	15.6	16.4	17.2
	市场规模 (亿元)	390.0	405.6	425.9	447.2
欧洲市场 (平均单价 26 万元/台)	市场保有量 (万台)	30.0	31.2	32.4	33.7
	保有量增量 (万台)	0.9	1.2	1.2	1.3
	年更新量 (万台, 更新率 13%)	3.8	3.9	4.1	4.2
	平均单价 (万元/台)	4.7	5.1	5.3	5.5
	市场规模 (亿元)	120.9	132.6	137.9	143.4
其他市场 (平均单价 18 万元/台)	市场保有量 (万台)	60.0	66.0	72.6	79.9
	保有量增量 (万台)	5.4	6.0	6.6	7.3
	年更新量 (万台, 更新率 17%)	10.2	11.2	12.3	13.6
	合计新增需求 (万台)	15.6	17.2	18.9	20.8
	市场规模 (亿元)	280.8	310.0	341.0	375.1
全球新机需求合计 (万台)		35.3	37.9	40.6	43.6
全球新增市场规模合计 (亿元)		791.7	848.2	904.7	965.6
全球市场规模增速%			7.1%	6.7%	6.7%
中国市场 (不考虑更新需求)	保有量增速%	50%	45%	40%	35%
	市场保有量 (万台)	9.5	13.8	19.3	26.0
	新增需求 (万台)	3.0	4.3	5.5	6.7
	平均单价 (万元/台)	14.0	16.0	18.0	20.0
	市场规模 (亿元)	42.0	68.4	99.2	135.0
	规模增速%		62.9%	45.0%	36.1%

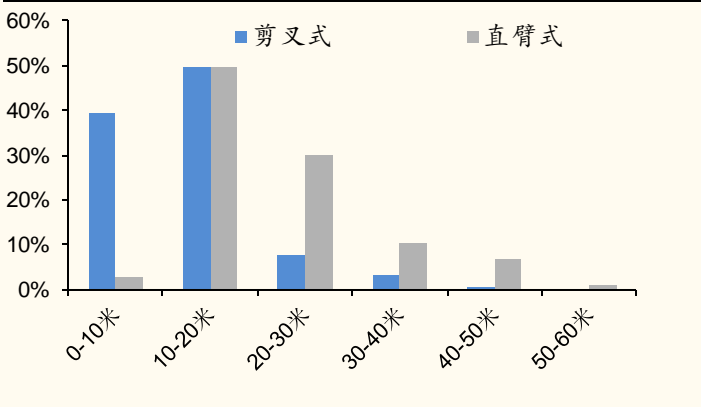
来源：IPAF, Access International, 国金证券研究所整理

3、国内处在早期发展阶段，租赁市场爆发

- **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。**欧美市场稳健增长，是全球最大的高空作业平台消费市场。欧美的人工成本更为高昂，是高空作业平台普遍应用的最主要的原因。此外经过多年发展，欧美国家在生产安全方面标准更为完善。目前我国无论从保有量、渗透率、应用领域还是国产品牌发展的方面来看，都处于发展早期阶段。
- **我国高空作业平台下游租赁市场爆发增长，行业景气度高。**受益行业市场需求旺盛，我国高空作业租赁市场快速增长。我国高空作业平台租赁商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，截至 2019 年初，已经超过 1000 家。设备平均出租率 2018 年约 77%，高于美国的 71% 和欧洲的 66%。
- **我国高空作业平台租赁商规模普遍较小，同质化竞争严重，租金价格承**

压。国外成熟市场 10%的租赁公司为上市公司，全美最大的联合租赁公司高空作业平台拥有量达 15 万台，国内最大的租赁公司宏信设备保有量不到 2 万台。而且国内租赁市场设备集中在 10 米剪叉式上，下游集中在建筑工程、物流仓储领域，其他领域拓展不足，建筑工程领域“狼多肉少”，利润空间压缩。目前高空作业平台租赁市场缺乏成熟的行业规范，越来越多家进入市场，国内租赁商规模小，综合服务能力不足，导致只能依赖价格竞争，租金价格战初现端倪。近两年市场设备租金降幅明显，以 10 米剪叉车为例，月租金从 2017 年的 3000 元/月以上下降到目前部分地区 1800 元/月。

图表 10: 2018 年高空作业平台高度分布情况, 10-20 米占比最高



来源: 精英智汇, 国金证券研究所

图表 11: 2018 年 10 米剪叉租金下滑 6.6%, 臂式租金价格略有提升



来源: 精英智汇, 国金证券研究所

二、竞争格局: 全球集中度高, 国内新玩家众多, 技术差距逐渐缩小

1、全球市场份额集中度高, 2018 年公司首次进入全球前十

- **全球高空作业平台行业集中度较高, Top 5 制造商市占率 62%。**国际市场上, 美国、欧洲和日本是高空作业平台保有量最大的地区也是主要生产地。美国 JLG、Terex 子公司吉尼、法国 Haulotte 及加拿大 Skyjack 拥有较高知名度而且占有很大的市场份额。按照之前测算的全球市场规模, 高空作业平台制造商 CR5 的 2018 年市占率为 62%。公司是国内高空作业平台龙头, 2018 年首次进入全球前十, 全球市占率约 2.2%。

图表 12: 2018 年高空作业平台制造商全球排名, top5 销售额市占率 62%

排名	公司名称	总部所在地	2018 年营收 (百万美元)	增速 (%)	市占率 (%)
1	捷尔杰 JLG	美国	2479.3	17%	21.9%
2	特雷克斯 Terex	美国	2124.2	25%	18.8%
3	斯凯杰科 Skyjack	加拿大	1113.6	16%	9.8%
4	欧历胜 Haulotte	法国	890	14%	7.9%
5	阿尔泰克 Altec	美国	457	5%	4.0%
6	爱知 Aichi	日本	428.8	-1.3%	3.8%
7	Alimak Hek	瑞典	339.8	2.5%	3.0%
8	曼尼通 Manitou	法国	284.8	9%	2.5%
9	时代 Time	美国	265	26%	2.3%
10	鼎力 Dingli	中国	245.8	49%	2.2%
19	星邦 Sinoboom	中国	115.2	121%	1.0%

来源: KHL, Access International 《2018 年全球高空作业平台制造企业 20 强》, IPAF, 国金证券研究所

- **Top10 租赁商设备保有量占比超 60%。**根据《Access International》数据统计, 租赁商行业集中度近年来稳步提升。一方面下游需求旺盛, 租赁商保有量规模稳健增长; 另一方面海外租赁商之间整合, 通过不断并购形成更大规模, United Rentals 2018 年通过收购 NES Rentals 设备保有量近 13 万台, 2019 年收购蓝线租赁进一步增至 15 万台。

图表 13: 2019 年全球租赁商 top10 保有量占比超过 60%

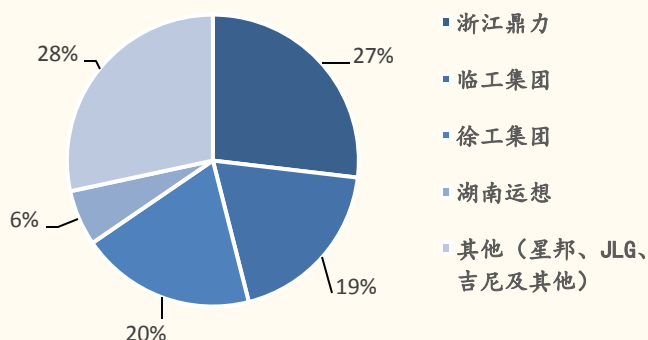
排名	公司	2019 年保有量 (台)	2018 年保有量 (台)	增速	营业点	运营地区	总部所在地
1	United Rentals	145686	129677	12.4%	1165	北美、欧洲	美国
2	Sunbelt	104200	96500	8.0%	550	北美	美国
3	Loxam Group	53150	48250	10.2%	750	欧洲、中东、南美	法国
4	Mateco (tvh)	38145	32560	17.2%	167	欧洲、马来西亚、墨西哥	比利时
5	Aktio Corp	36111	32500	11.1%	1010	日本、东南亚	美国
6	HERC	27797	25979	7.0%	280	北美、中国、沙特、英国	美国
7	Ahern Rentals	27365	24499	11.7%	89	美国	美国
8	Nikken Corp	26948	24194	11.4%	242	日本、美国、东南亚	日本
9	Nishio Rent ALL	23432	21479	9.1%	416	日本、东南亚、澳大利亚	日本
10	H&E Equipment Services	21503	20286	6.0%	65	美国	美国
19	上海宏信	11191	7474	49.7%	43	中国	中国
28	徐工产联租赁	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

来源: KHL, Access International, 国金证券研究所

2、国内市场：外资龙头、传统工程机械企业、本土专业生产商齐发力

- 根据工程机械工业协会装修与高空作业机械分会的统计数据，我国目前高空作业平台生产企业 80 家，主要 9 家国内企业 2018 年销量 5.2 万台，出口 2.1 万台。目前我国高空作业平台市场的参与者主要有三类：一是传统的国内高空作业平台厂商，如浙江鼎力、湖南星邦、湖南运想等；二是全球高空作业平台巨头 JLG、吉尼；三是新进入的传统工程机械巨头，如中联重科、徐工机械、山东临工等。随着产品质量的提升和客户认可度的提高，国产品牌厂商在国内高空作业平台市场占有率逐步提高。

图表 14：2018 年销量国内市场占有率，鼎力占比 27%



来源：IPAF，中国工程机械工业年鉴，国金证券研究所

图表 15：国产品牌销量，鼎力处在绝对龙头位置

序号	公司	2018 年销量 (出口)	2017 年销量	增速
1	浙江鼎力	27170 (69.8%)	17110	58.8%
2	湖南星邦	8297 (-)	4196	97.7%
3	临工集团	7009 (16.4%)	-	-
4	徐工集团	6138 (3.3%)	-	-
5	湖南运想	1963 (3.9%)	788	149.1%
6	杭州赛奇	408 (-)	325	25.5%
7	申锡机械	400 (-)	310	29%
8	傲世机械	137 (-)	-	-

来源：中国工程机械工业年鉴，国金证券研究所 (单位：台)

- 1) 外资龙头进入中国市场较早，在臂式领域具备优势。JLG 和吉尼在中高端产品的竞争上仍占据优势，在臂式平台领域占据统治地位。吉尼最早于 1998 年建立上海代表处，2010 年建立常州工厂；JLG 2002 年设立中国代表处，2010 年 JLG 天津工厂投产；爱知浙江工厂于 2008 年投产；Haulotte 常州生产基地 2009 年投产。目前海外龙头在中国持续追加投资，吉尼 2018 年投资 1 亿美元开始建设三期项目，JLG 在天津的工厂增加 6000 台臂式产能，国内竞争激烈程度有增无减。国际巨头在国内市场中具备先发优势，产品系列更为完善，智能化与控制精细化程度更高。

图表 16：外资在国内布局较早，拥有多处生产基地

公司	总部所在地	主要市场分布	中国市场布局
terex-吉尼	美国	北美 48%/ 欧洲 29%/ 欧美外 23%	2011 年常州工厂 (独资) 投产，2016 年常州二期投入使用。2018 年投资 1 亿美元的三期开工建设，2018 年销售额超过 20 亿元
Oshkosh-JLG	美国	北美 76%/ 欧洲 14%	2010 年天津工厂 (独资) 投产，2017 年二期建设扩大剪叉和臂式产能
Haulotte	法国	欧洲 54%/ 亚太 20%/ 北美 17%/ 拉美 9%	2009 年常州工厂 (独资) 投产，上海建立采购中心、整机与零配件仓库
Aichi	日本	北美/ 欧洲/ 亚太	1995 年杭州爱知 (合资) 投产，2008 年浙江爱知 (独资) 投产

来源：公司官网，Bloomberg，国金证券研究所整理

- 2) 本土国产专业制造商中鼎力、星邦竞争力强。国内传统高空作业平台制造商除鼎力外主要包括星邦、运想、美通、高立、京城重工等。鼎力牢牢守住国产品牌龙头，星邦在 2013~2017 年保持了第二大国产高空作业平台

制造商的位置。星邦与鼎力不同，先突破臂式平台技术，后投入剪叉研发。2018 年星邦销量翻番增长，销售额接近 8 亿元人民币，同比增长 121%。2019 年 6 月星邦法国开业，将大大提升星邦在欧洲市场的占有率。

- 3) 近年来传统工程机械企业大举进入高空作业平台市场。**在高空作业平台领域大举开拓的传统龙头主要有：徐工机械、临工集团和中联重科。徐工机械 2017 年募集资金 9.59 亿（总投资额 12.3 亿）用于高空作业平台智能制造项目，计划产能 1.5 万台剪叉式和 5000 台臂式，预计 2019-2020 年达产。临工在 2016 年初发布高空作业平台产品后，在 2018 年取得全球 7009 台、国内 5860 台销量佳绩，基本确立了国产品牌前三名的位置。2019 年 6 月临工重机北美公司开业，国际化战略再进一步；2019 年 8 月临工投资 10 亿的 3 万高空作业平台项目开工建设。2019 年是中联高空作业机械全面起航的一年，高空作业平台也是中联重科重要的战略布局板块之一，2017 年 4 月份开始产品研发，公司目前高空作业平台处于产能爬坡的状态，剪叉全系列产品研发完成，设计产能 1.2 万台/年；臂式于 2019 年 5 月份建成投产。

图表 17：国产品牌大力扩张，2020 年前后高空作业平台产能爆发

公司	进入行业时间	国内产能扩张计划	进度
浙江鼎力	2008	3200 台新臂式产能计划	2020 年 5 月投产
星邦重工	2008	7 亿投资二期 5000 台臂式产能	二期预计 2020 年年底至 2021 年上半年陆续投
徐工机械	2010	12.3 亿投入 2 万台高空作业平台（其中 5000 台臂式）	2019-2020 年达产
中联重科	2017	1.2 万剪叉设计产能	2019 年 5 月臂式产线投产
临工集团	2016	10 亿投入 3 万台高空作业平台产能	2019 年 8 月开工建设

来源：各公司官网，草根调研，国金证券研究所整理

3、国内设备的技术水平和产品质量不断提高，部分产品超过外水平

- 近年来国内设备的技术水平和产品质量不断提高。**目前剪叉式平台国产品牌技术水平与海外的差距不大，而且在臂式平台这一中高端领域，徐工消防、中联中科等大型企业也已经攻克了伸缩臂的核心制造技术。浙江鼎力 2019 年推出新款柴油驱动（Magni 合作）和电力驱动臂式新产品，试验期中广受好评。国产品牌之间，浙江鼎力相比徐工、中联有先发优势，产品性能及技术指标更优异，剪叉式以及新臂式的性能参数也已超过国外品牌水平。
- 国产设备具备价格优势，鼎力同类产品价格比海外产品低 20%以上。**同时本土化、优质的售后服务也帮助国有品牌迅速占领市场，如浙江鼎力首推两年质保，并提供翻修再制造服务，仅收取大修费用，同时成立融资租赁公司，为客户提供低息的融资服务。从租赁市场来看，我国高空作业平台市场已经呈现进口替代的趋势。

图表 18：国内前十大租赁商设备保有量及供应商情况，国产品牌进口替代

序号	租赁商	成立时间	设备保有量	剪叉式供应商	臂式供应商	总部所在地	销售网络	备注
1	宏信建设发展	2011	约 1.5 万台	鼎力、吉尼、Airman	JLG、吉尼	上海	全国 43 个营业点	30%是臂式设备
2	众能联合租赁	2015 年进入行业	接近 2 万台	JLG	JLG	江苏南京	布局全国 30 多个城市	与 JLG、临工、徐工、Haulotte 战略合作
3	徐工广联租赁	2007	6663	徐工	徐工	江苏徐州		
4	大黄蜂租赁（华铁子公司）	2019	约 8000 台	徐工、中联、临工	徐工、中联、临工	浙江丽水	6 大区域 30 多家门店，重点区域全覆盖	2019 年 11 月投资 12 亿采购设备，计划保有量 3 万台
5	通冠租赁	2015	3995	吉尼、鼎力、Haulotte	JLG、吉尼	上海		
6	东莞家锋	2015	2350	徐工、中联、星邦	吉尼、JLG、徐工、中联	广东东莞		
7	广州力洛	2007	-	吉尼	吉尼	广东广州	广州、上海、南京、成都等地设有分公司	与吉尼多年合作
8	重庆佰斯泰机械	2015	超过 800 台	Haulotte	吉尼、JLG	重庆	四川成都、云南昆明、贵州贵阳等	
9	上海绥德机械	2011	-	鼎力、吉尼	鼎力、吉尼	上海		主要采用鼎力设备
10	中建锦程机械	2013	2000 台	鼎力、JLG	JLG、鼎力	上海	上海、南京、杭州、成都、重庆多地设有分公司及办事处	

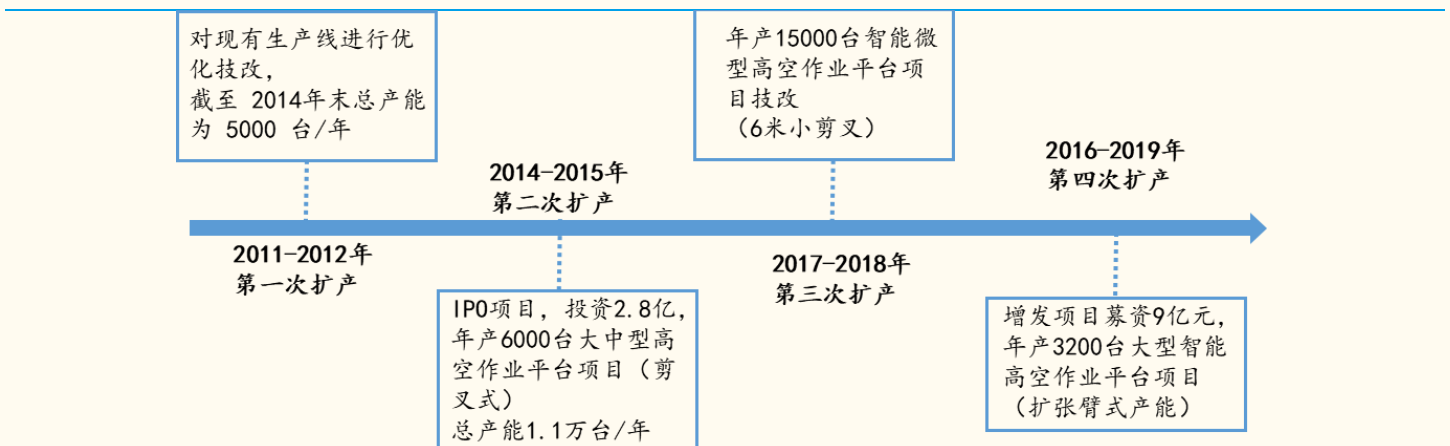
来源：各公司官网，中国工程机械工业协会，草根调研，国金证券研究所整理

三、浙江鼎力竞争优势：技术沉淀、打通渠道、供应链管理优秀

1、技术沉淀：较其他国产品牌具备先发优势，降低运营商成本提升客户粘性

- **较早布局行业，为国内高空作业平台行业龙头。**公司以低端剪叉式产品为切入点进入高空作业平台领域，并不断向高端领域进发，产品线布局不断丰富。目前，公司的产品线已经覆盖臂式、剪叉式、桅柱式等主流产品，能够生产 80 余种高空作业平台。出口产品已通过欧盟 CE、美国 ANSI 等国际主要市场的认证。发明专利数量居国内高空作业平台行业首位，也是行业标准的参编起草单位。
- **四次扩产突破产能瓶颈。**根据公司招股书，2012 年至 2014 年公司产能利用率超负荷，优化技改后，2014 年末总产能为 5000 台/年。2016 年公司 IPO 项目“年产 6000 台大中型高空作业平台项目”建设完毕，新增剪叉式高空作业平台产能 6000 台/年，总产能可达 1.1 万台/年。2017 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”提升小剪叉产能，满足客户多样化需求。2017 年公司增发募资 8.6 亿元，建设年产 3200 台大型智能高空作业平台生产基地，预计于 2020 年投产。该基地主要生产高端臂式产品，优化公司产品结构，增强公司在高端高空作业平台市场的竞争优势。

图表 19：公司进入行业较早，四次扩产突破产能瓶颈



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所测算

- **打磨产品，降低租赁商运营成本，提升客户粘性。**公司坚持以客户为中心，站在客户角度进行研发。根据公司公告，新款臂式产品采用模块化设计，95%主要部件通用、80%以上结构件通用，租赁公司维修人员只需掌握一款产品的维修技能，便可轻松应对全系列产品的维修保养问题，提升维修效率，降低租赁公司成本；客户只需配备一套易损件，即可轻松应对全系列不同高度设备的突发故障问题，能有效降低配件采购和仓储成本。同时公司与德国、日本合作研制出全铅电池，比现在行业主流的电池成本低 10%，寿命周期长 20%，也可显著降低租赁商成本，在售价、残值率相差不多时，具有极强的吸引力。

图表 20：2019 年上半年浙江鼎力国内市场品牌关注度位列第一

排名	LOGO	品牌	品牌指数
01		鼎力	4432
02		徐工	4100
03		临工重机	3915
04		星邦重工	3156
05		美国吉尼	1034

来源：中国路面机械网，国金证券研究所测算

2、打通渠道：绑定国内外大租赁商，通过合作打开欧美高端市场

- 根据国内外不同的市场环境制定不同的销售策略：国内以租赁商销售为主，目前国内租赁商覆盖率最高，并且绑定大客户，与最具实力租赁商上海宏信等合作；海外对国内品牌认知度较低，公司以经销商模式拓展，在美国和 CMEC、Ballymore 合作，在欧洲与 Magni 合作等。CMEC 和 Magni 自己品牌的高空作业平台可进入欧美核心客户采购名单，但产品种类少、出货量小，与公司合作可以实现双赢。公司深耕行业多年，在发掘合适合作客户并与其建立合作关系有一定的优势，是国内竞争对手较难模仿的发展模式。

图表 21：公司绑定国内外大租赁商，通过合作打开欧美高端市场

国家地区	事件	详情
美国	2017 年 2000 万美元收购 CMEC25%股权	获得美国当地大型租赁公司良好的合作关系
	2010~2015 年通过美国经销商 Ballymore 出口	主要出口桅柱平台，对两大建材超市 Home Depot 和 LOWE'S 供货
欧洲	2016 年增资 Magni1438 万欧元持 20%股份	成立欧洲研发中心，通过 Magni 全球销售网络扩大海外市场
日本	2017 年与日本 NJM 合作	首个进入日本市场的中国品牌
	2019 年与日本日建租赁合作	日建租赁是全球排名第 8，日本最大的租赁企业，业内公认的“全球最严苛租赁公司”，设备保有量 2.4 万台。
国内	2016 年成立租赁子公司——鼎策	向下游延伸布局融资租赁业务
	2018 年与宏信达成战略合作，为宏信剪叉第一中标人	宏信为国内最大租赁公司，公司绑定宏信加速开拓国内市场

来源：公司公告，高空作业机械官方微信号，国金证券研究所测算

- 绑定国内外大租赁商，成立上海鼎策融资租赁有限公司。国内方面，浙江鼎力在全国高空作业平台租赁商中覆盖率居第一位。2018 年 3 月公司与国内最大的设备租赁商签署战略合作协议，目前公司是宏信剪叉设备采购的第一中标人。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 年与日本租赁商 NJM 公司合作进入日本市场，2019 年打入日本最大租赁商“日建租赁”中。融资租赁子公司为公司产品更多地进入国内租赁市场、把握国内租赁业发展机遇、领先完成战略布局奠定基础。鼎策主要经营直租业务、售后回租和

厂商租赁三类业务，解决了客户在购买设备时的资金压力，进一步增加客户粘性。

- **增资入股 Magni 整合先进技术，打通欧洲渠道。**2016 年公司以自有资金 1438 万欧元收购意大利知名智能伸缩臂高位叉装车制造商 Magni 20% 股权。Magni 拥有 60 多年机械制造行业经验，公司创始人 Riccardo Magni 拥有 30 多年高空作业设备研发经验。公司与 Magni 合作，可进一步提升技术研发水平，缩短新产品研发周期，公司与 Magni 合作设立鼎力欧洲研发中心，在同年推出由该研发中心研发制造的 8 款全球首创的高空作业平台新品，2019 年合作推出新款柴油驱动臂式产品。
- 除了技术合作之外，Magni 在全球高端市场开拓方面的成功经验和丰富资源，是浙江鼎力又一项直接的收获。Magni 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，公司利用 Magni 在欧洲的品牌影响力和渠道加速公司在欧洲市场的高端臂式产品推广。

图表 22: Mangi 和鼎力的双品牌策略打开欧洲市场



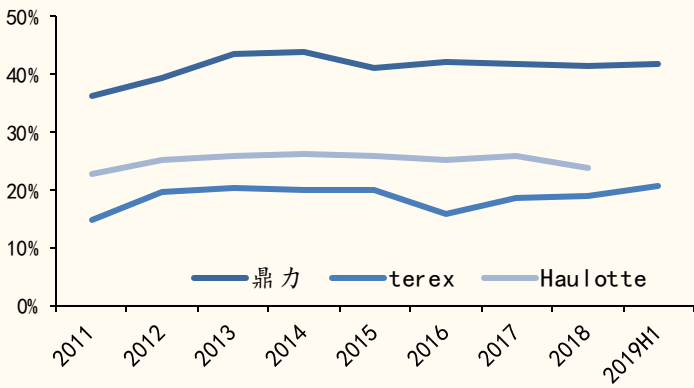
来源：浙江鼎力官方微信平台，国金证券研究所测算

- **收购美商 CMEC25% 股权，加快拓展美国市场。**2017 年公司以 2000 万美元购买 CMEC25% 股权。CMEC 是美国一家拥有 40 多年品牌历史的高空作业平台销售企业，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，与美国当地大型租赁公司保持了良好的合作关系。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。美国市场存量全球第一，更新量巨大，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。

3、供应链管理能力强，盈利能力突出且稳定

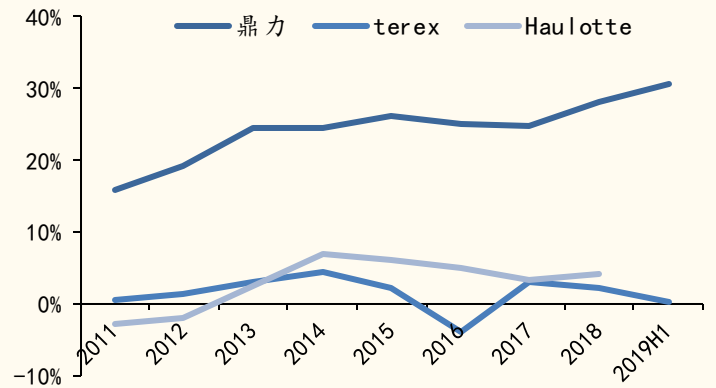
- **公司盈利能力突出，源于自身超强的供应链管理能力强。**2016-2018 年公司毛利率分别为 42.28%，41.98%、41.52%，远超国外高空作业平台龙头企业 20% 左右的水平。主要原因在于公司超强的供应链管理能力强，全部结构件自供，而外资企业结构件需要外协。董事长做叉车起家，且对上游钢贸非常熟悉，具有一定管控能力，可以做到供货量价相对稳定。公司定期召开供应商质量会议，组织相关部门对各供应商生产工艺和质量进行评审并提供改进意见，建立质量信息沟通和数据分享渠道，稳定外协采购零部件供货质量。

图表 23: 公司毛利率上市后保持在 40% 以上, 远超海外龙头



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

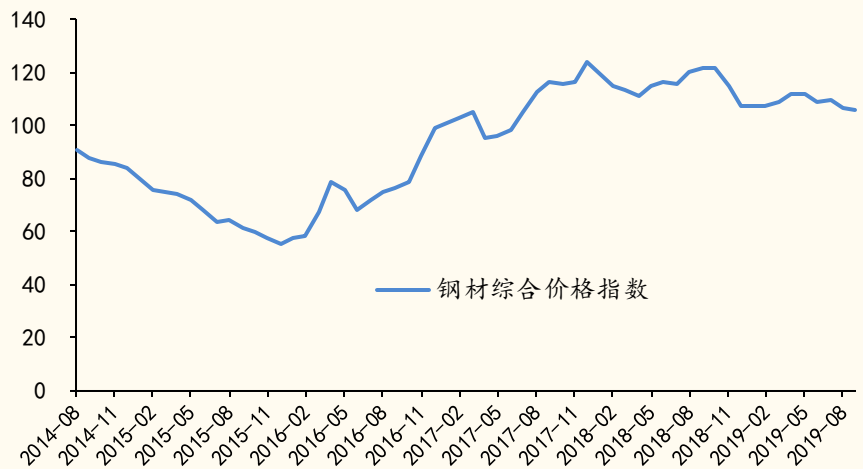
图表 24: 公司净利率逐年提升, 远超海外龙头



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

- 公司的成本控制能力很强, 钢材价格波动对毛利率几乎没有影响。2015-2018 年钢材价格大幅增长, 但公司的毛利率稳定在 40% 以上。一方面来源于产量扩张带来的规模效应, 另一方面也是因为公司拉长产业链且自身生产供应管理能力强, 在产业链条中的各个环节消化了钢材价格上涨的负面影响。

图表 25: 2015-2018 年钢价大幅增长, 公司盈利能力保持稳定



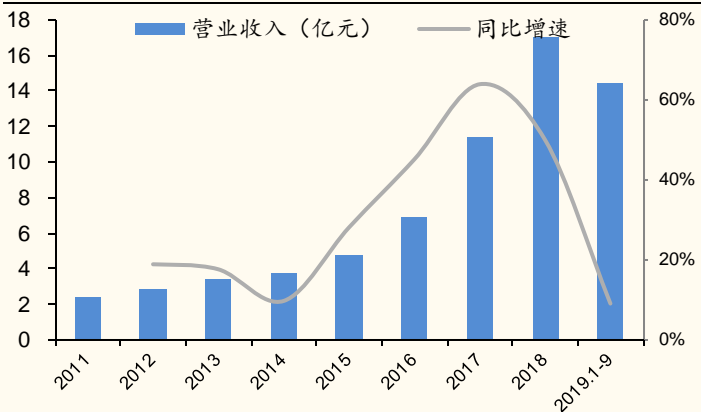
来源: wind, 国金证券研究所

四、关注鼎力转型国内市场及 2020 年新臂式放量

1、海外市场风险增加，公司加速提升国内销售占比

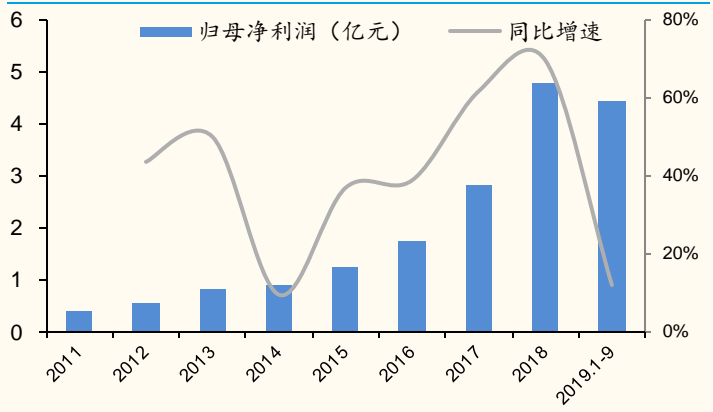
- **海外尤其是对美出口销售占比下降。**随着行业和公司产能规模的快速增长，2013-2018 年公司 5 年营收复合增速 38%，归母净利润复合增速 42%，2019 由于受到中美贸易以及基数较高的影响，收入与利润增速下滑。公司 2019 年二季度受贸易战影响，北美销量下降，而其他地区的增长短期内弥补不了北美的下滑，使得二季度单季度收入同比下滑。公司海外市场主营业务收入占比 49%，较前两年的占比已显著下降，其中欧洲、北美、亚洲及其他市场主营业务收入占总体收入分别为 19%、16%、14%。
- **关税影响有望逐步减弱。**公司的部分电驱动剪叉设备在美国 2500 亿加征 25%关税名单中。公司与美国合作客户 CMEC 达成关税双方共担、靠规模扩大降低成本这一共识，25%的征税中各自分摊一部分。目前出口至美国的电动剪叉产品已获得关税豁免资质，为期一年，后续关税的减少将对公司利润产生积极的影响。另外，随着公司从 2012 年开始拓展美国市场，逐渐提升品牌认知度，未来或有可能对客户提价，也将分摊一部分税收提高带来的成本上涨。

图表 26：2013-2018 年公司营收复合增长 38%



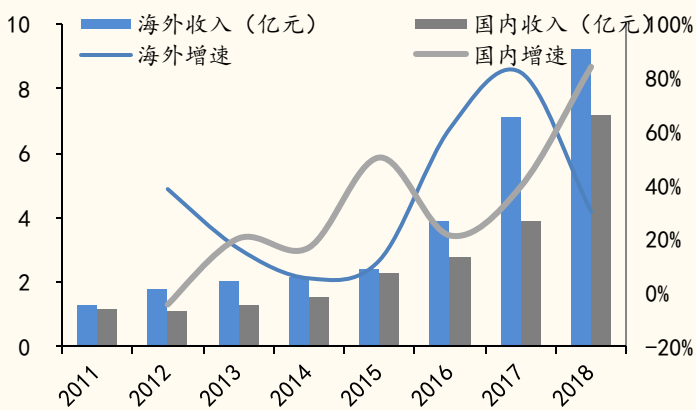
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 27：2013-2018 年公司营收复合增长 42%



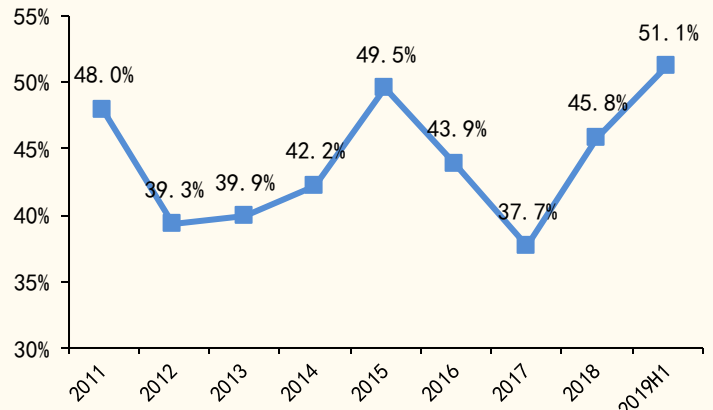
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 28：海外收入增速下滑，国内收入增速快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 29：2018 年以来公司国内营收占比快速增加

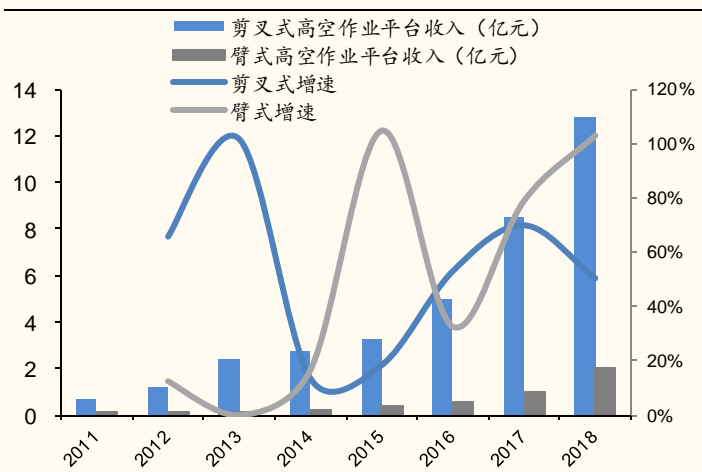


来源：公司公告，国金证券研究所

2、公司新臂式放量，打开新的成长空间

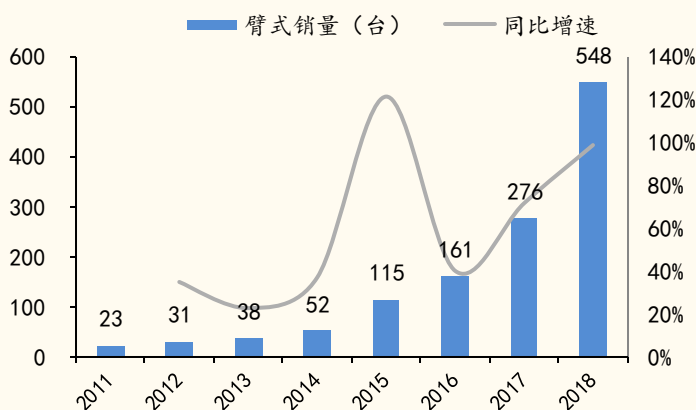
- 公司收入以剪叉式产品为主，臂式产品开始逐步放量。公司近年来剪叉式收入占高空作业平台整体收入比例均超过 70%，是收入的主要贡献者。2018 年剪叉式实现收入 12.83 亿元，占公司收入的比例达 75.13%；臂式/桅柱式收入 2.07/1.51 亿元，收入占比 12.13%/8.84%。公司臂式产品快速放量，收入从 2016 年的 0.57 亿元快速提升至 2018 年的 2.07 亿元，CAGR 达 90.87%。

图表 30：臂式产品收入增速快速增长，剪叉增速下滑



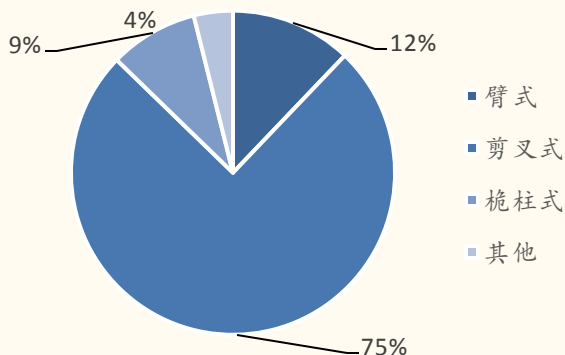
来源：wind，国金证券研究所

图表 31：2018 年臂式销量 548 台，预计 2019 年接近 800 台



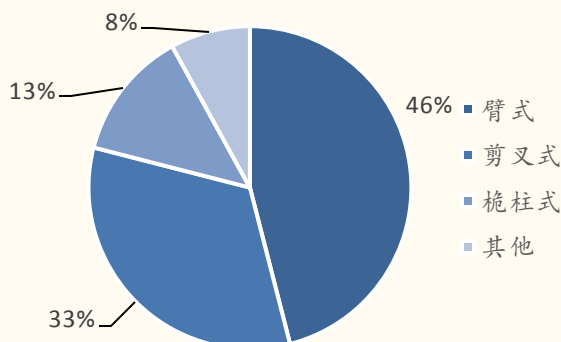
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 32：浙江鼎力臂式产品收入占比 12%



来源：wind，国金证券研究所

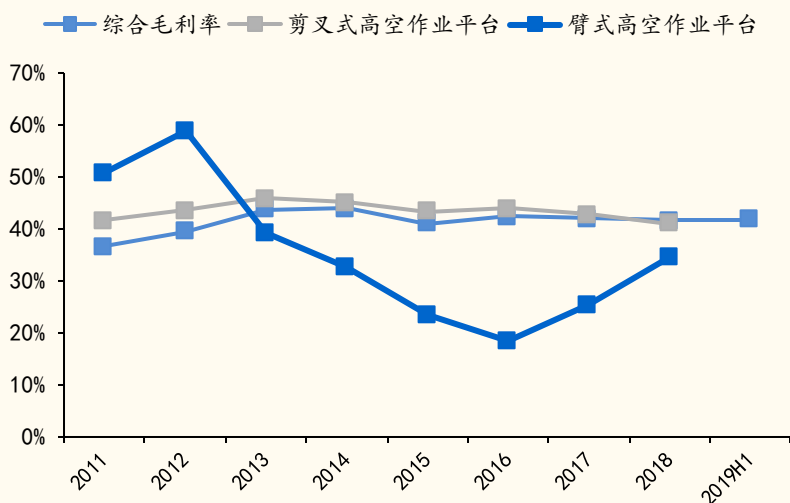
图表 33：2016 年 Terex 高空作业平台产品臂式占比 46%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 臂式产品毛利率具备提升空间。臂式毛利率从 2016 年 18% 的快速增长至 2018 年的 34%，未来毛利率将继续提升。毛利率提升的主要驱动力：1) 目前臂式高空作业平台产量很少，新建产能投入后产线自动化程度提高，将带来人工成本的下降；2) 产量少导致公司对上游零部件以及原材料的议价能力较弱。后续随着产能爬坡，臂式产品毛利率将会进一步增加。

图表 34：臂式产品毛利率具备提升空间



来源：wind，国金证券研究所

- **臂式成为新战场，各家企业快速扩产，鼎力 2020 年 5 月新臂式产线投产。**2018 年国内臂式高空作业平台销售大概 3000 台，占整体销量 10%左右。臂式市场火爆，JLG、吉尼臂式订单已经排产到 2020 年，各生产商纷纷加大扩产力度。中联臂式产能近 500 台；徐工新项目计划臂式产能 5000 台。目前鼎力臂式年产能约 700 台，2020 年 5 月新产线将投产，设计产能 3200 台左右，单班产能 5000 台，产线是柔性的且后续通过技改产能仍有上升空间。
- **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。**联合 Magni 研发四年，产品经过不断的更新和改进，使用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 液压控制系统等高端零部件来保障高性能。除此之外，鼎力产品的核心优势还体现在能帮助租赁商降低运营成本：针对同样规格的产品，鼎力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；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，也已经在国内最大的租赁商宏信中试用，反响良好。

图表 35：鼎力新臂式 5 大亮点：高度高、载重大、动力强、易维保、高节能

1	高度高	新直臂式最大工作高度可达 30 米（可集装箱运输），新曲臂式最大工作高度可达 28 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	鼎力新直臂式平台载重最大可达 450kg，曲臂式最大可达 320kg，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	配置专业车桥，传动效率高 20%以上，动力强； 工程机械专业车桥自带 100%差速锁，越野性能更强。 最大爬坡能力高达 50%，与传统臂式同款车型最大爬坡能力 25%-40%相比，爬坡能力更强。
4	易维保	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。 1、只需会维修保养其中 1 款机型，便可轻松应对 10 款，保养效率提升，人工成本降低。 2、只需购置 1 套易损配件，维修配件采购及仓储成本降低。 3、主要零部件位于转台以下，分布底盘两侧，维修保养人员操作便捷。

5	高节能	<p>1、结构件均采用高强度钢材特制而成，结合整体部件下移式设计，整机重量更轻。</p> <p>2、依托全球领先的技术，配合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 液压控制系统等配件的高端性能，较传统臂式同款车型相比，新臂式系列的部件性能匹配度更高，更精准，从而使得整机油耗更低，更加节能。</p>
---	-----	---

来源：浙江鼎力，国金证券研究所

图表 36：鼎力新臂式产品，直臂+曲臂



来源：浙江鼎力官网，国金证券研究所

五、盈利预测与估值分析：合理市值 270 亿元，“买入”评级

1、收入预测：预计 2019-2021 年增速为 16%/31%/32%

- 1) 剪叉式高空作业平台：公司超过 70%的产品为剪叉式高空作业平台，也是出口的品类。受到美国关税加征以及近几年高速增长基数较大等因素的影响，我们认为剪叉式高空作业平台未来增速将放缓，预计 2019-2021 年增速为 10%/15%/15%。由于承担一部分关税，2019 年二三季度毛利率承压，明后年出口美国比例缩减以及贸易战缓和可能性增加，预计毛利率恢复至 2018 年水平。我们预计剪叉产品 2019-2021 年毛利率为 40%/41%/41%。
- 2) 臂式高空作业平台：随着下游租赁商数量以及规模的增加，臂式平台的需求将不断攀升。公司“年产 3200 台型智能高空作业平台建设基地项目”预计于 2020 年 5 月投产。臂式产能存在爬坡阶段，我们预计 2019-2021 年，公司臂式高空作业平台销量 800/1800/3200 台，收入的增速为 50%/130%/80%；同时考虑到规模效应，及公司之前为打开渠道而暂时主动降价的因素，毛利率加速回升。我们预计剪叉产品 2019-2021 年毛利率为 36%/38%/40%。
- 3) 桅柱式高空作业平台：我们预计桅柱式产品 2019-2021 年收入保持 5% 低速增长，毛利率维持在 42%。
- 综上，我们预计浙江鼎力 2019-2021 年收入为 20/26/35 亿元，同比增长 16%/33%/32%，综合毛利率为 40.8%/41.8%/42.1%。

图表 37：预计 2019-2021 年公司收入为 20/26/35 亿，同比增速为 16%/33%/32%

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
剪叉式销量(台)	13,047	22,173	24,390	28,049	32,256
销量增长	79.71%	69.95%	10.00%	15.00%	15.00%
销售收入(百万元)	853.41	1282.82	1411.10	1622.77	1866.18
增长率	69.84%	50.32%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	42.75%	40.93%	39.50%	41.00%	41.00%
臂式销量(台)	276	548	800	1,800	3,200
销量增长	71.43%	98.55%	45.99%	125.00%	66.67%
销售收入(百万元)	101.95	207.19	310.79	714.81	1286.65
增长率	79.27%	103.23%	50.00%	130.00%	80.00%
毛利率	25.23%	34.58%	36.00%	38.00%	40.00%
桅柱式销量(台)	3,952	4,458	4,904	5,394	5,934
销量增长	15.66%	12.80%	10.00%	10.00%	10.00%
销售收入(百万元)	143.74	150.89	158.43	166.36	174.67
增长率	31.07%	4.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	40.04%	41.69%	42.00%	42.00%	42.00%
其他营收(百万元)	40.08	66.63	93.28	121.27	145.52
增长率	56.62%	66.24%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	75.05%	74.15%	74.00%	74.00%	74.00%
总销售收入(百万元)	1139.19	1707.54	1,973.67	2,625.27	3,473.10
增长率		49.89%	15.60%	33.00%	32.30%
毛利率	41.98%	41.52%	40.77%	41.77%	42.06%

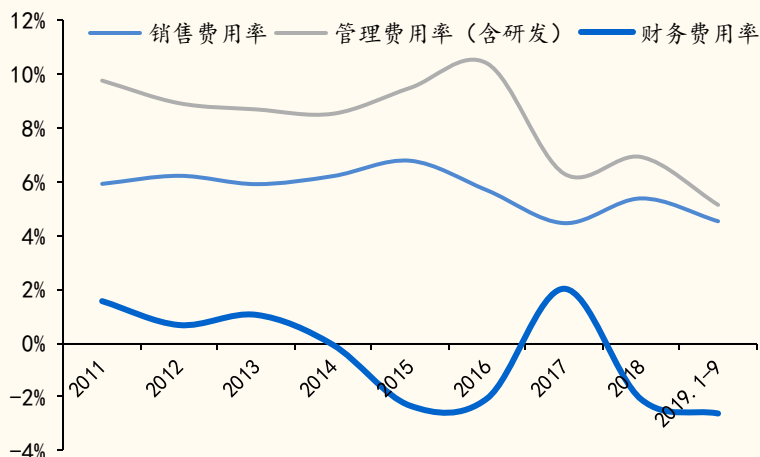
来源：wind，国金证券研究所

2、净利润预测：预计 2019-2021 年净利润增速为 17%/37%/33%

- 期间费用率：考虑规模效应，预计销售费用率和管理费用率整体平稳微降。2017 年财务费用主要来源是汇兑损失，推高了财务费用率，为非经常

项目，未来财务费用率保持较低水平。预计研发费用率保持 3.2%。

图表 38：2018 年以来期间费用率呈下降趋势



来源：wind，国金证券研究所

图表 39：预计 2019-2021 年销售、管理费用率略降

	2017	2018	2019.1-9	2019E	2020E	2021E
销售费用率	4.46%	5.38%	4.53%	4.50%	4.40%	4.30%
管理费用率	6.30%	3.32%	2.42%	2.60%	2.50%	2.40%
研发费用率		3.60%	2.72%	3.20%	3.20%	3.20%

来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 5.6/7.7/10.2 亿，同比增长 17%/37%/33%。

3、估值分析：合理市值 270 亿元，目标价 77.7 元，“买入”评级

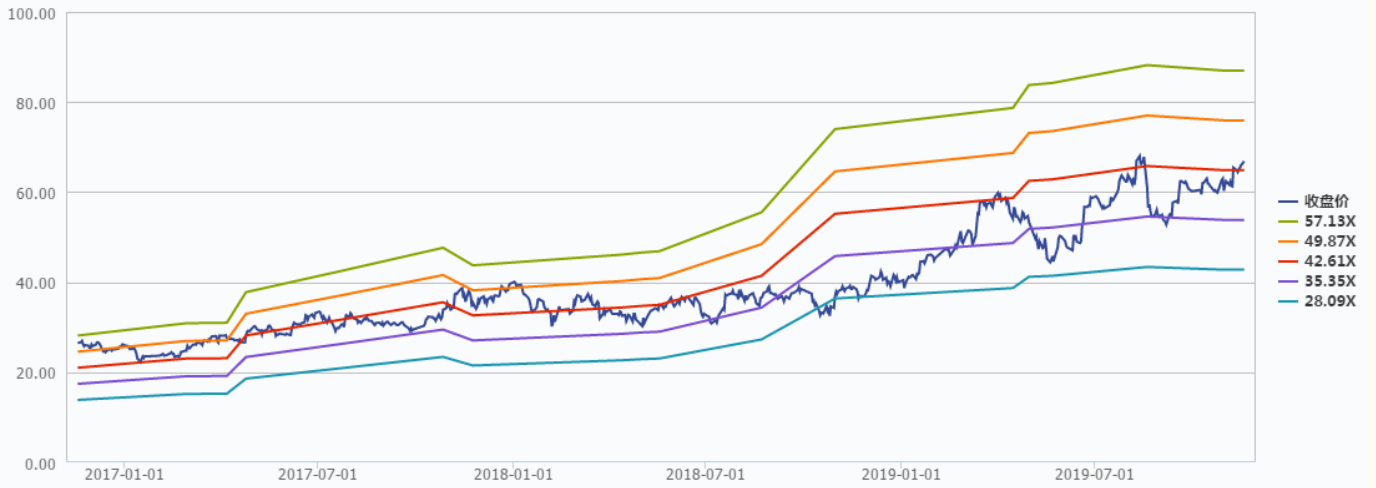
- 预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.62/2.22/2.95 元；PE 为 41/30/22 倍。公司为高空作业平台国内龙头，也是唯一的高空作业平台行业 A 股上市企业。高空作业平台是工程机械行业的高成长细分领域，行业空间大。公司产品竞争力强，渠道优势明显，具备很高的盈利护城河，当前仍处于快速增长阶段，我们认为其估值应显著高于三一重工等传统工程机械龙头。
- 参考恒立液压、艾迪精密等具备成长性的工程机械标的，采用 PEG 法估值，对应 2020 年市盈率 35 倍，合理市值 270 元，对应目标价 77.7 元/股。首次覆盖，给与“买入”评级。

图表 40：参考成长性强的工程机械标的，公司 PE 为 41/30/22 倍

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (万得/彭博一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	601100	恒立液压	44.70	1.38	1.71	2.01	32.33	26.12	22.26
2	603638	艾迪精密	27.25	0.86	1.15	1.50	31.70	23.79	18.22
		平均数					32.01	24.96	20.24
	603338	浙江鼎力	65.89	1.61	2.23	2.95	40.82	29.59	22.30

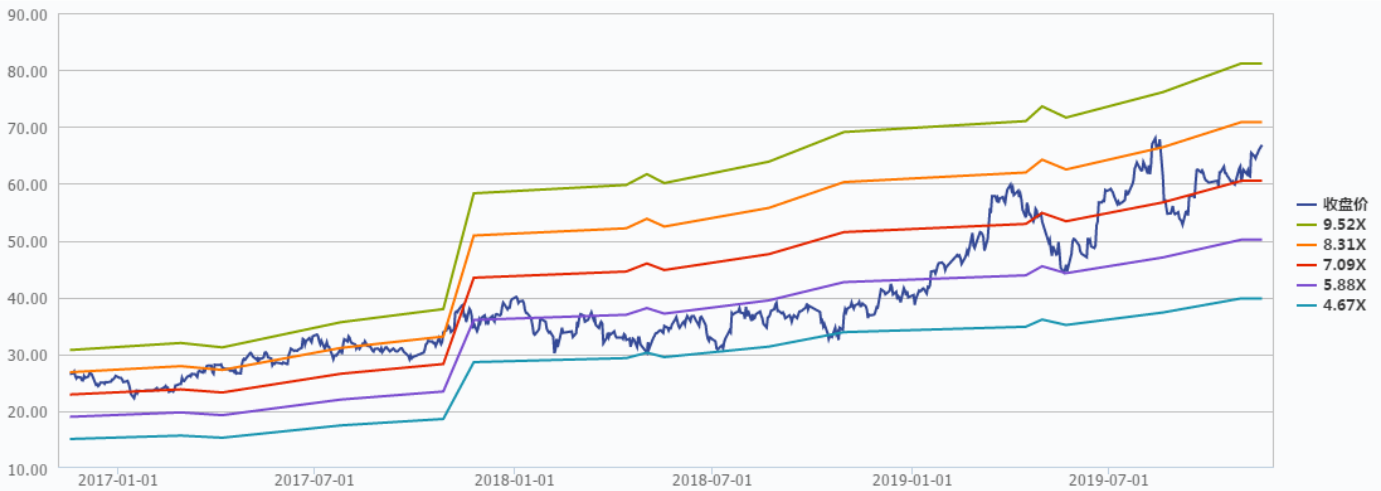
来源：wind，国金证券研究所（股价为 11.17 收盘价）

图表 41: 浙江鼎力 PE-band



来源: wind, 国金证券研究所

图表 42: 浙江鼎力 PB-band



来源: wind, 国金证券研究所

六、风险提示：海外市场风险、行业竞争加剧风险

- **海外市场风险：**公司经营海外业务面临贸易摩擦、汇率波动等因素的影响，公司的海外业务占比较大，海外经济增长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、提升关税等手段，则会对公司的出口产生很大的影响。
- **行业竞争加剧的风险：**高空作业平台在国内处于早期发展阶段，大空间高毛利吸引众多新的竞争者进入行业。部分竞争者通过低价竞争以及延长账期的方式加剧了行业竞争态势，对公司的收入与利润造成不利影响。
- **全球贸易摩擦加剧风险：**公司国际化稳步发展，全球贸易保护主义抬头，大国博弈及全球政治经济的复杂性将给公司国际市场带来一定程度的不确定性。国内外经济同步增长但仍存在不确定性，市场竞争加剧，大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素，可能对公司销售规模和效益产生影响。
- **汇率风险：**公司存在一定数量的外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。
- **原材料价格波动风险：**上游原材料价格通过成本对公司盈利产生较大影响，若上游原材料价格大幅增长，则公司会面临一定的压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	695	1,139	1,708	1,974	2,625	3,473	货币资金	247	751	1,045	1,916	2,333	3,065	
增长率	64.0%	49.9%	15.6%	33.0%	32.3%		应收款项	181	302	536	610	763	959	
主营业务成本	-401	-661	-999	-1,169	-1,529	-2,012	存货	179	243	359	565	614	701	
%销售收入	57.7%	58.5%	59.2%	58.2%	57.9%		其他流动资产	237	827	666	822	825	830	
毛利	294	478	709	805	1,097	1,461	流动资产	845	2,123	2,607	3,912	4,534	5,556	
%销售收入	42.3%	42.0%	41.5%	40.8%	41.8%	42.1%	%总资产	61.6%	76.4%	71.7%	73.8%	75.2%	77.8%	
营业税金及附加	-6	-11	-10	-10	-13	-17	长期投资	256	256	484	651	651	651	
%销售收入	0.8%	1.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	220	241	391	516	584	618	
营业费用	-39	-51	-92	-89	-116	-149	%总资产	16.0%	8.7%	10.8%	9.7%	9.7%	8.7%	
%销售收入	5.7%	4.5%	5.4%	4.5%	4.4%	4.3%	无形资产	49	146	144	187	228	276	
管理费用	-72	-72	-57	-51	-66	-83	非流动资产	527	656	1,027	1,389	1,499	1,581	
%销售收入	10.4%	6.3%	3.3%	2.6%	2.5%	2.4%	%总资产	38.4%	23.6%	28.3%	26.2%	24.8%	22.2%	
研发费用	0	0	-61	-63	-84	-111	资产总计	1,371	2,779	3,634	5,301	6,033	7,137	
%销售收入	0.0%	0.0%	3.6%	3.2%	3.2%		短期借款	0	28	150	170	100	100	
息税前利润 (EBIT)	176	344	489	591	818	1,100	应付款项	241	388	647	778	953	1,175	
%销售收入	25.4%	30.2%	28.7%	30.0%	31.2%	31.7%	其他流动负债	32	63	84	75	86	114	
财务费用	14	-23	36	41	40	52	流动负债	273	478	882	1,023	1,139	1,389	
%销售收入	-2.1%	2.0%	-2.1%	-2.1%	-1.5%	-1.5%	长期贷款	0	34	75	204	204	204	
资产减值损失	-3	-4	-7	-17	-14	-8	其他长期负债	12	64	75	75	78	82	
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0	负债	285	576	1,032	1,302	1,421	1,675	
投资收益	7	6	38	25	40	40	普通股股东权益	1,086	2,203	2,601	3,999	4,612	5,461	
%税前利润	3.4%	1.8%	6.7%	3.8%	4.4%	3.3%	其中：股本	163	177	248	347	347	347	
营业利润	195	333	565	660	905	1,203	未分配利润	471	697	1,060	1,482	2,095	2,944	
营业利润率	28.0%	29.3%	33.1%	33.4%	34.5%	34.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	11	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	1,371	2,779	3,634	5,301	6,033	7,137	
税前利润	206	333	565	660	905	1,203	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	29.7%	29.2%	33.1%	33.4%	34.5%	34.6%	每股指标							
所得税	-31	-50	-85	-99	-136	-180	每股收益	1.076	1.600	1.940	1.617	2.217	2.949	
所得税率	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	6.682	12.449	10.502	11.536	13.304	15.753	
净利润	175	283	480	561	769	1,023	每股经营现金净流	0.876	1.971	1.678	1.191	2.213	2.913	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.045	0.180	0.400	0.400	0.450	0.500	
归属于母公司的净利润	175	283	480	561	769	1,023	回报率							
净利率	25.2%	24.9%	28.1%	28.4%	29.3%	29.4%	净资产收益率	16.10%	12.86%	18.47%	14.02%	16.67%	18.72%	
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	12.75%	10.19%	13.22%	10.57%	12.75%	14.33%	
净利润	175	283	480	561	769	1,023	投入资本收益率	13.80%	12.92%	14.71%	11.49%	14.15%	16.21%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	24	28	33	51	54	56	主营业务收入增长率	44.98%	63.99%	49.89%	15.59%	33.01%	32.30%	
非经营收益	-15	11	-49	-17	-26	-26	EBIT增长率	52.09%	95.15%	42.19%	20.87%	38.37%	34.38%	
营运资金变动	-41	27	-48	-181	-30	-43	净利润增长率	39.01%	62.00%	69.69%	16.68%	37.16%	32.98%	
经营活动现金净流	142	349	416	413	767	1,010	总资产增长率	25.24%	102.62%	30.77%	45.90%	13.80%	18.29%	
资本开支	-24	-154	-199	-229	-151	-130	资产管理能力							
投资	-214	-925	329	-186	0	0	应收账款周转天数	73.3	75.2	86.9	110.0	105.0	100.0	
其他	52	45	27	-105	40	40	存货周转天数	144.2	116.6	110.1	180.0	150.0	130.0	
投资活动现金净流	-186	-1,035	157	-520	-111	-90	应付账款周转天数	115.8	107.1	115.7	130.0	120.0	110.0	
股权募资	0	868	0	977	0	0	固定资产周转天数	112.6	67.6	49.7	49.3	39.7	31.5	
债权募资	0	62	163	150	-70	0	偿债能力							
其他	-8	-52	-74	-149	-170	-187	净负债/股东权益	-22.79%	-31.33%	-31.53%	-46.31%	-50.70%	-56.23%	
筹资活动现金净流	-8	878	90	978	-240	-187	EBIT利息保障倍数	-12.3	15.0	-13.7	-14.6	-20.5	-21.3	
现金净流量	-51	192	662	871	416	732	资产负债率	20.82%	20.73%	28.41%	24.56%	23.55%	23.47%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	19	19	28	55
增持	1	9	9	9	16
中性	0	1	1	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.38	1.38	1.38	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH