华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
（深度报告）

浙江鼎力：新臂式助力公司再次腾飞

机械行业首席分析师：郭倩倩

执业证书编号：S0010520080005

2020年8月25日

华安证券研究所

■ 核心观点

前言：在分析浙江鼎力这家公司时，投资者很容易被短期因素影响，比如担心2018年行业竞争、2019年贸易摩擦、2020年疫情影响等，而忽略了从行业发展周期、产业格局等角度来看公司。我们认为高空作业平台行业目前仍处于成长期，2020年是龙头租赁商补库存，买设备的大年，公司绑定优质租赁商龙头，率先受益。

短期看，今年业绩最核心影响因素是供给，公司新臂式产能放量在即，具有先发优势，助力公司再次腾飞；长期看，业绩最核心影响因素并不是单一租赁商大客户的采购，也不是抢“蛋糕” 的竞争者变多，而是随着产品在国内普及程度提高，终端需求不断变多，“蛋糕” 本身是否在变大。维持“买入”评级。

◆ **①行业发展周期：2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商业绩的核心因素是高端臂式产品的供给。**2015年以前，行业处于萌芽期，2015年至今，行业处于快速成长期。自2017年开始，制造商开始变多，工程机械传统巨头徐工、中联等纷纷进入市场抢蛋糕，在加速行业竞争的同时，也在帮助国内市场开拓，行业不断走向成熟，到2019年，租赁商变多，规模化租赁商超过1000家，行业进入高效规模化阶段。目前已形成以宏信、众能、华铁、徐工广联为首的“四强”局面。头部租赁商具有资金和规模优势，纷纷扩产补库存，绑定优质租赁商客户的制造商率先受益。在此背景下，龙头制造商需求不用担心，我们认为2020年影响制造商企业业绩的核心因素不是竞争和需求，而是高端臂式产品的供给（也即产能）。

■ 核心观点

◆ **②行业规模：中国市场未来保有量不低于50万台，若未来复合增速35%，则保有量在2024年左右达到阶段性高点，而在2025年之后，二手机市场带动的更新需求会起来，行业之后将保持稳中有升状态。**

2015-2019年，中国高空作业平台市场保有量复合增速达50%，销量符合增速达62%，截止2019年年底，中国市场保有量达15万台，美国市场保有量达65.8万台，我们选取建筑增加值和GDP两个维度，来测算中国市场未来市场空间，两个维度测算平均结果为59万台，目前仅15万台，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，过去5年保有量复合增速高达50%，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，而在此之后，随着二手机市场成熟，更新需求会起来，行业仍将保持稳中有升趋势。

◆ **③行业格局：未来行业竞争不可避免，租赁商层面竞争领先制造商，价值竞争者有望突出重围。**

未来行业大概率会有洗牌的过程，且租赁商层面竞争会领先于制造商，目前租赁商竞争已经有所显现，直接体现在租金（价）和出租率（量）上，呈“稳中有降”的趋势。但现在行业处于抢蛋糕的竞争者在变多，蛋糕自身也在变大的过程，随着高空作业平台的普及，很多空白市场不断被发掘，产品渗透率快速提升，因此，行业仍是良性竞争阶段，。租赁商采用总成本法（采购+维修-售后残值）考核供应商，对于制造商而言，要想在竞争中脱颖而出，不能仅靠售价低，要加大研发投入，提升产品质量，同时，做好售后服务工作，降低客户的总成本，靠价值致胜才是王道。

■ 核心观点

◆ **④浙江鼎力：新臂式放量在即，业绩有望再上新台阶。**公司龙头地位稳固，目前全球排名第6，国内第1。**1）加码高端臂式产品，树立技术壁垒。**公司上市以来借助资本力量，不断扩产能，新臂式产品预计将于2020年8月正式投产，臂式目前处于供不应求状态，公司先发优势明显，提前抢占市场；**2）盈利能力强（毛利率40%、净利率29%）**，零部件自制率高，生产链条长，效益提升空间大；**3）绑定海内外优质客户。**灵活调配国内、出口市场销售，对冲单一市场下行风险。

➢ **投资建议：**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51、36、28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。

CONTENTS



01 公司介绍
国内智能高空作业平台高端制造领先企业

02 行业现状
行业处于成长期，制造商扩产是当前主旋律

03 成熟市场对标
未来全球市场将如何演化

04 优势因素
浙江鼎力如何突出重围

05 投资建议
新臂式放量在即，公司业绩有望创新高

一、浙江鼎力：国内智能高空作业平台高端制造领先企业

公司介绍

■ 1.1 国内高空作业平台龙头制造商

浙江鼎力主营高空作业平台业务，产品分为臂式（直臂、曲臂）、剪叉式、桅柱式三大类，共80多款规格，工作高度覆盖4.7-30.3米，最大荷载臂式454KG、剪叉式750KG，目前已实现全系列电动化。高空作业平台由于其安全性强、工作效率高、作业范围大等优点，正逐步渗透到下游众多应用领域中，涵盖工业、商业、和建筑建设，目前公司产品的终端应用客户包括国家电网、核电站、中石化、中石油、高铁地铁站、机场、隧道施工、居民小区、仓储超市等。

图表1：浙江鼎力主要产品介绍







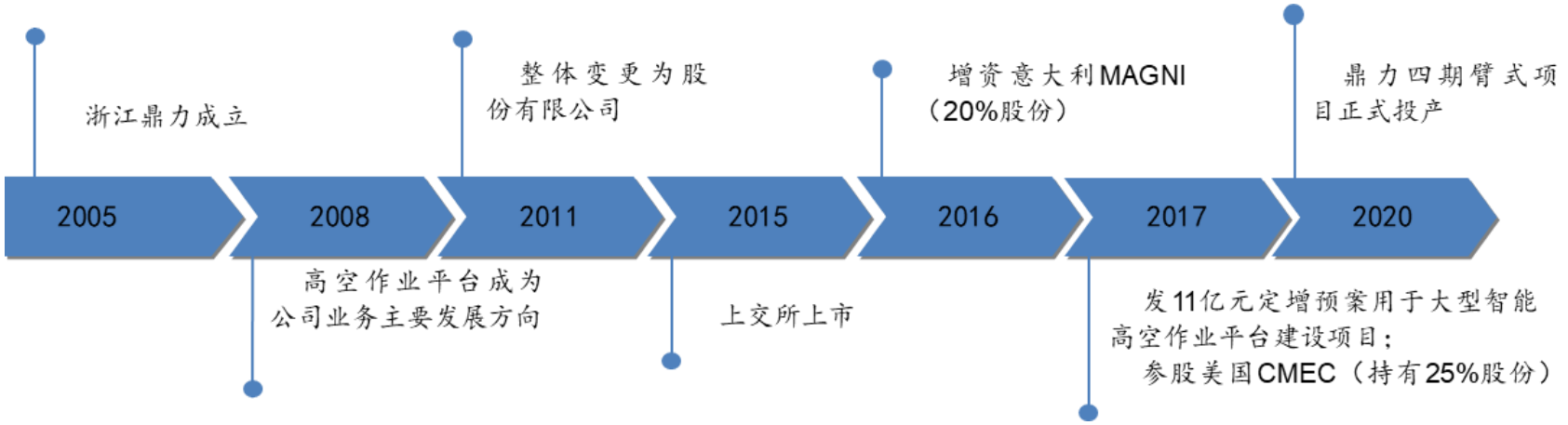
直/曲臂式高空作业平台		剪叉式高空作业平台		桅柱式高空作业平台电动系列	
电动系列	发动机系列	电动系列	发动机系列	自行走/移动式	高空取料平台
BT/BA系列共7款，最大工作高度24.3-30.3米，最大荷载454kg；电动款维保便捷、成本低，全系列配置高容量锂电池组，支持1.5小时快充		工作高度覆盖5.9~22米，最大荷载750kg，电动款节能环保、零排放、无噪音，其中越野式适应环境能力强		最大工作高度覆盖8~14m，自动化程度高，适合仓库、超市等狭窄通道的高空作业环境	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

■ 1.2 发展轨迹清晰，股权结构集中

成立十五年，发展轨迹清晰。浙江鼎力创立于2005年，总部位于浙江德清，成立时，以叉车和小型高空作业平台为主。2008年确定以高空作业平台业务为主要经营方向，叉车业务开始有序缩减；2015年成功于上交所挂牌上市；2016年，公司积极进行高空作业平台相关的海外布局，通过增资意大利Magni叉车公司，吸收先进技术，设立研发基地；2017年，通过参股美国CMEC，加速海外市场拓展，并发布了定增预案加码臂式；2020年，鼎力完成新臂式产品电动化改造，市场推广有序进行，收购德国TEUPEND的24%股权，新臂式产线将于8月底正式投产。

图表2：浙江鼎力公司发展轨迹清晰

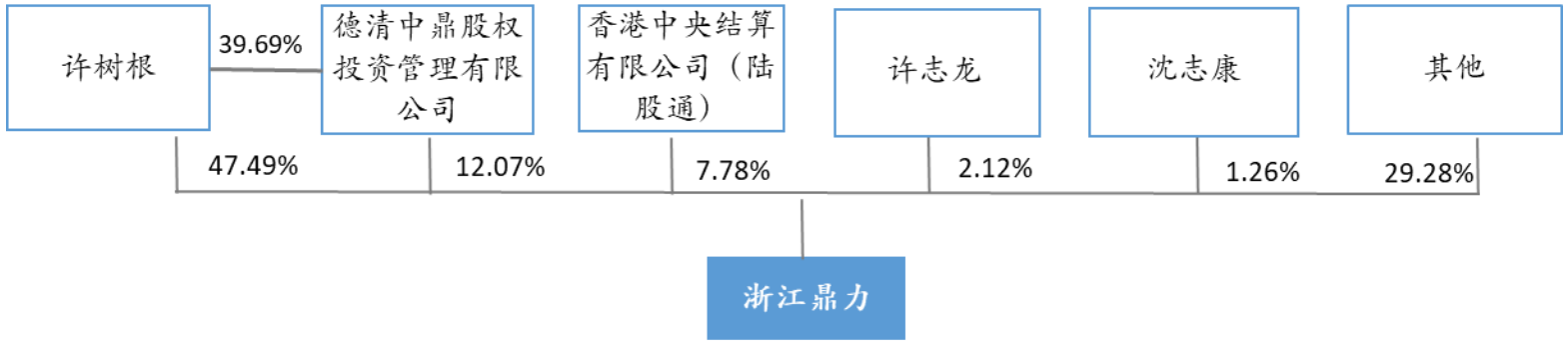


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

■ 1.2 发展轨迹清晰，股权结构集中

公司股权结构稳定、集中。公司创始人许树根曾任杭州叉车总厂石桥分厂采购科长，现任公司董事长兼总经理，直接控股47.49%，通过德清中鼎投资间接控股4.79%，合计持股52.28%，是公司的实际控制人和第一大股东，公司股权较为稳定、集中。中鼎投资是员工持股平台，也是公司第二大股东，核心骨干通过中鼎投资持有公司股份，与公司一同成长。

图表3：浙江鼎力股权结构图（截至20200707）

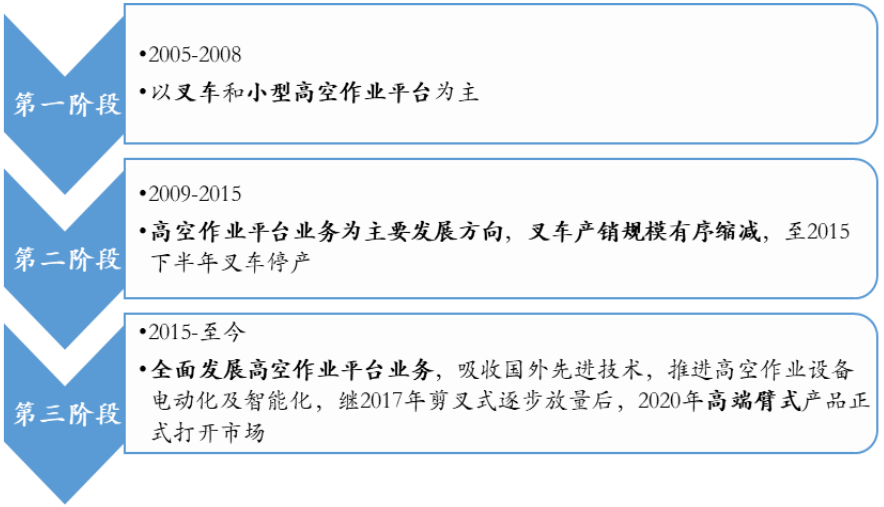


资料来源：wind，华安证券研究所

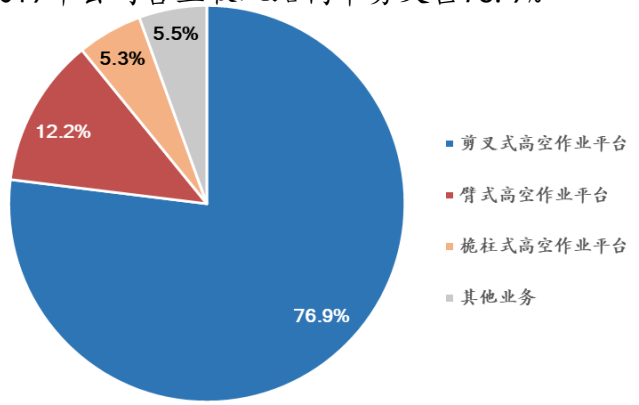
■ 1.3 主营业务专一，臂式有望接力剪叉，助力公司再次腾飞

公司主营业务专一，聚焦高空作业平台。2015-2019年，高空作业平台收入占比一直稳定在90%以上。2019年公司实现总收入23.89亿元，其中高空作业平台收入22.57亿元，占比95%。高空作业平台里，剪叉、臂式、纬柱的收入分别是18.39亿、2.91亿、1.27亿，占总营收比例分别是76.95%、12.18%、5.33%，臂式占比仅12.18%，仍较低，相比于全球巨头特雷克斯，臂式收入占比达47%（2016年收入，此后没有明细结构拆分），浙江鼎力臂式产品还有很大提升空间，未来随着公司新臂式项目产能投放后，臂式收入占比有望进一步提升。

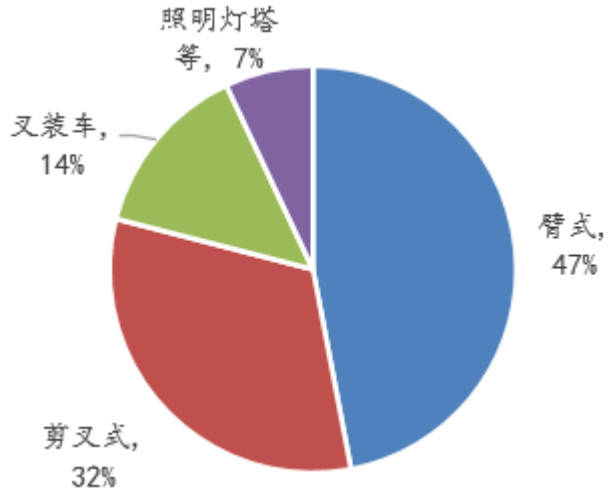
图表4：浙江鼎力公司**主营业务**发展历程



图表5：2019年公司营业收入结构中剪叉占76.9%



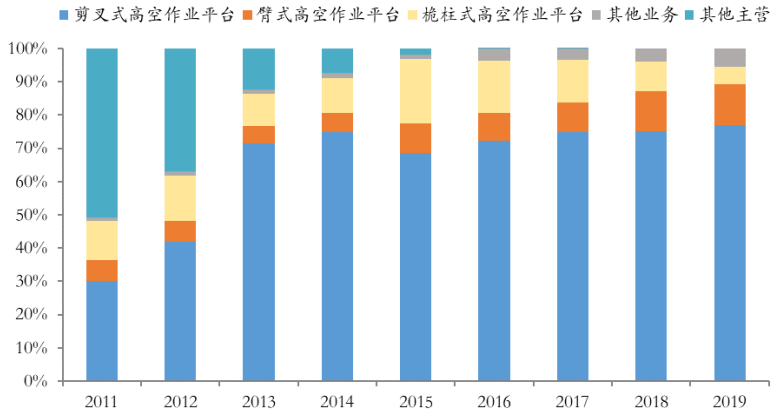
图表6：特雷克斯收入结构里臂式占比 47%（2016 年数据）



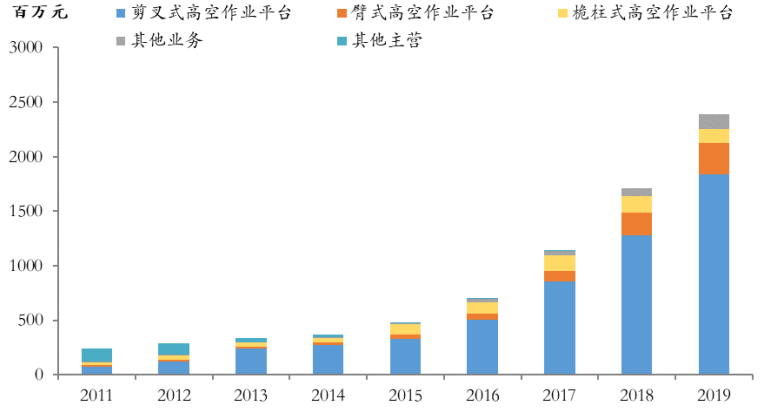
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.3 主营业务专一，臂式有望接力剪叉，助力公司再次腾飞

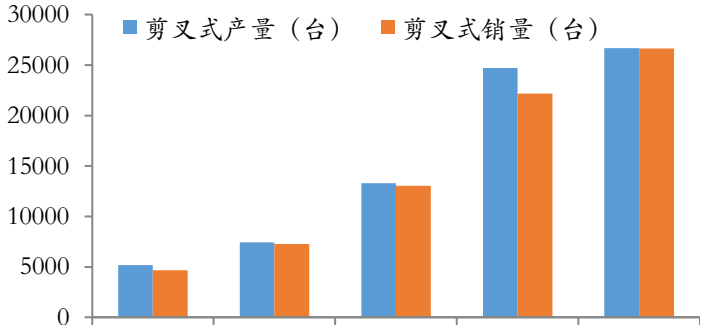
图表7：高空作业平台占比提升，叉车业务有序缩减



图表8：高空作业平台业务规模持续增长

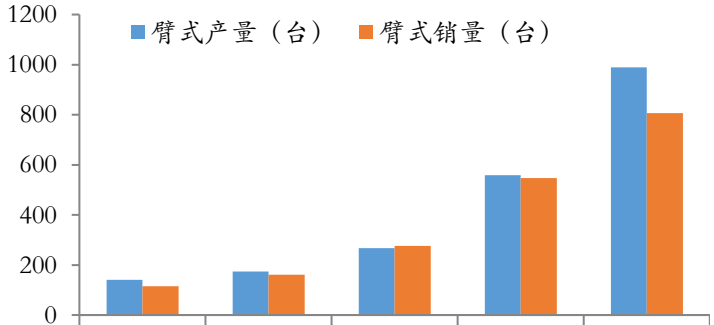


图表9：2015-2019年公司剪叉式产品产、销量



	2015	2016	2017	2018	2019
剪叉式产量（台）	5179	7436	13295	24699	26686
剪叉式销量（台）	4681	7260	13047	22173	26660

图表10：2015-2019年公司臂式产品产、销量



	2015	2016	2017	2018	2019
臂式产量（台）	141	174	268	559	989
臂式销量（台）	115	161	276	548	807

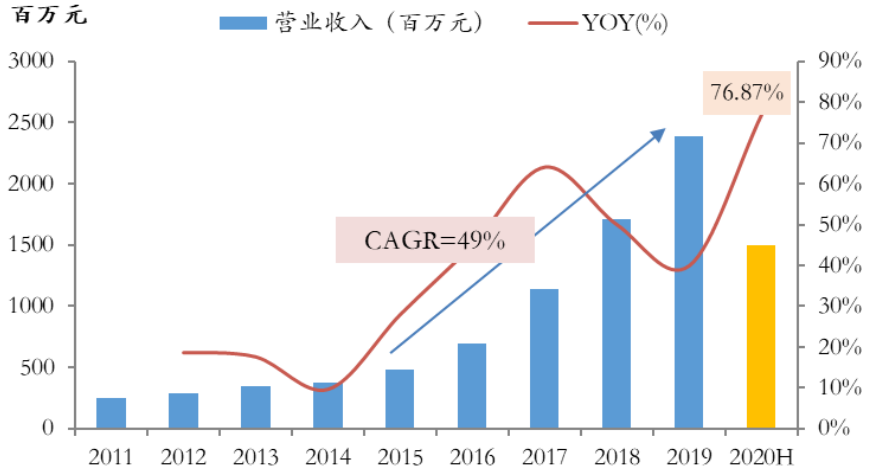
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.4 盈利能力强，经营质量高

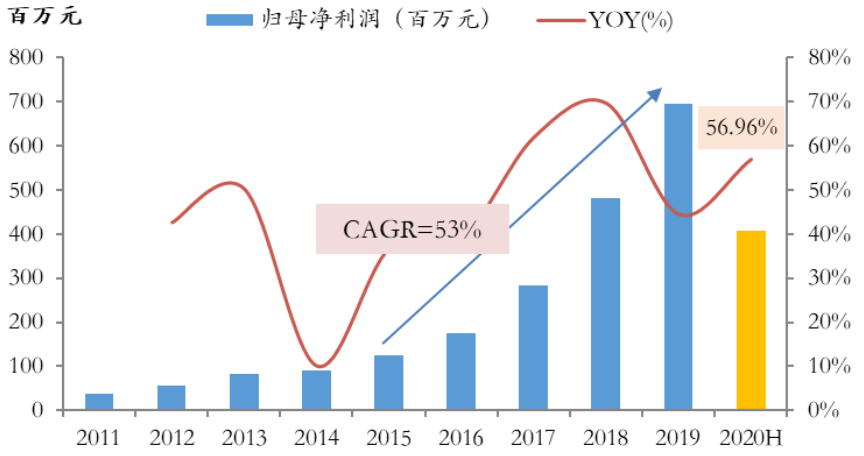
公司上市以来业绩表现优异，盈利能力持续提升。公司2105年上市以来，营收规模由2.44亿元增长到2019年的23.89亿元，CAGR达49.44%；归母净利润由2015年的0.39亿元增长到2019年的6.94亿元，CAGR为53.28%，公司归母净利润复合增速大于营收复合增速，说明公司的盈利能力在不断增强。

2020Q2业绩表现亮眼。2020上半年，公司实现营收15.01亿元，同比+76.87%，归母净利润4.09亿元，同比+56.96%，基本符合业绩预告预期，整体超预期。单看二季度，公司营业收入为10.90亿元，同比+134.80%，归母净利润为2.87亿元，同比+80.04%，表现卓越。分产品来看，臂式国内销售额9815.9万元，占总收入比重6.5%，公司业绩的高增长主要由剪叉式产品拉动，臂式产品从二季度开始销售，新臂式在8月底投产后，预计从三季度开始贡献业绩增量。

图表11：2015-2019年公司营收CAGR=49.44%



图表12：2015-2019年公司归母净利润CAGR=53.28%



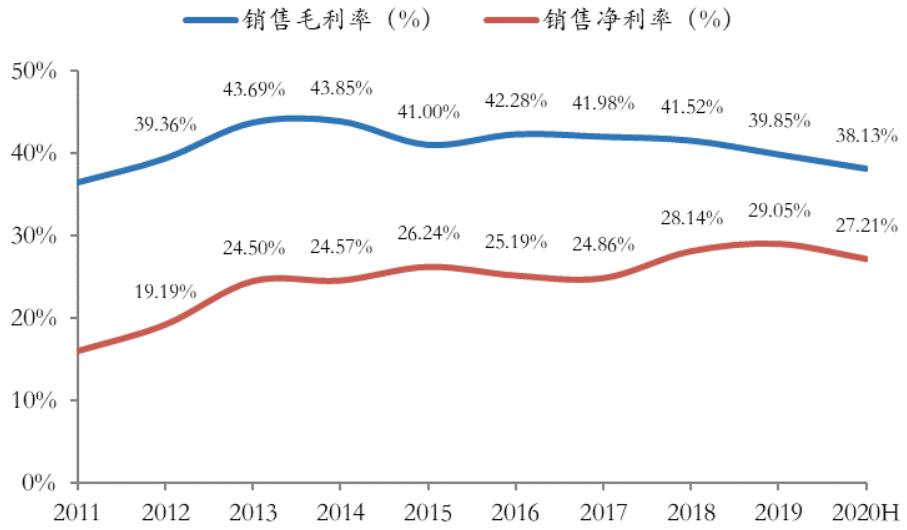
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.4 盈利能力强，经营质量高

公司毛利率稳中有降。2015-2019年，公司销售毛利率分别为41.00%、42.28%、41.98%、41.52%、39.85%，呈现稳中有降的趋势，总体维持高位，主要系产品结构变化导致。分产品来看，15-19年剪叉式毛利率分别是43.3%、43.91%、42.75%、40.93%、39.76%，剪叉产品同质化竞争，毛利率稳中有降；臂式毛利率分别为23.32%、18.34%、25.23%、34.58%、27.71%，臂式产品目前体量较小，规模效应不明显。

2020上半年，公司毛、净利率分别为38.13%、27.21%，同比-3.6pct、3.4pct，毛、净利率下滑主要由于公司国内收入占比提升,公司为国内大客户采购提供优惠折扣所致。

图表13：毛、净利率稳中有降



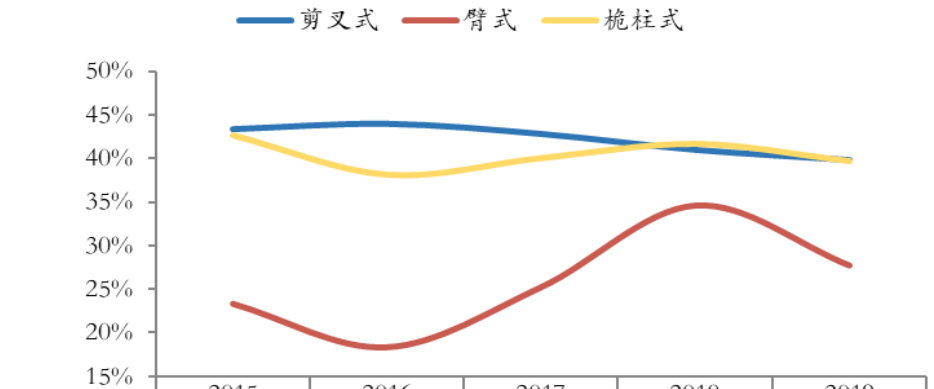
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.4 盈利能力强，经营质量高

市场担心点：未来浙江鼎力的利润率会下行？我们认为公司未来的利润率趋势是先下行，再回升，最后保持平稳的状态。

- **①为什么先下行？**因为目前剪叉式竞争激烈，公司给大客户有价格折扣，同时臂式产品产能仍未投放出来，毛利率目前仍相对较低，因此利润率会先下行；
- ②为什么会回升，最后保持平稳？**臂式放量：**从公司2019年收入结构来看，臂式占比仅有12%，稳态情况下，臂式的毛利率和净利率均高于剪叉式，随着臂式产品未来产能投产放量后，规模效应显现，臂式收入占比提升，公司综合利润率会逐步回升，最后保持平稳。**臂式结构调整：**2020年公司臂式产品均价整体呈上升趋势（36→40万/台），目前公司全系列产品实现电动化，未来行业电动化趋势明显，随着电动款产品销售占比提升，整体均价有望继续提升，支撑毛利率回升。

图表14：2015-2019 年公司不同产品毛利率



	2015	2016	2017	2018	2019
剪叉式	43.30%	43.91%	42.75%	40.93%	39.76%
臂式	23.32%	18.34%	25.23%	34.58%	27.71%
桅柱式	42.68%	38.12%	40.04%	41.69%	39.71%

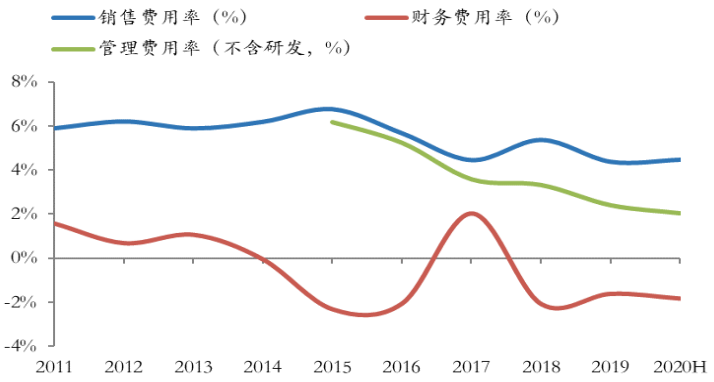
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.4 盈利能力强，经营质量高

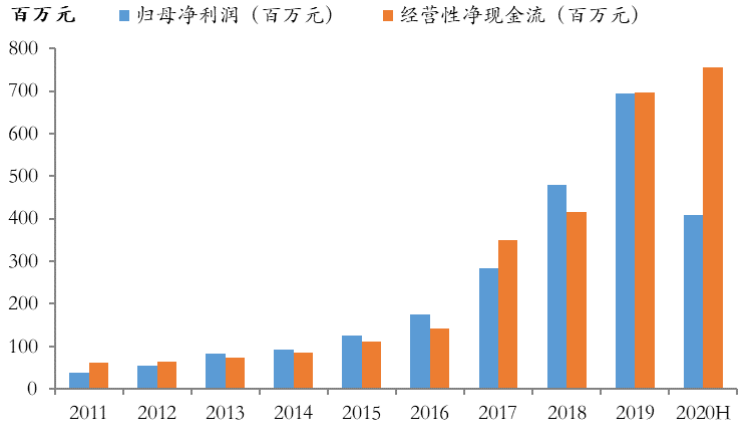
加强精细化管理，费用控制效果显著。2015年-2019年，公司销售净利率由26.24%提升至29.68%，增长3.44pct；期间费用率则由13.95%降低至8.49%，减少了5.46pct，费用控制效果明显。其中公司管理费用率（含研发）由9.49%下降至5.71%，减少了3.78pct，公司研发费用率3.31%，基本保持平稳；销售费用率有6.78%下降至4.38%，减少2.40pct；财务费用率由-2.33%变为-1.62%。公司坚持精益化管理，优化每个生产和管理环节，在收入规模不断提升的同时，强化内控，提升了管理效率与收入质量。2020上半年，公司总费用里进一步下降为7.54%，同比-1.62pct。

经营质量优质，现金流持续创新高。2015-2019年公司经营性净现金流分别为1.12、1.42、3.49、4.16、6.96亿元，不断创新高；而且从公司应收账款账龄来看，自上市以来，应收账款账龄在一年以内的占比超过95%，说明公司客户信用高，回款状况好，经营质量优质，经营性现金流与归母净利润呈现同向增长趋势。2020上半年，公司经营性净现金流达到7.57亿元，同比+1229%，大幅提升主要由于公司国内账期较短的优质客户采购量大量增加。

图表15：费用控制效果显著



图表16：2020H经营性现金流远超同期净利润



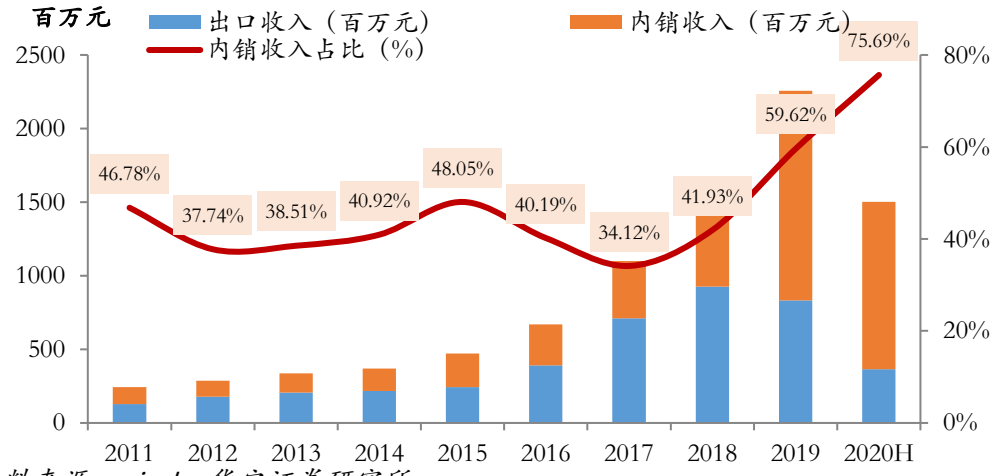
资料来源：wind，华安证券研究所

■ 1.5 国内外市场产能可调配，对冲单一市场短期风险

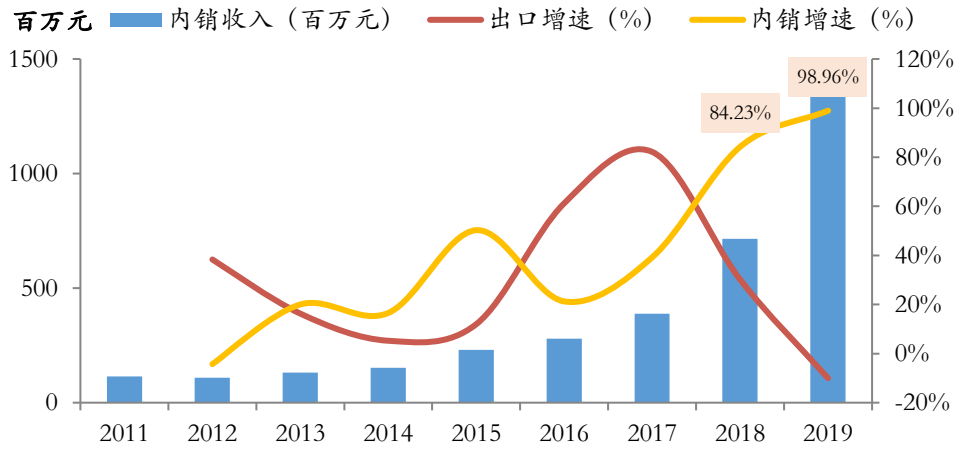
公司2019年国内收入首次超过海外。由于海外市场起步早，发展成熟，公司从创立初期就战略性以海外市场为主，因此海外市场收入占比一直较高，2015-2019年，海外收入占比分别是50.46%、56.13%、62.37%、54.17%、34.84%，2019年海外收入占比首次低于50%，国内市场成为主战场，2020上半年国内市场销售占比进一步提升至75.69%，我们判断主要有两方面原因：一方面，高空作业平台国内市场认可度及渗透率提升，下游租赁商加快了规模扩张的步伐，需求高涨；另一方面，2018年开始，贸易摩擦成为影响公司出口的不利因素，在国内需求较好、产能紧张背景下，公司及时调整战略，加强国内市场开拓力度。2020年疫情影响背景下，我们判断公司国内市场占比仍会高于海外市场。公司可以根据国内外市场的需求，灵活调配产能，对冲单一市场受到突发因素，短期下行的风险。

优质国内大客户采购量增加，公司国内销售收入占比提升，两个直接的表现：①公司经营性净现金流大幅提升，远超同期净利润。②大客户采购有折扣，导致公司毛、净利率有所下滑。

图表17：2020上半年内销收入占比超过75%



图表18：国内市场收入增速持续提升



资料来源：wind，华安证券研究所

二、行业仍处于成长期 制造商扩产是主旋律

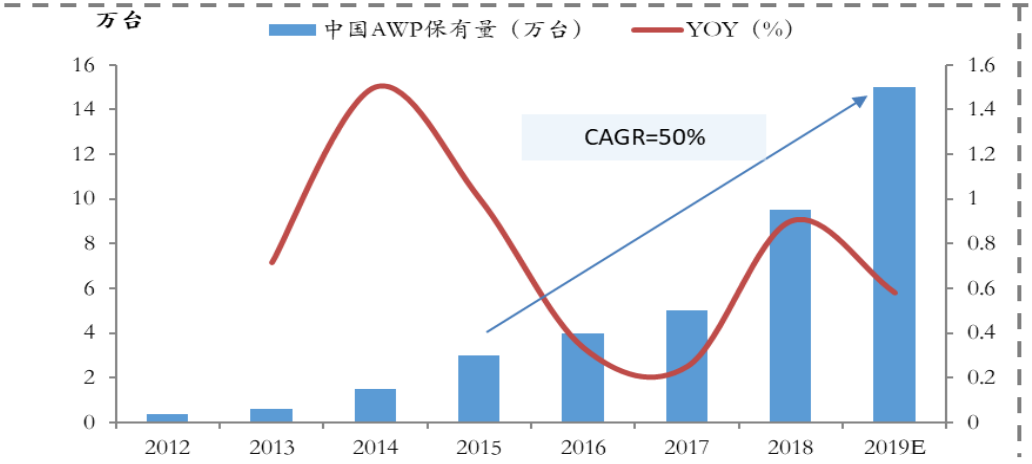
行业现状

■ 2.1 2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商的核心因素是臂式产品供给

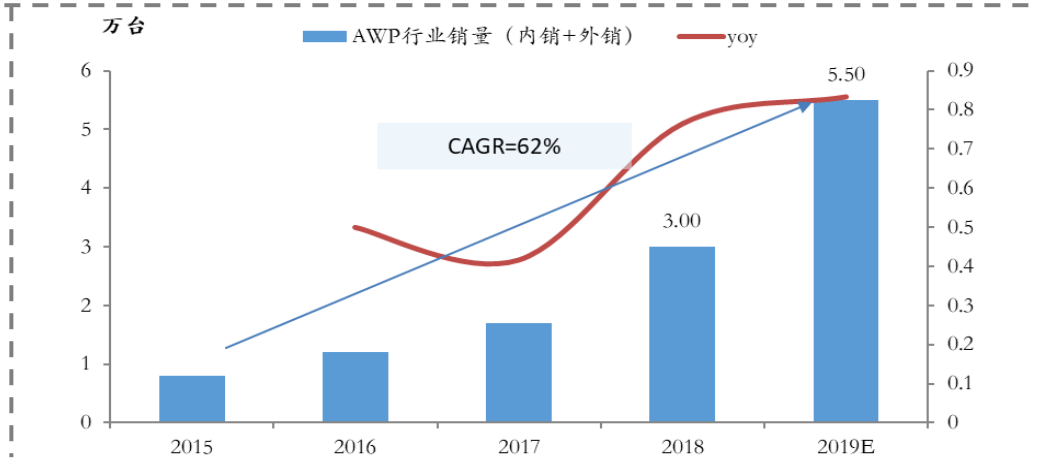
2005-2015年，国内行业发展初期。浙江鼎力2005年成立，2015年上市，在这十年内，行业处于缓慢发展初期，相比于国内市场，国外市场更成熟，因此浙江鼎力从成立就战略性以海外市场为主，2015年上市后，借助资本的力量，浙江鼎力不断扩产能、高空作业平台在国内普及程度也在提高。

2015-至今，国内行业成长期，行业良性竞争阶段。2015年，我国高空作业平台销量8000台，到2019年，销量预计达到5.5万台，五年销量复合增速高达62%，是典型的成长期行业。2017年，我们将其定义为制造商元年，这一年，浙江鼎力四期臂式定增项目获批，湖南星邦作为当时的行业龙二，第一条剪叉自动化流水线也建造完成。自2017年开始，制造商开始变多，工程机械传统巨头徐工、中联等纷纷进入抢蛋糕，在加速行业竞争的同时，也在帮助加快国内市场开拓，有利于行业不断走向成熟，应用领域更广，这个阶段是良性竞争。

图表19：2015-2019年中国高空作业平台保有量CAGR=50%



图表20：2015-2019年中国高空作业平台销量CAGR=62%



数据来源：ESCG，华安证券研究所

■ 2.1 2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商的核心因素是臂式产品供给

图表21：高空作业平台主要制造商进场时间



数据来源：各公司官网及公告，华安证券研究所

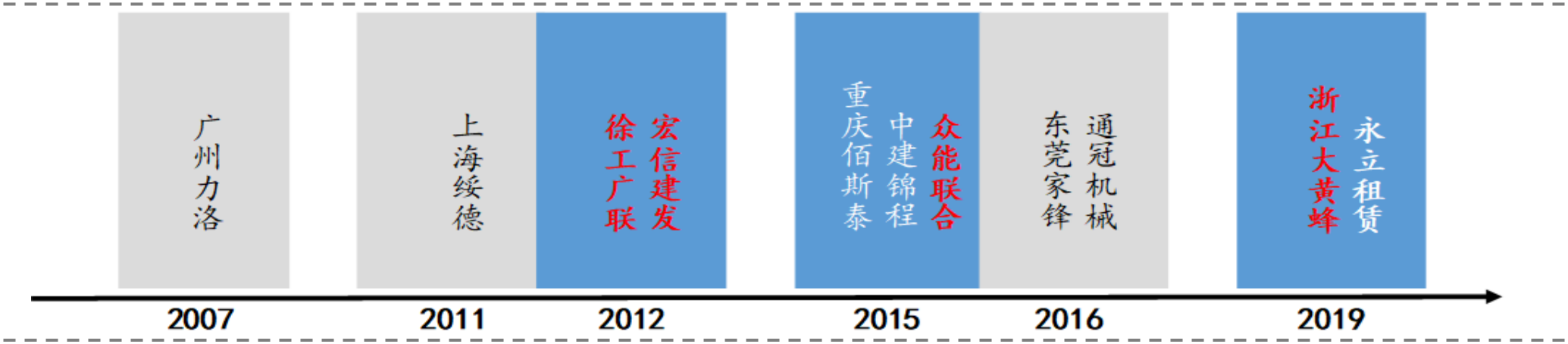
■ 2.1 2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商的核心因素是臂式产品供给

2019年是租赁商元年，与龙头租赁商绑定的制造商率先受益。根据国内租赁商龙头企业宏信建发官网披露，宏信建发2019年年底设备保有量达1.8万台以上，2020年Q1逆势扩增1万台设备，截止4月份，高空作业平台保有量已达3万台。2019年租赁商变多，规模化租赁商超过1000家，行业进入高效规模化阶段，新进入者要么依托上市公司平台，要么租赁经验丰富。以上市公司华铁科技旗下子公司华铁大黄蜂为例，2019年3月进入AWP租赁行业，仅2019年上半年就完成了6000台的采购，截止目前设备存量预计1万台以上，2020年6月12日，华铁定增项目过会，继续加码高空作业平台租赁业务。

目前租赁商层面，形成了以宏信、众能、华铁大黄蜂、徐工广联为首的“四强”局面。头部租赁商具有资金和规模优势，纷纷扩产补库存，这个时候，绑定优质租赁商客户的制造商率先受益。

在此背景下，龙头制造商需求不用担心，我们认为2020年影响制造商企业业绩的核心因素不是竞争和需求，而是供给。从臂式产能投放进度来看，浙江鼎力具有先发优势，公司四期臂式产能预期今年8月份逐步投产。

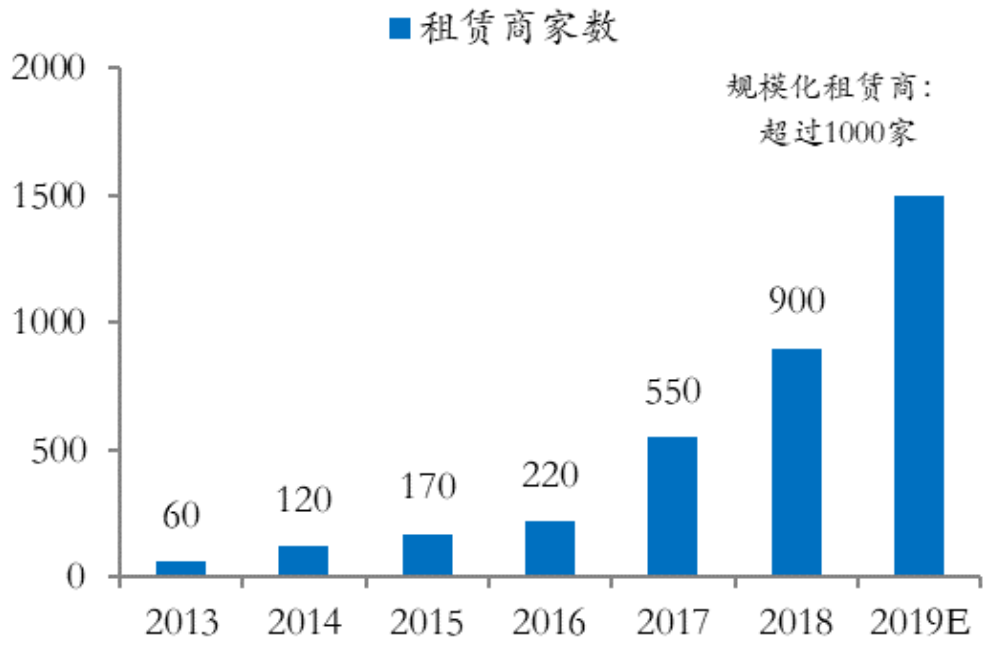
图表22：高空作业平台主要租赁商进场时间



数据来源：各公司官方网站，华安证券研究所

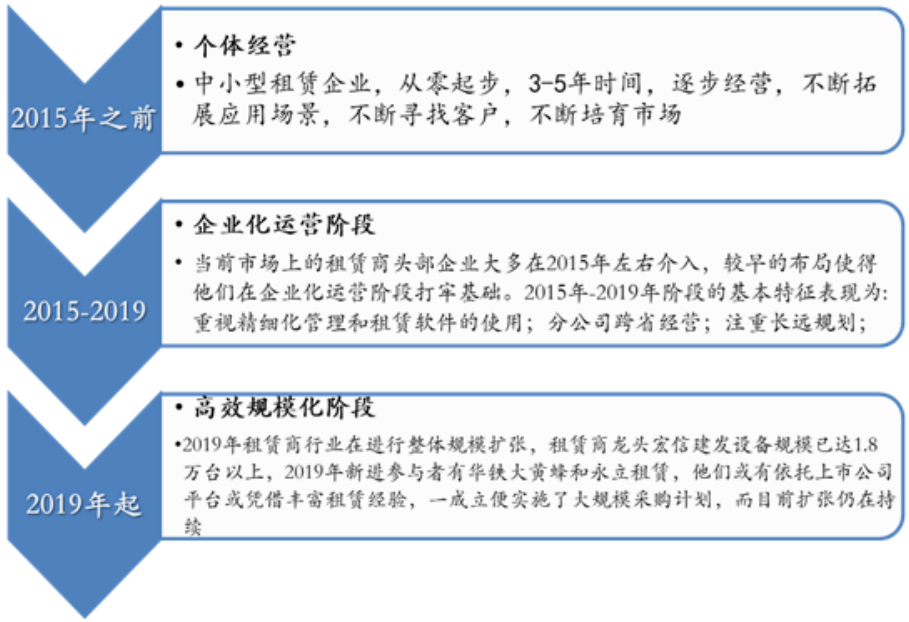
■ 2.1 2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商的核心因素是臂式产品供给

图表23：高空作业平台租赁商逐年增多



数据来源：公开资料整理，ESCG，华安证券研究所

图表24： AWP租赁行业经历的三个发展阶段



数据来源：中国工程机械信息网，华安证券研究所

■ 2.1 2017年是制造商元年，2019年是租赁商元年，影响2020年制造商的核心因素是臂式产品供给

图表25：头部租赁商所合作的制造商品牌列表

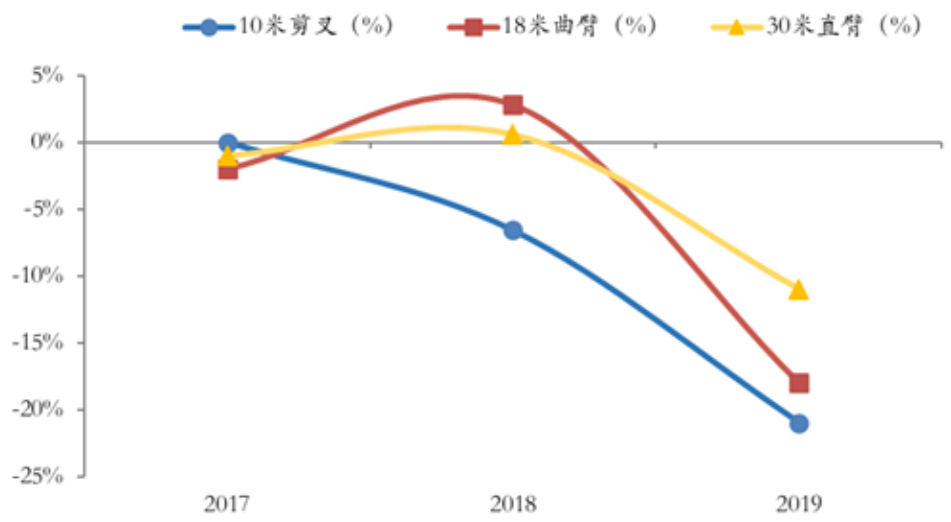
	产品类型	覆盖品牌	设备保有量
宏信	剪叉式	吉尼、鼎力、复盛埃尔曼、临工	3万台（截至2020年4月） 4万台（截止2020年7月）
	直臂式	吉尼、JLG（2020年5月17日，与浙江鼎力签订战略协议）、临工（6月11日 签订）	
	曲臂式		
	蜘蛛车	JLG、TEUPEN	
众能联合	剪叉式	JLG，已经与浙江鼎力、JLG、山东临工、Haulotte、湖南星邦达成战略合作关系。	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		
徐工广联	剪叉式	徐工	接近1万台
	直臂式		
	曲臂式		
浙江大黄蜂	剪叉式	中联、徐工、临工	超1万台
	直臂式		
	曲臂式		

数据来源：公司官网，草根调研，华安证券研究所

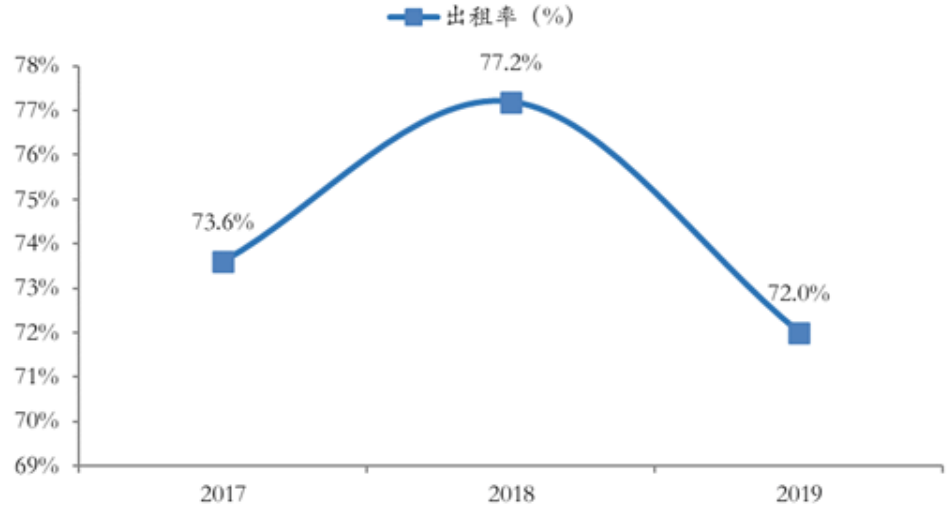
■ 2.2 未来行业竞争不可避免，租赁商层面竞争领先制造商

未来市场竞争不可避免。我们认为未来市场竞争不可避免，行业大概率会有洗牌的过程，且租赁商层面竞争会领先于制造商，目前租赁商层面竞争已经有所显现，直接体现就是从2019年，租赁商的租金（价）和出租率（量）水平来看，均处于稳中有降的趋势。但目前阶段，行业处于抢蛋糕的参与者在变多，蛋糕自身也在变大的过程，随着高空作业平台的普及，很多空白市场不断被发掘，产品渗透率快速提升，因此，行业仍是良性竞争阶段，不用过度担忧竞争问题。

图表26：2017-2019年高空作业平台租金变动幅度



图表27：2017-2019年高空作业平台出租率变动幅度

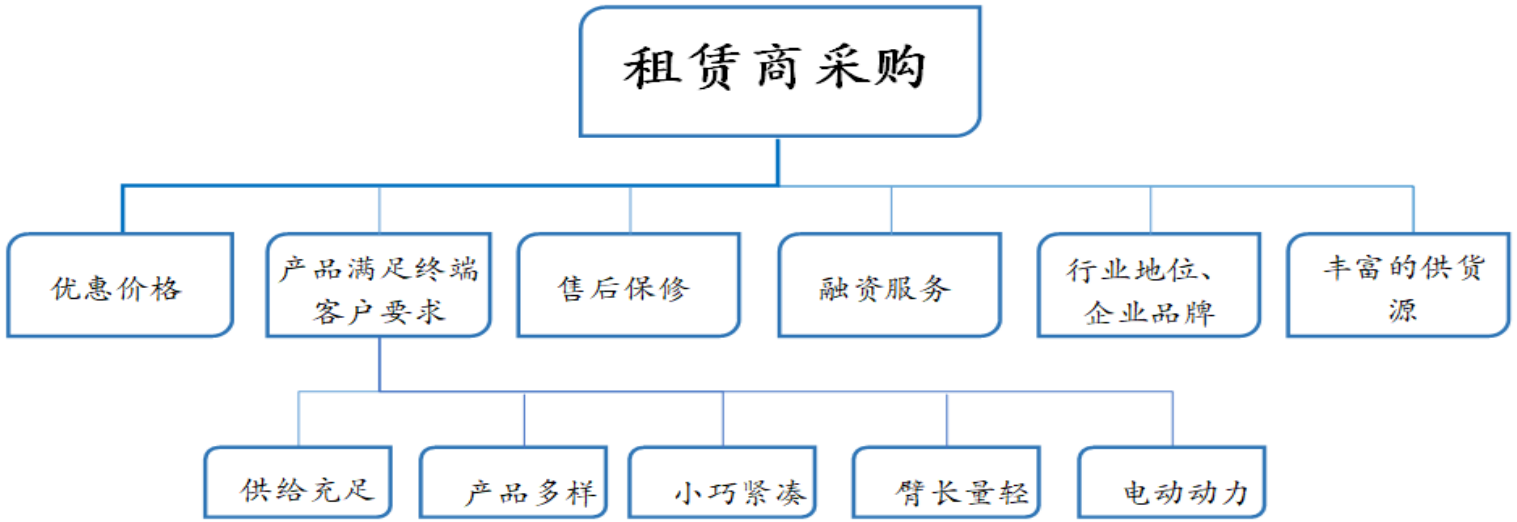


数据来源：ESCG，华安证券研究所

■ 2.2 未来行业竞争不可避免，租赁商层面竞争领先制造商

价值竞争优于价格竞争。从租赁商角度来看，在采购设备的时候，采购成本只是考虑因素之一，售后服务、设备残值、故障率、维修成本等均需考虑。我们以全球租赁龙头企业联合租赁为例，联合租赁采用的是全成本核算法（Total Cost of Ownership），总成本=购置成本+维修成本（人工）+维修成本（零部件）-售后残值（7年后二手机价格），它对比了A/B/C三个品牌的总成本，最后发现，尽管品牌C购置成本最高（97），但是由于质量过关，维修成本低，设备残值高，最终总成本（57）是最低的。因此，租赁商在选购设备的时候，不能仅看设备价格，而对于制造商而言，要想在竞争中脱颖而出，价格只是其中之一，要加大研发投入，提升产品质量，同时，做好售后服务工作，降低客户的总成本，靠价值致胜才是王道。

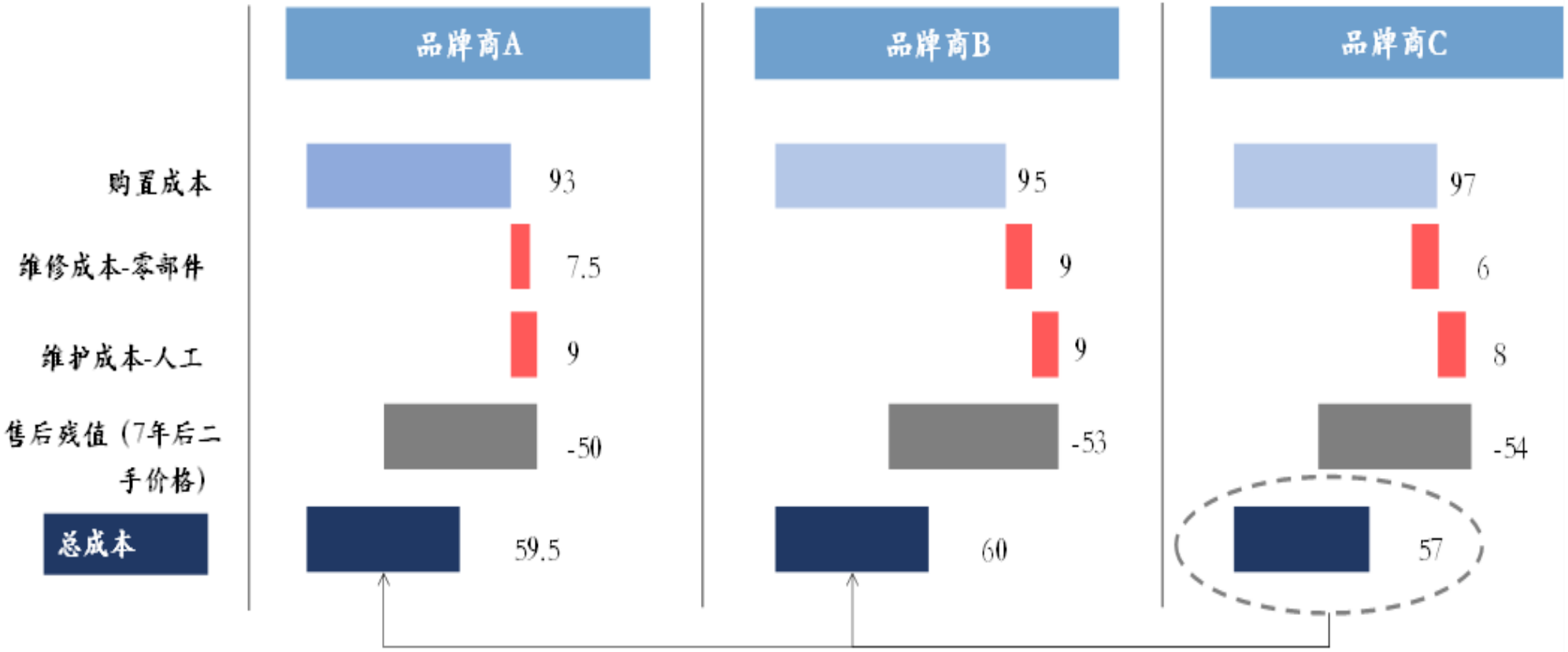
图表28：租赁商购买设备时考虑的因素



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

■ 2.2 未来行业竞争不可避免，租赁商层面竞争领先制造商

图表29：联合租赁全成本管理法（品牌C购置成本高，但是总成本最低）



数据来源：URI投资者交流报告，华安证券研究所

三、未来全球市场将如何演化

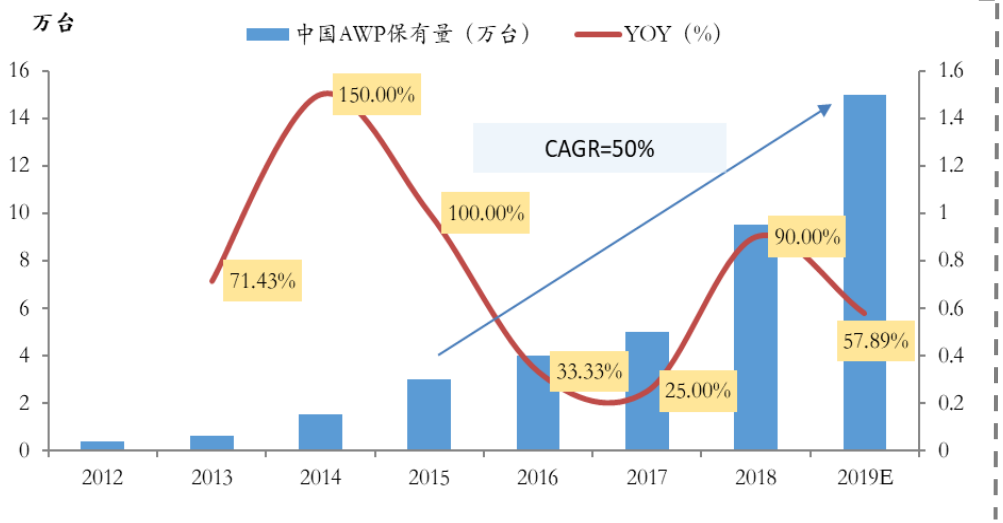
成熟市场对标

■ 3.1 全球市场蛋糕有多大

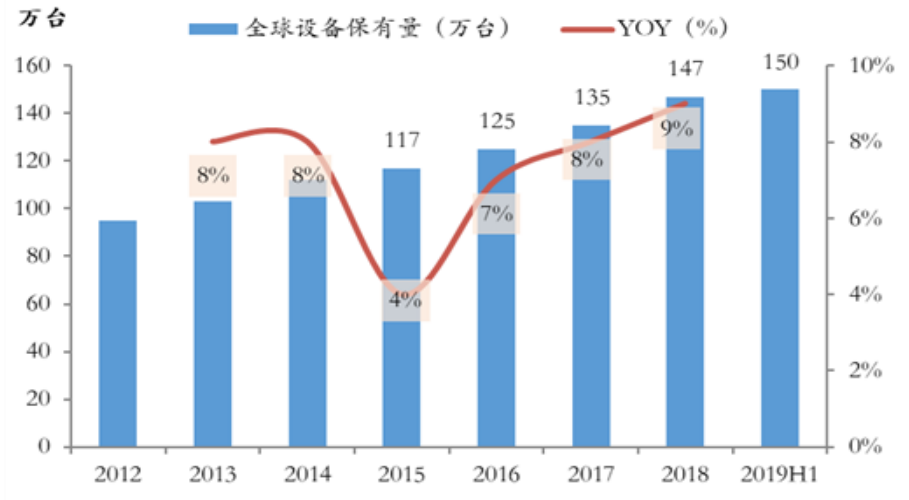
■ 3.1.1 全球高空作业平台市场规模千亿级，仍在稳定增长

全球高空作业平台保有量约150万台，欧美占比超60%，总体保持稳定增长，新兴市场为主要拉动力。据KHL报道，截止2019年中旬，全球共有约150万台设备供下游客户租用。其中欧美成熟市场保有量规模大，估计目前欧洲超过30万台，美国超过65万台，欧美市场合计占比超60%。从行业增速来看，根据《Access International》报告数据，2015-2018年全球AWP设备保有量增速分别约4%、7%、8%、9%，呈稳定增长态势；欧、美市场增速相对较低，2018年分别为5.29%、7.45%；新兴市场呈现规模小、增速高的特点，根据ESCG的统计，中国市场2018年保有量达90%，从5万台增长到9.5万台。

图表30：中国设备保有量增速高



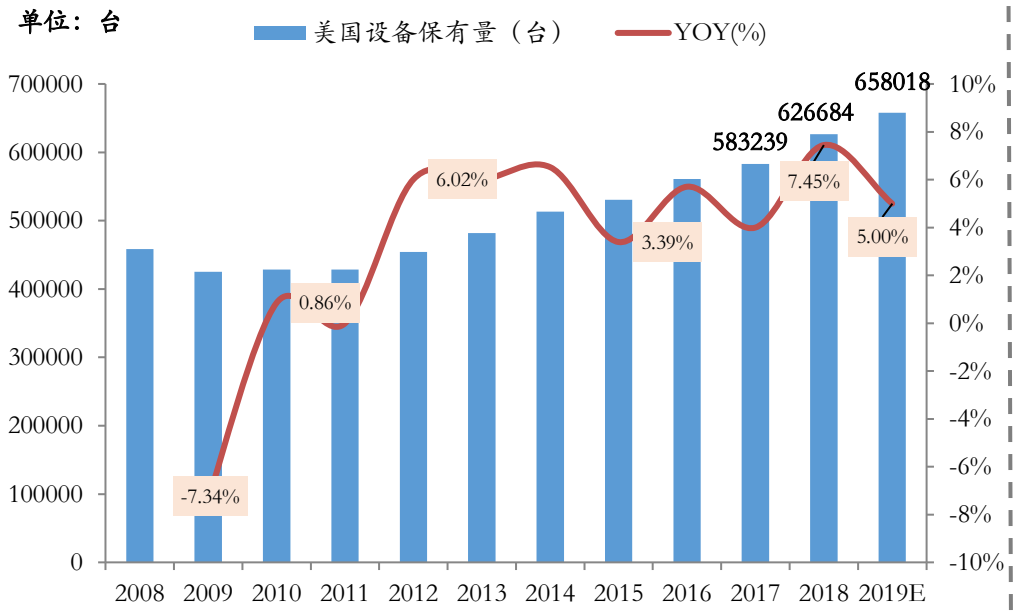
图表31：全球AWP保有量稳定增长



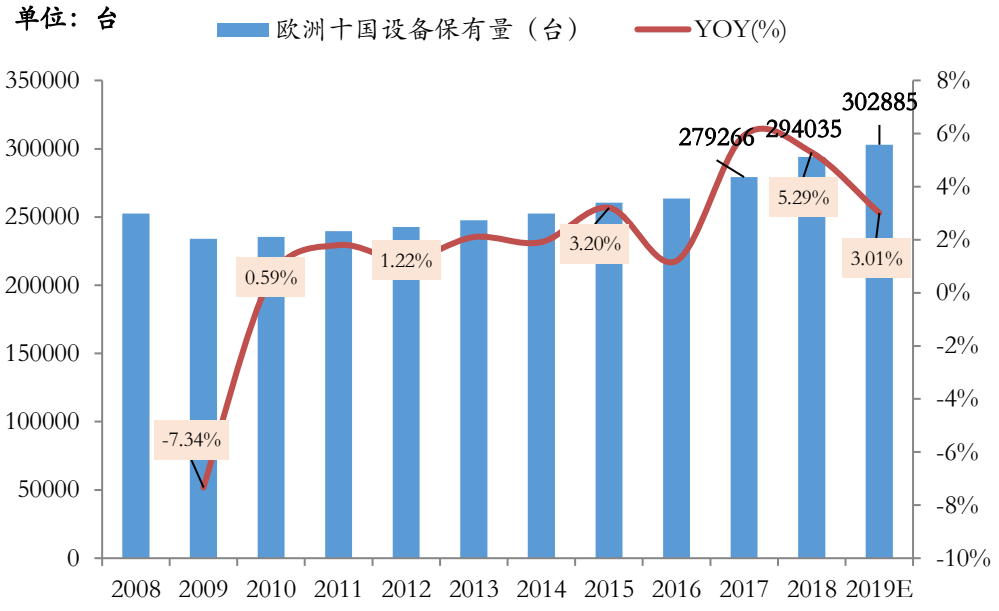
资料来源：ESCG，IPAF，华安证券研究所整理绘制

■ 3.1.1 全球高空作业平台市场规模千亿级，仍在稳定增长

图表32：美国设备保有量超过65万台



图表33：欧洲十国保有量超过30万台

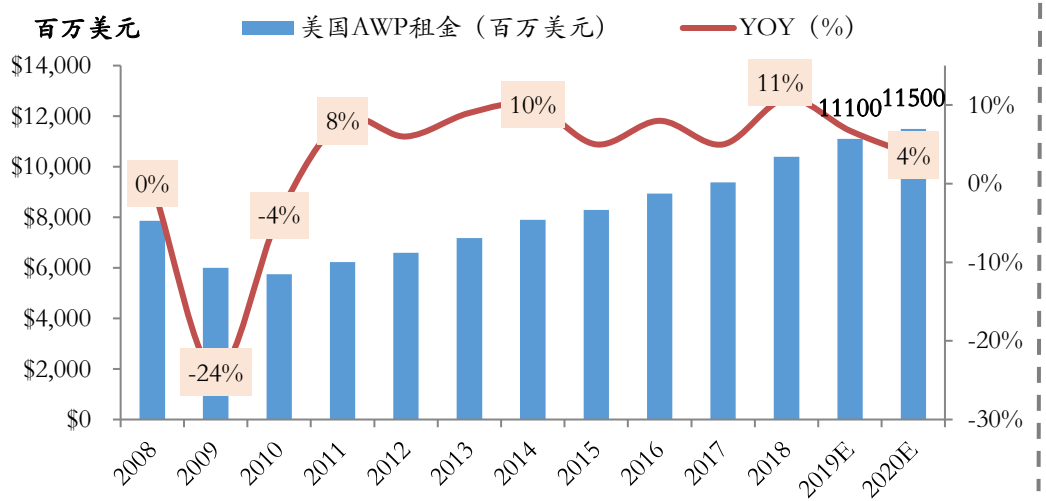


资料来源：IPAF，华安证券研究所整理绘制

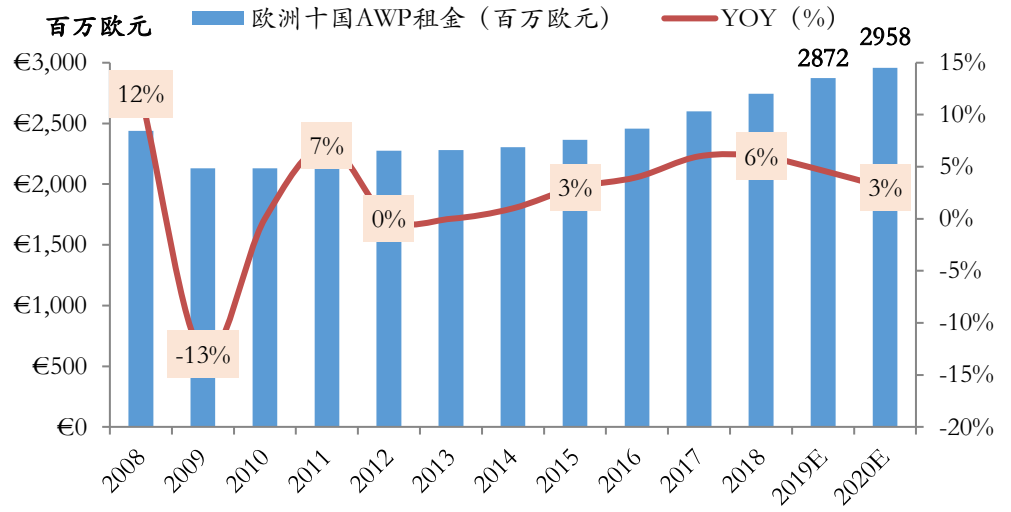
■ 3.1.1 全球高空作业平台市场规模千亿级，仍在稳定增长

欧美成熟市场的租赁收入规模达950亿元，中国仍有较大成长空间。由于高空作业平台90%通过租赁商渠道销售给终端客户，因此一般用租赁市场规模来衡量高空作业平台市场规模。根据IPAF报告对2018年高空作业平台租赁行业收入测算，美国租赁市场规模约为737亿元，欧洲约为220亿元，二者合计达950亿元，相比之下中国仅为35亿元，仍有较大成长空间。美国作为规模最大的市场，是高空作业平台的发源地，大型租赁商多，2018年整体租金收入增速达到11%。KHL预计美国未来增速将平缓下降，主要由于美国租赁公司未来几年会专注于设备更新而非规模扩张；欧洲租金收入增速维持在5%左右。

图表34：2008-2018美国AWP租赁行业收入及增速



图表35：2008-2018欧洲AWP租赁行业收入及增速

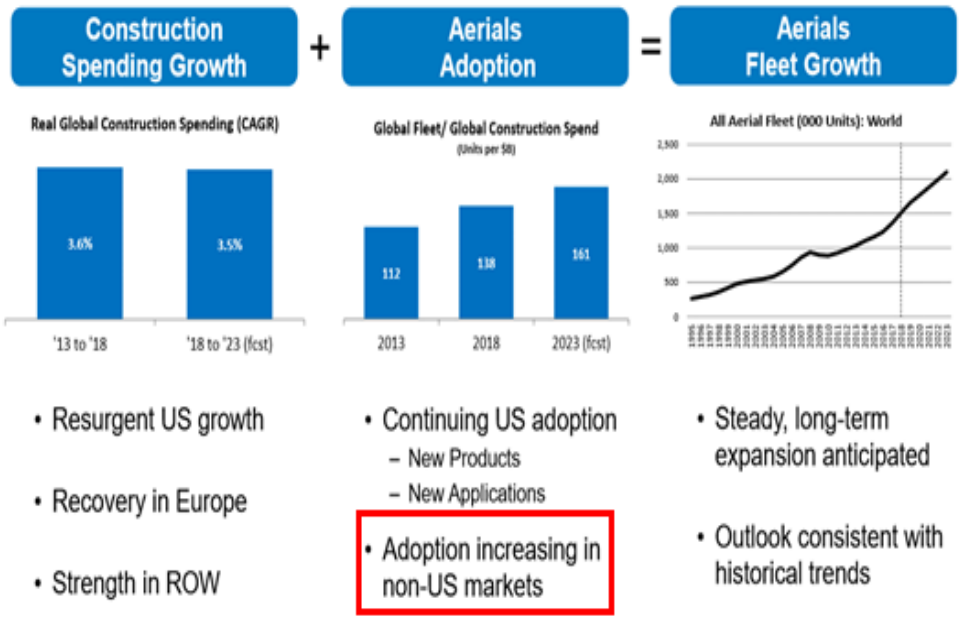


资料来源：IPAF，华安证券研究所

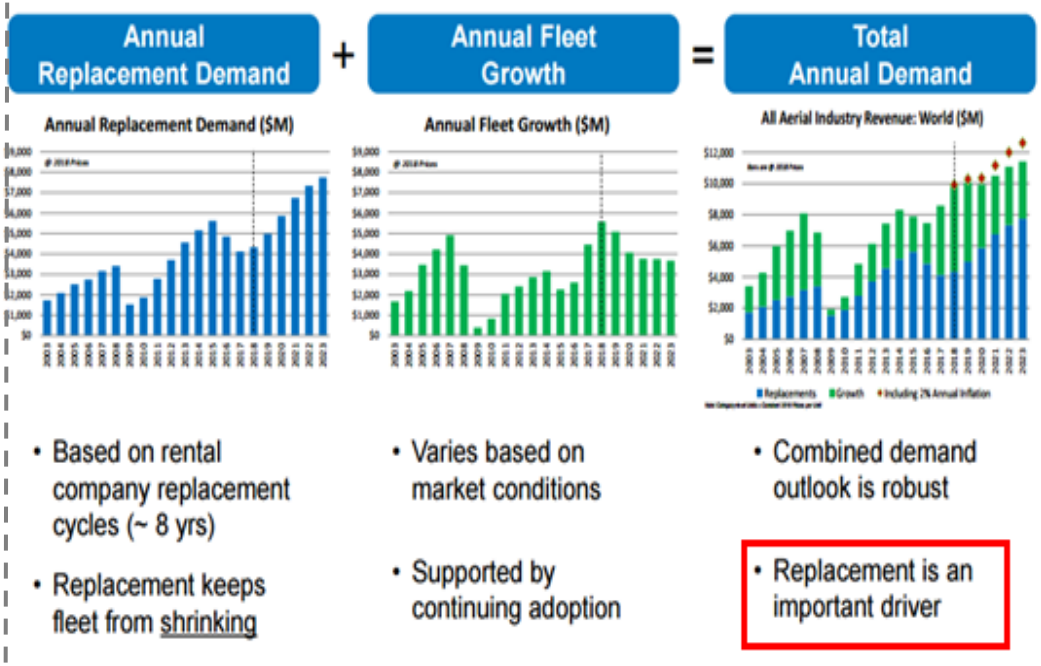
■ 3.1.2 成熟市场需求主要来自设备更新和渗透率提升

成熟市场以更新需求为主，新增需求为辅。美国市场发展成熟，高空作业平台保有量已超65万台，平均使用寿命为6~8年，更新率高，平均服役时间短。设备需求以更新为主，新增为辅。从美国联合租赁公司的存量设备机龄来看，2014年以来平均机龄由43个月增长至49.5个月，说明未来有将更多潜在更新需求。

图表36：新兴市场渗透率增长是AWP增长的驱动因素



图表37：成熟市场以更新需求为主

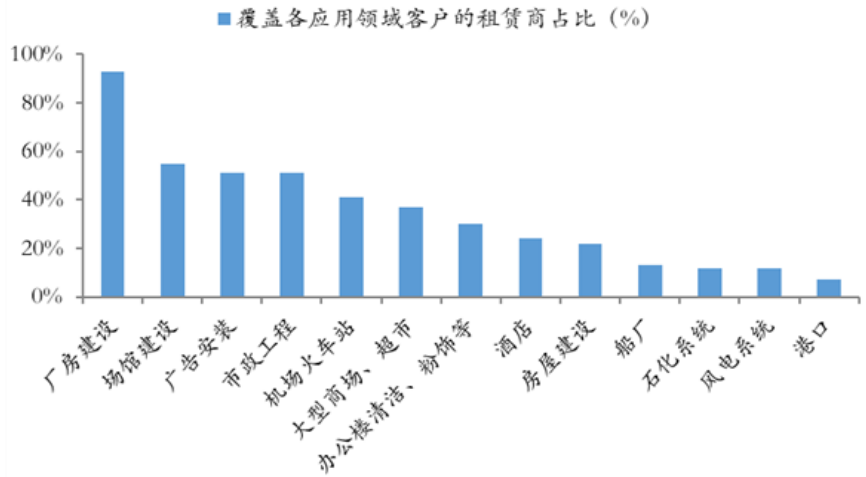


资料来源：Terex投资者报告，华安证券研究所整理绘制

■ 3.1.2 成熟市场需求主要来自设备更新和渗透率提升

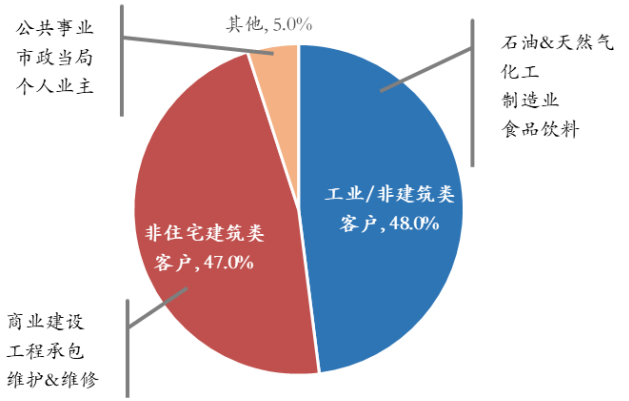
中国市场渗透率提升空间大，需求后劲足。中国目前仍是以新增需求为主的市场，未来随着覆盖领域拓展和深化，产品渗透率更高，需求后劲足。**①覆盖领域拓展：**高空作业平台下游应用广泛，而我国租赁商服务的首要目标为建筑建设领域，对商用、工业及生活领域覆盖率不足。对比成熟市场大型租赁商的客户结构，全球租赁商龙头联合租赁（URI）工业及非建筑类客户占比达48%，美国租赁商赫兹（HERC）下游工业及商业领域客户比例合计达49%，商业、工业甚至个人业主是高空作业平台需求的重要来源，而我国目前该领域还需要进一步开拓。

图表38：我国租赁商对工、商业用途领域覆盖率较低

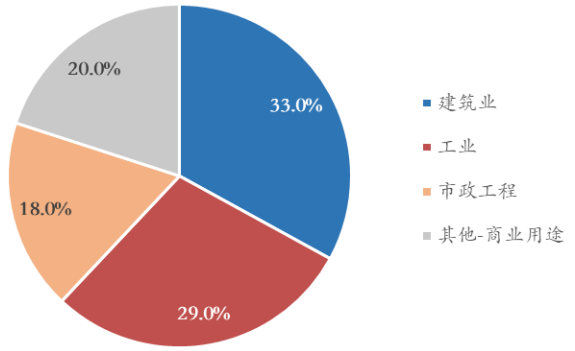


资料来源：ESCG，华安证券研究所整理绘制

图表39：2018年联合租赁下游客户占比情



图表40：2019年赫兹设备下游行业占比情况

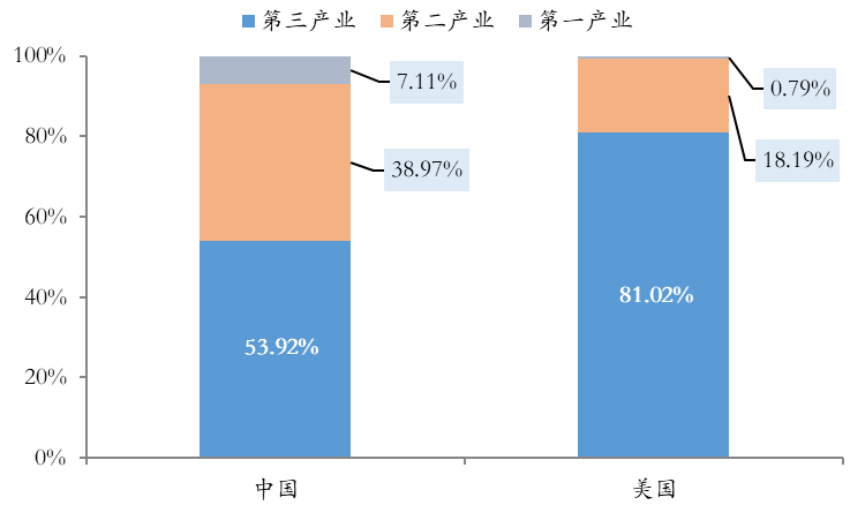


资料来源：URI投资者报告，HERC年报，华安证券研究所

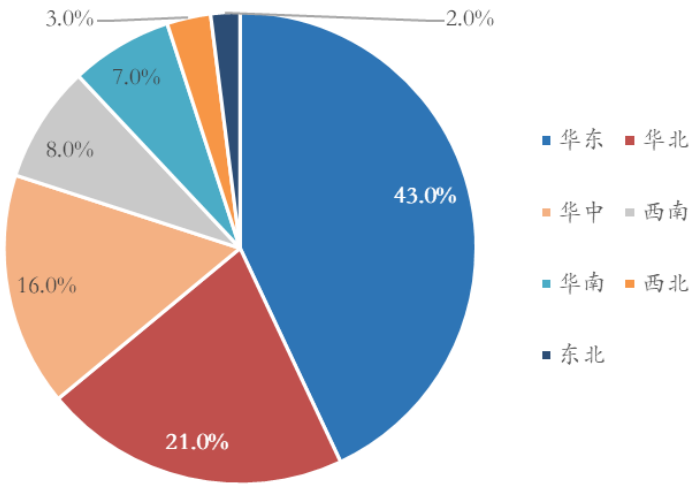
■ 3.1.2 成熟市场需求主要来自设备更新和渗透率提升

②覆盖领域深化：高空作业平台租赁业属于第三产业范畴，渗透到社会经济众多领域中。从GDP构成角度来看，美国等发达国家典型特点是第三产业占比极高，2019年美国第三产业增加值占GDP比重为81.02%，中国对应为53.92%，随着第三产业发展，产值增长，高空作业平台在其中的深化空间将持续提升。从工业化发展角度，我国目前地域发展差异明显，租赁商大多集中于东南沿海工业发达地区，随着产业由东向西转移的进程，内陆对服务业的需求将逐步提升，高机需求空间将进一步扩大。

图表41：中国第三产业GDP构成相对美国较低（2019年GDP 数据）



图表42：我国AWP租赁商东南沿海地区分布较多



资料来源：wind，ESCG，华安证券研究所整理绘制

■ 3.1.3 中国市场未来保有量有望超过50万台

中国市场未来保有量将超过50万台，目前还有4倍空间。根据IPAF，截止2019年，美国市场高空作业平台保有量达65.8万台，根据产业调研，截止2019年年底，我国保有量达15万台，我们选取建筑增加值和GDP两个维度，来测算中国市场未来市场空间。如果按照建筑业增加值来估算，中国市场潜在保有量可达74.29万台，如果按照GDP来估算，中国市场潜在保有量达43.43万台。两个维度测算结果平均下来，潜在保有量可达59万台，目前仅15万台，还有4倍空间。

但实际上，海外市场在仅有更新需求的背景下，美国市场已达65万台的保有量，我们国家目前的需求主要是新增需求，二手机市场不够成熟，更新需求还没起来，结合我国经济体量的规模，我们认为看长期，我国的保有量大概率超过欧美市场。

图表43：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

■ 3.1.3 中国市场未来保有量有望超过50万台

预计2024年左右，行业保有量将达到阶段性高点。我们对未来5年保有量增速和销量增速做了敏感性分析，如果未来5年保有量增速25%，则在2025年市场保有量达57万台，市场将趋于饱和，如果未来5年保有量增速达35%，则在2024年市场保有量达67万台，市场将趋于饱和，如果未来5年保有量增速达45%，则在2023年，市场保有量达66万台，市场将趋于饱和。由于行业目前处于成长期后段，我们认为随着基数的增长，增速会放缓，过去5年复合增速高达50%，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。**而在2025年之后，二手机市场带动的更新需求会起来，行业之后将保持稳中有升状态。**

图表44：2020-2022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

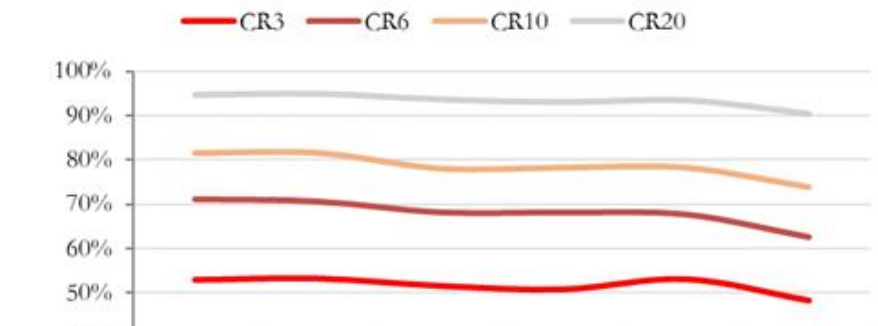
资料来源：华安证券研究所

■ 3.2 抢蛋糕的格局如何

■ 3.2.1 制造商：集中度较高，中国制造商异军突起

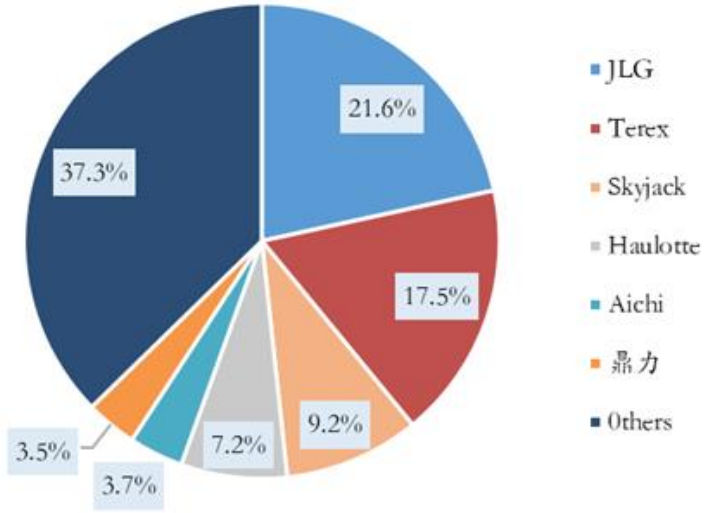
高空作业平台制造商行业集中度较高，海外龙头市场份额大。从《Access International》发布的“全球高空作业平台制造企业”榜单来看，前四名均为海外龙头企业，有美国Terex、 JLG、法国Haulotte、加拿大Skyjack，收入规模大，市场份额高，品牌知名度响，引导市场需求与产业升级，掌握全球高端市场。根据2019年营业额，JLG市占率21.6%，Terex市占率17.5%，前两大巨头市占率合计已超39.1%，前6强企业的销售总额占比达62.7%，前20强企业占比更达90.27%，市场集中度高。

图表45：2014-2019年AWP制造行业集中度



	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CR3	52.92%	53.23%	51.56%	50.80%	53.08%	48.29%
CR6	71.10%	70.60%	68.19%	68.16%	67.71%	62.70%
CR10	81.65%	81.69%	78.16%	78.35%	78.34%	73.93%
CR20	94.61%	94.86%	93.58%	92.93%	93.37%	90.27%

图表46：头部制造商仍占据较大市场份额



资料来源：《Access International》，华安证券研究所整理绘制

■ 3.2.1 制造商：集中度较高，中国制造商异军突起

图表47：国外知名高空作业平台制造商

制造商名称	国家	发展历程	主营情况	中国设厂情况
Terex(特雷克斯)	美国	成立与1986年，全球工程机械制造业巨头，旗下设有高空作业平台事业部，其前身是2002年被特雷克斯收购的美国吉尼工业公司	其公司主营构成：高空作业平台(49.95%)、起重机、材料加工和采矿、其他。	2008年在常州建独资厂，2016年，常州二期开业
JLG（Oshkosh子公司）	美国	成立于1969年，世界领先的高空作业平台制造商。2006年被Oshkosh收购，成为其旗下子公司。	高空作业设备（49%）包括高空作业平台（26.2%）、叉装车、牵引救援设备。	2009年在天津建独资厂
Haulotte（欧力胜）	法国	创始于1881年，在全球范围内拥有20家子公司和1500多名员工，是全球知名高空作业平台生产商之一	包括设备销售（88%）、设备租赁和服务。其中设备销售包括人员升高设备、货物升高等（6~43米）	2009年在常州建独资厂
Skyjack（Linamar子公司）	加拿大	上世纪80年代开始制造剪叉式高空作业平台，90 年代成长为全球高空作业平台市场知名制造商。2002年9月，成为Linamar全资子公司。	包括设备制造、动力传动、工业商业能源和Skyjack共四大部门，其中Skyjack部门生产高空作业平台和叉装车	2010年在上海设立办事处
Aichi Corporation	日本	成立于1943年，主要从事特殊装备车辆的销售，和零件。截至2013年3月31日，公司有四家分公司和一家相联公司。	公司提供挖掘起重机、高空作业平台、电子与通信工程，以及高空作业平台施工。2018年，营收达37.64亿元。	1995年在杭州设合资厂，2009年在杭州建独资厂

资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理绘制

■ 3.2.1 制造商：集中度较高，中国制造商异军突起

浙江鼎力跻身全球6强，中国企业竞争力提升，行业集中度有下降趋势。2019年全球高空作业平台制造商榜单中，浙江鼎力排名第六，较上年提升4个名次；前20强中，中国企业上榜4家，前40强上榜7家。其中徐工、中联为2019年新进，分别排第18、第22名。近年来中国高空作业平台市场扩张，上榜企业增多，收入规模增速较快，全球行业集中度有下降趋势，2019年前3、6、10、20强市占率分别同比降低4.79pct、5.01pct、4.42pct、3.10pct。我们判断未来随着中国制造商的崛起，格局有望发生变化。

图表48：2014-2019全球AWP制造商排行榜

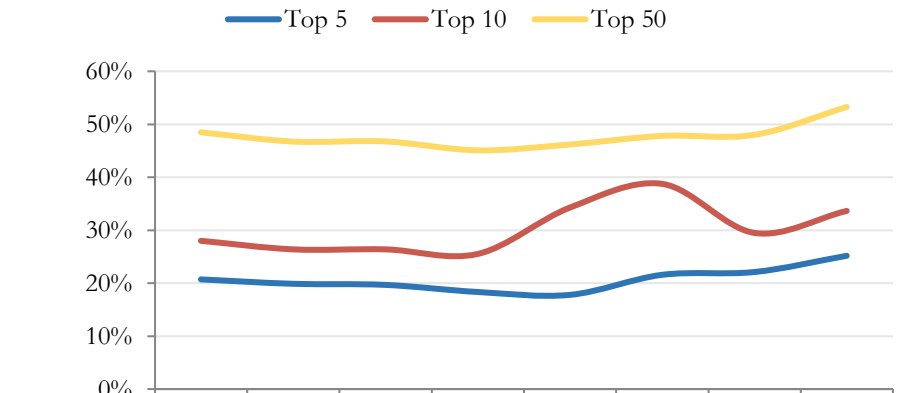
		排名						营业收入（百万美元）						
公司	总部	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2019	2018	2017	2016	2015	2014	设备类型
JLG Industries	美国	1	1	1	1	1	2	2364.6	2479.3	2115.7	1911.1	1975.4	1746	自驱动
Terex	美国	2	2	2	2	2	1	1914.9	2124.2	1693.2	1748	1900.7	1987	自驱动/卡车支架
Skyjack	加拿大	3	3	3	3	3	3	1010	1113.8	960	777.24	616.3	592.3	自驱动
Haulotte	法国	4	4	4	4	4	4	791	690	758.28	561.95	545.04	582.7	自驱动/拖车
Aichi Corporation	日本	5	6	6	5	5	5	404.8	428.9	435.1	448.33	501.14	483.2	挂载卡车/履带式
Dingli	中国	6	10	12	17	19	16	382.3	245.8	182.1	111.1	76.6	85.5	自驱动
Alimak Hek	瑞典	7	7	9	7	7	7	373	339.6	237.2	205.69	305.4	286.5	桅杆登山者
Manitou	法国	8	8	7	14	14	14	315	294.6	270.1	184.13	126.9	132.4	自驱动
Time	美国	9	9	10	10	9	10	310	265.0	210	210	200	152	车载支架
Ruthmann	德国	10	12	11	11	11	11	231.9	207.3	207.3	193.7	155	148.7	挂载卡车/履带式

资料来源：《Access International》，华安证券研究所整理绘制

■ 3.2.2 租赁商：市场集中度低，竞争激烈

市场较为分散，处于并购加速集中阶段。《Access International》“全球高空作业平台租赁商”榜单显示，2019年前5、前10、前50强租赁商设备保有量合计分别为37.75、50.45、79.91万台，对应占总保有量比重分别为25%、34%、53%，市场较为分散， 促成了竞争激烈的局面，且往往以价格竞争形式出现，而相对较大的租赁商则具有更强购买力、更多样化设备以及覆盖区域更广等竞争优势。目前整个行业处于并购加速，行业集中度提升阶段，2015-2019年，前5、前10、前50强租赁商设备保有量占比分别由18%、26%、45%提升至25%、34%、53%。

图表49：2012-2019年AWP租赁行业集中度提升



	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Top 5	21%	20%	20%	18%	18%	22%	22.10%	25.17%
Top 10	28%	26%	26%	26%	34%	39%	29.48%	33.64%
Top 50	49%	47%	47%	45%	46%	48%	48.02%	53.28%

资料来源：《Access International》，华安证券研究所整理绘制

■ 3.2.2 租赁商：市场集中度低，竞争激烈

中国租赁商规模扩张时代开始，宏信全球排名升至19位。根据《Access International》发布的2019年全球高空作业平台租赁商榜单，中国龙头租赁商宏信由2018年的25名上升至19名，其设备保有量自2019年突破10000台后，截止至2020年4月，已经上升至3万台，设备规模扩张速度极快。2019年同时上榜的还有徐工广联、通冠租赁和东莞家锋，且均为首次上榜，中国高空作业平台租赁企业正逐步向世界前列靠拢，规模扩张时期，浙江鼎力作为国内设备制造商受益最大。

图表50：2019年4家中国企业上榜全球高空作业平台租赁企业50强

排名	公司名称	高空作业平台保有量			销售区域	总部
		2019年	2018年	同比增速		
1	United Rentals	145886	129677	12.50%	美国、加拿大	美国
2	Sunbelt	104200	96500	7.98%	美国	美国
3	Loxam Group	53150	48250	10.16%	欧洲、中东,巴西,哥伦比亚、摩洛哥	法国、英国
4	Mateco	38145	32560	17.15%	欧洲、马来西亚、墨西哥	比利时
5	Aktio Corp	36111	32500	11.11%	日本、台湾、东南亚、孟加拉	日本
6	HERC	27797	25979	7.00%	美国、中国、加拿大、英国、沙特	美国
7	Ahern Rentals	27365	24499	11.70%	美国	美国
8	Nikken Corp	26948	24194	11.38%	日本、美国、东南亚、阿联酋、德国	日本
9	Nishio Rent All	23432	21479	9.09%	日本、新加坡、东南亚、澳大利亚	日本
10	H&E Equipment Services	21503	20286	6.00%	美国	美国
19	宏信设备	11191	7474	49.73%	中国	中国
28	徐工广联租赁	6663	NA		中国	中国
37	通冠租赁	3995	NA		中国	中国
50	东莞家锋机械	2350	NA		中国	中国

备注：设备保有量数据截至2019年中旬榜单发布前

资料来源：《Access International》，华安证券研究所整理绘制

■ 3.3 对标海外龙头——特雷克斯

■ 3.3.1特雷克斯发展历程

特雷克斯通过收购吉尼，布局高空作业平台。特雷克斯1986年成立，1991年上市，2002年收购吉尼，开始布局高空作业平台，2017年年初，Terex完成物料搬运及港口解决方案事业部的剥离，公司未来将专注经营高空作业平台、起重机与物料装卸三个业务部门。2019年特雷克斯实现营收43.53亿美元，同比-3.6%，其中高空作业平台27.27亿美元，占比63%，同比-7.6%。北美地区是其第一大销售市场，收入占比57%。

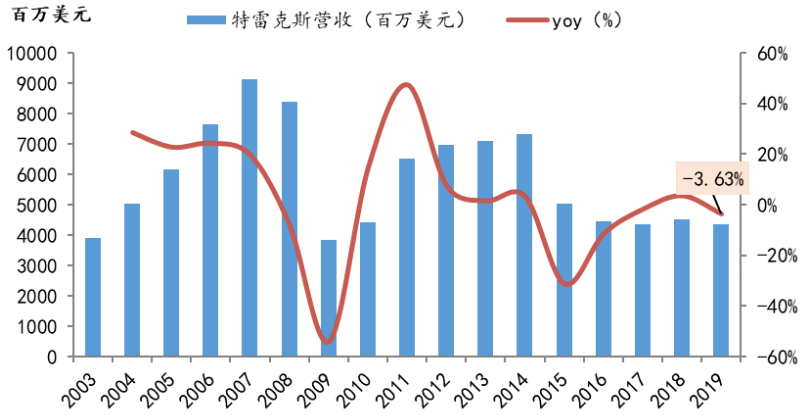
图表51：特雷克斯发展历程



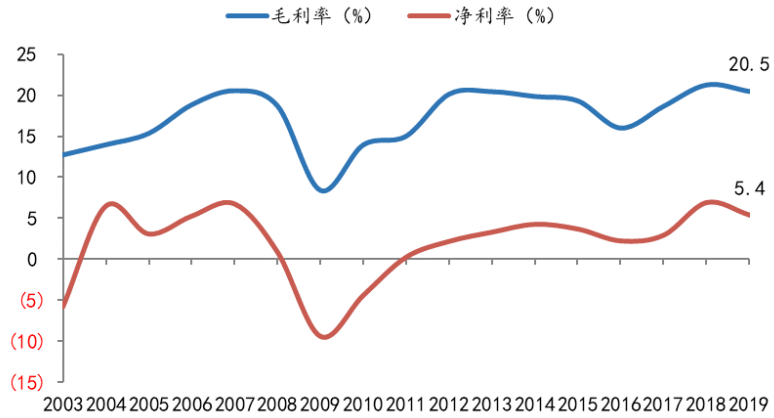
资料来源：特雷克斯官网，华安证券研究所

■ 3.3.1特雷克斯发展历程

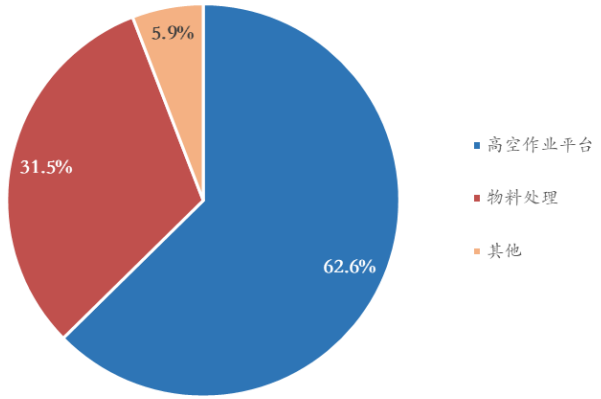
图表52：特雷克斯营收及同比增速



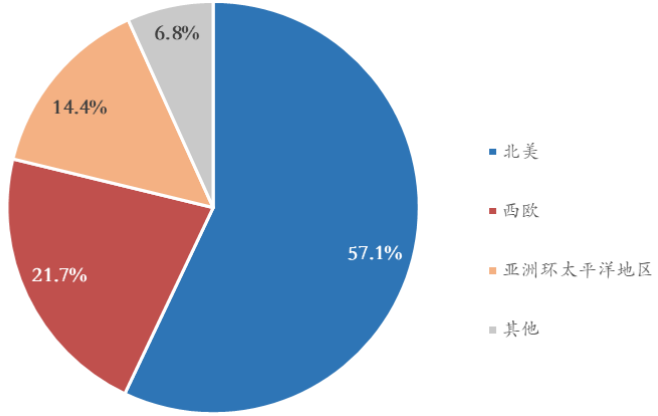
图表53：特雷克斯2003-2019年毛利率和净利率



图表54：2019年特雷克斯营收结构（按产品）



图表55：2019年特雷克斯营收结构（按地区）



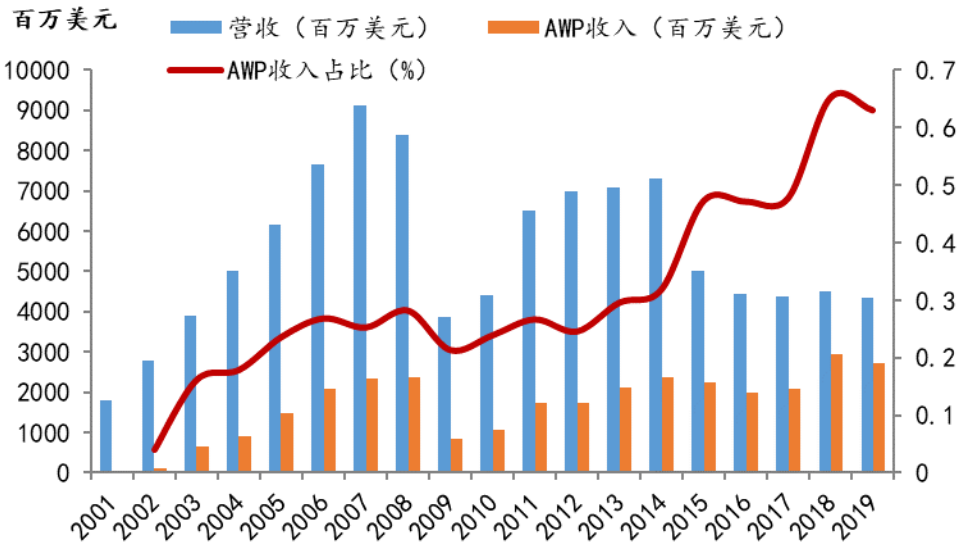
资料来源：彭博，华安证券研究所

■ 3.3.2 特雷克斯高空作业平台占比逐年提升，以臂式产品为主

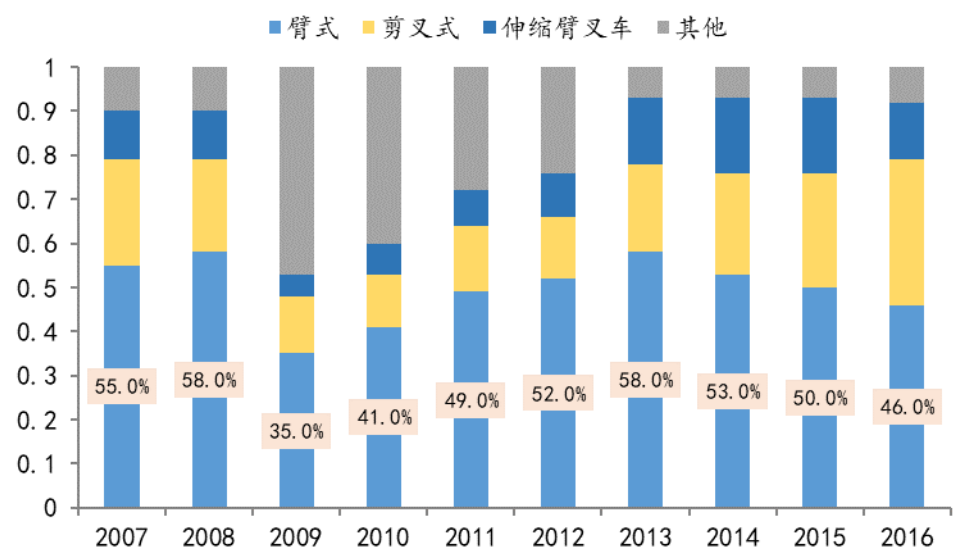
高空作业平台产品占比逐年提升。 2002-2019年特雷克斯高空作业平台产品营收占比由4.2% 提升至63.0%，2019年实现营收27.27亿元，是特雷克斯第一大收入贡献体。

臂式产品占比最高。从2007-2016年特雷克斯高空作业产品结构来看，臂式产品占比最高时达到58%，最低时也有35%，2016年高空作业平台产品营业收入里，臂式占比46%，剪叉式占比33%，剪叉式产品自2012年起，占比提升明显。（备注：2017年以后特雷克斯不再披露高空作业平台产品收入结构）

图表56：特雷克斯高空作业平台产品占比逐年提升



图表57：2007-2016年高空作业平台产品结构细分



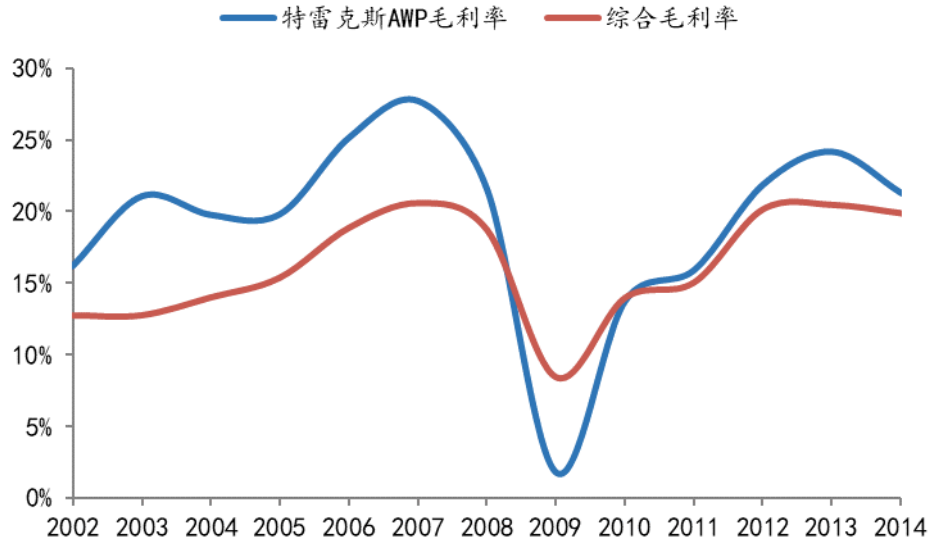
资料来源：彭博，华安证券研究所

■ 3.3.2 特雷克斯高空作业平台毛利率波动性较大，营业利润率低于鼎力

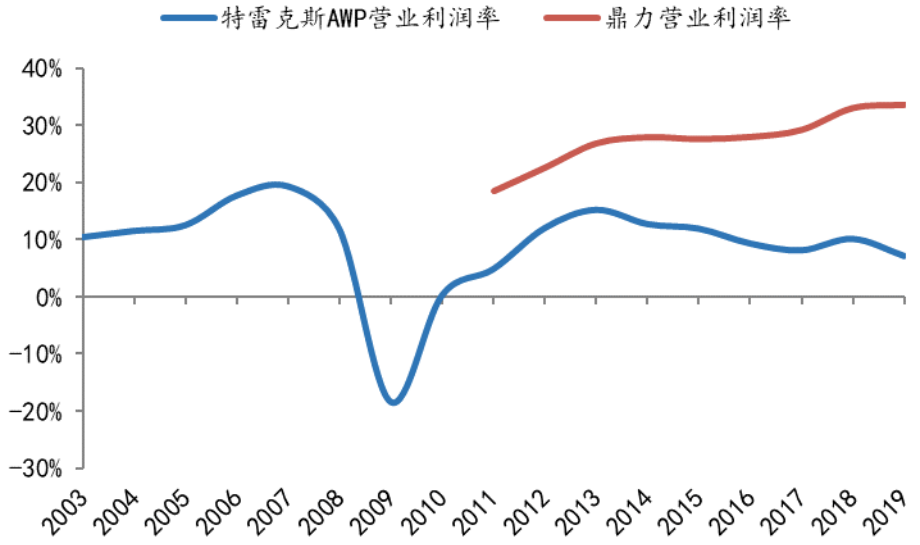
特雷克斯高空作业平台的毛利率波动大。由于2015年后，公司不再披露细分产品毛利水平，这里我们选取2002-2014年特雷克斯高空作业平台毛利率数据，对比发现，特雷克斯高空作业平台产品毛利最高时达到27.71%（2007年），最低时只有1.14%（2009年）。毛利率波动较大，且与浙江鼎力相比，毛利率水平偏低。

进一步比较营业利润率，特雷克斯高空作业平台业务仍低于鼎力。由于国外税率较高通常导致净利率较低，我们比较特雷克斯和鼎力的营业利润率，剔除税率影响。经对比发现，2011-2019年，特雷克斯营业利润率最高15.3%（2013年），最低4.9%（2011年），而鼎力则由18.5%持续提升至33.68%。

图表58：2002-2014特雷克斯高空作业平台毛利率对比综合毛利率



图表59：2003-2019年特雷克斯高空作业平台营业利润率对比鼎力



资料来源：彭博，华安证券研究所

四、浙江鼎力如何突出重围

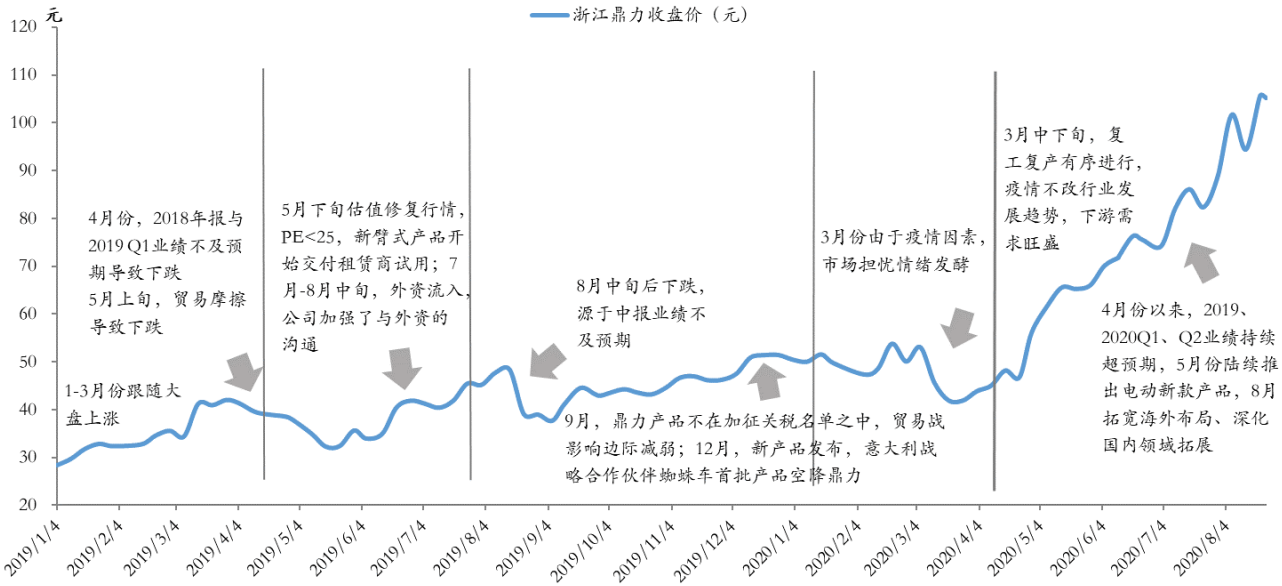
优势因素

■ 4.1 浙江鼎力：新臂式产品放量在即，业绩有望再上新台阶

从目前观察来看，剪叉式竞争已经比较同质化，臂式目前仍旧供不应求，以产定销的状态，我们认为这种趋势至少可以保持到2021年，也即在2021年之前，浙江鼎力的优势仍旧非常明显。因为在供不应求状态下，最先做出来的企业将抢占先机。尽管市场上各家企业都有臂式的产能，但是设计产能和实际产能仍有差别，从国产品牌各家企业进度来看，浙江鼎力新臂式项目有望于2020年8月份投产，是最有希望先大批量生产臂式的企业，且质量有保障，客户口碑好，因此先发优势会比较明显。

我们复盘鼎力2019年至今的股价走势，发现每次股价上涨背后的推动因素：1）贸易战边际向好；2）有新产品推出，新产品给客户试用；3）有新的租赁商客户，比如去年与日本最大租赁商合作；4）业绩超预期。预计在2020年8月份新臂式产品投产之前，公司将迎来估值和业绩双击，市值有望创新高。

图表60：浙江鼎力股价复盘图（2019年至今）

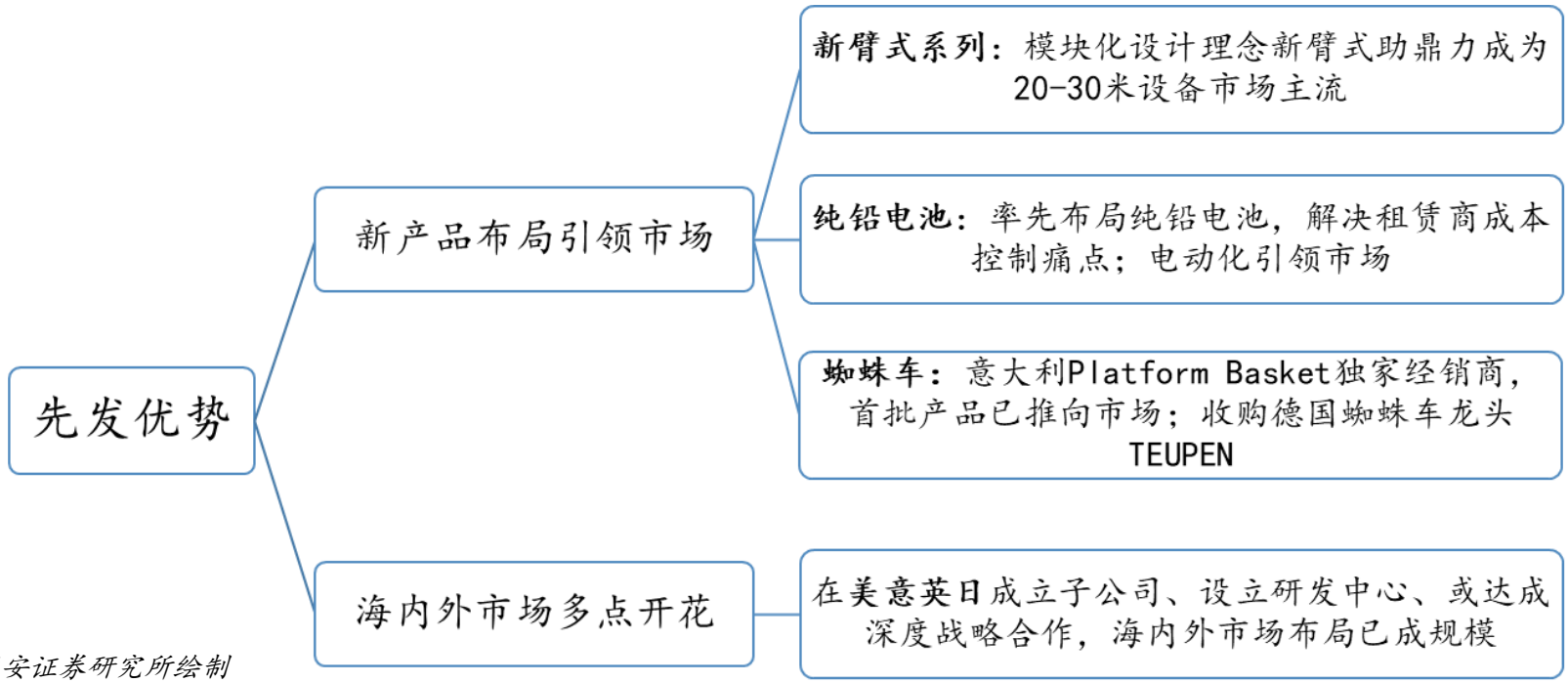


数据来源： wind，华安证券研究所

■ 4.2 优势一：产品布局和产能投放上具有先发优势

公司的先发优势体现在两个方面：①产品布局方面：新臂式产品具备成本优势和性能优势，有望成为20-30米市场主流产品；剪叉式率先布局纯铅电池产品，解决租赁商使用痛点问题；引入蜘蛛车产品，成为意大利Platform Basket独家经销商;2020年收购了德国蜘蛛车龙头。②产能投放进度方面：从市场主流制造商产能投放进度来看，浙江鼎力产能投放领先于大多数企业，有望率先抢占市场。

图表61：浙江鼎力在产品布局和产能投放上具有先发优势



数据来源： 华安证券研究所绘制

■ 4.2.1 产品布局方面

新臂式产品：秉承家族式模块化设计理念，具备性能和成本优势，有望成为20-30米设备市场主流。公司与Magni合作成立的鼎力欧洲研发中心推出全新臂式产品，直臂式覆盖16-30米工作高度；曲臂式覆盖16-28米工作高度。除了最大工作高度进一步提升外，平台载荷能力亦有所突破，直臂式达到454千克，曲臂式达到300千克，达到国际一流水平。

1. **成本优势：**模块化设计使公司新臂式产品的主要部件通用率达95%，结构件通用率达80%。其优势在于：

①多款机型维修保养方式一致，设备维修保养效率提升、人工成本降低；②一套易损配件即可应对所有机型突发故障，设备维修配件采购成本、仓储成本降低。

2. **浙江鼎力新臂式产品有望成为20-30米设备市场主流。**

对比高空作业平台海外龙头制造商产品布局，吉尼（特雷克斯）30-40米设备型号众多，应对客户需求全面；40米以上设备属于JLG（豪士科）的优势领域，其产品种类和性能都较为出色。鼎力新臂式由于其全新产品特点，在20-30米设备市场具备较高竞争力：①主要覆盖20-30米工作高度；②工作载荷达到国际一流水准；③下沉式设计，安全性高；④模块化设计，维保成本低；⑤搭载鼎力智能互联互通平台，数据整合售后服务能力强；⑥由于鼎力产品市场流通性，配件保障，品牌影响力，质量稳定性等因素，其二手设备残值高。

■ 4.2.1 产品布局方面：新臂式产品

图表62：公司新臂式产品及其性能参数

	自行走直臂式高空作业平台				自行走曲臂式高空作业平台	
型号	BT30RT	BT28RT	BT26RT	BT24RT	BA28RT	BA24RT
						
最大工作高度	30.3米	28.4米	26.7米	24.8米	28.1米	24.3米
最大水平伸距	22.7米	21.7米	20.2米	18.2米	19.1米	18.2米
最大安全载荷	454千克	454千克	454千克	454千克	230千克	300千克
整机尺寸（长*宽*高）	12.3*2.5*2.9米	11.4*2.5*2.9米	11.3*2.5*2.9米	10.4*2.5*2.9米	11.81*2.5*2.9米	9.82*2.5*2.9米
整机重量	18.21吨	18.18吨	16.57吨	14.65吨	18.20吨	17.11吨
最大跨越高度	–	–	–	–	9.1米	9.1米

资料来源：公司官网，华安证券研究所

■ 4.2.1 产品布局方面：全系列产品实现电动化，领先行业

剪叉式产品率先布局纯铅电池，解决租赁商痛点。浙江鼎力与全球知名的“电源系统领域专家”德国荷贝克公司联合研发的质保2年寿命达4年的纯铅电池已于2019年10月8日正式入市。电池是高空作业平台的主要易损配件，因此一款高效安全经济便捷的电池成为租赁商们控制运营成本的关键。相较于目前广泛采用的铅酸电池和锂电池，纯铅电池在安全性、高效性、经济性和便捷性上具备优势。而且对于租赁商来说，免维护，使用方便，解决行业痛点，广受好评。

图表63：铅酸电池和锂电池的优缺点

铅酸电池	锂电池
• 优点：价格适中 • 缺点：维护难度较高、寿命低、运营成本高	• 优点：高寿命、易维护 • 缺点：价格高、难回收、安全性不足

图表64：浙江鼎力开发的纯铅电池产品具有明显优势

安全性	•通过大幅降低自放电率，纯铅电池电量存储周期**高达24个月** •55摄氏度高温环境下安全工作，不存在自燃自爆风险
高效性	•纯铅电极，极板更薄，满足租赁商们对电池**大电流放电性能**和**高循环能力**的要求 •实现了**快速充电**及**间断性充电**特性，适用于高空作业平台随用随充的工作状态
经济性	•无需复杂的**电池管理系统**（BMS）控制，减少了电气元件的故障因素和成本投入 •**采购价格等同于普通铅酸电池**，报废后，回收**残余价值**仍较高
便捷性	•**匹配所有AMG充电器类型**，可随时替换至任意品牌高空作业平台 •自重及尺寸等同于普通铅酸电池

资料来源：公司官网，华安证券研究所

■ 4.2.1 产品布局方面：全系列产品实现电动化，领先行业

曼尼新款臂式全部实现电动化，填补市场空白。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，公司陆续对产品进行电动化升级，目前公司推出了7款模块化大载重电动臂式系列。公司在电动产品领域的布局具备先发优势，而且目前全球电动化臂式最高米数均在22米以下，鼎力的22-30米的电动臂式产品填补了市场空白。7月份，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。

图表65：公司各大类产品均已实现电动化

主要系列	部分型号	系列特点/优势	图例
直/曲臂式	BT（30-24）ERT、BA（28-20）ERT、GTBZ20AE、GTBZ18AE	7款臂式纯电驱动，2款车桥式，节能环保无噪音、维保便捷成本低，全系列配置80V620Ah高容量锂电池组，支持1.5小时快充	
剪叉式	JCPT2223DC、JCPT1614HD、JCPT1614DC、JCPT1008DC	纯电驱动，工作高度覆盖5.9~22米，最大荷载750kg，节能环保、零排放、无噪音，其中越野式适应环境能力强	
桅柱式	BT C01.450.UC、AMWP11.5-8100	采用高效蓄电池为动力，自行走式最大工作高度覆盖8~11.2m，自动化程度高；移动式，最大工作高度覆盖8~14m，价格经济	
高空取料平台	AMWP11.5-8100、AMWP9.5-1200/AMWP8-1200、GTWY12.5-2100/GTWY14-2100	最大工作高度覆盖8~14m，价格经济，适合酒店、机场等工况的高空作业环境	

资料来源：公司官网，华安证券研究所

■ 4.2.1 产品布局方面：蜘蛛车产品

2019年引入蜘蛛车产品，成为意大利 Platform Basket（全球高空作业平台制造商10强）在中国的独家经销商。蜘蛛车价格昂贵，均价150万/台，但安全性高、通用性强，2019年12月12日，首批蜘蛛车产品已经到达鼎力厂区，各类蜘蛛式高空作业平台工作高度覆盖11.4米-43.2米，未来有望在国内普及。

1. 安全性高：4条独立的蜘蛛式液控支腿，能够获得足够大的支撑面积，爬坡能力以及抗倾覆能力强，适应多种路面情况，如不平路面、倾斜地面以及有台阶的路面。
2. 通过性强：其自重相较平常的高空作业平台更轻，因此对地面承载能力要求低。同时具备旋转半径小，易通过狭窄通道等特点。

图表66：鼎力蜘蛛车产品特点及图例

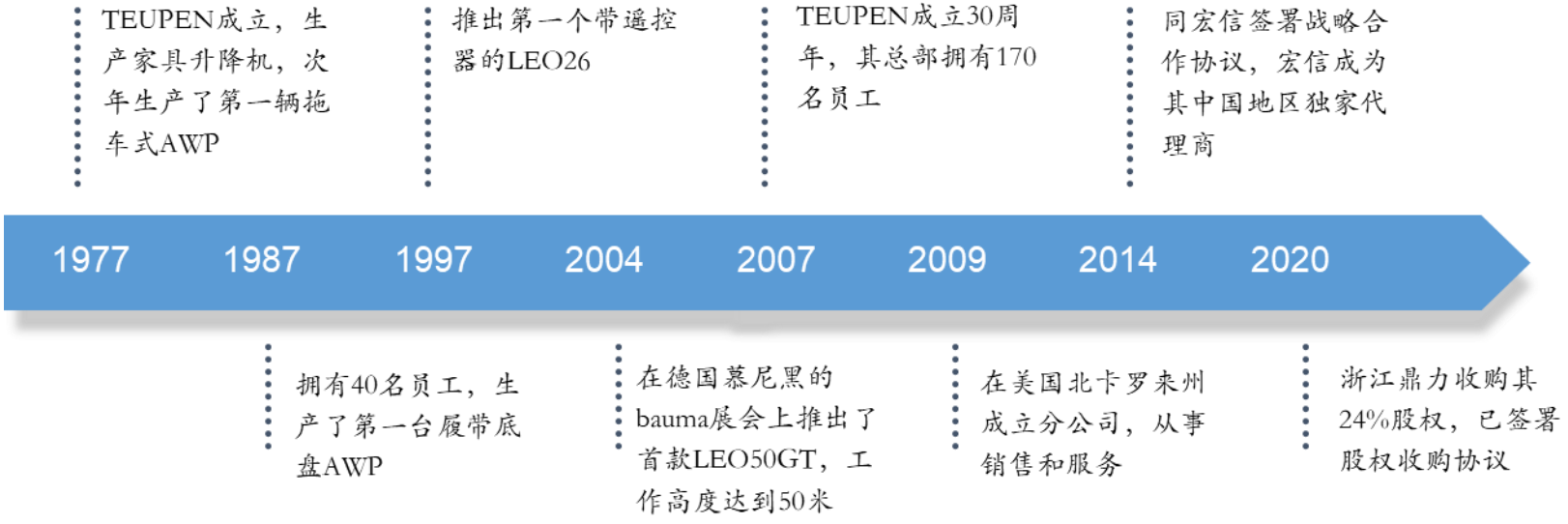
直臂式	曲臂式	通过松软不平路面	通过狭窄通道
			

资料来源：浙江鼎力官网，华安证券研究所

■ 4.2.1 产品布局方面：蜘蛛车产品

2020年8月，鼎力收购德国蜘蛛车龙头TEUPEN 24%股权，并计划成立新的欧洲研发中心（德国）。德国TEUPEN公司成立于1977年，由生产家具升降机起家，逐步转向高空作业平台领域，目前是全球产品系列最全（绝缘式\自行走\车载式等）、工作高度覆盖最广（12-50米）、载重量最大（120-400kg）的蜘蛛式高机制造商。2019年，全球高空作业平台排名（Access M20）第30，收入规模约3.18亿人民币。

图表67：德国TEUPEN发展历程



资料来源：TEUPEN官网，华安证券研究所

■ 4.2.1 产品布局方面：蜘蛛车产品

全球布局更进一步，在产品和技术研发上的先发优势更加凸显，主要体现在：

① **蜘蛛式新产品拓展**：一方面蜘蛛车重量轻、宽度窄，国内市场保有量仅几百台，属于国内市场具有差异化竞争力的新产品，市场空间广阔；另一方面，TEUPEN优势产品绝缘式蜘蛛车将助力高机在国内拓展电网领域，加速国内市场渗透率的提升。

② **新建研发中心突破高米数技术瓶颈**：此次收购股权后，鼎力还将以TEUPEN公司为驻点，设立全新的鼎力欧洲研发中心（德国），这也是继鼎力欧洲研发中心（意大利）后的又一技术全球化重要布局。德国TEUPEN高米数（40米以上）动臂技术相对成熟，双方合作成立的研发中心旨在开发自行走大载重、高米数臂式（36-50米）新产品，我们判断公司未来以市场换研发，产品竞争力将持续提升，实现合作共赢。

图表68：德国TEUPEN蜘蛛车产品介绍

工作高度划分	12-18米	21-24米	30-35米	40-50米
图例				
代表型号	LE012T、LE013GT、LE015GT、LE018GTplus	LE021GT、LE023GT、LE024GT	LE030Tplus、LE034GTplus、LE035Tplus	LE040GTx、LE050GT、PUMA42GTX
最大载重	120-200kg	200-250kg	400kg	200-400kg

资料来源：TEUPEN官网，华安证券研究所

■ 4.2.2 产能投放进度

从各个企业产品产能投放进度来看，浙江鼎力2015年上市后，募投项目1.1万产能，率先投产，2017年又定增8.8亿元用于新臂式产品，设计产能3200台/年，从产品产能投放进度来看，公司一直领先于行业大多数企业。未来几年，主流企业都有扩产计划，但是大部分投产都在2021年之后，公司新臂式项目预计于2020年8月份就将投产，率先抢占高端臂式产品市场。

图表69：主流制造商在建产能预计在2020-2021年陆续释放

公司	投产进度及扩产计划
浙江鼎力	2017年11月完成定增，拟投入8.8亿元用于大型智能高空作业平台建设项目（总投资9.77亿元），当前已投入3.84亿元，预计2020年5月投产
中联重科	1万剪叉+2000台臂式，臂式2019年下半年臂式产品产线投产
徐工机械	2018年7月完成定增，其中拟投入9.59亿元用于高空作业平台智能制造项目（总投资12.35亿元），当前已投入1.18亿元，规划1.5万剪叉+5000臂式，2019年8月投产，预计2020年中旬产能完全释放
美国JLG	2017年年底启动二期厂房建设计划，2019年9月与天津市保税区/空港经济区正式签订投资协议，在天津港保税区扩建制造工厂
特雷克斯（吉尼）	2018年8月签署常州3期工程投资协议，新增总投资1亿美元，2019年底全面启动，预计2022年实现投产，实现总产能3万台
snorkel	将在中国江苏金坛市占地3000平米的工厂中开通一条新的装配线
湖南星邦	2019年原有工业园扩建二期制造工厂，建设面积2.6万平方米，总投资7亿元，拟形成4200台/套直曲臂高空作业平台产能，预计2020-2021年投产
山东临工	2019年产量超预期，预计全年剪叉式产量1.5万台左右；2019年8月年产三万台高空作业机械项目开始动工建设

数据来源： 公司官网，公司公告，华安证券研究所

■ 4.2 优势二：绑定国内外龙头租赁商，实现“强强联合”

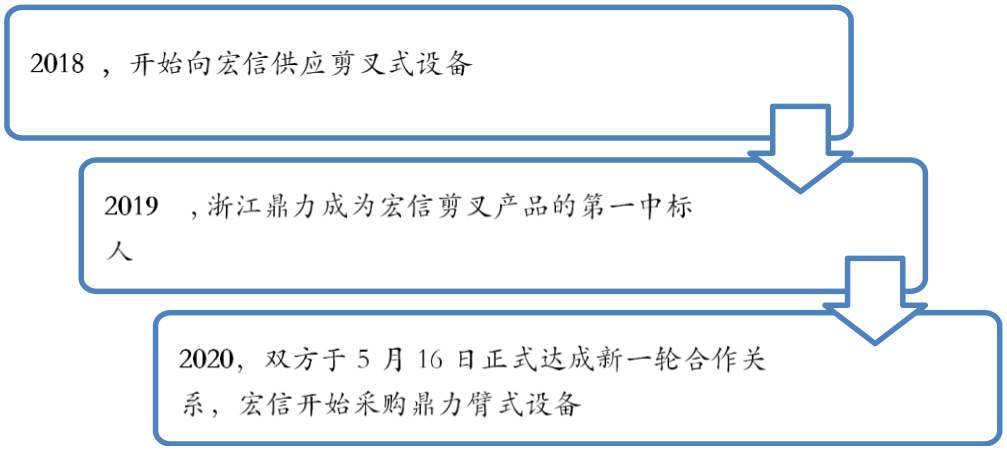
公司绑定优质租赁商龙头，强强联合。租赁商是高空作业平台产业链关键环节，深度绑定优质租赁商，互相成就，共同成长。

① 2018-2020年，公司与国内租赁商龙头宏信自剪叉式产品合作开始，战略协作关系不断加深。从《Access International》制造商排名来看，2015-2019年浙江鼎力排名由19跃升至第6名。而根据《International Rental News》，宏信建发在全球租赁商企业排名中，2018-2020年由82名升至第39名。龙头租赁商大量买设备，提升规模和营收水平，排名也逐步迈进前列，而制造商顺着下游租赁商买设备的大趋势，直接受益。

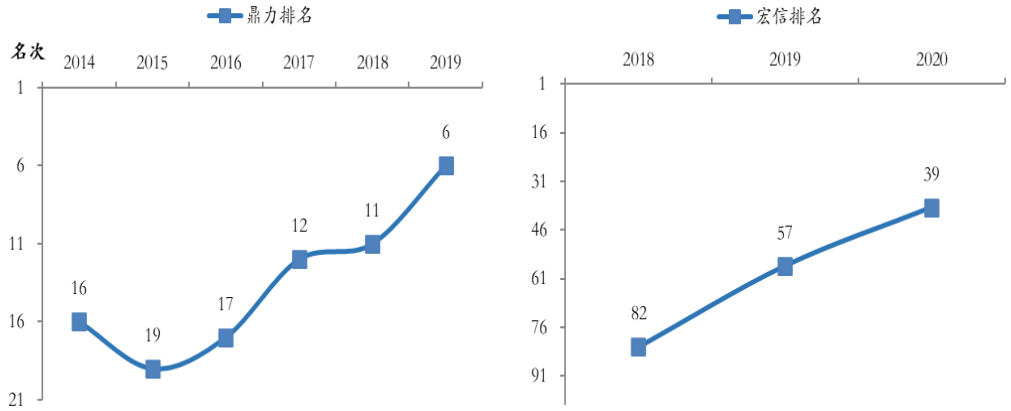
② 2020年8月，公司斩获欧洲租赁商Collé 300台大载重高米数（454KG、24米以上）臂式订单，Collé还将对现有产品进行重大升级，目标在2023年前，将所有设备中的至少50%转化为纯电动，此次订单表明公司正式将自主研发的高米数电动臂式产品带入欧洲市场，国际化进程进一步加速，未来合作潜力巨大。

③ 除宏信建发外，公司重要客户还包括中建锦程、日本的日建租赁、美国的联合租赁（间接供货）等。

图表70：浙江鼎力与宏信建发的合作历程



图表71：2019年浙江鼎力全球排名第6、宏信建发全球排名第39



资料来源：浙江鼎力官网，宏信建发官网，华安证券研究所

■ 4.3 优势三：国内、海外市场销售体系完善，多点开花

国内外市场多点开花，风险分散。公司目前在中国、欧洲、美国、日本等主流市场通过参股当地企业、与当地租赁商合作或者设立子公司的方式均有布局。一方面，加快公司国际化发展，提高国际知名度；另一方面，多渠道布局，多点开花，即使未来国内市场竞争激烈，利润率下行，公司也可以通过产能调配，转向海外市场，来对冲国内市场竞争加剧的风险。而海外市场如果因为贸易摩擦等原因，短期受挫，公司也可以转移产能至国内市场。

图表72：自2016年以来鼎力重要的海外投资



资料来源：浙江鼎力官网，华安证券研究所

■ 4.3 优势三：国内、海外市场销售体系完善，多点开花

2020年8月公司新动作不断，海内外布局不断深化。

- **国外（产品、技术投资）：**收购德国TEUPEN的24%股权并设立全新的鼎力欧洲研发中心（德国），实现技术共享，继收购意大利Magni（20%）后，进一步加强对欧洲地区的影响力。（具体可见8月19日发布的专题报告）
- **国内（直接参与终端应用领域拓宽）：**鼎力正式与国家电网直属产业单位、中国电力装备行业大型骨干和龙头企业——许继集团达成战略合作意向，确定了包括车载式绝缘型、蜘蛛式绝缘型等特种高空作业设备，以及鼎力现有纯电动高米数大载重臂式（454kg）和剪叉式等机型的合作方向。电网领域的高机设备使用频率高，更倾向直接采购且采购量较大，借助德国TEUPEN绝缘蜘蛛车技术，鼎力解决了客户正面临进口设备采购周期长、维修响应慢、购置成本高等难题，实现对国内电网领域的加速渗透和国产替。国内用电网络规模宏大，未来特种设备需求空间巨大，鼎力的积极布局进一步稳固公司的先发优势。

图表73： 德国TEUPEN主要生产12-50米工作高度的履带式蜘蛛车

工作高度划分	12-18米	21-24米	30-35米	40-50米
图例				
代表型号	LE012T、LE013GT、LE015GT、LE018GTplus	LE021GT、LE023GT、LE024GT	LE030Tplus、LE034GTplus、LE035Tplus	LE040GTx、LE050GT、PUMA42GTX
最大载重	120-200kg	200-250kg	400kg	200-400kg

资料来源：TEUPEN官网，华安证券研究所

■ 4.3 优势三：国内、海外市场销售体系完善，多点开花

图表74：浙江鼎力在全球市场的布局

国家	相关公司	参与方式	备注
中国	鼎力租赁股份有限公司	子公司	融资租赁公司的成立一方面为有资金需求的客户提供融资平台，促进公司的产融结合；另一方面作为公司资本利用和人才升级的平台，拓展公司业务领域，培育新的利润增长点，提升核心竞争力、盈利能力
	鼎策融资租赁有限公		
	上海宏信工程设备有限公司	签署协议	在2018年与全国领先的设备运营服务商上海宏信工程设备有限公司签订战略合作协议。
	中建锦程	主要供应商	中建锦程是浙江鼎力国内最大的下游客户，是国内高空作业平台租赁商前十，其中中建锦程剪叉式的供应商为浙江鼎力
	许继集团	达成合作意向（2020年8月）	国家电网直属产业单位、中国电力装备行业大型骨干和龙头企业。作为终端应用客户，电网系统的AWP正面临进口品牌设备周期长，维修响应慢，购置成本高等问题，对国产替代、绝缘技术、零排放的特种awp需求大，鼎力同其在蜘蛛式绝缘awp以及现有的电动大载重臂式和剪叉式等产品达成合作意向，深化国内电网领域高机渗透率。
美国	家得宝	供应商	2015年公司产品成功进入美国前两大建材超市家得宝和劳氏
	劳氏		
	CMEC	收购股份	2017年收购美国CMEC 25%股份，CMEC是美国一家拥有 40 多年品牌历史的高空作业品平台生产销售企业，业务覆盖美国及欧洲地区，与美国当地大型租赁公司保持良好的合作关系，旗下“MEC”品牌在美国市场具有一定知名度，有利于提高海外市场影响力，促进北美市场拓展。
意大利	Magni	收购股份	2016年浙江鼎力收购意大利Magni20%股份，Magni为意大利知名的智能伸缩臂高位叉装车制造商，集研发、生产、销售为一体，产品遍及欧洲、美洲、亚洲、南非及中东等地区，有利于提高海外市场影响力，Magni销售网络为公司扩大欧洲市场销售提供了便利渠道，促进海外市场拓展。
	鼎力欧洲研发中心（意大利）	合作成立	与Magni合作成立鼎力欧洲研发中心，使公司在高端智能高空作业平台领域具有国际领先的技术实力，在合作的四年里，制造推出10款臂式新品，逐渐被市场认可推崇。
德国	TEUPEN	收购股份	2020年收购其24%股权，技术与市场共享，有望实现双赢，侧面验证公司超强资源整合能力。蜘蛛式新产品拓展：一方面蜘蛛车国内市场保有量仅几百台，属于国内市场具有差异化竞争力的新产品；另一方面，TEUPEN优势产品绝缘式蜘蛛车有利于拓展国内电网领域，加速国内渗透率提升
	鼎力欧洲研发中心（德国）	合作成立	德国TEUPEN高米数（40米以上）动臂技术相对成熟，双方合作成立的研发中心旨在开发自行走大载重、高米数臂式（36-50米）新产品
英国	Dingli Machinery UK Limited	全资子公司	经营范围为高空作业平台的销售和服务。该项投资有利于公司海外市场的拓展，能够提高海外市场产品、服务的响应速度，有利于提升客户服务和品牌形象，提高产品竞争力，加快公司国际化发展。
日本	日建租赁	供应商	在2019年浙江鼎力与**日本**最大租赁公司日建租赁开展合作，打开了日本市场，是对公司产品质量的肯定。
卡塔尔（中东地区）	QTEC	合作	2015年与卡塔尔本土的大型工程建筑设备品牌代理销售公司 QTEC 展开全面合作，为公司产品在中东市场的销售打下坚实基础。

资料来源：浙江鼎力官网，华安证券研究所

■ 4.4 优势四：零部件自制率高，品牌知名度+服务领先行业

浙江鼎力零部件自制率高，生产链条长，效益提升空间大。相比于同行外协方式，浙江鼎力从前段结构件加工—焊接、折弯—组装—喷漆等环节，自制率极高，这也是公司利润率高于同行的原因之一，且在生产环节，不断优化改善生产工艺和流程，通过增加机器人设备，优化装配线生产节拍，提升生产效率，已实现自动化总装生产线每 8 分钟下线一台剪叉式产品。

公司品牌在国内外拥有较高知名度和认可度。通过多年积累，公司凭借技术创新能力、产能优势、优质的质量及良好的售后服务能力在国内一直处于领先地位，2019年，公司位列全球高空作业平台制造商第6，且为唯一一家跻身十强的中国品牌。对品牌的了解和偏好程度，是租赁商形成采购决策的基础。近年来，公司全球销售规模的增长、客户数量的增多，销售区域的扩大，都充分体现了公司的品牌竞争优势和市场影响力。

公司首推业内两大增值服务：①电驱动剪叉式高空作业平台质保期延至两年（轮胎和电池除外）；②高空作业平台再制造服务，实现循环、节能、环保、智能的高端利用。《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。**公司是国内首家也是目前唯一一家提出高空作业平台再制造的企业。**

图表75：浙江鼎力再制造工艺



资料来源：浙江鼎力官网，华安证券研究所

五、新臂式放量在即 公司业绩有望创新高

投资建议

5.1 投资建议—投资评级与风险提示

投资评级与估值：

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51、36、28倍。**业绩高增长，成长属性显著，维持“买入”评级。**

风险提示：疫情控制不及预期；逆周期调节力度偏弱；基建、地产投资增速大幅下滑；海外市场拓展不及预期。

图表76：盈利预测与估值简表（按8月24日收盘价计算）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	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（百万元）	694.08	1003.13	1424.93	1852.8
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	51.11	35.98	27.67
P/B	10.60	15.65	11.70	8.80
EV/EBITDA	32.75	29.03	19.82	14.55

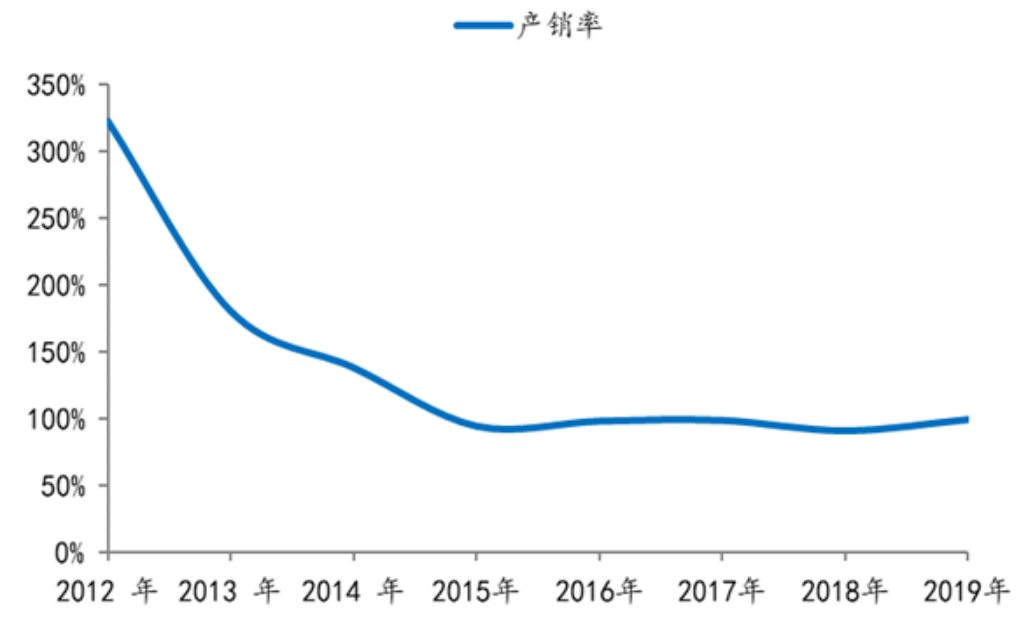
资料来源：wind，华安证券研究所

5.2 附表——产能利用率/产销率

图表77：2012-2019年浙江鼎力产能利用率



图表78：2013-2019浙江鼎力产销率



资料来源：wind，华安证券研究所绘制

5.2 附表——分产品营收

图表79：浙江鼎力业绩分业务拆分表

报告期	2018年报	2019年报	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,707.54	2,389.35	3,763.49	5,182.96	6,787.36
同比增长	49.89%	39.93%	57.51%	37.72%	30.96%
营业成本	998.56	1,437.12	2,288.18	3,112.86	4,080.24
营业毛利	708.98	952.23	1,475.31	2,070.10	2,707.11
毛利率	41.52%	39.85%	39.20%	39.94%	39.88%
高空作业平台（占比）	96.10%	94.46%	95.42%	95.68%	95.71%
收入	1,640.91	2,256.88	3,591.28	4,959.09	6,496.32
同比增长	49.30%	37.54%	59.13%	38.09%	31.00%
成本	981.30	1,394.69	2,288.18	3,112.86	4,080.24
毛利	659.60	862.19	1303.10	1846.23	2416.08
毛利率(%)	40.20%	38.20%	36.28%	37.23%	37.19%
剪叉式高空作业平台（占比）	75.13%	76.95%	62.22%	56.48%	51.75%
收入	1,282.82	1,838.60	2,341.70	2,927.12	3,512.54
同比增长	50.32%	43.32%	27.36%	25.00%	20.00%
销量（台）	22173	26686	36026	45033	54039
均价（元）	57855.15	68897.55	65000.00	65000.00	65000.00
成本	757.77	1,107.61	1,428.43	1,800.18	2,177.78
毛利	525.06	730.99	913.26	1,126.94	1,334.77
毛利率(%)	40.93%	39.76%	39.00%	38.50%	38.00%
桅柱式高空作业平台（占比）	8.84%	5.33%	3.97%	3.13%	2.63%
收入	150.89	127.32	149.58	161.97	178.78
同比增长	4.98%	-15.62%	17.49%	8.28%	10.38%
销量（台）	4458	3744	4306	4736	5210
均价（元）	33848.03	34006.41	34741.63	34198.35	34315.46
成本	87.99	76.76	89.75	97.18	107.27
毛利	62.90	50.56	59.83	64.79	71.51
毛利率(%)	41.69%	39.71%	40.00%	40.00%	40.00%
臂式高空作业平台（占比）	12.13%	12.18%	29.23%	36.08%	41.33%
收入	207.19	290.96	1,100.00	1,870.00	2,805.00
同比增长	103.23%	40.43%	278.06%	70.00%	50.00%
销量（台）	548	807	2200	3740	5610
均价（元）	378085.85	360545.23	500000.00	500000.00	500000.00
成本	135.55	210.33	770.00	1,215.50	1,795.20
毛利	71.65	80.63	330.00	654.50	1,009.80
毛利率(%)	34.58%	27.71%	30.00%	35.00%	36.00%
其他业务（占比）	3.90%	5.54%	4.58%	4.32%	4.29%
收入	66.63	132.47	172.21	223.87	291.04
同比增长	66.24%	98.81%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	17.22	42.43	51.66	67.16	87.31
毛利	49.41	90.04	120.55	156.71	203.73
毛利率(%)	74.15%	67.97%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：wind，华安证券研究所

5.3 附录——历史报告合辑

- 2020.06.17 首次覆盖深度报告《浙江鼎力：臂式放量在即，开启供给驱动型新周期》
- 2020.08.06 公司跟踪报告《浙江鼎力：新臂式产能释放在即，全球订单先行》
- 2020.08.18 公司专题报告 《浙江鼎力：业绩如期高增长，海外布局再下一城 》

Dingli®


臂式高空作业平台
电动系列


臂式高空作业平台
发动机系列


剪叉式高空作业平台
发动机系列


剪叉式高空作业平台
电动系列


桅柱式高空作业平台
电动系列


高空取料平台 电动
系列

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资目标、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方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。

谢谢！