

法兰泰克(603966)/机械设备

引领起重机械走向中高端, 开启高空作业新纪元

评级: 买入(首次)

市场价格: 19.73

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师: 王可

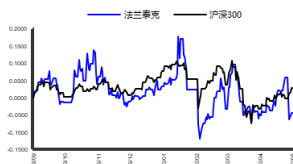
执业证书编号: S0740519080001

Email: wangke@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	210.98
流通股本(百万股)	209.79
市价(元)	19.73
市值(百万元)	4162.63
流通市值(百万元)	4139.11

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	764	1,106	1,378	1,682	2,037
增长率 yoy%	19.97%	44.80%	24.59%	22.10%	21.09%
净利润	66	103	146	190	234
增长率 yoy%	3.30%	55.69%	42.40%	29.81%	23.31%
每股收益(元)	0.31	0.49	0.69	0.90	1.11
每股现金流量	0.53	0.99	1.17	1.57	1.72
净资产收益率	7.47%	9.86%	22.62%	27.74%	32.01%
P/E	63.14	40.56	28.48	21.94	17.79
PEG	19.12	0.73	0.67	0.74	0.76
P/B	4.72	4.12	6.77	6.38	5.95

备注: 股价取自 2020 年 09 月 01 日

投资要点

■ 物料搬运领先企业, 布局高空作业平台培育业绩新引擎。

①公司是我国智能物料搬运领域领先企业。主营业务产品包括中高端桥、门式起重机, 电动葫芦(起重机核心部件), 工程机械部件, 以及高空作业平台等。公司产品遍及全球 50 多个国家和地区, 广泛应用于先进装备制造、交通物流、造纸、能源电力、汽车船舶、金属加工、航空航天等 20 多个专业领域。2018 年公司收购奥地利特种起重机及物料搬运行业细分市场领先企业 Voithcrane, 2019 年收购国内水利水电缆索起重机供应商国电大力, 完善了公司起重机产品线。目前, 公司大力布局高空作业平台领域, 未来高空作业平台业务有望成为公司业绩快速增长的新引擎。

②近年来公司经营业绩保持稳健增长。2020 年上半年, 公司实现营收 5.3 亿元, 同比增长 18.5%; 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比增长 54.3%; 近年来, 公司营收和归母净利润呈现稳步提升的态势。公司在手订单充裕, 未来业绩持续增长有保障。近年来, 公司毛利率水平维持在 25%-30%之间, 相对稳定; 净利率水平持续提升, ROE 水平触底回升; 公司经营活动现金流净额持续快速提升, 现金流状况不断改善, 经营效率持续提升。

■ 桥、门式起重机走向中高端, 行业集中度有望持续提升。

①桥、门式起重机在工业生产中广泛应用, 欧式起重机、智能化是未来的发展方向。目前我国桥、门式起重机行业销售规模大概为 400 亿元左右。未来桥、门式起重机的自动化、智能化水平将持续提升, 下游应用场景将进一步拓展, 行业规模有望持续增加。欧式起重机采用了欧洲标准化、轻量化和模块化的先进设计理念, 是中高端的桥、门式起重机。目前欧式起重机在整个桥、门式起重机市场占比中还不不足 10%, 随着下游行业对产品可靠性、安全性、节能性等要求的提升, 欧式起重机未来占比有望不断提升。

②市场集中度有望持续提升, 法兰泰克具备较强竞争优势。目前我国桥、门式起重机市场集中度较低, 未来行业集中度有望持续提升。桥、门式起重机下游行业集中度呈现不断提升的态势, 下游大型企业对起重机的性能、质量、服务、全生命周期的使用效率等方面要求更高; 叠加桥、门式起重机存量市场迎来更新换代周期和服务收入占比的扩大, 桥、门式起重机龙头企业优势愈发凸显。法兰泰克在下游装备制造、能源电力、交通物流、汽车船舶、冶金、造纸等领域积累了诸多优质的龙头客户, 起重机产品具备较强竞争力。

■ 高空作业平台行业前景广阔, 公司开启腾飞新征程。

①高空作业平台市场发展前景广阔, 市场竞争逐步加剧。中国高空作业平台市场起步较晚, 行业尚处于导入期。近几年来中国高空作业平台销量年均增速达到 45%左右; 2020 年上半年, 高空作业平台销售同比增长 53.6%。中国高空作业平台人均保有量和渗透率与发达国家相比仍存在较大差距, 未来依然存在较大增长空间。与此同时, 中国高空作业平台市场的竞争逐步加剧; 许多国外企业已在中国设立生产基地并逐步扩大规模; 许多国内企业也加快了在高空作业平台领域的布局; 未来高空作业平台行业有望迎来新一轮发展浪潮。

②法兰泰克进军高空作业平台领域, 开启腾飞新征程。近期, 公司发行可转债募资 3 亿元将投向“智能高空作业平台项目”, 项目建设后新增产能将达到年产 5000 台高空作业平台(其中剪叉式 4000 台, 曲臂式 500 台, 直臂式 500 台)。项目投产稳定后公司预计年均可实现含税销售收入 7.9 亿元, 年均净利润 1.2 亿元; 未来几年高空作业平台业务也将成功公司业绩持续增长的新引擎。

公司迅速切入高空作业平台行业，并在产品规模上实现业务的快速扩张，公司竞争力将有望进一步提升。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是我国智能物料搬运领域领先企业，近年来经营业绩保持稳健增长。公司欧式起重机具具备较强竞争优势，未来市场份额有望持续提升。目前，公司在高空作业平台领域大力布局，未来高空作业平台业务有望成功公司业绩持续增长的新引擎。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.46、1.90、2.34 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 28、22、18 倍。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、募投项目进展不及预期风险、并购协同效应不及预期风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险、业绩不及预期风险等。

## 内容目录

<b>1、物料搬运领先企业，布局高空作业平台培育业绩新引擎</b>	<b>- 5 -</b>
1.1、发展历程：公司是我国智能物料搬运领域领先企业	- 5 -
1.2、主营业务：桥、门式起重机占据主导，高空作业平台业务有望放量	- 6 -
1.3、股权结构：公司股权较为集中	- 8 -
1.4、财务情况：公司业绩保持稳健增长	- 9 -
<b>2、桥、门式起重机走向中高端，行业集中度有望持续提升</b>	<b>- 11 -</b>
2.1、桥、门式起重机在工业生产中广泛应用	- 11 -
2.2、欧式起重机、智能化是桥、门式起重机的发展方向	- 12 -
2.3、市场集中度有望持续提升，法兰泰克具备较强竞争优势	- 13 -
<b>3、高空作业平台行业前景广阔，公司开启腾飞新征程</b>	<b>- 15 -</b>
3.1、高空作业平台市场仍处于导入期，未来发展前景广阔	- 15 -
3.2、臂式产品有望放量，市场竞争逐步加剧	- 16 -
3.3、法兰泰克进军高空作业平台领域，开启腾飞新征程	- 18 -
<b>4、首次覆盖，给予“买入”评级</b>	<b>- 19 -</b>
<b>5、风险提示</b>	<b>- 20 -</b>

## 图表目录

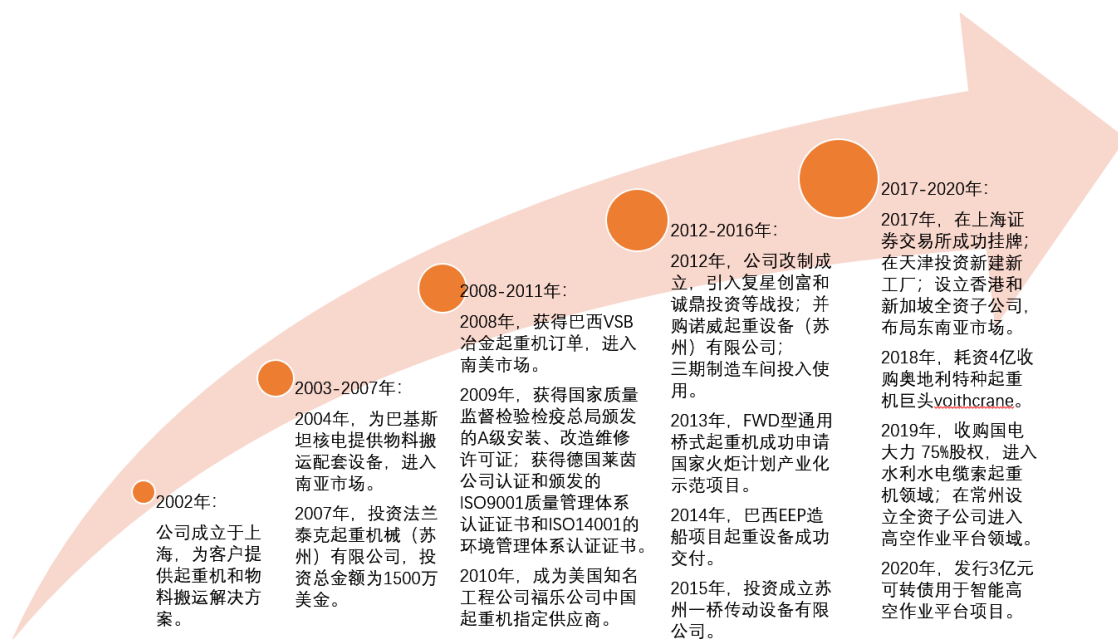
图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司主营业务产品.....	- 6 -
图表 3: 2019 年公司各项业务营收占比.....	- 7 -
图表 4: 公司起重机、电动葫芦和工程机械部件毛利率.....	- 7 -
图表 5: 公司起重机和工程机械部件历年收入及同比增速.....	- 7 -
图表 6: 2020 年上半年公司前十大股东.....	- 8 -
图表 7: 公司股权结构.....	- 9 -
图表 8: 公司历年营收及其同比增速.....	- 9 -
图表 9: 公司历年归母净利润及其同比增速.....	- 9 -
图表 10: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率.....	- 10 -
图表 11: 公司历年加权平均净资产收益率.....	- 10 -
图表 12: 公司历年应收账款周转率、存货周转率.....	- 10 -
图表 13: 公司历年经营活动现金净流量.....	- 10 -
图表 14: 桥、门式起重机行业产业链.....	- 11 -
图表 15: 几大行业生产 1 吨产品所需物料搬运量.....	- 12 -
图表 16: 几大行业起重运输费用占生产总费用的比重.....	- 12 -
图表 17: 法兰泰克设计的 80 吨的起重机与传统设计的起重机对比图.....	- 12 -
图表 18: 法兰泰克欧式电动葫芦桥式起重机和 QD 型桥式起重机比较.....	- 13 -
图表 19: 法兰泰克在几大行业中的知名客户.....	- 14 -
图表 20: 2013 年桥门式起重机行业各企业收入情况.....	- 15 -
图表 21: 2018 年桥门式起重机行业各企业收入情况.....	- 15 -
图表 22: 行业生命周期曲线图.....	- 16 -
图表 23: 各地高空作业平台人均保有量及产品渗透率.....	- 16 -
图表 24: 各地高空作业平台保有量 (万台).....	- 16 -
图表 25: 各地高空作业平台市场规模 (亿元).....	- 16 -
图表 26: 中国高空作业平台市场结构.....	- 17 -
图表 27: 北美高空作业平台市场结构.....	- 17 -
图表 28: 捷尔杰天津工厂第 8 万台设备 860SJ 下线.....	- 18 -
图表 29: 特雷克斯吉尼常州工厂.....	- 18 -
图表 30: 法兰泰克未来几年各类型高空作业平台销售收入和净利润预测 (万元).....	- 18 -
图表 31: 公司业绩分拆.....	- 19 -
图表 32: 可比公司估值.....	- 20 -
图表 33: 法兰泰克盈利预测模型.....	- 21 -

## 1、物料搬运领先企业，布局高空作业平台培育业绩新引擎

### 1.1、发展历程：公司是我国智能物料搬运领域领先企业

- 公司成立于 2002 年，并于 2017 年登陆上交所。主营业务产品包括中高端桥、门式起重机，电动葫芦（起重机核心部件），工程机械部件，以及高空作业平台等。公司能够为客户提供起升吨位从 1 吨到 600 吨的定制化物料搬运解决方案，并为客户提供全生命周期服务。公司产品遍及全球 50 多个国家和地区，广泛应用于先进装备制造、交通物流、造纸、能源电力、汽车船舶、金属加工、航空航天等 20 多个专业领域，服务全球中高端客户超过 5000 家。
- 公司深耕主业，积极开展海内外并购增强竞争优势。公司作为国内欧式起重机的主要生产厂商，坚持深耕主业，引领国内起重机市场的发展趋势。同时，公司并购了奥地利 Voithcrane 公司，取得了欧洲历史悠久的高附加值品牌和领先成熟的技术，对公司海外拓展和国内起重机技术升级具有重要意义；2019 年 9 月，公司收购国内水利水电缆索起重机供应商国电大力，完善了公司起重机产品线。目前，公司打造的法兰泰克欧式起重机品牌、诺威电动葫芦品牌、国电大力起重机品牌、Voithcrane 起重机品牌，在各自领域有着较高的品牌影响力，与客户建立了良好的品牌粘性。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 大力布局高空作业平台领域，培育业绩新引擎。高空作业平台行业目前在国内仍处于导入期，具备较高成长性，未来市场空间巨大。2019 年，公司通过在常州设立全资子公司进入高空作业平台领域，进一步拓展应用场景。在高空作业平台领域公司坚持“差异化”的竞争策略，目前公司完成全系列剪叉车的开发并形成小批量的国内外销售，2020 年预计还将完成部分臂车的开发。2020 年，公司成功发行可转债，募资 3 亿元投向智能高空作业平台项目。未来高空作业平台业务有望成为公司业绩快



速增长的新引擎。

- **公司在欧式起重机领域具备较强的研发优势。**公司拥有超过百人的研发技术团队，掌握欧式起重机核心设计能力和各关键部件的核心工艺和制造能力，积累了欧式起重机在各行业多种特殊需求的经验，能够专业、快速地为客户提供适用于各种特种应用场合的安全、可靠、优化的智能物料搬运解决方案。截至 2020 年上半年，公司及子公司专利总数 248 项，其中发明专利 25 项，实用新型 212 项，外观设计 11 项。公司收购的 Voithcrane 和国电大力各自拥有技术精湛、经验丰富的研发团队，目前已与公司原有技术团队积极融合，根据市场需求，开发新技术、新产品、新应用。
- **公司拥有专业化的销售和服务团队，建立起覆盖全球的服务网络。**按区域为客户提供从售前到售后的无缝隙服务体验，能够为客户提供快速响应和专业的一站式与定制化服务，提升客户的投资使用效率和生产效率。公司在全国范围内成立了 7 个区域中心，35 个服务网点，近 200 名服务工程师，全天候响应客户的服务需求，提供维保、零部件、改造、培训、年检全面服务。公司通过大服务战略，不断提升客户体验，为客户创造更大价值。同时，公司建立了国际化的海外销售团队和完善的海外服务体系，不断开拓海外市场。公司紧紧围绕国家“一带一路”战略，加大国际市场的投资和业务布局。通过公司位于海外的分公司和合作伙伴建立全球的销售和服务网络，实现更好的区域覆盖，目前公司的海外市场业务已经拓展到 50 多个国家和地区。

## 1.2、主营业务：桥、门式起重机占据主导，高空作业平台业务有望放量

- 公司主营产品包括起重机系列、电动葫芦系列、工程机械部件以及高空作业平台等。

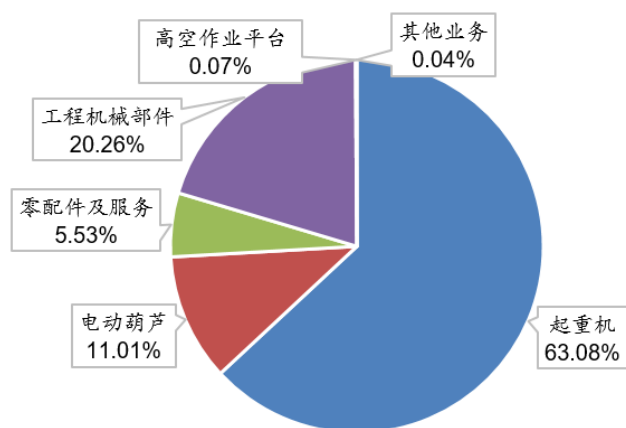
图表 2：公司主营业务产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

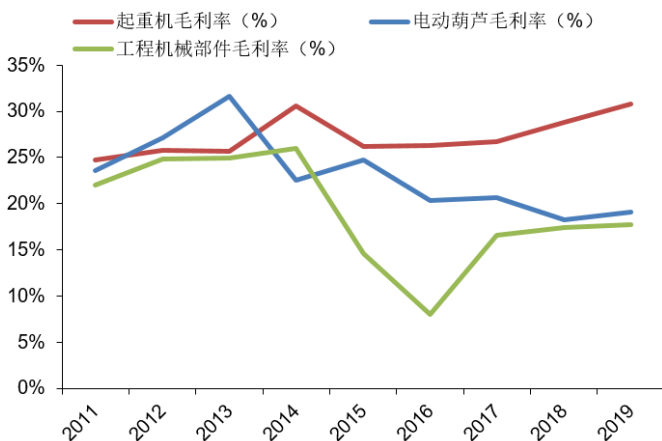
- **起重机产品：**包括电动单梁起重机、电动单梁悬挂起重机、电动葫芦双梁桥式起重机、门式起重机、通用桥式起重机、柔性梁式悬挂起重机、旋臂吊、防爆起重机、洁净起重机、缆索起重机等产品系列，能够为客户提供有竞争力的全套物料搬运解决方案。公司桥、门式起重机产品广泛应用于装备制造、能源电力、交通物流、汽车、船舶、冶金、建材以及造纸等行业。
- **电动葫芦产品：**包括环链电动葫芦、钢丝绳电动葫芦、洁净电动葫芦、防爆电动葫芦、带式电动葫芦等；电动葫芦产品为起重机的核心部件，标准化程度相对较高。公司电动葫芦产品主要由全资子公司诺威起重运营。
- **工程机械部件产品：**包括挖掘机挖斗、发动机框架、小结构件及矿山机械的结构件。公司工程机械业务主要为卡特彼勒、沃尔沃等行业内优秀企业提供结构件，长期以来与主要客户形成了良好的合作关系。
- **高空作业平台产品：**公司目前已完成全系列剪叉车的开发并形成小批量的国内外销售，今年预计还将完成部分臂车的开发。

图表 3：2019 年公司各项业务营收占比



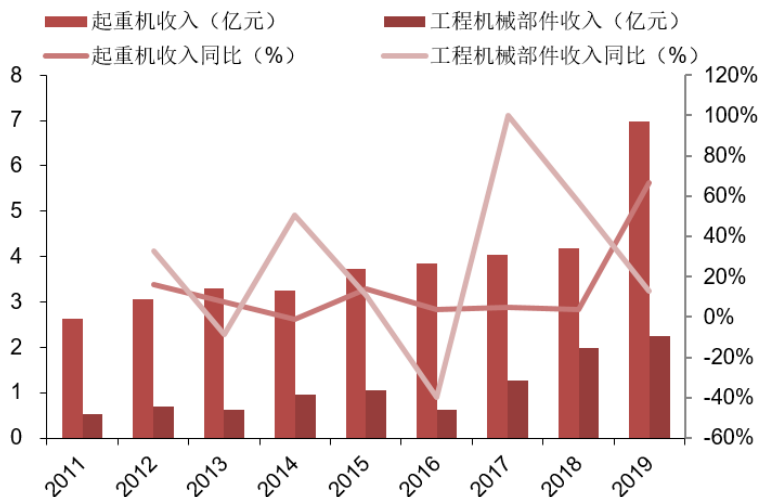
来源：wind、中泰证券研究所

图表 4：公司起重机、电动葫芦和工程机械部件毛利率



来源：wind、中泰证券研究所

图表 5：公司起重机和工程机械部件历年收入及同比增速



来源：wind、中泰证券研究所

- **起重机业务稳健增长，初步切入高空作业平台业务。**2019 年，公司起重机/工程机械部件/电动葫芦分别实现营收 7.0/2.2/1.2 亿元，分别同比增长 66.7%/13.0%/26.2%，占公司营业总收入的比重分别为 63.1%/20.3%/11.0%。近年来，公司起重机、工程机械部件、电动葫芦等业务保持稳健增长。2019 年，公司首次进入高空作业平台领域，实现营收 80 万元；伴随着募投项目的建设，预计未来高空作业平台业务有望快速放量，或将成为公司业绩新的增长极。
- **起重机业务毛利率维持高位。**2019 年，公司起重机业务毛利率为 30.8%，同比提升 2.1 个百分点；电动葫芦业务毛利率为 19.1%，同比提升 0.9 个百分点；工程机械部件业务毛利率为 17.7%，同比提升 0.3 个百分点。近年来，公司起重机业务毛利率持续回升，毛利率达到历史较高水平；电动葫芦和工程机械部件业务毛利率近年来相对较低。
- **公司起重机产品具备较强的竞争优势。**公司拥有系列齐全的起重机产品和各种功能选项供客户选择，并且拥有优秀的非标设计能力，可以更好的满足客户的应用和快速响应客户的个性化需求，为客户提供高性价比产品和服务。公司生产的欧式起重机产品自重轻、设备净高度小、工作范围大，绿色节能理念贯穿整个设计过程，采用先进的控制技术和高品质关键部件，制造质量把控严格，是安全可靠、性能优良、维护量少、绿色节能的产品。相比于传统的相同起重量、相同跨度和相同工作级别的起重设备，欧式起重机在运行过程中能耗可以降低，同时无故障工作时间长，易损件更换周期增加，可为客户大幅降低起重机维护成本。

### 1.3、股权结构：公司股权较为集中

- **公司控股股东、实际控制人为金红萍、陶峰华夫妇。**金红萍女士为公司董事长，陶峰华先生为公司副董事长、总经理。截至目前，二人分别直接持有公司 23.1%、16.2%的股份，同时通过上海志享持有公司 13.2%的股份；二人共同直接、间接持有公司 52.5%的股份。

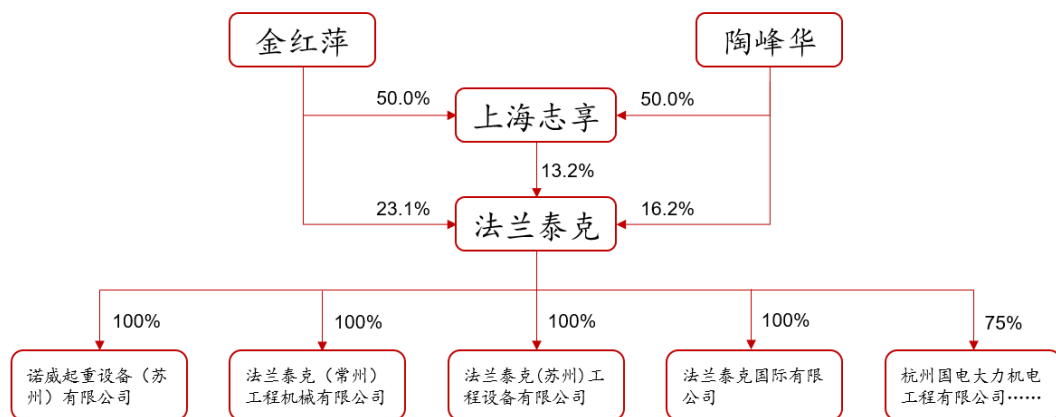
图表 6：2020 年上半年公司前十大股东

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
金红萍	48,724,312	23.09%
陶峰华	38,401,896	18.20%
上海志享投资管理有限公司	27,884,688	13.22%
黄继承	4,175,713	1.98%
马云霞	2,340,000	1.11%
沈菊林	2,276,400	1.08%
范风兰	2,056,132	0.97%
王新革	1,805,080	0.86%
张玲珑	1,770,000	0.84%
百年人寿保险股份有限公司－百年传统	1,308,460	0.62%

来源：公司公告，中泰证券研究所



图表 7: 公司股权结构

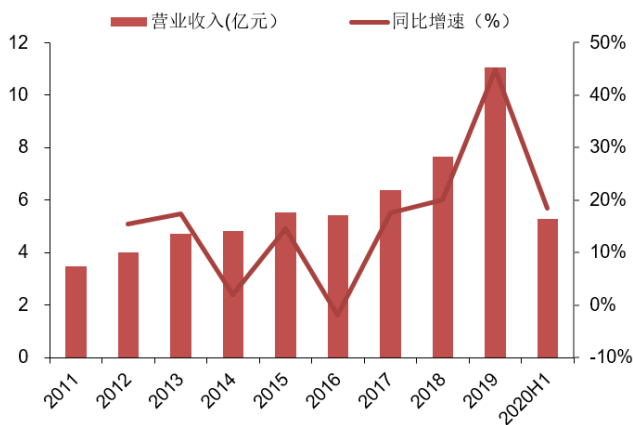


来源：公司公告，中泰证券研究所

#### 1.4、财务情况：公司业绩保持稳健增长

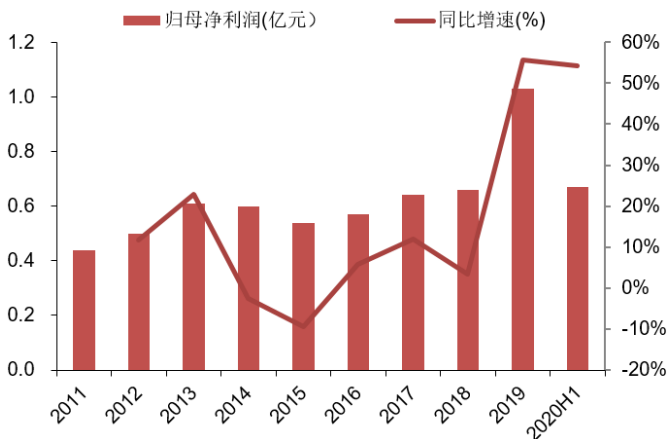
- 近年来，公司经营业绩保持稳健增长。2020 年上半年，公司实现营收 5.3 亿元，同比增长 18.5%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 54.3%；实现扣非后归母净利润 0.5 亿元，同比增长 38.9%。近年来，公司营收和归母净利润呈现稳步提升的态势。
- 市场开拓力度持续加大，公司在手订单充裕。近年来，公司高端欧式起重机械市场地位进一步提升，轨道交通领域业务增长明显，盾构业务取得多个大直径盾构项目订单，高端造纸市场终端份额继续扩大。上半年，公司在轨道交通、水利建设相关的新基建等多个领域实现了扩张，在手订单持续上升；子公司国电大力与陕西省东庄水利枢纽工程建设有限责任公司签订起重机采购合同，金额超过 1 亿元。
- 海外市场不断拓展。在海外市场，公司继续沿“一带一路”发力，起重机产品除原有东南亚业务长足进展外，进一步延伸到包括俄罗斯的欧洲地区，防爆产品和自动化产品均获突破，销售额持续四年增长；公司多类电动葫芦产品已出口到包括欧美在内的 50 多个国家，为公司电动葫芦下一步在海外的市场发展打下坚实基础。公司完成对 Voithcrane 的收购之后，业务协同效应显现，起重机业务竞争力进一步提升。

图表 8: 公司历年营收及其同比增速



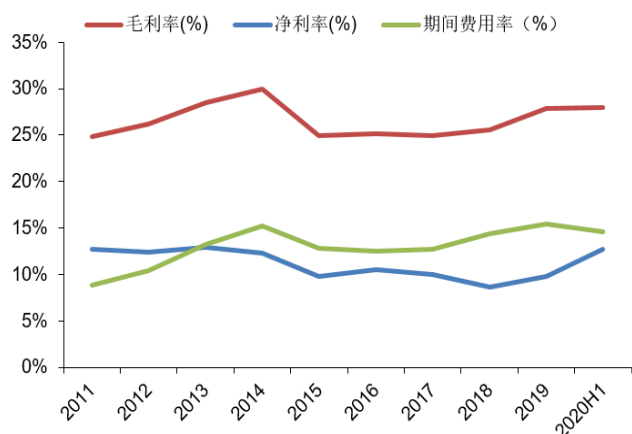
来源：wind、中泰证券研究所

图表 9: 公司历年归母净利润及其同比增速

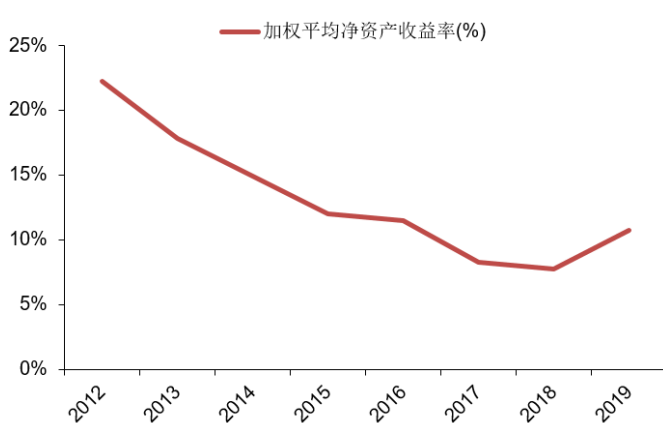


来源：wind、中泰证券研究所

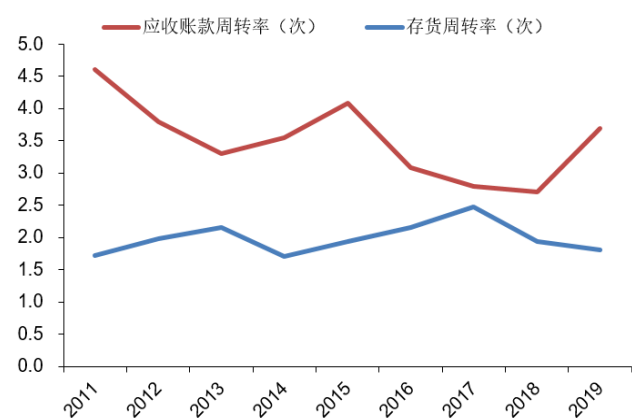
- **盈利能力方面：**2020 年上半年，公司毛利率为 28.0%，同比降低 0.7 个百分点；净利率达 12.7%，同比提升 3.0 个百分点；加权平均净资产收益率达 6.4%，同比提升 1.7 个百分点；期间费用率为 14.6%，同比降低 3.1pct。上半年，公司毛利率小幅降低，但净利率、ROE 水平均持续提升，期间费用率不断优化。近年来，公司毛利率水平维持在 25%-30% 之间，相对稳定；净利率水平近年来持续攀升，ROE 水平触底回升。

**图表 10：公司历年毛利率、净利率、期间费用率**


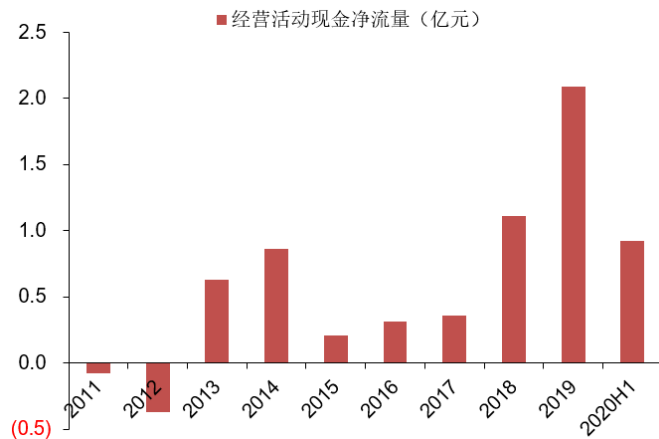
来源：wind、中泰证券研究所

**图表 11：公司历年加权平均净资产收益率**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 12：公司历年应收账款周转率、存货周转率**


来源：wind、中泰证券研究所

**图表 13：公司历年经营活动现金净流量**


来源：wind、中泰证券研究所

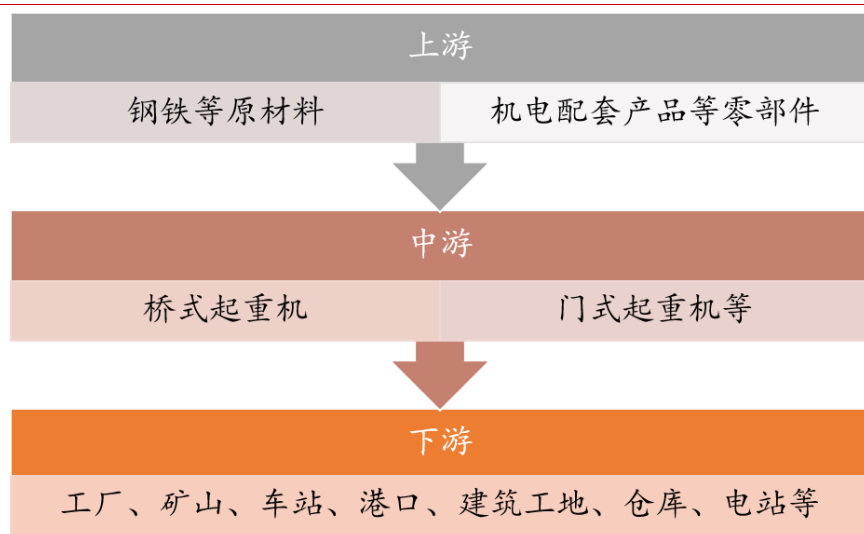
- **营运能力方面：**2020 年上半年，公司存货周转率为 0.7 次，同比降低 0.1 次；应收账款周转率达 1.8 次，同比增加 0.3 次；公司存货周转率有所降低，应收账款周转率持续提升。近年来，公司存货周转率相对较为稳定，应收账款周转率近年来保持不断回升态势，公司回款状况持续改善，经营质量稳中有升。
- **现金流方面：**2020 年上半年，公司经营活动现金净流量达 0.9 亿元，同比增长 26.9%。近年来，公司经营活动现金净流量持续快速提升，公司现金流状况不断改善，经营效率持续提升。

## 2、桥、门式起重机走向中高端，行业集中度有望持续提升

### 2.1、桥、门式起重机在工业生产中广泛应用

- **桥、门式起重机是现代化工业生产不可或缺的重要工具。**桥、门式起重机是用于垂直升降或者垂直升降并水平移动重物的机电设备，主要在企业内部进行物料的装卸、运输、升降、分拣、堆垛、储存和配送，有时还需要对物料进行计量、识别、跟踪、管理和搬运加工。桥、门式起重机械可以完成靠人力难以完成的物料搬运工作，减轻人们的体力劳动，提高劳动生产率，实现物料搬运的自动化，在工厂、矿山、车站、港口、建筑工地、仓库、电站等国民经济多个领域和部门得到广泛的应用。

**图表 14：桥、门式起重机行业产业链**



来源：公司公告、中泰证券研究所

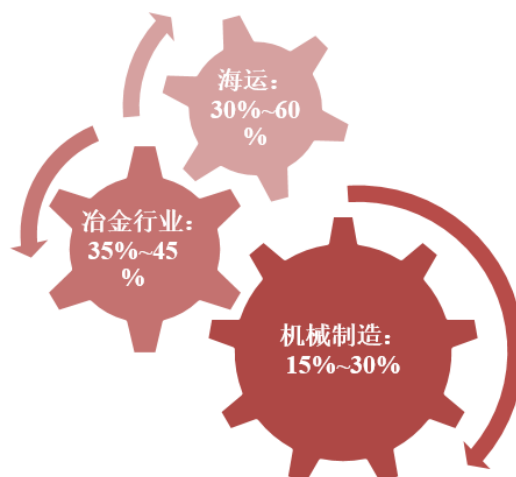
- **生产过程中物料搬运量大，桥、门式起重机平稳高效运行尤为重要。**物料搬运是工业生产中必不可少的环节，从原材料到产品的生产过程中，利用起重运输机械对物料的搬运量常常是产品重量的几十倍至几百倍。许多行业在生产过程中搬运量大、费用占比高、耗时长，一旦搬运停止，将导致生产效率的降低或丧失。例如：
  - **从搬运量上来看：**机械加工行业每生产 1 吨产品，在加工过程中要装卸、搬运 50 吨物料，在铸造过程中要搬运 80 吨物料。在冶金行业每冶炼 1 吨钢，需要搬运 9 吨原料，车间之间的转运量为 63 吨，车间内部的转运量达 160 吨。
  - **从起重运输费用上来看：**机械制造业用于起重运输的费用占全部生产费用的 15~30%，冶金行业用于起重运输的费用占全部生产费用的 35~45%；海运费中装卸费用占总运费的 30~60%。
  - **从所耗费的时间上来看：**物料搬运在整个工业生产中占据了 50% 左右的生产时间。
 因此，桥、门式起重机的长时间平稳高效运行尤为重要，其能有效帮助企业节省工作时间，提高效率，减少费用等。

图表 15: 几大行业生产 1 吨产品所需物料搬运量

	产品生 产量 (吨)	物料搬 运、装卸 量 (吨)	车间之 间转运 量 (吨)	车间内 部转运 量 (吨)
机械 加工	1	50	—	—
机械 铸造	1	80	—	—
冶金 行业	1	9	63	160

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 16: 几大行业起重运输费用占生产总费用的比重



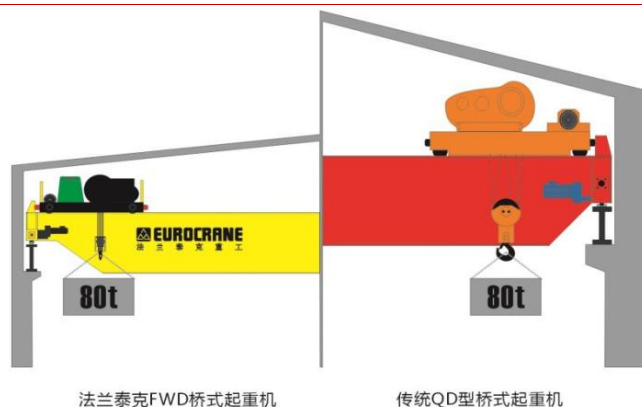
来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 我国桥、门式起重机市场的行业规模目前约为 400 亿元。据中国重型机械工业协会统计, 我国桥、门式起重机的销售产值从 2009 年的 270 亿元增长至 2014 年的 350 亿元, 年平均增长率 5.9%。桥、门式起重机作为典型的中间传导性行业, 其发展速度和程度通常与宏观经济周期密切相关, 而且还一定程度上受到国家固定资产和基础建设投资规模的影响。2015、2016 年我国经济下行压力持续加大, 桥门式起重机销售产值也有所下滑; 但自 2017 年起, 行业重回增长轨道。2016-2018 年, 我国桥、门式起重机的销售额分别为 305 亿元、360 亿元、393 亿元。目前行业销售规模大概为 400 亿元左右。伴随着新基建的崛起, 未来桥、门式起重机的自动化、智能化水平将持续提升, 下游应用场景将进一步拓展, 行业规模有望持续增加。

## 2.2、欧式起重机、智能化是桥、门式起重机的发展方向

- 欧式起重机是市场上对于采用欧洲标准化、轻量化和模块化的先进设计理念的桥、门式起重机的俗称, 而采用传统设计的桥、门式起重机通常称为 QD 型、LH 型或 MD 型。欧式起重机的概念是近些年行业内形成的, 目的是区别于以往的所谓国产、苏式、传统式起重机。

图表 17: 法兰泰克设计的 80 吨的起重机与传统设计的起重机对比图



来源: 公司招股说明书、中泰证券研究所



- **模块化、轻量化的设计是欧式起重机产品性能优良的保证。**用模块化设计代替传统的整机设计方法，可使单件小批量生产的起重机改换成具有相当批量的模块生产，实现高效率的专业化生产，达到改善整机性能，降低制造成本，提高通用化程度的目的。对起重机钢结构的轻量化设计和高性能部件的选择，使得公司的起重机产品较国内同等型号的产品相比，具有重量轻、轮压小、设备净高度低、工作盲区小、运行能耗低、噪音低、操控性能好等特点，可以大大减轻架设起重机的厂房钢结构和吊车梁的重量，为企业节省较大的固定资产投资和后期的设备运行费用，提高起重机的整机品质和运行性能。
- 以起重吨位 50t、跨度 28.5m、起升高度 12m、工作级别 A5 欧式电动葫芦双梁桥式起重机为例，与传统的 QD 型桥式起重机相比，欧式起重机各部件及整机重量和轮压方面均较低。

**图表 18：法兰泰克欧式电动葫芦桥式起重机和 QD 型桥式起重机比较**

部件名称	欧式电动葫芦桥式起重机	QD 型桥式起重机	重量比（欧式/QD）
小车重量	5,000Kg	12,000Kg	42%
主梁重量	19,500Kg	23,784Kg	82%
端梁重量	1,764Kg	4,460Kg	39%
大运机构重量	1,136Kg	5,660Kg	20%
机构附件重量	7,060Kg	8,376Kg	84%
电气部分重量	760Kg	2,118Kg	36%
整机重量	35,220Kg	56,398Kg	62%
最大轮压	170KN	434KN	39%

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **未来欧式起重机占比有望逐步提升。**根据法兰泰克 2020 年半年报中的数据显示，目前欧式起重机在整个桥、门式起重机市场占比中还不不足 10%。随着装备制造、能源电力、交通物流、汽车、船舶、冶金、建材、造纸等行业设备技术水平的提升，对产品可靠性、安全性、节能性提出了更高要求，更符合企业实际需求的欧式起重机未来市场份额有望获得大幅提升。
- **自动化、智能化是桥、门式起重机未来的发展方向。**起重机的更新和发展，很大程度上取决于电气传动与控制的改进，将机械技术和电子技术相结合，将先进的计算机技术、微电子技术、电力电子技术、光缆技术、液压技术、模糊控制技术应用到机械的驱动和控制系统，实现起重机的自动化和智能化，从而适应自动化生产的需要。因此，提高起重机的智能化水平将是桥、门式起重机发展的重要方向。

### 2.3、市场集中度有望持续提升，法兰泰克具备较强竞争优势

- **目前我国桥、门式起重机市场集中度较低，未来行业集中度有望持续提升。**我国桥、门式起重机行业市场是充分竞争的行业，也是开放社会资本进入较早较多的行业，目前市场集中度相对较低。当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，起重机行业内，下游客户对起重机产品的要求也更加智能化、自动化，对售后服务的专业性、及时性提出

更高要求，导致一些没有掌握核心技术实力的中小企业逐渐在市场竞争中被淘汰，行业集中度正在逐步提升。

- **中高端市场主要由跨国企业、国内大型企业以及部分中小企业占据。**跨国企业技术实力强、品牌效应突出，在市场中具有一定的优势，是起重装备行业技术发展趋势的引领者，其主要生产欧式起重机；国内大型企业以生产大吨位的传统桥、门式起重机为主，在特定的领域有比较大的市场；部分中小企业因研发能力较强、制造工艺优良、管理水平较高，也获得了一定的市场份额。
- **在起重机领域，我国跟国外同行业相比，尚有一定差距。**国外起重行业产品机、电、液一体化水平很高，高端产品技术附加值高，数字型的先进信息技术广泛应用于传统产业，以软件开发和应用替代大量的实物劳作。而我国生产的多是低端产品，技术含量低，具有国际竞争力的尖端技术少，工艺和技术装备水平还相对落后。
- **下游行业集中度提升，有助于桥、门式起重机行业龙头市场份额提升。**下游用户所在的行业呈现出行业集中度提升的趋势，龙头企业份额提升（例如工程机械行业中，挖掘机市场 CR4 已经从 2012 年的 37% 提升至目前 61%，三一、徐工等龙头企业市场份额持续提升）。新增产能多由各行业领先企业完成，这类客户对起重机的性能、质量、服务、全生命周期的使用效率提出了更高的要求，只有在产品、技术、质量、服务等方面综合优势明显的企业才能更好服务客户。法兰泰克在大客户方面具有明显优势，在下游装备制造、能源电力、交通物流、汽车船舶、冶金、造纸等领域积累了诸多优质的龙头客户。

**图表 19：法兰泰克在几大行业中的知名客户**

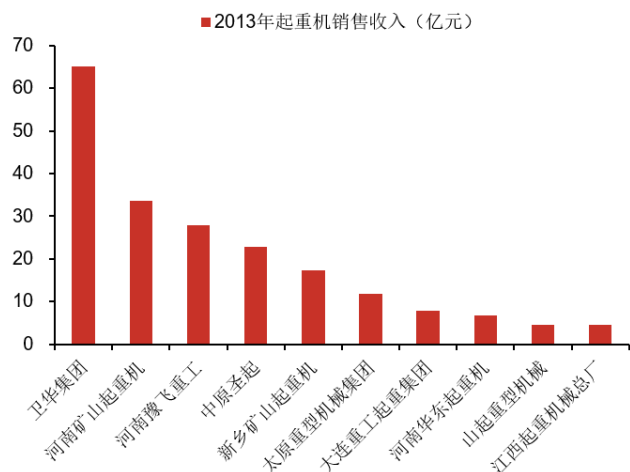
所属行业	法兰泰克知名客户
装备制造	SEW、阿特拉斯、三一重工、振华重工、中联重科、徐工机械、西门子、成都神钢等
能源电力	秦山核电、歌美飒风电、运达风电、中国神华等
交通物流	上海轨道交通、中国中车、中铁隧道、中国中铁、铁建重工、中航飞机、西飞国际、广州大功率等
汽车船舶	巴西 EEP、通用汽车、菲亚特、广汽本田、比亚迪汽车、长城汽车、东风汽车、瓦锡兰、米其林等
冶金	瓦卢瑞克、宝钢集团、宝鸡钛业、天津忠旺、威斯卡特等
造纸	永丰余造纸、芬欧汇川纸业等

来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- **桥、门式起重机国产龙头在激烈竞争者有望脱颖而出，法兰泰克市占率近年来持续提升。**随着起重机行业呈现出国产替代趋势，国内优势企业的技术、质量不断进步，基于对客户实际使用需求理解之上的不断创新，叠加国内企业的服务优势，国内优势企业在起重机中高端市场能够更多获取客户的信赖，替代原外资品牌市场。根据中国重型机械工业年鉴的数据：国产品牌中，卫华集团有限公司、河南省矿山起重机有限公司、河南豫飞重工集团有限公司桥、门式起重机市占率位列前三，而且市占率近年来逐步提升，三家企业的市占率分别从 2013 年的 17.1%、8.8%、7.3% 提升至 2018 年的 24.0%、16.0%、12.0%。法兰泰克虽然在销售规模上与三家龙头企业相比较低，但其近年来发展速度很快。法兰泰克

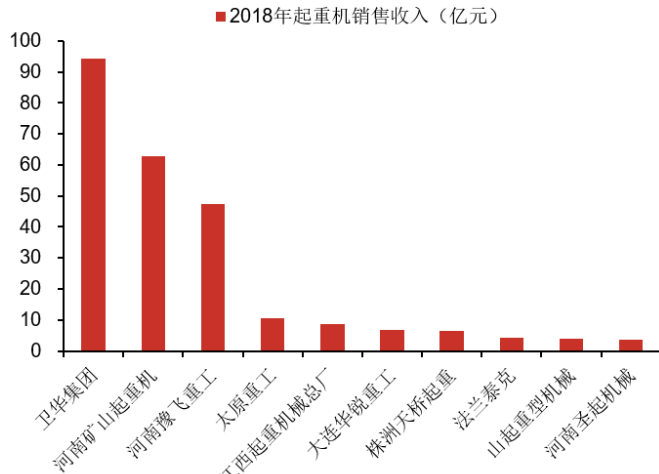
桥、门式起重机市占率从 2013 年的 1.02% 提升至 2018 年的 1.07%，市场排名挤进前八，2019 年法兰泰克市占率进一步提升至 1.75% 左右。在龙头企业抢占中小企业市场份额的背景下，法兰泰克的市占率持续提升，竞争优势逐步凸显。

图表 20: 2013 年桥门式起重机行业各企业收入情况



来源：中国重型机械工业年鉴、中泰证券研究所

图表 21: 2018 年桥门式起重机行业各企业收入情况



来源：中国重型机械工业年鉴、中泰证券研究所

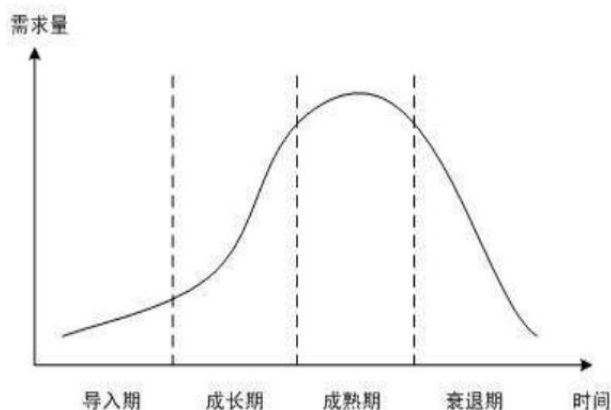
- 桥、门式起重机的存量市场迎来更新换代周期，服务收入占比逐渐扩大，龙头企业优势明显。根据法兰泰克 2020 年半年报中的数据，国内现有在使用的桥、门式起重机存量在 200 万台左右，起重机平均使用寿命在 15 年左右，部分设备寿命临近到期或者设备性能已经不再符合生产需要，行业迎来更新换代周期。另外，从国际上来看部分国外领先企业来自服务的收入已和整机收入比重相当；国内起重机服务市场发展潜力依然巨大，拥有广阔的市场空间。国内拥有较强实力的企业能够快速贴近客户需求，不断抢占市场份额，行业内集中度有望持续提升。

### 3、高空作业平台行业前景广阔，公司开启腾飞新征程

#### 3.1、高空作业平台市场仍处于导入期，未来发展前景广阔

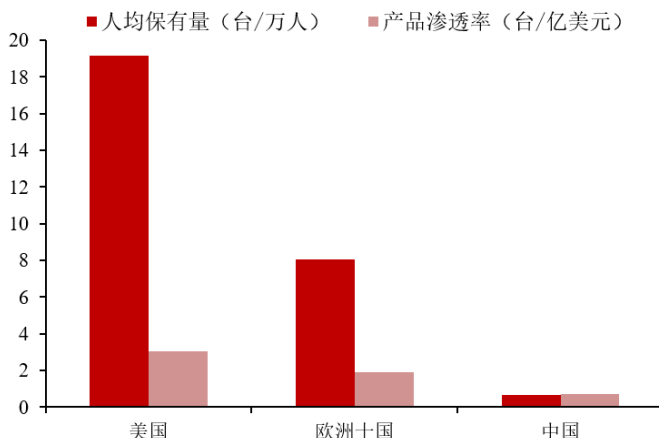
- 中国高空作业平台市场尚处于导入期。欧美等发达国家高空作业平台市场率先进入快速发展阶段，目前行业已逐步迈入成熟期。中国高空作业平台市场起步较晚，目前仅有十余年的发展历程，行业尚处于导入期。当前我国大量高空作业仍然以搭建脚手架为主，高空作业平台仍未被广泛使用，伴随着中国城市化进程的不断加快，对劳动人员安全意识的不断提升，以及人工成本上升和使用高空作业平台性价比的提升，未来我国高空作业平台市场有望实现爆发式增长。
- 中国高空作业平台市场近年来高速增长。根据中国工程机械工业协会装修与高空作业机械分会对 10 家升降工作平台主要生产企业的统计，近几年来中国高空作业平台销量年均增速达到 45% 左右，无疑是工程机械行业中成长性最高的子行业；2020 年上半年，高空作业平台累计销售 48367 台，同比增长 53.6%。

图表 22：行业生命周期曲线图



来源：中国产业研究报告网、中泰证券研究所

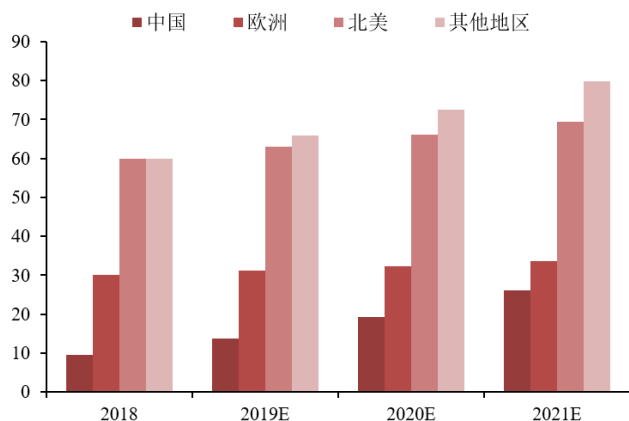
图表 23：各地高空作业平台人均保有量及产品渗透率



来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

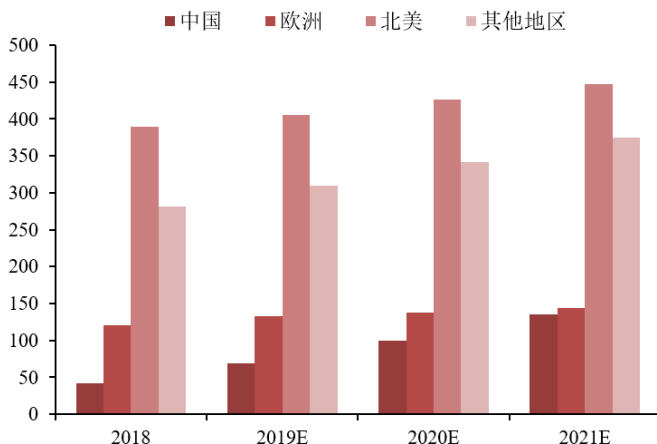
- 中国高空作业平台人均保有量和渗透率与发达国家相比仍存在较大差距。目前，美国高空作业平台人均保有量约为 19.2 台/万人，欧洲十国人均保有量约为 8.0 台/万人，而中国的人均保有量仅为 0.7 台/万人。相比欧美发达国家，中国的人均保有量依然较低，未来存在较大的增长空间。在高空作业平台产品渗透率（设备台数与 GDP 之比）方面，中国与发达国家也存在较大差距，中国高空作业平台产品渗透率仅为 0.7 台/亿美元，而美国和欧洲十国的产品渗透率分别达到 3.1、1.9 台/亿美元。
- 中国高空作业平台保有量较低，市场规模有望快速增长。2018 年，中国高空作业平台保有量为 9.5 万台，北美保有量为 60 万台，欧洲保有量为 30 万台，其他地区保有量为 60 万台。中国高空作业平台保有量与欧美发达国家相比依然存在较大差距，中国市场增长潜力较大。IPAF 预计未来 3 年中国高空作业平台保有量将会以 40% 的增速快速增长，而欧美发达国家的增速仅为 5% 左右。2018 年，中国高空作业平台市场规模为 42 亿元，预计未来 3 年将保持超过 45% 的增速高速增长，逐步缩小与欧美发达国家的差距。

图表 24：各地高空作业平台保有量（万台）



来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

图表 25：各地高空作业平台市场规模（亿元）



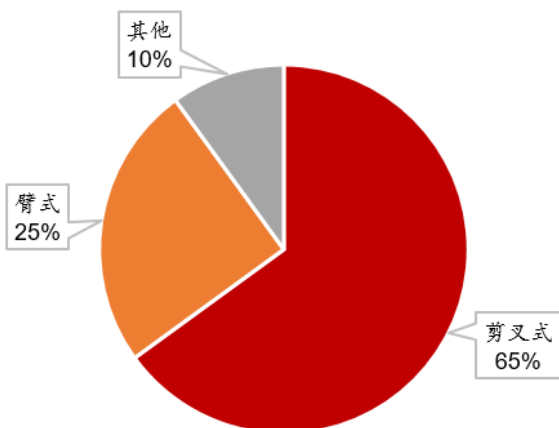
来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

### 3.2、臂式产品有望放量，市场竞争逐步加剧

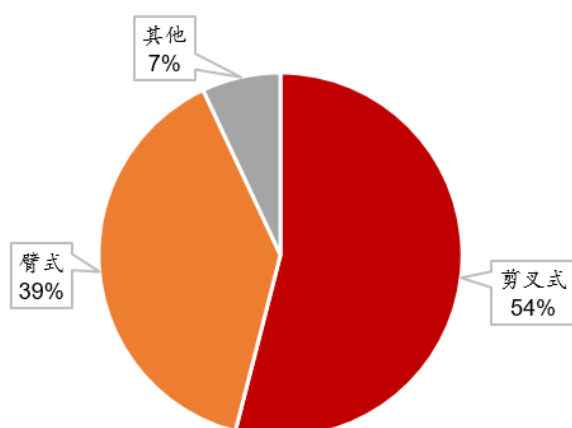
- 中国高空作业平台市场，剪叉式占比依然较大。高空作业平台可分为剪



叉式、臂式、桅柱式、套筒油缸式等等。在中国高空作业平台市场上，剪叉式占比达 65%左右，臂式占比 25%左右。而在北美发达市场上，臂式占比接近 40%。相较于臂式而言，剪叉式进入门槛较低，而且剪叉式的投资回收期更短，中国市场上剪叉式率先放量，未来伴随着市场逐步走向成熟，臂式产品放量可期。

**图表 26：中国高空作业平台市场结构**
**中国高空作业平台市场结构（%）**


来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

**图表 27：北美高空作业平台市场结构**
**北美高空作业平台市场结构（%）**


来源：IPAF、华经情报网、中泰证券研究所

- 目前许多企业将目光重点投向臂式产品，臂式产品占比未来有望逐步提升。星邦重工 2018 年投产第一条臂式车生产线，计划产能 1200 台，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。此外，徐工、中联等企业新增臂式产能也有望得到快速放量。
- 与此同时，中国高空作业平台市场的竞争逐步加剧。国外高空作业平台龙头捷尔杰、特雷克斯等企业已在中国设立生产基地投产并逐步扩大规模；国内企业除专注于高空作业平台生产制造的星邦重工等企业外，徐工、中联、临工、柳工等传统的工程机械主机厂也加快了在高空作业平台领域的布局。
  - 徐工：2016 年徐工高空作业平台从徐工消防中分立出来运营，2018 年 1 月，募集资金 9.6 亿（总投资额 12.3 亿）用于高空作业平台智能制造项目，新基地共规划高空作业平台设备产能 20000 台，其中剪叉设备 15000 台、曲臂和直臂 5000 台。
  - 中联：2018 年 10 月，行业内全国首条覆盖剪叉式高空作业平台生产全工序的智能化流水线——中联重科高空作业平台自动化生产线也正式对外亮相，高调进军高机市场。
  - 临工：2019 年 8 月，济南高新区“临工重机 3 万台高机项目”开工，迈入高空作业平台规模制造新时代。
  - 柳工：2018 年安徽柳工高空作业设备分公司成立，与意大利的 70 年老品牌 ISOLI 品牌合作，进军高空作业平台领域。
- 随着中国经济社会的快速发展，对建筑施工安全性的要求逐步提升，高空作业平台需求持续增大；叠加高空作业平台适用范围的扩大和渗透率

的持续提升，未来高空作业平台行业有望迎来新一轮发展浪潮。

图表 28: 捷尔杰天津工厂第 8 万台设备 860SJ 下线



来源：匠客工程机械、中泰证券研究所

图表 29: 特雷克斯吉尼常州工厂



来源：吉尼高空作业机械、中泰证券研究所

### 3.3、法兰泰克进军高空作业平台领域，开启腾飞新征程

- 公司发行可转债募资 3 亿元，投入高空作业平台领域。近期，公司发行可转债募集资金不超过 3.3 亿元，其中 3 亿元将投向“智能高空作业平台项目”，3000 万元用于补充流动资金。本项目由全资子公司法兰泰克（常州）实施，拟在常州市新北区投建智能高空作业平台生产基地，项目建设期为 2 年，项目建设完成后将新增产能年产 5000 台智能高空作业平台（其中剪叉式 4000 台，曲臂式 500 台，直臂式 500 台）。
- 高空作业平台项目投产稳定后公司预计年均可实现含税销售收入 7.9 亿元，年均净利润 1.2 亿元。公司预估剪叉式、曲臂式、直臂式高空作业平台的售价分别为 8.0、37.6、55.6 万元/套；假设项目第 3 年开始运营且达产率为 30%，第 4 年达产率为 70%，第五年达产率为 100%。结合行业发展趋势、潜在的市场需求等因素，预估该项目的第 3 年、第 4 年、第 5 年实现销售收入分别为 2.4、5.5、7.9 亿元；净利润分别为 2724.5、7924.2、11833.5 万元。未来几年高空作业平台业务也将成功公司业绩持续增长的新引擎。

图表 30: 法兰泰克未来几年各类型高空作业平台销售收入和净利润预测（万元）

产品类型	T+3 年	T+4 年	T+5 年	T+6 年	T+7 年	T+8 年	稳定后
剪叉式	9,614.71	22,434.33	32,049.04	32,049.04	32,049.04	32,049.04	32,049.04
曲臂式	5,642.51	13,165.85	18,808.35	18,808.35	18,808.35	18,808.35	18,808.35
直臂式	8,342.51	19,465.85	27,808.35	27,808.35	27,808.35	27,808.35	27,808.35
收入合计 (万元)	23,599.73	55,066.03	78,665.75	78,665.75	78,665.75	78,665.75	78,665.75
净利润合计 (万元)	2,724.49	7,924.22	11,833.48	11,763.53	11,693.58	11,623.62	11,623.62

来源：公司可转债募集说明书、中泰证券研究所

- **公司起重机系列产品技术为高空作业平台项目的开展奠定了技术积累。**依托智能物料搬运领域技术积累及经验丰富的研发团队，法兰泰克（常州）掌握了液压控制系统、转向机构、内开式安全门等高空作业平台重要部件模块化设计能力，研发出 16m 越野剪叉、16m 曲臂式等高端高空作业平台产品，生产出 4m-14m 全系列液驱、电驱以及履带式高空作业平台，具备成熟的高空作业平台工艺技术和工艺设计能力，能针对客户提出的各种特殊应用需求能及时设计出合理优化的工艺来指导生产和控制质量。此外，公司掌握的应用于智能物料搬运解决方案的精确称重技术、运行中的防撞技术、钢丝绳末端固定技术以及水平调解技术等均可用于高空作业平台产品的设计研发中，为高空作业平台项目的开展奠定技术积累。
- **高空作业平台项目完成后，公司整体竞争力将进一步增强。**公司高空作业平台项目建成后，将进一步扩充公司产品种类，提升自身市场竞争力，更好服务于能源、造船、港口、海洋工程、仓储物流、航空等领域相关企业。公司利用资本优势和智能物料搬运方案产业基础，迅速切入高空作业平台行业，并在产品规模上实现业务快速扩张，提升整体竞争力，扩大公司发展空间。

#### 4、首次覆盖，给予“买入”评级

- 公司是我国智能物料搬运领域领先企业。2020 年上半年，公司实现营收 5.3 亿元，同比增长 18.5%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 54.3%；近年来公司经营业绩保持稳健增长。桥、门式起重机有望逐步走向中高端，欧式起重机、智能化将是未来的方向，公司欧式起重机具备较强竞争优势，未来市场份额有望持续提升。2019 年公司进军高空作业平台领域，近期公司发行可转债募资 3 亿元投向“智能高空作业平台项目”，未来高空作业平台业务有望成为公司业绩增长的新引擎。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.46、1.90、2.34 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 28、22、18 倍。由于上市公司中可比公司较少，可比公司中也存在一些业务差距，因此估值水平存在差异；公司大力布局的高空作业平台领域上市公司估值水平较高，因此公司较可比公司存在一定的估值溢价。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 31：公司业绩分析

主营业务	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	假设条件
起重机	销售收入（百万元）	419	698	893	1,071	1,232	1、未来桥、门式起重机市场集中度有望持续提升，公司高端桥、门式起重机具备较强竞争优势，预计未来公司市场份额将持续提升。
	销售收入 YoY（%）	3.50%	66.66%	28.00%	20.00%	15.00%	
	毛利率（%）	28.79%	30.84%	30.00%	31.00%	31.50%	
	毛利润（百万元）	121	215	268	332	388	
电动葫芦	销售收入（百万元）	96	122	146	183	228	
	销售收入 YoY（%）	37.21%	26.25%	20.00%	25.00%	25.00%	
	毛利率（%）	18.22%	19.11%	20.00%	20.60%	21.00%	
	毛利润（百万元）	18	23	29	38	48	
零配件及	销售收入（百万元）	50	61	73	88	106	

服务	销售收入 YoY (%)	39.59%	22.51%	20.00%	20.00%	20.00%	2、假设公司下游客户资质良好，电动葫芦、工程机械部件等业务保持稳健增长。  3、公司在高空作业平台领域大力布局，预计将在未来几年产品逐步放量，高空作业平台业务将成为公司业绩增长的新引擎。
	毛利率 (%)	44.28%	49.17%	49.00%	50.00%	50.00%	
	毛利润 (百万元)	22	30	36	44	53	
工程机械部件	销售收入 (百万元)	198	224	258	296	341	
	销售收入 YoY (%)	57.92%	13.02%	15.00%	15.00%	15.00%	
	毛利率 (%)	17.41%	17.70%	18.00%	18.00%	18.00%	
	毛利润 (百万元)	35	40	46	53	61	
高空作业平台	销售收入 (百万元)	-	1	7	43	130	
	销售收入 YoY (%)	-	-	800%	500%	200%	
	毛利率 (%)	-	15.00%	17.00%	22.00%	26.00%	
	毛利润 (百万元)	-	0	1	10	34	
合计	合计营业收入 (百万元)	764	1,106	1,378	1,682	2,037	
	合计营业收入 YOY (%)	19.97%	44.80%	24.59%	22.10%	21.09%	
	合计毛利率 (%)	25.56%	27.91%	27.63%	28.34%	28.67%	
	合计毛利润 (百万元)	195	309	381	477	584	

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 32: 可比公司估值

公司	代码	2020/8/28 股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
润邦股份	002483	5.77	0.21	0.27	0.33	0.38	20.32	21.23	16.66	14.48
华东重机	002685	6.19	0.35	0.43	0.57	0.72	19.14	14.25	10.88	8.64
天桥起重	002523	2.71	0.06	-	-	-	-	-	-	-
均值							19.73	17.74	13.77	11.56

来源: wind, 中泰证券研究所 (注: 可比公司 EPS、PE 来自 wind 一致性预测)

## 5、风险提示

- **市场竞争加剧风险。**国内桥、门式起重机产品同质化严重，价格比拼成为市场竞争的主要手段。并且由于欧美等发达国家起重机市场已趋饱和，跨国企业纷纷进入中国，凭借其资金和技术优势抢占国内中高端市场，在一定程度上加剧了行业内的竞争。
- **募投项目进展不及预期风险。**公司募投项目“智能高空作业平台项目”建设期 2 年，项目建设完成后将新增产能年产 5000 台智能高空作业平台，高空作业平台市场竞争激烈，公司募投项目存在不及预期风险。
- **并购协同效应不及预期风险。**2018 年公司收购奥地利特种起重机及物料搬运行业细分市场领先企业 Voithcrane; 2019 年收购国内水利水电缆索起重机供应商国电大力，对并购标的进行有效整合可能不及预期。
- **原材料价格波动风险。**公司产品成本主要由钢材、配套件等原材料构成，公司钢材约占主营业务成本的 20% 左右，若公司在报价后，签订订单及采购所需钢材期间，钢材或配套件价格出现较大波动，而公司没有采取其他措施有效应对，没能及时消化原材料价格上涨带来的成本增加，则 will 影响公司的盈利水平。
- **汇率波动风险。**随着起重机市场的不断拓展，公司将经营延伸至海外，



包括欧洲、东南亚、中东等地区。随着海外市场业务占公司整体业务量比重的持续上升，汇率变动将在一定程度上影响公司的盈利水平。

- **业绩不及预期风险等。**公司主营业务产品如果生产、销售不及预期，可能对经营业绩产生重要影响。

图表 33：法兰泰克盈利预测模型

损益表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	764	1,106	1,378	1,682	2,037
增长率	20.0%	44.8%	24.6%	22.1%	21.1%
营业成本	-568	-797	-997	-1,206	-1,453
%销售收入	74.4%	72.1%	72.4%	71.7%	71.3%
毛利	195	309	381	477	584
%销售收入	25.6%	27.9%	27.6%	28.3%	28.7%
营业税金及附加	-6	-8	-9	-12	-14
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-50	-66	-74	-87	-105
%销售收入	6.6%	6.0%	5.4%	5.1%	5.1%
管理费用	-68	-97	-124	-152	-184
%销售收入	8.9%	8.8%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润（EBIT）	71	137	173	227	281
%销售收入	9.3%	12.4%	12.5%	13.5%	13.8%
财务费用	9	-8	-9	-9	-9
%销售收入	-1.1%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%
资产减值损失	8	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	2	3	4	4	4
%税前利润	2.0%	2.2%	2.4%	1.8%	1.5%
营业利润	89	133	168	222	276
营业利润率	11.7%	12.0%	12.2%	13.2%	13.6%
营业外收支	1	1	-1	-1	-1
税前利润	91	133	167	221	275
利润率	11.9%	12.0%	12.1%	13.1%	13.5%
所得税	-13	-26	-34	-43	-53
所得税率	14.7%	19.2%	20.1%	19.6%	19.3%
净利润	66	108	152	196	241
少数股东损益	0	6	6	7	7
归属于母公司的净利润	66	103	146	190	234
净利率	8.6%	9.3%	10.6%	11.3%	11.5%

现金流量表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	66	108	152	196	241
加：折旧和摊销	19	5	7	10	13
资产减值准备	8	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	1	0	0	0
财务费用	-9	8	9	9	9
投资收益	2	3	4	4	4
少数股东损益	0	6	6	7	7
营运资金的变动	-131	-39	-345	-108	-90
经营活动现金净流	111	209	246	332	363
固定资本投资	-52	-3	-81	-84	-80
投资活动现金净流	-354	16	50	-151	-142
股利分配	-15	-27	-541	-152	-187
其他	522	-398	0	0	0
筹资活动现金净流	508	-426	-541	-152	-187
现金净流量	265	-200	-245	29	34

资产负债表（人民币百万元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	316	580	380	380	380
应收款项	412	308	346	376	428
存货	377	507	613	708	833
其他流动资产	54	183	129	149	181
流动资产	1,158	1,578	1,469	1,614	1,822
%总资产	63.0%	64.3%	64.0%	62.4%	62.1%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	227	230	310	395	475
%总资产	12.3%	9.4%	13.5%	15.3%	16.2%
无形资产	64	98	98	93	88
非流动资产	681	877	827	973	1,110
%总资产	37.0%	35.7%	36.0%	37.6%	37.9%
资产总计	1,840	2,455	2,296	2,587	2,932
短期借款	50	200	200	200	200
应付款项	204	248	313	379	457
其他流动负债	428	693	862	1,050	1,271
流动负债	682	1,141	1,376	1,629	1,927
长期贷款	238	172	172	172	172
其他长期负债	37	101	101	101	101
负债	957	1,414	1,649	1,903	2,201
普通股股东权益	883	1,010	615	653	700
少数股东权益	0	31	31	31	31
负债股东权益合计	1,840	2,455	2,296	2,587	2,932

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益(元)	0.31	0.49	0.69	0.90	1.11
每股净资产(元)	4.18	4.93	3.06	3.24	3.46
每股经营现金净流(元)	0.53	0.99	1.17	1.57	1.72
每股股利(元)	0.07	0.13	2.56	0.72	0.89
回报率					
净资产收益率	7.77%	7.47%	9.86%	22.62%	27.74%
总资产收益率	5.58%	3.58%	4.18%	6.37%	7.33%
投入资本收益率	16.68%	20.25%	27.85%	35.96%	44.15%
增长率					
营业总收入增长率	19.97%	44.80%	24.59%	22.10%	21.09%
EBIT增长率	-9.46%	101.18%	37.27%	27.76%	21.94%
净利润增长率	3.30%	55.69%	42.40%	29.81%	23.31%
总资产增长率	60.80%	33.45%	-6.50%	12.69%	13.34%
资产管理能力					
应收账款周转天数	169.7	117.2	85.5	77.3	71.1
存货周转天数	138.5	143.9	146.4	141.3	136.2
应付账款周转天数	81.0	73.7	73.3	74.0	73.8
固定资产周转天数	94.7	74.3	70.5	75.4	76.8
偿债能力					
净负债/股东权益	-108.42%	-135.89%	-255.28%	-278.17%	-301.17%
EBIT利息保障倍数	-8.1	17.8	21.3	27.2	33.2
资产负债率	52.02%	57.61%	71.85%	73.56%	75.07%

来源：wind，中泰证券研究所

### 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

### 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。