



买入

25% ↑

目标价格:人民币 90.00

原目标价格:人民币 68.00

603338.CH

价格:人民币 71.72

目标价格基础:39倍 18年市盈率

板块评级:增持

浙江鼎力

迎接海外市场快速提升期

浙江鼎力作为中国高空作业平台制造商龙头,自上市以来业绩持续高增长,今年前三季度已实现收入与利润分别为 8.66 亿、2.27 亿,同比分别增长 74%、70%。展望未来,我们判断国内高空作业平台远景市场存量将增加约 32 万台对应 500 亿,而目前正处于加速发展阶段,中期增速可保持 30-50%,短期增长有望因制造业景气度提升而靠近 50%;国外仅欧美更新市场即达到 14-15.5 万台,叠加温和的新增需求,快速提升的中国制造商有望持续扩张。公司近年来在技术创新与产品研发、市场开拓与维护、制造效率提升方面不断加深竞争优势,尤其是海外市场正处于从布局培育到全面快速提升的转折点,我们判断公司仍处快速扩张通道,预计 2017-2019 年归母净利润复合增速 44.5%,继续予以推荐,维持买入评级。

支撑评级的要点

- **多角度提升竞争实力,公司在海外市场迎来全面加速契机。**公司目前在国内外市场分别处于龙头与新进入者的不同竞争地位,近年来通过技术创新不断研发完善产品体系,通过深入合作与推陈出新开拓并维护市场,通过全自动化生产线建设提升制造效率降低成本等多角度深化竞争优势。欧洲、美国、日本市场均有突破性进展,多年海外布局培育正进入全面加速阶段。
- **海外更新需求巨大,国内制造商地位快速上升。**2017 年全球高空作业平台租赁商设备保有量接近 120 万台,其中美国与欧洲十国分别达到 58.2 与 27.6 万台。我们测算仅此两地区年均更新需求达到 14-15.5 万台,经济乐观预期也将推动新增需求温和上升。全球制造商中中国企业不断涌现,凭借不断成熟的技术与渠道地位快速上升。
- **国内高空作业平台市场进入加速发展期。**我们测算国内高空作业平台保有量密度远景可达到美国的 20-30%,对应设备新增存量与市场空间中位数约合 32 万台、500 亿。行业成长性远强于周期性,中期增速可保持 30-50%,2018 年有望因制造业景气度提升增速达到 50%。
- **产品高端化提供中期成长动力。**公司已完成非公开发行,募集资金净额 8.64 亿投入“大型智能高空作业平台建设项目”。高端产品产能建设有利于公司产品结构优化、竞争壁垒抬升与盈利能力提高,以供中长期持续增长。

评级面临的主要风险

- 海外市场拓展不顺,国内竞争加剧导致盈利性下降,高端产品开发不顺

估值

- 上调公司 2017-2019 年净利润预期至 2.82 亿、4.05 亿、5.28 亿,对应摊薄后每股收益 1.6 元、2.3 元、3.0 元,基于良好的成长性与优异的盈利能力,给予目标价 90 元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	479	695	1,182	1,631	2,209
变动(%)	28	45	70	38	35
净利润(人民币 百万)	126	175	282	405	528
全面摊薄每股收益(人民币)	0.774	1.076	1.595	2.291	2.983
变动(%)	2.5	39.0	48.3	43.6	30.2
全面摊薄市盈率(倍)	92.7	66.7	45.0	31.3	24.0
价格/每股现金流量(倍)	103.7	81.9	50.6	34.7	24.3
每股现金流量(人民币)	0.69	0.88	1.42	2.07	2.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.0	63.3	32.1	24.1	16.6
每股股息(人民币)	0.077	0.162	0.144	0.206	0.268
股息率(%)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	40.1	(3.6)	18.6	36.6
相对上证指数	35.2	0.1	20.8	34.3

发行股数(百万)	177
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	3,315
3 个月日均交易额(人民币 百万)	65
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
许树根	47

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以 2017 年 12 月 8 日收市价为标准

相关研究报告

《浙江鼎力投资美国高空作业平台制造商,海外发展呈现加速》20171204

《浙江鼎力:一季度业绩大幅超预期,高成长故事正在持续》20170427

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备:专用设备

闵琳佳

(8621)20328512

linjia.min@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080002

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

目录

加速发展的国内 AWP 市场机遇与竞争并存	5
我国高空作业平台市场已进入加速发展期	5
国内市场远景空间有多大?	5
短期看, 需求增速究竟几何?	8
租赁商繁荣与制造商竞争加剧	10
容量巨大的海外市场与快速上升的中国制造商	12
成熟市场的更新需求	12
持续集中的租赁商	15
五大制造龙头地位稳固, 规模变化较小	16
快速上升的中国制造商	16
浙江鼎力: 紧抓机遇, 再次进击	18
历史成长验证的优质龙头公司	18
全方位提升的竞争优势	19
紧抓市场机遇, 增发布局高端产品	23
盈利预测与估值	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 高空作业平台 (AWP) 设备推广过程.....	5
图表 2. 各国家与地区高空作业平台存量对比.....	6
图表 3. 单位建筑行业产值高空作业车保有量.....	6
图表 4. 各类高空作业平台应用范围.....	6
图表 5. 全球租赁商高空作业平台结构.....	7
图表 6. 国内租赁商高空作业平台结构.....	7
图表 7. 国内高空作业平台远景空间测算.....	7
图表 8. 国内高空作业平台销量及租赁商保有量估测.....	8
图表 9. 脚手架与剪叉式平台的成本对比案例.....	9
图表 10. 国内建筑业工人工资与从业人数.....	10
图表 11. 中国建筑业总产值累计同比增速.....	10
图表 12. 国内厂商对比.....	11
图表 13. 2014 年全球租赁商高空作业平台保有量.....	12
图表 14. 全球租赁商高空作业平台保有量结构.....	12
图表 15. 美国租赁商高空作业平台保有量情况.....	12
图表 16. 北美租赁商存量高空作业平台结构.....	13
图表 17. 欧洲十国租赁商高空作业平台保有量情况.....	14
图表 18. 欧洲租赁商存量高空作业平台结构.....	14
图表 19. 2017 年全球高空作业平台前十大租赁商.....	15
图表 20. 全球前 50 大租赁商高空作业车保有量.....	15
图表 21. 十大租赁商保有量占前 50 大租赁商保有量比例.....	15
图表 22. 2017 年全球高空作业平台前十大租赁商.....	16
图表 23. 国内制造商排名变化.....	17
图表 24. 营业收入与增速.....	18
图表 25. 归母净利润与增速.....	18
图表 26. 2016 年收入的产品结构.....	18
图表 27. 2016 年收入的地区结构.....	18
图表 28. 盈利能力超群.....	19
图表 29. 深挖护城河.....	19
图表 30. 坚持创新驱动, 持续提高科研能力.....	20

图表 31. 完善产品体系.....	20
图表 32. 国内外市场开拓与维护.....	21
图表 33. CMEC 产品系列.....	22
图表 34. 高度自动化下人均资本占有.....	22
图表 35. 全体员工人均产出.....	22
图表 36. 项目投资构成.....	23
图表 37. 收入拆分.....	24
损益表(人民币 百万).....	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

加速发展的国内 AWP 市场机遇与竞争并存

我国高空作业平台市场已进入加速发展期

高空作业平台作为国内工程机械最后一块蓝海市场，已从最初的市场培育期逐渐过渡至加速发展期。高空施工安全要求提高及经济性愈加凸显是推动行业快速发展的内在动力：

(1) **安全性：** 相较传统脚手架，高空作业平台可以降低安全事故率，保障高空作业安全。

(2) **经济性：** 高空作业平台可以减少用工劳动力，提高工作效率，缩短工期，施工成本得以减少。

目前，行业应用地区已从北上广深等沿海发达地区推广至内陆地区，并且在内陆较发达地区渗透率快速提升，应用场景也从最初的电子厂房建设扩张至各类厂房建设、各类公共场馆、机场、市政工程、道路桥梁维护、航空航天制造以及大型超市、物流、工业企业的日常使用。

图表 1. 高空作业平台 (AWP) 设备推广过程

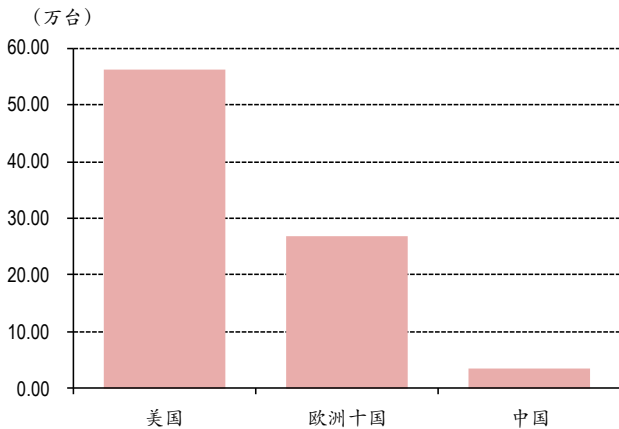
年度	阶段	应用行业	推广地域	设备来源	设备品牌
2004-2008	市场培育期	电子厂建设	北上广等沿海发达地区	主要为欧美和港台淘汰的二手设备，新购部分进口设备	主要为 Genie 和 JLG Haulotte、Aichi、Skyjack 等品牌开始布局，运想和鼎力等国内厂家开始研发相关产品
2009-2011	缓慢发展期	电子/汽车/化工工厂建设、船舶建造、航天制造、机场/展馆/酒店维护	沿海地区逐步扩散	外资国产化 国产厂家开始成长	Genie、JLG 和 Haulotte 等外资品牌为主，出现运想、鼎力和星邦等国产品牌
2012-2014	快速发展期	电子/汽车/化工工厂建设、航空航天制造、机场/展馆/酒店维护、超市/物流/工业企业日常使用	沿海地区成熟，向内陆渗透	国产厂家逐步成熟，中低端产品可以替代进口设备	Genie、JLG 和浙江鼎力三强格局形成，其他品牌包括 Haulotte、Aichi、Skyjack、星邦、运想、高立、美通等多品牌竞争
2015-2020	加速发展期	电子/汽车/化工工厂建设、机场/展馆/市政工程/道路桥梁维护、航空航天制造、超市/物流/工业企业日常使用	内陆渗透率快速提升	国产厂商占据中低端市场，并在高端市场加快替代	鼎力为主导，鼎力、星邦、徐工、运想、美通等国产品牌在中低端产品线上竞争，鼎力与 Genie、JLG 等外资品牌在高端产品线上竞争

资料来源：各租赁商调研反馈，中银证券

国内市场远景空间有多大？

虽然我们认为高空作业平台在国内已经进入加速发展期，但是由于起步晚，国内高空作业平台与发达国家相比无论从保有量绝对值还是相对值而言均处于极低的水平，市场潜力巨大。绝对值方面，我们估测截至 2017 年底全国租赁商高空作业平台存量约 3.5 万台，而 2016 年美国、欧洲十国该存量数据已经达到 56.1 万台和 26.9 万台。从相对值来看，2016 年我国平均每亿美元建筑业产值对应仅 0.75 台高空作业平台，而美国同年已经高达 48 台/亿美元，悬殊巨大。

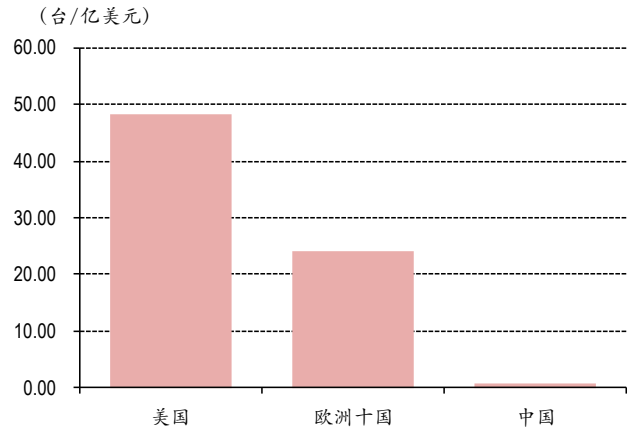
图表 2. 各国家与地区高空作业平台存量对比



资料来源: IPAF, 中银证券

*美国、欧洲十国数据为2016年底租赁商设备存量, 中国为2017年底租赁商设备存量估测数

图表 3. 单位建筑行业产值高空作业车保有量



资料来源: IPAF、美国商务部、中国统计局、中银证券

*美国、欧洲十国、中国均为2016年数据

国内高空作业平台不仅在保有量方面与发达国家有着巨大差距, 在产品结构方面也有着巨大不同。按照产品举升结构, 高空作业平台通常可分为剪叉式、臂式、桅杆式等, 实际操作中可根据需要按照高度与应用场景进行搭配。

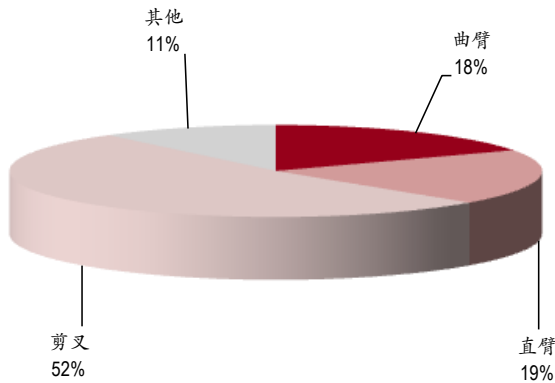
图表 4. 各类高空作业平台应用范围

	<p>剪叉式</p> <ul style="list-style-type: none"> • 6米-22米中低高度 • 适用于厂房与建筑物内部与部分外部装修
	<p>直臂式</p> <ul style="list-style-type: none"> • 14米以上中高高度 • 适用于建筑物外部、航空航天、造船等需要空中外伸的操作
	<p>曲臂式</p> <ul style="list-style-type: none"> • 12米以上中高高度 • 适用于建筑物外部、航空航天、造船等需要空中外伸的操作
	<p>桅杆式</p> <ul style="list-style-type: none"> • 6-11米较低高度 • 适用于建筑物内部装修及超市、仓储等应用

资料来源: 网络资料、中银证券

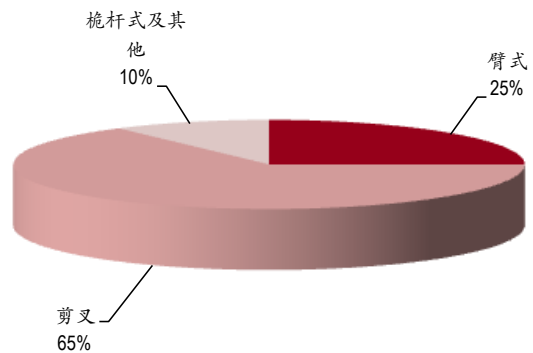
根据 IPAF 统计数据, 2014 年全球租赁商高空作业平台保有量中 37% 是臂式(包括直臂与曲臂)高空作业平台, 52% 是剪叉式; 同年国内租赁商高空作业平台保有量中 65% 是剪叉式, 25% 是臂式。与臂式高空作业平台相比, 剪叉式价值量较小。仅以浙江鼎力披露数据为例, 2016 年公司销售的剪叉式高空作业平台平均单价为 7 万元/台, 而臂式产品平均单价为 37.2 万/台, 后者是前者的 5.3 倍! 随着国内高空作业平台行业持续向发展, 以臂式为代表的高端产品占比也将持续提高, 为制造商提供更高的价值空间。

图表 5. 全球租赁商高空作业平台结构



资料来源: IPAF, 中银证券

图表 6. 国内租赁商高空作业平台结构



资料来源: IPAF, 中银证券

2016 年我国建筑业总产值 19.36 万亿人民币 (约合 2.93 万亿美元), 假设这一总量不变, 如果达到美国的单位产值保有量, 我国高空作业平台保有量将有达到 141.4 万台, 按照全球目前保有量产品结构估测新增市场可达 2588 亿。

美国对于高空作业有着严苛的安全规定, 法律要求离地高度超过 10 英尺时必须要有工作平台, 木桩脚手架使用限高 18.28 米, 扣件式钢管脚手架使用限高 38.1 米。而目前国内尚无相关强制性法律, 可以预见的将来也并无出台相关法律的规定, 国内推动高空作业平台发展的仍是安全性与经济性, 因而即使是远景而言, 国内保有量密度也无法达到美国水平。

2015 年美国建筑工人年平均工资超过 3.5 万美元, 而 2016 年中国建筑业工人年平均工资为 5.21 万人民币, 前者是后者的 4.4 倍。综合考虑国内建筑业发展、人工工资增长等因素, 我们认为国内高空作业平台保有量密度远景可达到美国的 20-30%, 对应设备新增量 24.8-38.9 万台, 对应市场空间 380-615 亿, 中位数约合 31.85 万台新增设备、497.5 亿市场空间。

图表 7. 国内高空作业平台远景空间测算

远景假设	保有量密度 (台/亿美元)	对应保有量 (万台)	扣除 2017 年 底保有量后 的新增量			剪叉式 占比	臂式 占比	其他 占比	剪叉式 均价 (万元)	臂式 均价 (万元)	其他 均价 (万元)	市场空间(亿元)
			剪叉式	臂式	其他							
100%	48.2	141.4	137.9	52%	37%	11%	7	40	3	2,588		
50%	24.1	70.7	67.2	59%	31%	10%	7	40	3	1,126		
40%	19.3	56.5	53.0	61%	29%	10%	7	40	3	864		
30%	14.5	42.4	38.9	62%	28%	10%	7	40	3	615		
20%	9.6	28.3	24.8	64%	26%	10%	7	40	3	380		
10%	4.8	14.1	10.6	65%	25%	10%	7	40	3	158		

资料来源: 中银证券

短期看，需求增速究竟几何？

在租金下降、渗透率逐步提升、发展区位与应用场景扩张的共同作用下，2015年市场开始加速发展。根据市场调研，我们预计2017年国内高空作业平台销售量约1.4万台，较去年增长50%以上。

在经历了2017年高速增长后，未来几年的行业增速是投资者最为关心的问题。我们试图从影响行业需求变化的主要因素入手，通过定性与定量的分析拆解行业增速之谜。

图表 8. 国内高空作业平台销量及租赁商保有量估测

	2014	2015	2016	2017E
销售量 (万台)	0.5	0.65	0.90	1.4
租赁商保有量 (万台)	0.9	1.3	2.2	3.5
租赁商采购占比	50%	60%	90%	90%

资料来源：中银证券

成长性因素：人工替代的经济性

我们认为以高空作业平台替代人工带来的成本降低始终是提高渗透率最为核心的因素，且这一因素作为成长性动因不随下游投资周期性变化。

以经济性为例，在2014年以前使用高空作业平台进行施工的地区基本集中在北京、上海两地，主要原因在于当时以进口品牌为主的设备价格高企，租赁市场不发达租金居高不下，只有北京、上海等发达地区的建筑工人收入水平下方能凸显设备的经济性。随着国产品牌的崛起与租赁商扩容，设备购置成本与租金快速下降，2014年租金水平几乎腰斩，2015-16年租金持续下降，设备回收期也从1-1.5年上升至3-3.5年的国际平均水平，因而到2017年租金开始稳定。据我们市场调研了解，目前主流7米剪叉式高空作业平台月租金约为2500-2800元，10米剪叉式高空作业平台月租金约为3000-3500元。经我们测算，以目前租金水平，10米剪叉式设备替代脚手架作业若需节省30%的总成本仅需人工成本高于106元/天。

图表 9. 脚手架与剪叉式平台的成本对比案例

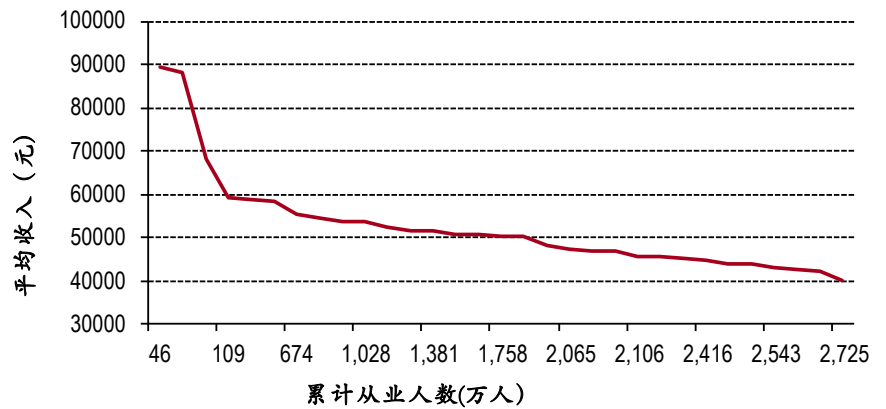
项目	10m 高空作业对比	
	脚手架	充电款剪叉式平台
使用设备	三拼、四拼 10m 脚手架	一台 10m 高度平台 (实际工作高度 2-12 米)
准备工作	2 人专职搭建 1 天时间, 专人检查符合安全要求后方可使用	晚上充电 12 小时后 可工作 8 小时
人员要求	至少 1 名熟练工参与操作, 了解脚手架搭建过程	简单培训半小时 即可上岗
操作过程	一般为 1 人在脚手架上操作 2-3 人在下面配合工作	1 人可完成绝大多数操作 偶尔需要别人配合
劳动强度	物料运送和高空作业需要反复负重攀爬, 耗费大量体力	避免反复爬上爬下运送物料, 节省劳动者体力
劳动效率	因为劳动强度大, 因此实际劳动生产率较低, 主要靠廉价劳动力的投入和熟练工推动项目进展	工人专注主要工作, 效率更高
成本对比	1. 人均成本 $\geq a$ 元/天 初次搭建: $a \text{ 元} \times 3 \text{ 人} \times 1 \text{ 天} = 3a \text{ 元}$ 2. 施工队自备脚手架, 0 成本 3. 施工人员: $a \text{ 元} \times 2 \text{ 人} = 2a \text{ 元/天}$ 合计: $3a \text{ 元} \times n \text{ 天} + 2a \text{ 元} \times 2 \text{ 次拆装}$	1. 月租金 3000~3500 元/月 每日分摊 $< 117 \text{ 元/天}$ 电费基本可忽略 2. 人力: $a \text{ 元} \times 1 \text{ 人} = a \text{ 元/天}$ 合计: $< (a + 117) \text{ 元} \times n \text{ 天}$
时间对比	1. 初次搭建需一天时间 2. 后续反复拆装时间无法预计 3. 生产过程劳动效率低下	1. 随时开工, 无准备工作 2. 不同类型工种提高生产效率 30~50%, 可提前完工

资料来源: 某施工队、中银证券

我们统计 2016 全国 31 个省市自治区建筑业工人收入与从业人数关系发现除北京、上海、天津外, 全国其他地区的建筑工人年收入水平均在 6 万元以下, 并且在 6 万以下从业人数进入密集区。年平均收入超过 6 万的累计从业人数仅 107 万, 而 5-6 万之间的共计 14 省累计从业人数 1742 万人, 占全国从业人数的 64%, 是前三大城市就业人数的 16 倍之多。根据前述测算我们认为 5-6 万这一收入区间存在显著的人工替代经济性, 因而仅考虑高空作业平台从北京上海等发达地区向 14 省推广这单一因素, 行业即有充足的保持高成长的动力。其他推动行业增长的因素包括诸如安全性、劳动力不足、生产效率与设备使用便捷性提升等。

租金下降经济性在更多地区凸显的 2014-2017 年, 国内高空作业平台销售量年复合增长率为 40.9%。我们认为空间巨大天花板遥远的高空作业平台行业在中性的经济假设下, 未来增速中枢在 40% 左右。

图表 10. 国内建筑业工人工资与从业人数



资料来源: wind、中银证券

周期性因素: 微量扰动不改增速中枢

2014-2017年,国内建筑业总产值累计同比增速经历了2014-2015年从15.92%大幅下降至2.29%,和2016-2017年从底部缓慢上升至10.71%的周期性波动。周期性变化从未改变高空作业平台行业增长,在最差的2015年行业销量也有30%的增速;而在建筑业回暖的2017年,高空作业平台行业增速迅速跃升至50%以上。结合下游周期性变化,我们认为行业未来增速范围可扩大至30-50%。

目前,高空作业平台最主要的应用场景在于包括电子厂在内的各类厂房建设。2018年国内高世代LCD与OLED投资维持高位,半导体晶圆厂建设拉开序幕,新能源汽车投资持续高涨,先进制造业方兴未艾,均为高空作业平台提供良机。我们判断,2018年行业整体增速应超过40%。

图表 11. 中国建筑业总产值累计同比增速



资料来源: wind、中银证券

租赁商繁荣与制造商竞争加剧

从租赁商的扩容与制造商的增加可见,近年来行业快速增长不仅使得原有参与者迅速成长,也吸引了新的参与者不断进入。更多的参与者一方面推动了应用市场对高空作业平台的认识、降低了使用成本,并在一定程度上完善供应链降低生产成本;另一方面也加剧了行业竞争,迫使所有参与者在产品与服务上不断加大投入。

租赁市场方面，近年来国内高空作业平台租赁商快速扩容。2014 年全国租赁商数量不超过 100 家，到 2017 年租赁商数量已经超过 300 家甚至达到 400 家。从租赁商设备保有量来看，2015 年国内龙头租赁商拥有 2500 台左右高空作业平台，且主要为 JLG 和 Genie 的设备，其他大中小型租赁商设备保有量均没有超过 1000 台。到 2017 年，龙头租赁商设备保有量已经超过 5000 台，第二大租赁商保有量超过 2300 台，诸多租赁商设备保有量已经接近或超过 1000 台，而保有量在 100 台以下的租赁商也快速涌现。租赁商数量与设备保有量的同时井喷带来了竞争加剧与租金下降。

制造商方面，2015 年以前国内高空作业平台制造商基本是长期专注于该类产品的国内外厂商，包括进口厂商 Genie (Terex 旗下)、JLG (Oshkosh 旗下)、Haulotte、Aichi 等以及国产厂商浙江鼎力、湖南星邦、美通、湖南运想等。而 2015 年后包括三一、徐工、临工等传统综合型工程机械企业均快速加入市场并不断加大投入扩张产能，竞争日趋激烈。

图表 12. 国内厂商对比

厂商	建厂情况	产品覆盖	2016 年收入/销售情况
Genie	2011 年常州工厂(独资)投产，覆盖东南亚	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品	17.48 亿 USD
JLG	2010 年天津工厂(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品	19.11 亿 USD
Haulotte	2009 年常州工厂(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品	6.35 亿 USD
Aichi	1995 年杭州爱知(合资)投产、2008 年浙江爱知(独资)投产	剪叉、臂式、桅杆、车载全系列产品	5.36 亿 USD
浙江鼎力	2008 年开始生产，2015 年募投的新生产线投产	剪叉、臂式、桅杆系列产品	6.69 亿 RMB
湖南星邦	2008 年开始生产，2015 年长沙新产线投产	剪叉、臂式、车载系列产品	2.4 亿 RMB
美通	江苏南通启东设厂	剪叉、臂式、车载系列产品	1.23 亿 RMB
湖南运想	2007 年湖南长沙厂开始生产，2013 年搬至湖南岳阳	剪叉、臂式、车载系列产品	0.9 亿 RMB
徐工集团	2015 年徐州消防安全设备厂开始专注生产高空作业平台	剪叉、车载系列产品	2016 年销售 1000 台，2017 年预计销售 2000 台
临工集团	2016 年 1 月发布高空作业机械上市	剪叉、臂式、高空作业车等	2017 年预计销售 1600 台
三一帕尔菲格	2016 年成立高空作业平台部门并将生产基地搬入如东	剪叉式产品	未知

资料来源：各公司网站、IPAF、中银证券

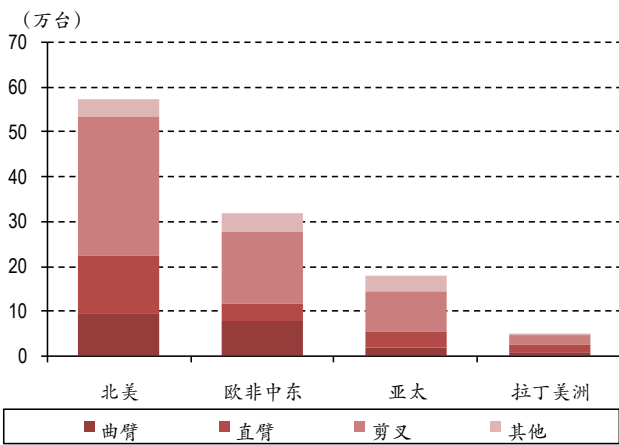
*销售收入数据仅统计各公司高空作业平台部分

容量巨大的海外市场与快速上升的中国制造商

成熟市场的更新需求

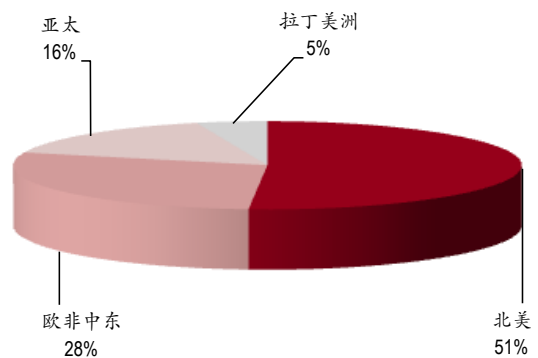
与国内高空作业平台起步阶段的快速发展不同，欧美等发达国家行业已经进入成熟阶段，全球租赁商高空作业平台保有量110-120万台之间，其中北美、欧洲占比约80%。成熟市场呈现保有量大、增速较慢、以租赁商及更新需求为主导等特点，我们估测仅美国、欧洲十国年均更新需求即达到14-15.5万台。

图表 13. 2014 年全球租赁商高空作业平台保有量



资料来源: IPAF, 中银证券

图表 14. 全球租赁商高空作业平台保有量结构

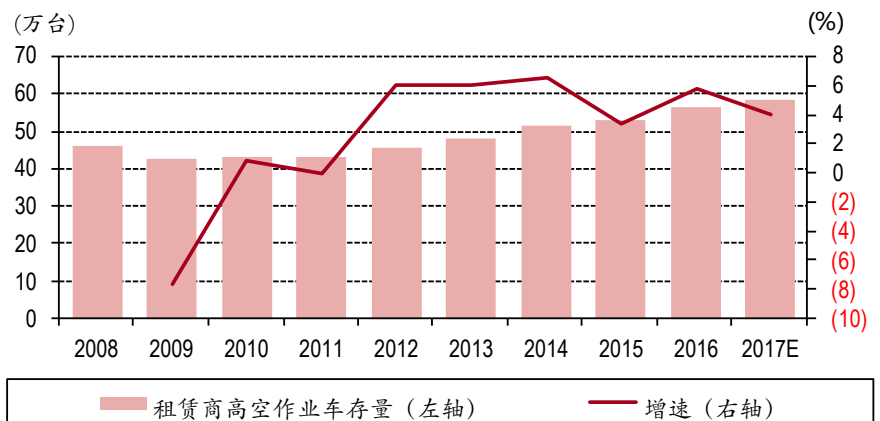


资料来源: IPAF, 中银证券

美国市场: 超大容量, 超快更新

美国是全球最大的高空作业平台市场。据 IPAF 最新统计, 2016 年美国租赁商高空作业平台保有量达到 56.1 万台, 预计 2017 年将达到 58.2 万台, 同比增长 3.7%。美国作为成熟市场虽然行业历年增速仅有个位数, 但保有量将近全球一半。并且美国二手设备市场发达, 租赁商保有设备平均服役时间较设备设计寿命大大缩短, 仅有 53-61 个月, 年均更新需求达到 11-12 万台。

图表 15. 美国租赁商高空作业平台保有量情况

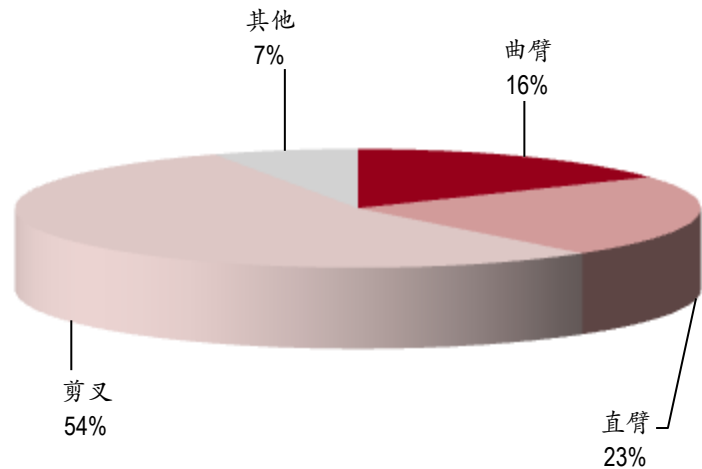


资料来源: IPAF, 中银证券

美国通过特朗普税改法案，有望大大降低企业所得税与投资利得税，有利于资本回流与制造业回归美国，美国未来投资加速可期。高空作业平台作为工程机械的重要组成部分，我们对其新增需求也保持乐观，2018 年新增保有量有望超过 2017 年的 2.1 万台水平。

综合更新需求与新增需求，美国高空作业平台年需求量约 13-14 万台，约为中国国内 2017 年需求量的 10 倍。若从价值量角度比较，美国高空作业平台需求中超过 50% 为臂式产品，而中国国内臂式产品仅占 25%，两者价值量差距远超十倍。

图表 16. 北美租赁商存量高空作业平台结构



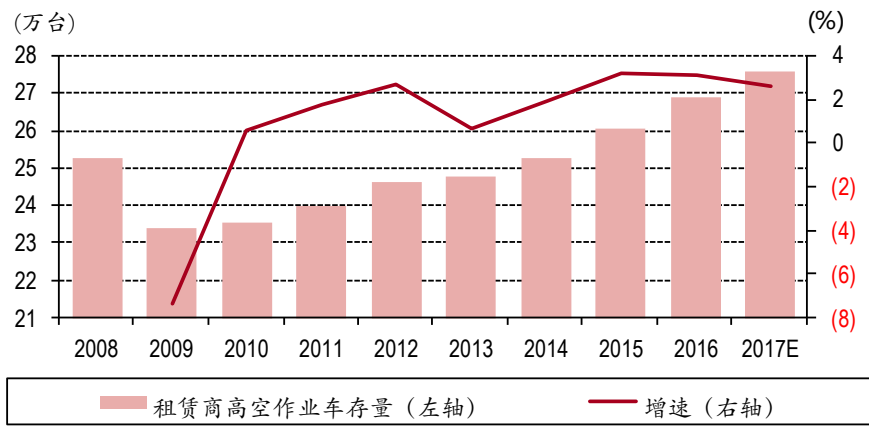
资料来源：IPAF、中银证券

欧洲市场：全面复苏，景气维持

欧洲是仅次于美国的全球第二大高空作业平台市场。IPAF2017 年全球高空作业平台租赁市场报告显示，2016 年欧洲十国租赁市场首次出现自 2008 年金融危机以来的全面增长，其中西班牙增长 7% 优于欧洲平均，英国增长 3% 持平均值，挪威与丹麦分别增长 1%、2% 略低于均值。据统计 2016 年欧洲十国租赁商高空作业平台保有量达到 26.9 万台，预计 2017 年将达到 27.6 万台，同比增长 2.63%。

自金融危机以来欧洲高空作业平台租赁市场恢复速度虽不及美国，但波动几乎同步，且租赁商整体设备保有量也已超越危机前水平。欧洲租赁商存量设备平均服役时间明显高于美国，基本维持在 92-99 个月（即 7 年 8 个月到 8 年 3 个月之间），年均设备更新需求约 3-3.5 万台。

图表 17. 欧洲十国租赁商高空作业平台保有量情况



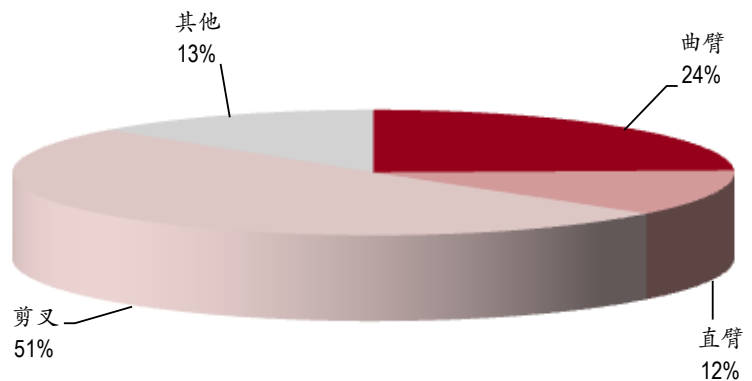
资料来源: IPAF、中银证券

*欧洲十国包括英、法、德、意、荷兰、挪威、西班牙、瑞典、丹麦、芬兰、挪威十国, 占欧洲市场的88%

最新数据显示, 欧洲经济 2017 年经济复苏持续超预期, 制造业复苏尤其凸显。11 月欧元区制造业 PMI 终值 60.1, 较 10 月终值 58.5 继续抬升, 为 2000 年 4 月以来最高值。欧洲制造业复苏为高空作业平台持续增长提供动力。IPAF 预计 2017 年欧洲十国租赁商设备保有量增加 0.7 万台, 持续的经济复苏、建筑业景气有望持续至 2018 年, 我们对明年市场仍保持乐观。

综合更新需求与新增需求, 欧洲高空作业平台年需求量 4 万台左右, 约为中国国内 2017 年需求量的 3 倍。若从价值量角度比较, 欧洲高空作业平台结构与美国类似, 折合价值量远超中国市场的 3 倍。

图表 18. 欧洲租赁商存量高空作业平台结构



资料来源: IPAF、中银证券

持续集中的租赁商

在金融危机以来全球高空作业平台租赁市场持续复苏增长的同时，近两年租赁商龙头之间的兼并收购也呈现加速状态。目前，前十大租赁商中有6家为美国公司，两家欧洲公司、两家日本公司。

第一大租赁商联合租赁完成了拥有超过 20000 台高空作业平台租赁商 NES 的收购，Loxam 收购了保有量分别达到 21000 台和 5100 台的 Lavendon 集团和 Hune，跃居 2017 年全球高空作业平台租赁商第三。随后 TVH 集团宣布收购德国租赁公司 Gardemann（保有量约 3500 台），成功挤入全球租赁商前十位列第 7。

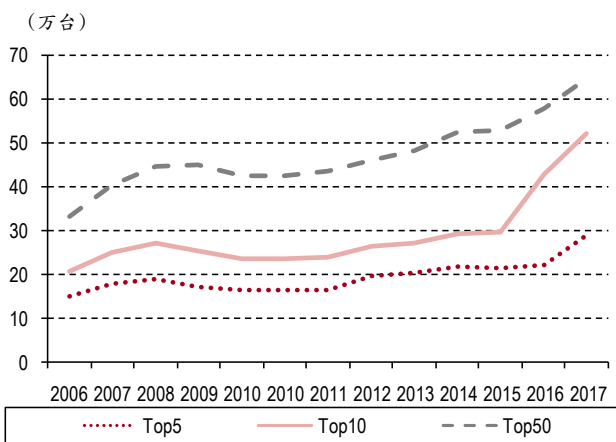
图表 19. 2017 年全球高空作业平台前十大租赁商

排名	公司	高空作业平台保有量	经营地区	总部
1	United Rentals (包含 NES Rentals)	122,708	美国、加拿大	美国
2	Sunbelt	76,500	美国、加拿大	美国
3	Loxam 集团 (包含 Hune 集团和 Lanvendon 集团)	44,232	欧洲、中东、南美	法国、英国
4	Hertz 设备租赁公司	25,333	美国、加拿大、中国、沙特阿拉伯、英国	美国
5	Nikken Corp	22,397	日本、美国、东南亚、阿联酋	日本
6	Ahern Rentals	22,071	美国	美国
7	TVH 集团 (包含 Gardemann)	20,667	欧洲、马来西亚、墨西哥	比利时
8	Nishio Rent ALL (包含 Skyreach 集团)	20,491	日本、新加坡、东南亚、澳大利亚	日本
9	H&E 设备服务	19,320	美国	美国
10	Sunstate 设备有限责任公司	18,200	美国	美国

资料来源:《Access International》, 中银证券

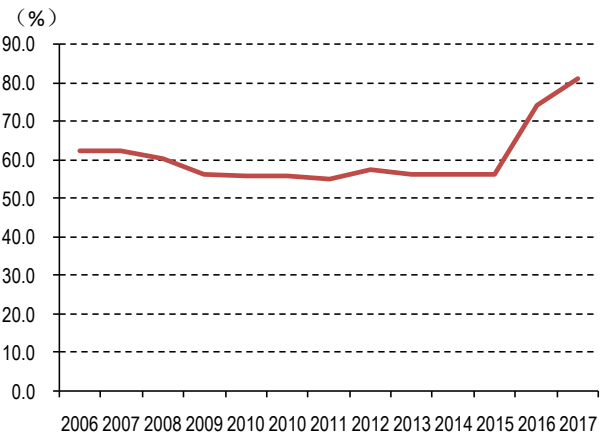
活跃的龙头租赁商重组带来了租赁商队伍的快速集中。2017 年全球前 5、前 10 和前 50 大租赁商高空作业平台保有量分别为 28.12 万台、52.32 万台、64.55 万台，较上年分别增长 31%、22%和 12%。前 10 保有量占前 50 保有量比例 2017 年迅速上升至 81.1%，占据全球超 4 成的市场规模。

图表 20. 全球前 50 大租赁商高空作业车保有量



资料来源:《Access International》, 中银证券

图表 21. 十大租赁商保有量占前 50 大租赁商保有量比例



资料来源:《Access International》, 中银证券

五大制造龙头地位稳固，规模变化较小

与租赁商龙头之间持续的并购重组相比，制造商龙头近年来仍保持内生发展模式，因而市场地位相对稳定，前五大企业地位稳固，收入规模变化较小。

2016年全球前7大高空作业平台制造商排名与2015年无异，美国JLG与Terex旗下的Genie分别以19.11亿和17.48亿美元的板块收入再次排名第一、第二，体量较第三名遥遥领先。从规模变化来看，除JLG与Terex旗下的Genie外收入规模出现下滑外，其他5家公司收入规模基本实现个位数增长，与全球市场总量个位数增长保持一致。

自第八大制造商开始，无论是全球排名还是收入规模都开始出现较大变化，其中包括Tadano、浙江鼎力、Multitel Pagliero在内的三家公司因高速增长排名有所提升，其中又以浙江鼎力45%的增长最为迅猛，从第19名上升至第17名。

图表 22. 2017 年全球高空作业平台前十大租赁商

2016 排名	2015 排名	公司名称	总部	经营额 (美元, 百万)	年增长率(%)	设备类型
1	1	JLG Industries	美国	1,911.1	(3)	自行走式
2	2	Terex (Genie&Utility products)	美国	1,748	(8)	自行走式/拖车式
3	3	Skyjack	加拿大	634.7	3	自行走式
4	4	Haulotte	法国	561.9	3	自行走式/拖车式
5	5	Aichi Corporation	日本	536.2	7	自行走式/车载式
6	6	Altec	美国	441 (估计)	0	车载式
7	7	Alimark Hek	瑞典	309.2	1	桅杆爬升式
8	10	Tadano	日本	225	18	车载式
9	8	GJJ	中国	217.5 (估计)	(10)	桅杆爬升式
10	9	Time	美国	210	5	车载式
11	11	Ruthmann (inc.Ruthmann Italia)	德国	193.7	25	车载式/履带式
12	12	Palfinger Platforms	德国	168.8 (估计)	10	车载式
13	13	Niftylift	英国	142.5 (估计)	7	自行走式
14	14	Manitou	法国	139.6	10	自行走式
15	15	Bronto Skylift	芬兰	139.5	14	卡车
16	16	Snorkel	美国	130.5	19	自行走式
17	19	Dingli	中国	111.1	45	自行走式
18	20	Multitel Pagliero	意大利	99.29	39	车载式/履带式
19	18	Geda	德国	89.47	9	桅杆爬升式
20	17	France Elevateur	法国	79.1	(2)	车载式

资料来源:《Access International》, 中银证券

*仅包括各公司高空作业平台部分经营收入, 部分为估计值

快速上升的中国制造商

伴随国内市场高速增长与国内生产制造的逐渐成熟，国内制造商快速发展，产品竞争力与收入规模在全球市场快速上升。除了上文已经提及的浙江鼎力外，包括湖南兴邦、美通、运想等品牌均进入2016全球排名前四十。

2017年国内市场增速持续提高，国产品牌竞争力也随之进一步上升。我们相信在下一年的全球排名中将看到更多的中国企业、更好的名次和更突出的增长态势。以鼎力2017年前三季度的业绩表现可以预见，2018年公司排名将进一步提升至靠近第十的位置。

图表 23. 国内制造商排名变化

2016 排名	2015 排名	公司名称	总部	经营额 (美元, 百万)	年增长率	设备类型
17	19	Dingli	中国	111.1	45%	自行走式
26	26	Sinoboom	中国	38.9	18%	自行走式/车载式
33	33	Mantall	中国	19.8	0.5%	桅杆爬升式
36	N.A.	France Elevateur	中国	14.4	N.A.	自行走式

资料来源:《Access International》, 中银证券

浙江鼎力：紧抓机遇，再次进击

历史成长验证的优质龙头公司

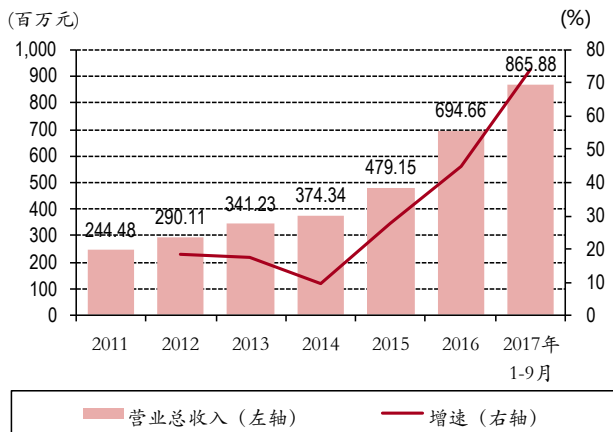
公司自上市以来收入与利润不断创新高，增长持续超市场预期，并在日趋激烈的国内市场竞争中始终保持领先的市场地位与盈利能力，在全球龙头占据的海外成熟市场不断实现突破，公司成长历史证明了其优质性。

收入方面，公司在过去的 2011-2016 年间收入从 2.44 亿增长至 6.95 亿，年复合增速 23.22%，今年前三季度收入再创新高至 8.66 亿，增速再创新高达到 74%。

产品结构方面，公司上市以来逐步收缩叉车产线集中力量加强高空作业平台的生产与销售，其中又以剪叉式、桅柱式和臂式产品为主攻方向，逐渐减少门架式、桅柱爬升式等结构简单附加值较低的产品系列。至 2016 年，公司收入中剪叉式、桅柱式、臂式高空作业平台分别占 72%、16%和 8%。未来，预计公司将遵循全球高空作业平台产品结构，在保持剪叉式产品竞争力同时逐步加大高附加值的臂式产品发展。

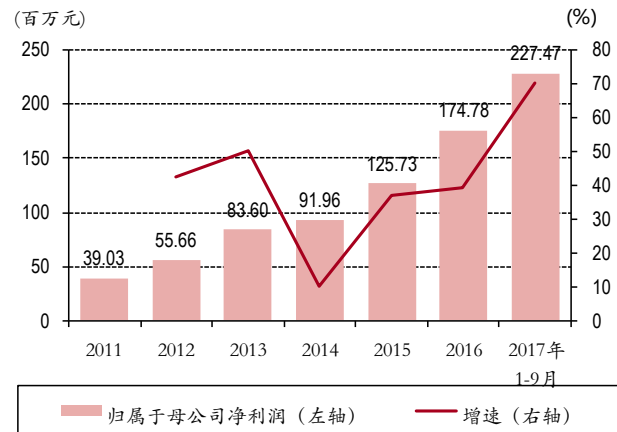
地区结构方面，公司一直保持海外收入 50-60%的占比，2016 年海外收入占比 58%。未来随着海外销售渠道的逐步布局完善，海外收入占比有望进一步提高。

图表 24. 营业收入与增速



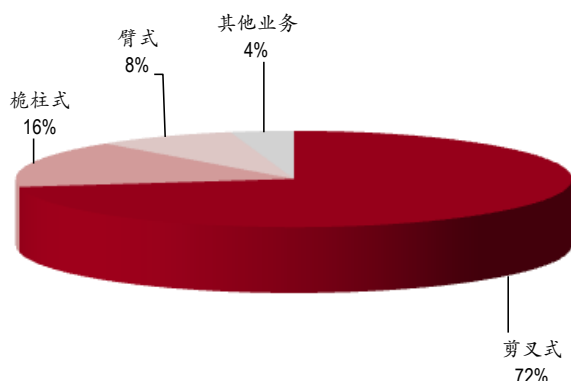
资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 归母净利润与增速



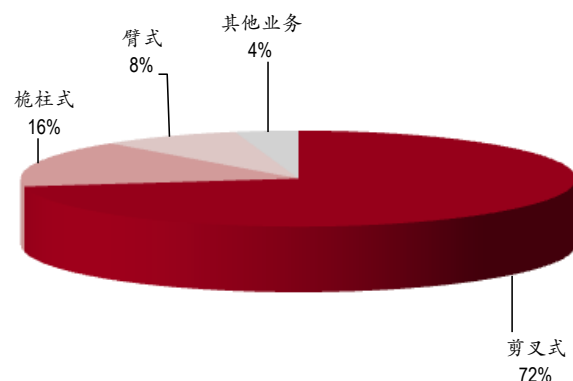
资料来源：公司公告，中银证券

图表 26. 2016 年收入的产品结构



资料来源：公司公告，中银证券

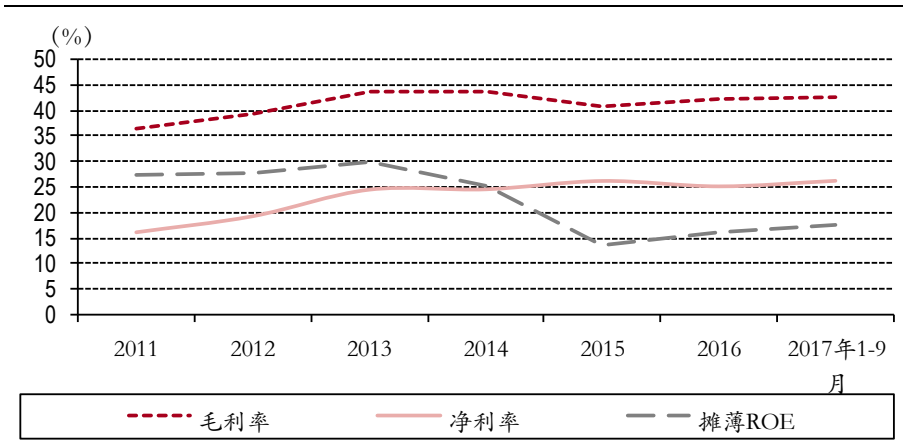
图表 27. 2016 年收入的地区结构



资料来源：公司公告，中银证券

盈利能力方面，公司自上市以来一直保持 41-43% 的毛利率水平与 25-27% 的超高净利率水平。净资产收益率在 2015 年因上市原因被摊薄后继续快速上升，至今年前三季度已经达到 17.71% 的上市后新高。

图表 28. 盈利能力超群

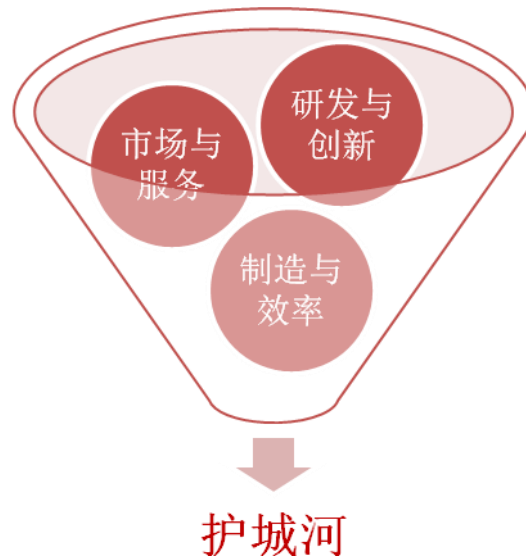


资料来源：公司公告、中银证券

全方位提升的竞争优势

公司自上市以来在产品研发与创新、市场开发与维护、及制造效率提升等方面不断提升竞争优势，方能获得如此傲人成绩。持续加深的护城河也将是公司未来保持成长力的关键。

图表 29. 深挖护城河

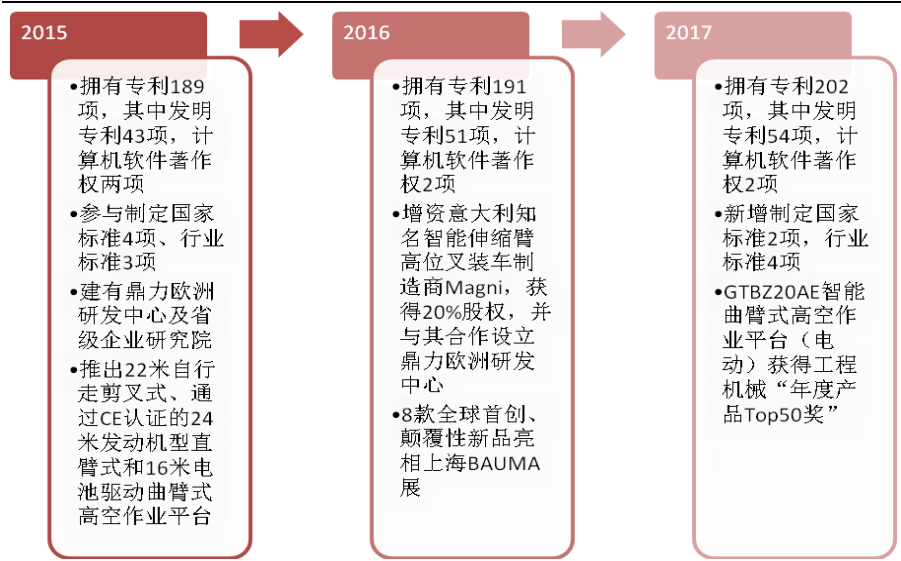


资料来源：中银证券

研发与创新

公司致力于探索高空作业平台最前沿技术，研发世界最先进的高空作业平台产品。无论是在基础科研、国家与行业标准还是在研发中心方面持续投入，最终呈现出推陈出新的产品，尤其是高端产品与定制化产品，以不断完善产品体系，向客户提供一站式产品解决方案。

图表 30. 坚持创新驱动，持续提高科研能力



资料来源：公司公告、中银证券

图表 31. 完善产品体系



资料来源：公司官网、中银证券

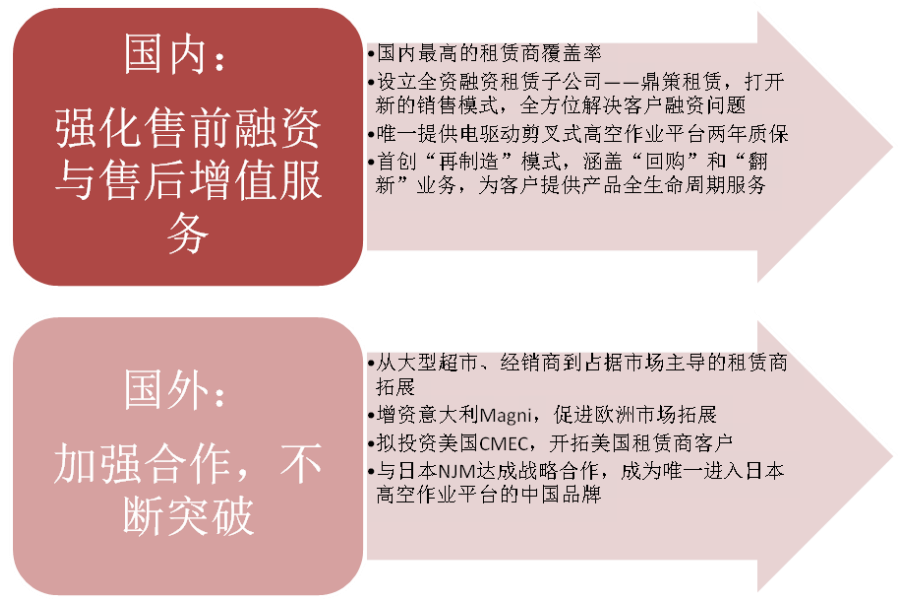
市场开拓与维护

公司一直致力于为客户提供全方位的高空作业解决方案，在完善产品线的同时为特殊需求的客户提供定制化产品和服务，并通过国内强化售前融资与售后增值服务、国外加强合作突破主流租赁商市场等多种途径不断加强市场的开拓与维护。

国内方面，公司基于龙头地位优选客户在销售时为其提供信用账期、协助贷款、融资租赁等多种付款模式以促成合作，在销售后提供 7*24 小时保姆式服务，并提供全行业唯一的两年质保（针对电驱动剪叉式高空作业平台）与“回购”、“翻新”的产品全生命周期服务。优质、独特的服务为保证公司国内龙头地位竖起了难以超越壁垒。

国外方面，作为公司收入的主要来源与未来主要发展方向，公司通过不断的投资、合作已实现欧洲、美国、日本等全球最为主要的市场突破，而从突破到快速放量将是未来三年的主要看点。尤其是美国方面，作为全球第一大高空作业平台，公司从为超市提供桅杆式产品入手，从通过经销商渠道开始，正在逐步向占据市场主流的租赁商拓展。

图表 32. 国内外市场开拓与维护



资料来源：中银证券

12月5日，公司公告拟以2000万美元购买美国California Manufacturing and Engineering Co., LLC（以下简称CMEC）发型的A类别股份62.5万股，交易完成后将持有其25%股权。CMEC于2004年成立于美国加利福尼亚州，公司专注于设计、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，主要销售人员从业经验均在20年以上，公司持续获得美国重要大型设备租赁客户的订单。公司主席David White, P.E. 拥有长达32年的从业经验，是美国国家标准协会委员会及高空作业平台小组委员会的重要成员。

鼎力投资具有本土市场地位、核心客户资源和管理、销售人才的CMEC必将有助于其在美国租赁商方向的渠道拓展。根据双方协议，CMEC将尽其最大努力实现鼎力产品2018-2020年在美国市场营收5200万美元、6700万美元、8200万美元。虽然这并不是业绩承诺，但显现出公司通过此次投资开拓美国市场的信心。

图表 33. CMEC 产品系列

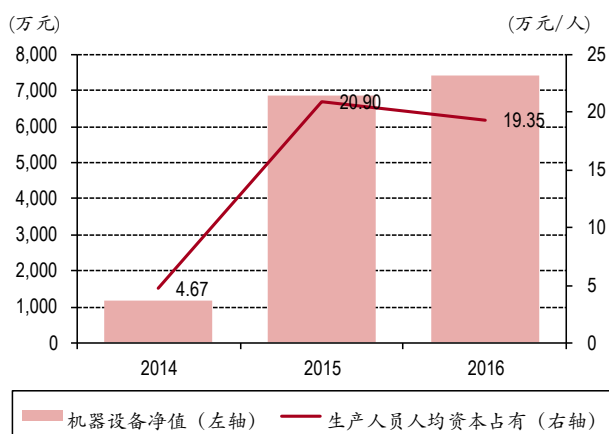
	型号	描述
微型剪叉	1330SE	4-6m 工作高度、240kg 载重、电动
	Micro 19	5.6-7.6 米工作高度、226kg 载重、电动
轻型剪叉	1930SE	5.8-7.8 米工作高度、227kg 载重、电动
	2632SE	8-10 米工作高度、227kg 载重、电动
	3346SE	10-12 米工作高度、340kg 载重、电动
紧凑型剪叉	4046SE	11.13.8 米工作高度、250kg 载重、电动
	4555SE	13.7-15.7 米工作高度、22kg 载重、电动
	2659ERT	7.92-9.92 米工作高度、450kg 载重、电动
中型越野式剪叉	3259ERT	9.75-11.75 米工作高度、340kg 载重、电动
	4069ERT/4069RT	12.2-14 米工作高度、360kg 载重、电动或内燃动力
	大型剪叉	
84 Series Speed Level Sigma Lifts	2684ES	7.93-9.75 米工作高度、770kg 载重、电动
	3084ES	9-11 米工作高度、680kg 载重、电动
	2684RT	7.93-9.75 米工作高度、770kg 载重、内燃动力
	3084RT	9-11 米工作高度、680kg 载重、内燃动力
92 Series Ultra Deck	5492RT	16.5-18.5 米工作高度、680kg 载重、内燃动力
	6092RT	18.2-20.2 米工作高度、540kg 载重、内燃动力
曲臂	45-AJ BOOM	45-AJ Diesel Boom
	60-J Boom	60-J Diesel Boom
直臂	Titan Boom 40-s	12.2-14.2 米工作高度、450kg 载重、内燃动力
	Titan Boom 60-s	18.3-20 米工作高度、1350kg 载重、内燃动力

资料来源：MEC 官网，中银证券

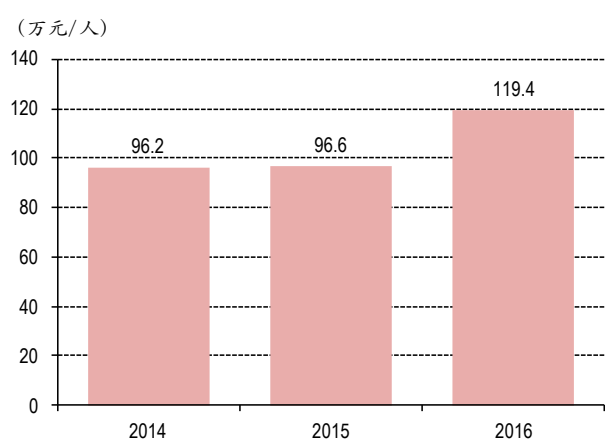
制造与效率

公司为国内高空作业平台生产能力最强的企业，拥有一系列全球领先的智能化生产设备，建有业内最先进的自动化总装生产线，能在提升产品品质的同时也提高产出率，降低成本。

2015 年公司 IPO 募集资金建造的生产线开始投产，该产线首次采用德国进口的数控激光切割机、自动折弯机器人、日本进口自动化焊接机器人、自动化前处理流水线、自动化喷涂流水线及自动化总装流水线，一线生产工人人均生产资本快速提升，大大提升了生产效率与产品品质。此后 2016 年改造原有生产线，2017 年持续扩产均采用自动化生产模式，扩充产能以满足市场需求同时生产效率均有不同程度提升。

图表 34. 高度自动化下人均资本占有


资料来源：公司公告，中银证券

图表 35. 全体员工人均产出


资料来源：公司公告，中银证券

紧抓市场机遇，增发布局高端产品

大型智能高空作业平台涵盖自行走越野剪叉式高空作业平台、直臂式高空作业平台和曲臂式高空作业平台。根据 IPAF 统计，欧美成熟市场中臂式高空作业平台占比将近 40%，而由于技术难度高、进入门槛高，市场仍然集中在少数国外厂商手中。

浙江鼎力近年来在不断完善主力产品剪叉式高空作业平台产品体系与产能建设同时，在高端高空作业平台研发方面也持续投入，增资意大利 Magni 并与其合作建设鼎力欧洲研发中心，该中心于 2016 年即推出 8 款高端新品。从研发实力角度鼎力已经拥有足够积累，而产能方面目前公司仅有一条臂式高空作业平台组装线，公司布局高端产能成为进一步升级产品结构占领高端高空作业平台市场的关键。

为尽快建设高端产品生产线加速占领市场，公司于 2016 年 8 月公布非公开增发方案拟通过募集资金的方式进行产能建设，经过一年多的准备与实施，于 2017 年 11 月完成该次增发，最终募集 8.64 亿资金（净额）投入“大型智能高空作业平台建设项目”，根据公司内部测算，该项目建设期我 30 个月，完全达产后财务内部收益率为 17%。

11 月公司使用募集资金置换预先投入募投项目的自筹资金 1.33 亿元，从资金投入与项目投资构成分析，该项目仍处于厂房建设初期尚未进入设备购置与安装阶段。

图表 36. 项目投资构成

项目	金额（万元）	比例（%）
建设投资	88,000	90.08
土地购置费	9,052.5	9.27
建筑工程	41,132.1	42.1
设备及安装工程	28,173.5	28.84
其他建设费用	9,641.9	9.87
铺底流动资金	9,690	9.92
总投资	97,690	100

资料来源：公司公告、中银证券

盈利预测与估值

基于我们对高空作业平台市场国内加速成长，海外空间广阔的预判，以及对公司目前在技术创新与产品研发、市场拓展与维护、制造效率多角度竞争力的分析，我们认为浙江鼎力仍处于快速扩张通道，尤其是海外市场正处于从布局培育到快速提升的转折点。

我们上调公司 2017-2019 年净利润预期至 2.82 亿、4.05 亿、5.28 亿，对应摊薄后每股收益 1.6 元、2.3 元、3.0 元，基于良好的成长性与优异的盈利能力，给予 90 元目标价，维持**买入**评级。

图表 37. 收入拆分

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
剪叉式	327.98	502.49	910.80	1,233.00	1,575.50
增速 (%)	18.30	53.21	81.26	35.38	27.78
桅柱式	92.89	109.67	134.40	172.80	208.00
增速 (%)	137.15	18.06	22.55	28.57	20.37
臂式	42.78	56.87	111.00	200.00	400.00
增速 (%)	105.67	32.94	95.18	80.18	100.00
高空作业平台收入					
合计	463.65	669.03	1156.20	1605.80	2183.50

资料来源：公司公告、中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	479	695	1,182	1,631	2,209
销售成本	(283)	(401)	(679)	(946)	(1,285)
经营费用	(67)	(97)	(146)	(210)	(237)
息税折旧前利润	129	197	357	476	687
折旧及摊销	(13)	(20)	(33)	(34)	(92)
经营利润(息税前利润)	116	176	324	442	595
净利息收入/(费用)	11	14	(8)	20	11
其他收益/(损失)	21	15	16	16	16
税前利润	148	206	332	477	622
所得税	(22)	(31)	(50)	(72)	(94)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	126	175	282	405	528
核心净利润	113	168	277	400	523
每股收益(人民币)	0.774	1.076	1.595	2.291	2.983
核心每股收益(人民币)	0.697	1.031	1.566	2.261	2.955
每股股息(人民币)	0.077	0.162	0.144	0.206	0.268
收入增长(%)	28	45	70	38	35
息税前利润增长(%)	10	52	84	36	35
息税折旧前利润增长(%)	14	52	81	33	44
每股收益增长(%)	3	39	48	44	30
核心每股收益增长(%)	(7)	48	52	44	31

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	148	206	332	477	622
折旧与摊销	13	20	33	34	92
净利息费用	(11)	(14)	8	(20)	(11)
运营资本变动	(17)	(41)	(67)	(49)	(82)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(21)	(29)	(55)	(77)	(98)
经营活动产生的现金流	112	142	251	366	523
购买固定资产净值	(53)	(24)	(220)	(370)	(450)
投资减少/增加	(31)	0	0	0	0
其他投资现金流	(261)	(162)	109	10	10
投资活动产生的现金流	(345)	(186)	(111)	(360)	(440)
净增权益	446	0	880	0	0
净增债务	(21)	0	0	0	0
支付股息	0	(14)	(29)	(28)	(41)
其他融资现金流	(15)	(1)	(8)	20	11
融资活动产生的现金流	410	(15)	843	(9)	(30)
现金变动	177	(58)	982	(3)	53
期初现金	114	296	244	1,227	1,224
公司自由现金流	(238)	(48)	140	6	83
权益自由现金流	(248)	(34)	132	26	93

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	296	244	1,227	1,224	1,277
应收帐款	110	181	318	454	637
库存	138	179	271	329	387
其他流动资产	273	240	245	250	256
流动资产总计	816	845	2,060	2,257	2,557
固定资产	221	220	364	657	971
无形资产	51	49	87	125	163
其他长期资产	4	256	158	158	158
长期资产总计	279	527	610	941	1,293
总资产	1,095	1,371	2,670	3,197	3,850
应付帐款	131	191	306	399	508
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	82	133	190	246
流动负债总计	157	273	439	589	754
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	12	12	12	12
股本	163	163	177	177	177
储备	754	923	2,042	2,419	2,906
股东权益	917	1,086	2,219	2,596	3,083
少数股东权益	6	0	0	0	1
总负债及权益	1,095	1,371	2,670	3,197	3,850
每股帐面价值(人民币)	5.64	6.68	12.54	14.67	17.43
每股有形资产(人民币)	5.33	6.38	12.05	13.96	16.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.82)	(1.50)	(6.93)	(6.92)	(7.22)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.9	28.3	30.2	29.2	31.1
息税前利润率(%)	24.2	25.4	27.5	27.1	26.9
税前利润率(%)	30.8	29.7	28.1	29.3	28.1
净利率(%)	26.2	25.2	23.9	24.8	23.9
流动性					
流动比率(倍)	5.2	3.1	4.7	3.8	3.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	40.6	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.3	2.4	4.1	3.3	2.9
估值					
市盈率(倍)	92.7	66.7	45.0	31.3	24.0
核心业务市盈率(倍)	102.9	69.5	45.8	31.7	24.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	129.2	87.3	57.5	39.8	30.5
市净率(倍)	12.7	10.7	5.7	4.9	4.1
价格/现金流(倍)	103.7	81.9	50.6	34.7	24.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	96.0	63.3	32.1	24.1	16.6
周转率					
存货周转天数	146.0	144.2	121.0	115.7	101.7
应收帐款周转天数	73.5	76.6	77.1	86.3	90.1
应付帐款周转天数	79.0	84.5	76.6	78.8	74.9
回报率					
股息支付率(%)	11.0	16.7	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	19.6	17.5	17.1	16.8	18.6
资产收益率(%)	12.4	12.1	13.6	12.8	14.4
已运用资本收益率(%)	17.7	17.6	19.6	18.3	21.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371