

## 建设机械 (600984.SH) 买入 (首次评级)

## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 12.74 元  
 目标价格 (人民币): 19.35-19.35 元  
 市场数据 (人民币)

总股本 (亿股) 8.28  
 已上市流通 A 股 (亿股) 7.86  
 总市值 (亿元) 105.96  
 年内股价最高最低 (元) 12.80/9.86  
 沪深 300 指数 4133  
 上证指数 3031

## 塔机租赁龙头强者恒强，成长空间广阔

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,829	2,227	3,217	4,287	5,486
营业收入增长率	32.97%	21.77%	44.43%	33.28%	27.95%
归母净利润 (百万元)	23	153	510	756	1,071
归母净利润增长率	-72.25%	571.94%	232.64%	48.30%	41.70%
摊薄每股盈利 (元)	0.036	0.185	0.616	0.913	1.294
每股经营性现金流净额	0.07	0.38	0.89	1.50	2.05
净资产收益率	0.71%	4.55%	13.76%	17.95%	21.63%
市盈率 (倍)	179.23	27.38	20.78	14.01	9.89
市净率 (倍)	1.27	1.25	2.86	2.52	2.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司 2015 年收购庞源租赁，由设备制造商转型为租赁服务商。**2019 年上半年公司业务中租赁业务占比 83%，子公司庞源租赁贡献公司 86% 的营业收入和 123% 的净利润，庞源租赁为国内塔吊租赁龙头。由于计提天成机械商誉减值以及坏账等因素，2015-2017 年公司利润收到压制，目前历史包袱出清，利润开始释放，预计 2019 年公司净利润 5.1 亿元，同比增长 233%。
- **塔吊租赁行业：装配式建筑带来行业结构性变化，迎加速整合期**
  - 1) 房地产投资增速放缓，但是下游相对稳定的工程总量需求支撑塔吊租赁行业规模。近年我国装配式建筑快速发展，装配式建筑快速发展带来中大型塔吊旺盛需求，根据工程机械工业协会预测，2019-2021 年装配式建筑带来塔机需求为 3/3.8/4.7 万台。
  - 2) 国内塔吊租赁市场格局极度分散，庞源租赁国内第一，市占率 3.5%。大型企业融资、议价以及回款能力更强，叠加装配式建筑对企业管理等方面要求提升，龙头企业有望进一步扩大市场份额。
- **建设机械：联手庞源租赁打造工程机械租赁龙头，具备运营管理以及设备规模优势，业绩快速增长**
  - 1) 庞源租赁是国内规模最大的塔吊租赁企业，截至 2019 年 7 月，塔吊保有量为 5377 台，庞源租赁运营管理优势明显，安全事故率极低。
  - 2) **短期驱动力：走出行业低谷，叠加装配式建筑推动，塔吊租赁量价齐升。**庞源租赁年度设备吨米利用率保持在 66%-76% 左右，2017-2019 年庞源的塔吊租金价格持续上涨。
  - 3) **长期驱动力：资产扩张，马太效应下份额持续提升。**庞源租赁的商业模式体现较强的重资产经营属性，资产的累计速度是公司长期增长的动力之一，扩张的途径主要为直接采购设备或者并购整合，马太效应下庞源租赁市场份额有望不断提升，强者恒强。公司 2018 年发布定增预案，募资 15 亿采购中大型塔吊 1500 台，目前已过会，进展顺利。
- **对标海外工程机械租赁龙头——美国联合租赁，并购扩张+精细运营，高增长长期可提高估值中枢。**

## 投资建议

预计 2019-2021 年公司实现归母净利润 5.1/7.6/10.7 亿元，同比增长 233%/48%/42%。EPS 分别为 0.62/0.91/1.29 元，对应最新股价的 PE 估值水平为 21x/14x/10x。受益于装配式建筑带来的机会，公司的成长路径明确，周期波动小，未来业绩保持较高增速。给予公司 2021 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值为 19.35 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级

## 风险提示

- 房地产、基建投资增速下滑，装配式建筑拓展不及预期，信用收缩风险，疫情对下游影响超预期，股票质押风险。

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

赵晋 联系人  
 zhaojin1@gjzq.com.cn

## 投资要件：

### 主要预测、关键假设

- 1) 工程机械租赁渗透率和塔吊租赁渗透率不断提升；
- 2) 装配式建筑在房屋新开工面积中比例稳定提升，2020 年达到 15%，2026 年达到 30%；装配式建筑快速发展带来中大型吨位的旺盛需求，2019-2021 年装配式建筑带来的塔机需求为 3/3.8/4.7 万台；
- 3) 庞源租赁 2019 年预计完成 15 亿元采购，2020-2021 年分别增长 10%/0%；2019 年平均出租率为 72.3%，2020 年一季度下游开工受疫情影响较大，假设 2020-2021 年平均吨米利用率分别为 70%和 72%；预计 2020-2021 年结算的订单较 2019 年保持平稳，同时公司对于价格的控制能力在增强，未来有望维持在较高水平。

### 我们与市场不同观点

- 1) 市场认为建设机械属于工程机械行业，受国内投资计划影响，周期波动幅度大。房地产投资出现下滑，会影响塔吊租赁企业的设备利用率和租金价格。我们认为公司目前重点业务为塔吊租赁业务，属于租赁服务行业，与工程机械制造不同，在存量经济时代，租赁设备相对于购买新设备优势明显，建筑施工企业“买不如租”，在工程机械领域设备租赁的渗透率将不断提升。而且目前装配式建筑带来塔吊租赁市场结构性改变，中大型塔吊有一定的缺口。
- 2) 市场认为租赁行业的商业本质是金融属性，很难给高估值。我们认为目前行业仍处在发展阶段，行业格局分散，借鉴国外巨头的成长之路，国内龙头企业也将迎来加速整合阶段。所以即使面临下游需求波动，龙头公司有望通过市场份额的提升来补偿价格和利用率下降带来的负面影响。随着公司市场份额不断提升，逐渐掌握行业定价权，公司的收入规模和经营质量有望大幅提升。

### 投资建议

预计 2019-2021 年公司实现归母净利润 5.1/7.6/10.7 亿，同比增长 233%/48%/42%。EPS 分别为 0.62/0.91/1.29 元，对应最新股价的 PE 估值水平为 21x/14x/10x。受益于装配式建筑带来的机会，公司的成长路径明确，周期波动小，未来业绩保持较高增速。给予公司 2021 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值为 19.35 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 催化剂

- 国内加码逆周期调节政策，装配式建筑发展超预期，信用宽松超预期等。

### 风险提示

- 房地产、基建投资增速下滑，装配式建筑拓展不及预期，信用收缩风险，疫情对下游影响超预期，股票质押风险。

## 内容目录

一、塔吊租赁行业：装配式建筑带来行业结构性变化，迎加速整合期.....5	
1、工程机械租赁渗透率提升，塔吊租赁属外包服务，国内空间 740 亿元...5	
2、下游地产投资增速虽放缓，装配式建筑带来需求的结构性增长.....6	
3、塔吊租赁市场格局分散，行业集中度有望提升，迎来加速整合期.....7	
二、建设机械：联手庞源租赁，打造工程机械租赁龙头.....9	
1、由设备制造商转型为工程机械服务商.....9	
2、庞源租赁塔机租赁龙头，具备运营管理及设备规模优势，业绩快速增长.....10	
3、短期：走出行业低谷，叠加装配式建筑推动，塔吊租赁量价齐升.....12	
4、长期：资产扩张，马太效应下份额持续提升.....13	
三、对标海外租赁巨头——美国联合租赁，并购扩张+精细运营.....16	
四、盈利预测与估值分析：合理市值 160 亿元，“买入”评级.....18	
1、收入预测：预计 2019-2021 年增速为 44%/33%/28%.....18	
2、净利润预测：预计 2019-2021 年净利润增速为 233%/48%/42%.....18	
3、估值分析：合理市值 160 亿元，目标价 19.35 元，“买入”评级.....19	
五、风险提示：下游增速放缓、装配式建筑发展不及预期.....20	

## 图表目录

图表 1：国内工程机械租赁行业渗透率超过 50%，市场规模接近 6000 亿元	5
图表 2：国内塔吊设备保有量约 40 万台.....5	
图表 3：2018 年国内塔吊租赁市场规模 740 亿.....5	
图表 4：塔吊服务模式是全方位的吊装综合解决方案和服务.....6	
图表 5：新开工面积和竣工面积之差不断扩大.....6	
图表 6：施工面积增速和塔机保有量增速.....6	
图表 7：预测装配式建筑新开工面积占比.....7	
图表 8：我国的装配化率与世界主要国家差距较大.....7	
图表 9：各地装配式建筑政策汇总，60%地区提出 2020 年实现装配式建筑占比超过 15%.....7	
图表 10：庞源中用于装配式建筑塔吊 3 年复合增 132%.....7	
图表 11：2019-21 年装配式建筑塔机需求 3/3.8/4.7 万台.....7	
图表 12：庞源租赁和紫竹慧收入对比，2019 年上半年营收相差 7 倍.....8	
图表 13：建设机械发展历程及新业务发展时间点.....9	
图表 14：1H2019 主要业务结构中租赁业务占比 83%.....9	
图表 15：2016-2018 年公司收入年均复合增速 27%.....10	
图表 16：公司归母净利润扭亏后快速增长.....10	
图表 17：2019 年 IC Tower Index 榜单，上海庞源位列第一.....10	
图表 18：庞源租赁塔吊保有量（左轴）及总吨米数（右轴）.....11	
图表 19：2019 年底庞源租赁装配式建筑用塔吊产值占比 31.3%.....11	
图表 20：2016-2018 年庞源租赁中大型塔吊数量占比不断提升.....11	
图表 21：庞源租赁营收 2016 年来快速增长.....12	

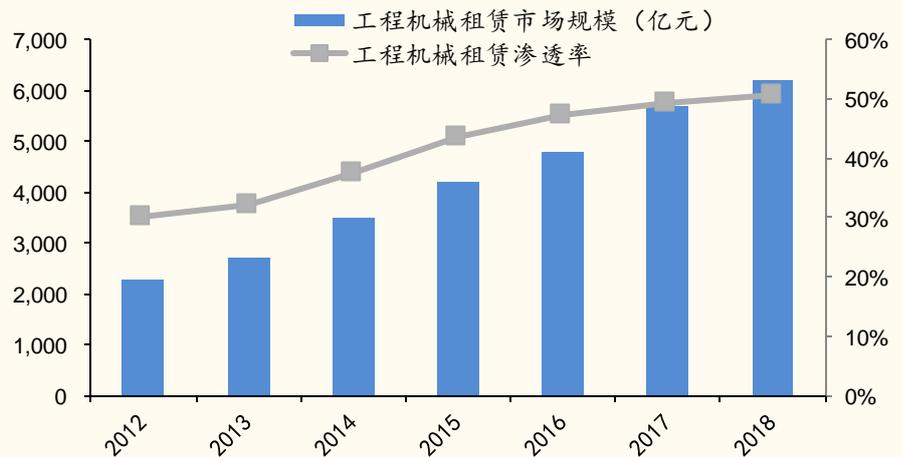
图表 22: 庞源租赁净利润 2013-2018 年复合增速 43%.....	12
图表 23: 上市公司应收账款周转天数和存货周转天数不断下降 .....	12
图表 24: 2015 年并入庞源租赁后上市公司现金流加速好转.....	12
图表 25: 庞源租赁 2019 年均吨米利用率 72.3%.....	13
图表 26: 2017-2019 年庞源价格指数持续上涨, 2020 年初有所下滑.....	13
图表 27: 庞源租赁 2013-2019 年的设备采购金额 (亿元) .....	14
图表 28: 建设机械 ROE 杜邦分析, 2019Q3 各指标 (红色) 较 2018Q3 (蓝色) 大幅增长 .....	14
图表 29: 庞源租赁净利率不断扩大 .....	15
图表 30: 庞源总资产周转率从 2016 年开始快速提升 .....	15
图表 31: 上市公司的资产负债率与美国联合租赁对比, 有较大增加空间 ...	15
图表 32: 美国联合租赁市场北美市占率 13% .....	16
图表 33: 美国联合租赁设备品类分类.....	16
图表 34: 联合租赁收入 2012-2019 年复合增速 12%.....	17
图表 35: 联合租赁业绩 2012-2019 年复合增速 48%.....	17
图表 36: 联合租赁毛利率维持在 40%左右 .....	17
图表 37: 联合租赁出租率维持在 70%上下 .....	17
图表 38: 2019-2021 年公司收入为 32/43/55 亿, 同比增速为 44%/33%/28% .....	18
图表 39: 上市公司毛利率和净利率持续提升 .....	19
图表 40: 2012-2018 年期间费用率变化情况 .....	19
图表 41: 参考成长性强的工程机械标的, 公司 PE 为 21/14/10 倍 .....	19

## 一、塔吊租赁行业：装配式建筑带来行业结构性变化，迎加速整合期

### 1、工程机械租赁渗透率提升，塔吊租赁属外包服务，国内空间 740 亿元

- **2018 年工程机械租赁渗透率超过 50%，市场规模接近 6000 亿。**工程机械行业经过 2016-2019 年销量的高速增长，保有量增加，迈入存量时代，与此同时工程机械租赁渗透率不断提高。根据中国工程机械工业协会工程机械租赁分会的测算，2018 年我国工程机械租赁渗透率突破 50%。发达国家中工程机械租赁已经成为主流，占据市场总份额的 65%。根据 2018 年工程机械协会租赁分会的《中国工程机械租赁行业发展趋势研究》，工程机械租赁市场近 6000 亿元的规模，是全球最大的工程机械租赁的区域。

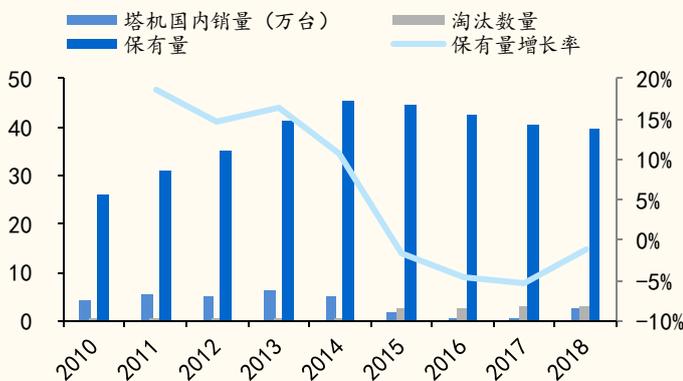
图表 1：国内工程机械租赁行业渗透率超过 50%，市场规模接近 6000 亿元



来源：中国工程机械工业协会工程机械租赁分会，wind，国金证券研究所整理

- **截至 2018 年底，国内塔吊租赁市场规模约 740 亿元，同比增长 5.2%；**过去 5 年平均增量市场空间 50.46 亿元。针对存量市场，塔机的租赁渗透率持续在提升。根据公司公告，目前国内市场中塔吊保有量约 40 万台，国内市场建筑起重机的租赁渗透率从 2008 年不到 10%提升到 2018 年的 50%。由于塔机的租赁渗透率持续提升，所以租赁行业的波动相对于下游的需求而言，变化和波动幅度更小一些。从长期空间来看，塔机租赁的市场容量有望进一步提升。

图表 2：国内塔吊设备保有量约 40 万台



来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 3：2018 年国内塔吊租赁市场规模 740 亿

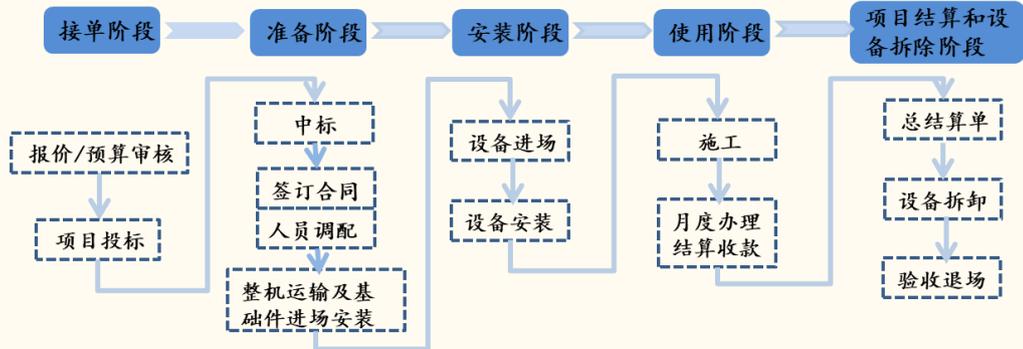


来源：中国工程机械工业协会工程机械租赁分会，wind，国金证券研究所

- **塔吊租赁不同于经营租赁和融资租赁，更加体现服务属性。**塔吊租赁本质上是为建筑商在项目施工现场提供吊装服务，向设备使用方提供从设备进

场安装、现场操作、维修保养到最终拆卸离场等全方位的综合解决方案和服务。合同定价包含设备租赁的价格和一系列人工、服务的价格。塔吊租赁从项目承接到完成经历的过程和单证较为复杂，需要保证资金、设备和人员安全，塔吊租赁核心实际上是管理。

图表 4：塔吊服务模式是全方位的吊装综合解决方案和服务

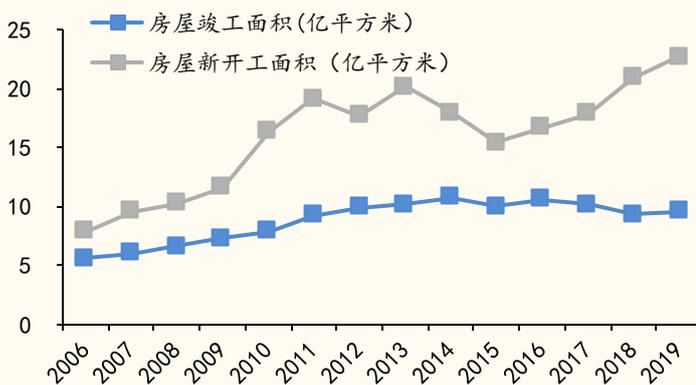


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所整理

## 2、下游地产投资增速虽放缓，装配式建筑带来需求的结构性增长

- **房地产投资增速放缓，但是下游相对稳定的工程总量需求支撑塔吊租赁行业规模。**塔吊租赁行业的下游行业主要为房地产、基础设施等建筑行业，房屋新开工面积与竣工面积的差额情况反映出房地产市场对塔机的新增需求。虽然下游房地产新开工面积增速下滑，但由于新开工面积一直大幅高于竣工面积，2002 年以来存量施工面积一直保持增长状态，2019 年国内房地产市场施工面积同比增长 9%且增幅一直在扩大。2011-2014 年塔机保有量增速和房地产施工面积增速保持高度的相关性，国内塔机市场处于供需相对平衡状态；2015 年后由于市场产能的出清，保有量增速与施工面积增速出现差距，叠加装配式建筑推动，带来 2017 年开始塔吊租赁出租率和出租价格的快速增长。

图表 5：新开工面积和竣工面积之差不断扩大



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

图表 6：施工面积增速和塔机保有量增速

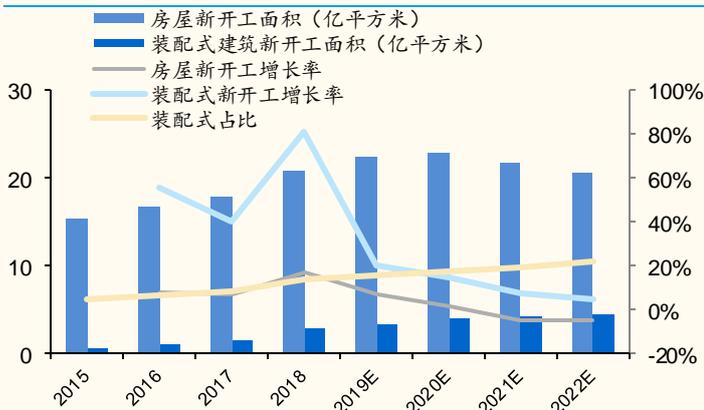


来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

- **近年我国装配式建筑进入快速发展阶段。**装配式建筑发展目标明确，根据国务院和住建部相关规划，2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，到 2026 年这一比例将达到 30%。新建装配式建筑面积占城镇新建建筑面积比例由 2015 年的 4.7%快速提升至 2018 年 13.9%，仍与世界主要国家 70%以上的装配化率差距较大。2018 年我国装配式建筑新开工面积达 2.9 亿平方米，同比增长 81%（占新开工面积 13.9%），保守预测下，我们预计 2019~2021 年国内房屋新开工面积分别为 22.4/22.8/21.7

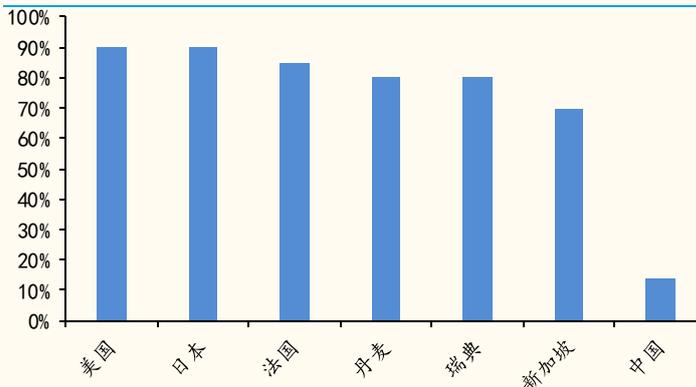
亿平方米，装配式建筑新开工面积分别为 3.5/4.0/4.3 亿平方米，装配式建筑占比为 15.5%、17.5%、19.9%。

图表 7：预测装配式建筑新开工面积占比



来源：国家统计局，wind，国金证券研究所

图表 8：我国的装配化率与世界主要国家差距较大



来源：中国装配式建筑网，国金证券研究所

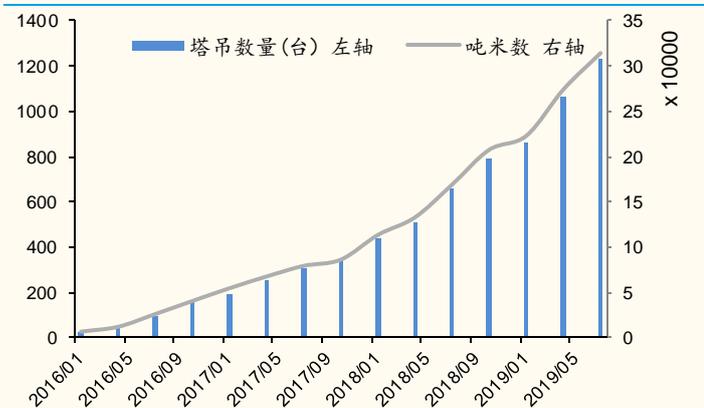
图表 9：各地装配式建筑政策汇总，60%地区提出 2020 年实现装配式建筑占比超过 15%

政策类型	占比	政策描述
积极型	占比 21%	明确提出到 2020 年实现装配式建筑占比达到 <b>30%</b> 以上的目标 上海、北京、山东、浙江、江西、四川等
稳健型	占比 38%	制定试点示范期，到 2020 年实现装配式建筑占比达到 <b>15-20%</b> 以上 吉林、天津、河北、重庆、江苏、安徽、福建、湖北、广东、广西、贵州等
迟缓型	占比 41%	没有明确阶段性目标，或目标与国家一致，到 2020 年实现 <b>15%</b> 辽宁、内蒙古、河南、陕西、宁夏、湖南、云南、海南等

来源：住建部，国金证券研究所整理

■ **装配式建筑快速发展带来中大型吨位的旺盛需求。**传统现浇中塔机主要吊装重量较小的钢筋水泥等，使用机型一般在 60-100 吨米范围内。在装配式建筑中，塔吊主要吊装预制件，预制件重量大，国内主流的装配式建筑塔吊吨位数为 100-300 吨米，上海作为国内装配式建筑发展最快的地区，其塔吊吨位数已经发展到 350 吨米左右，而目前新加坡主流的塔吊吨位数在 400-600 吨米；而且装配式建筑中塔机占用时间较长，其覆盖的有效区域减少，同样的开工面积需要更多的塔机，因此装配式建筑的快速发展将带来大量中大型吨位塔机需求。根据工程机械协会的预测，2019-2021 年装配式建筑带来的塔机需求为 3/3.8/4.7 万台。

图表 10：庞源中用于装配式建筑塔吊 3 年复合增 132%



来源：庞源租赁，国金证券研究所

图表 11：2019-21 年装配式建筑塔机需求 3/3.8/4.7 万台

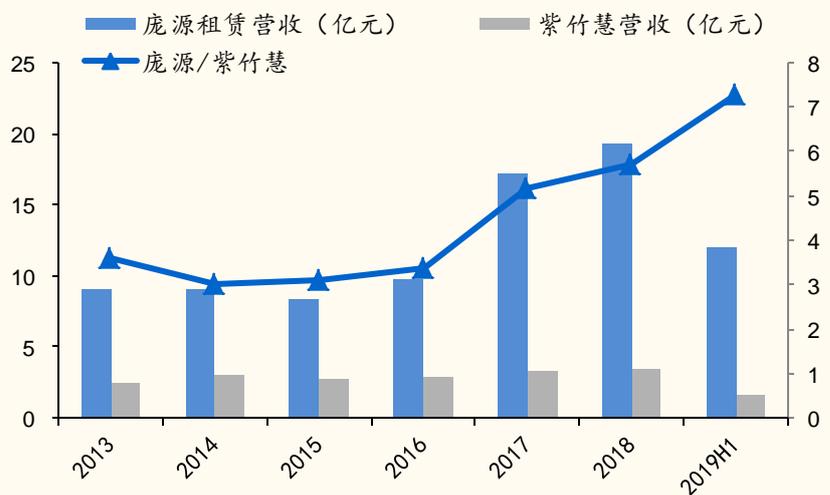


来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

### 3、塔吊租赁市场格局分散，行业集中度有望提升，迎来加速整合期

- **国内塔吊租赁公司众多，市场格局极度分散。**国内建筑起重设备租赁行业发展时间相对较短，租赁企业市场集中度较低，行业内企业数量众多，规模普遍偏小，且塔机配置以小型塔机为主。从企业数量来看，尽管 2014 年至今塔吊租赁行业内企业数量有大幅下降，但竞争企业数量依然较多，竞争较为激烈。据统计，2014 年，中国塔吊租赁企业数量为 1.2 万家，经历一轮周期调整后，到 2018 年企业数量只剩下约 7000 多家。
- **庞源租赁是塔机租赁领域的国内龙头企业。**目前塔吊租赁行业初步形成了庞源租赁、达丰系、紫竹慧、正和租赁 4 家龙头。根据 KHL 发布的 IC Tower Index 截至 2019 年 7 月庞源租赁和达丰系设备保有量分别为 5377 和 1063 台，另外根据紫竹慧公司官网显示，2018 年塔机保有量 1000 余台。国内规模最大的庞源租赁 2018 年收入为 19.37 亿元，市场占有率不足 3%。对比紫竹慧，庞源租赁的营业收入规模持续壮大，2019 年上半年庞源营收，紫竹慧营收，相差 7 倍，收入差距倍数持续提升，庞源租赁强者恒强。

图表 12：庞源租赁和紫竹慧收入对比，2019 年上半年营收相差 7 倍



来源：庞源租赁，公司官网，wind，国金证券研究所

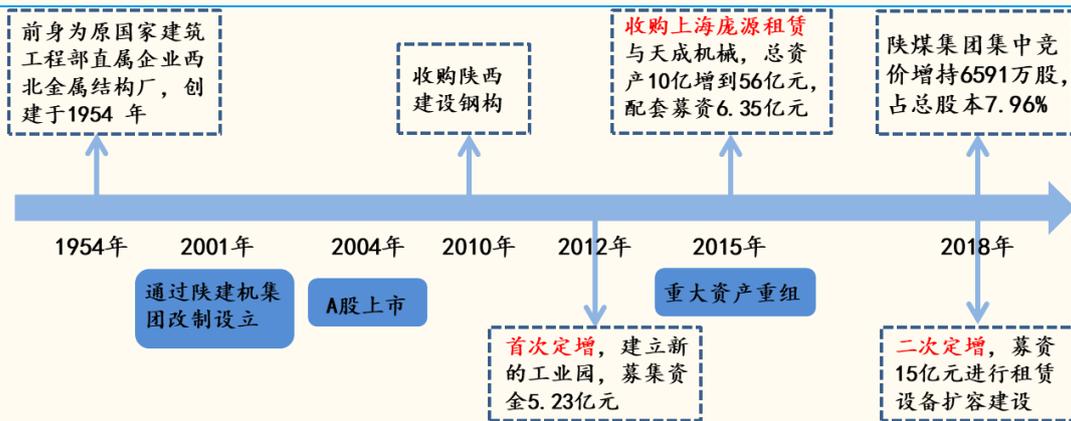
- **大型企业融资能力、议价能力以及回款能力更强，龙头企业有望进一步扩大市场份额。**建筑起重机械租赁行业属于资金密集型行业，一般通过融资租赁、分期付款以及自有资金积累等方式购买塔机。塔吊租赁服务非标准化，经营能力强的企业提供的服务更加专业，同时对下游公司的议价能力和回款能力更强，这对企业的资金安全和经营压力会更小，从而可以撬动更高比例的杠杆比例。而且中小型租赁企业融资成本高，一旦信用环境紧缩，具有强大资金实力和盈利能力的龙头公司将迎来份额扩张的好时机。
- **从结构上看，多数企业塔吊配置以小型塔机为主，装配式建筑将进一步推动行业集中度提升。**大中型塔机租赁市场对租赁企业的专业服务能力、安全管理能力和资金实力等方面要求较高，中小租赁公司较难进入。在我国大力发展装配式建筑的背景下，市场对企业的大中型塔机储备、资质、专业服务能力、安全管理能力、资金实力均提出了更高的要求。因此部分规模较小、资金实力不足、缺乏大型项目实施经验、运营不规范的小型塔机租赁企业将逐渐被淘汰出市场，有利于以庞源租赁为首的行业龙头企业进一步做大做强，扩大市场份额，行业集中度进一步提升，迎来加速整合期。

## 二、建设机械：联手庞源租赁，打造工程机械租赁龙头

### 1、由设备制造商转型为工程机械服务商

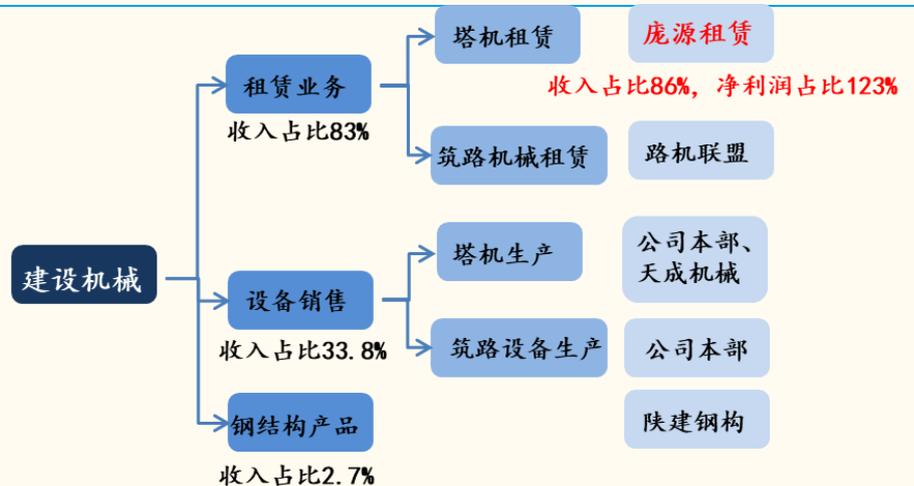
- 2015 年收购庞源租赁，公司由设备制造商转型为租赁服务商。**建设机械 2004 年上市，原有主营业务为道路工程机械产品，2015 年收购庞源租赁和天成机械，加码建筑起重机制造和租赁业务。2019 年上半年公司业务中租赁业务占比 83%，子公司庞源租赁贡献公司 86% 的营业收入和 123% 的净利润；工程机械制造方面，主导产品大型沥青混凝土摊铺机在国内享有较高知名度，公司研发的高端塔式起重机已初步形成规模；子公司天成机械生产的中低端塔式起重机在西南地区具有区域竞争优势。

图表 13：建设机械发展历程及新业务发展时间点



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所整理

图表 14：1H2019 主要业务结构中租赁业务占比 83%

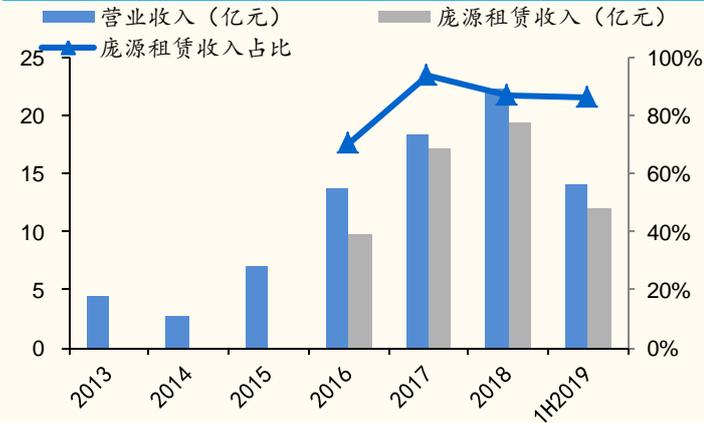


来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所整理（注：收入与业绩存在合并抵消）

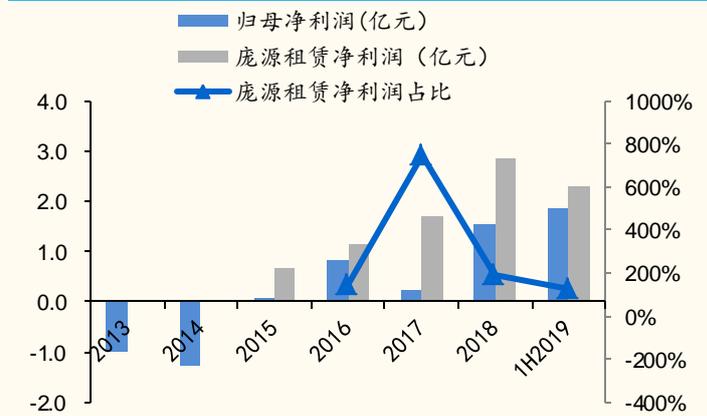
- 内部整合完成后，母公司、天成机械和庞源租赁形成产业链互补。**公司具有整体优势，通过技术共享和客户资源融合，庞源租赁借助母公司建设机械和天成机械在当地区市场优势，拓展中国西北和西南地区的租赁业务；此外，公司本部生产大中型塔机设备，子公司天成机械则主要生产中小型塔机设备，庞源租赁若通过内部采购可压缩采购成本，实现公司整体业绩增长。随庞源租赁塔吊业务扩张采购需求提升，内部协同作用会更加明显。
- 1H2019 庞源租赁收入贡献公司 86% 的营收，2019 年全年上市公司净利润**

预计增长 233%。转型后 2016-2018 年，公司收入年均复合增速 27%，呈现稳健增长态势，业绩扭亏为盈；2018 年以来，塔机租赁量价齐升，庞源租赁获得较好增长，2019 年上半年实现收入 12 亿元，同比增长 53.7%，占上市公司总收入的 85.8%；实现净利润 2.32 亿元，同比增长 121%，占上市公司归母净利润的 123%。上市公司发布 2019 年业绩预告，2019 年全年实现归母净利润为 5.1 亿元，同比增长 233%。

图表 15：2016-2018 年公司收入年均复合增速 27%



图表 16：公司归母净利润扭亏后快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、庞源租赁塔机租赁龙头，具备运营管理及设备规模优势，业绩快速增长

- 庞源租赁 2001 年成立，经过多年对自身技术能力的提升和对塔吊租赁市场的开发，初步形成了遍布全国的业务网络，且设立了 3 家海外子公司。在全球机械租赁杂志《International Rental News》(2019 年)评选的“世界租赁企业 100 强”中，庞源租赁排名第 47 位，与上海宏信是中国仅有的跻身百强的租赁企业。根据国际起重设备和特种运输杂志《International Cranes and Specialized Transport》“2019 年塔式起重机吨米指数” (IC Tower Index 2019) 排名中，庞源租赁位居第一。

图表 17：2019 年 IC Tower Index 榜单，上海庞源位列第一

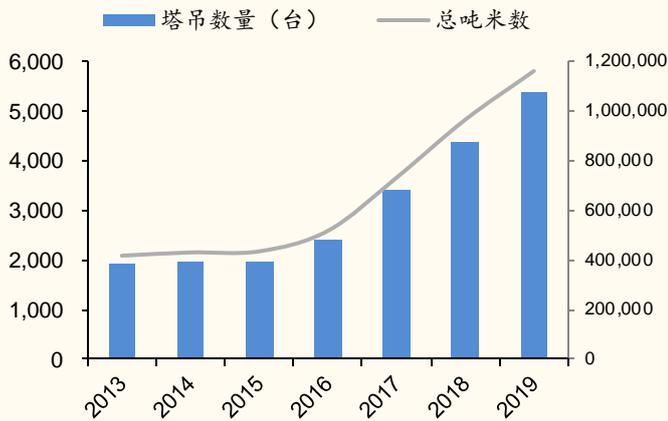
排名	公司名称	国家	塔吊数量	总吨米数	平均吨米数	员工数量	主要设备
1	上海庞源	中国	5377	1161158	216	9480	中联
2	NFT	阿联酋	2586	1075895	416	1695	波坦
3	利勃海尔	德国	1747	492784	282	2200	利勃海尔
4	Uperio	法国	2200	324487	147	550	波坦
5	达丰控股	中国	1063	242954	229	3278	永茂

来源：KHL, International Cranes and Specialized Transport, 国金证券研究所整理

- 庞源租赁运营管理优势明显，安全事故率极低。庞源租赁管理团队均具有深厚的行业背景，在工程施工、项目管理、工程设备租赁与技术服务等方面拥有丰富的经验，特别是在大型项目施工上有着十分成功的经验与案例。庞源租赁曾参与了奥运会体育场馆鸟巢、国家博物馆改建工程、上海世博会主题馆建设等一系列国际标志性工程，积累了丰富的项目管理经验，并获得了客户和行业协会得高度认可。塔吊的潜在风险系数高于一般的机械设备，塔吊操作本身就是一个高危职业，为规避潜在因不规范操作造成的严重安全事故，庞源拥有专业的安全管理团队，在行业中拥有最低的事故率。

- **设备规模优势显现，顺应装配式建筑发展，加码中大型塔机。** 庞源租赁是国内规模最大、设备种类最为齐备的塔吊租赁企业，可以满足不同工程的施工要求，与同行业竞争对手相比具有明显的规模优势。2015 年公司塔吊保有量接近 2000 台，截至 2019 年 7 月，塔吊保有量为 5377 台，远超行业第二名。庞源租赁以中大型塔吊为主，并且顺应装配式建筑和大型工程项目发展趋势，公司调整设备占比结构，进一步加大中大型塔吊采购数量，塔吊平均吨米数呈现上升趋势。2019 年庞源装配式建筑用塔吊产值占比 31.3%。根据 2018 年公司公告，公司拟通过非公开市场发行股票募集资金 15 亿元，用于购买 1500 台中大型塔机，以扩大塔机规模并丰富设备型号。

图表 18: 庞源租赁塔吊保有量(左轴)及总吨米数(右轴)



来源: 庞源租赁, 国金证券研究所

图表 19: 2019 年底庞源租赁装配式建筑用塔吊产值占比 31.3%



来源: 工程机械工业协会, 国金证券研究所

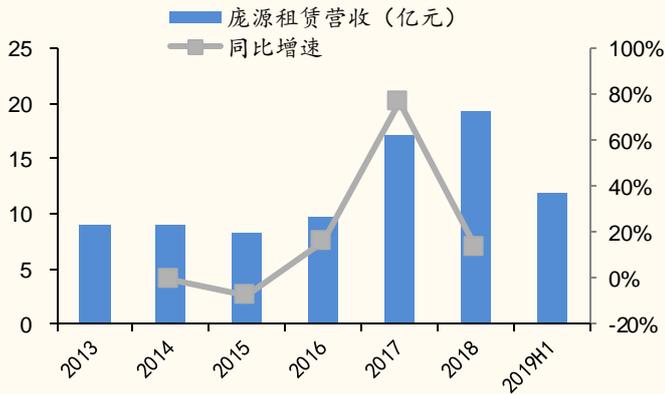
图表 20: 2016-2018 年庞源租赁中大型塔吊数量占比不断提升

	2016	2017	2018
塔吊租赁收入(亿元)	8.7	12.2	17.9
期末中大型塔吊数量	2034	2953	3914
期末中大型塔吊占比	85.14%	86.35%	89.48%

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

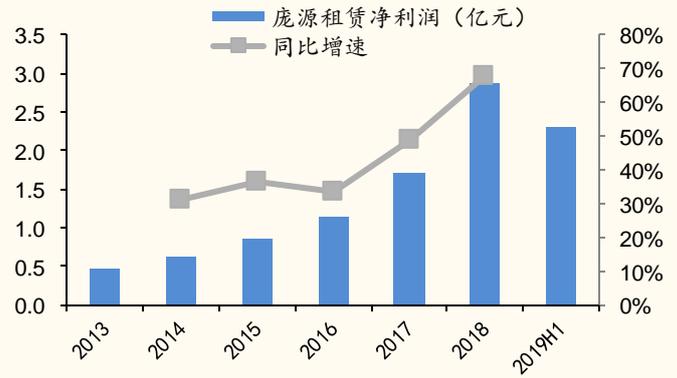
- **庞源的资产扩张带来的管理规模效应逐渐体现出来。** 庞源租赁 2013-2016 年之间收入规模一直在 10 亿元左右徘徊，净利润规模位于 0.5-1 亿元左右。从 2017 年开始，随着租赁设备量价齐升，公司收入开始持续攀升，2019 年上半年公司收入达到了 12 亿元。净利润方面，2013 年公司净利润规模约为 4963 万元，2019H1 达到 2.32 亿元，2013-2018 年净利润的复合增长率为 43%，净利润增速显著快于营业收入增速，公司净利润率的持续增长。
- **上市公司应收账款周转天数和存货周转天数逐年递减，营运能力凸显。** 2015 年公司业务结构调整，形成机械制造和租赁两大板块，公司存货可通过租赁业务消化。存货周转天数从 2015 年 210 天降至 2018 年的 79 天，公司存货占用水平降低，流动性增强，存货变现能力大大加强；应收账款周转天数由 2015 年的 441 天降到 2018 年的 306 天，流动资金使用效率与资产流动性增强，短期偿债能力增强，坏账损失概率大大降低。

图表 21： 庞源租赁营收 2016 年来快速增长



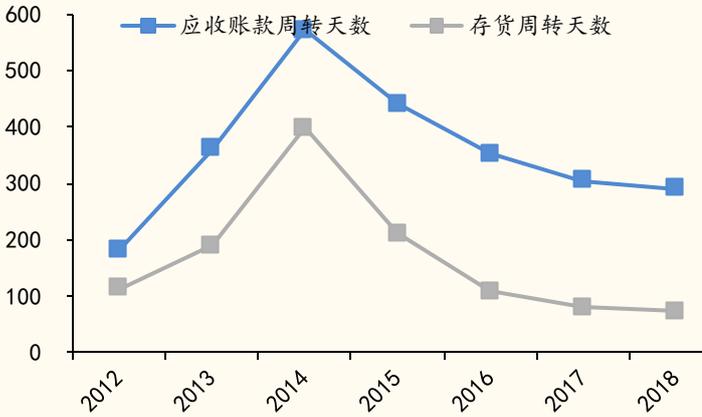
来源：庞源租赁，公司公告，国金证券研究所

图表 22： 庞源租赁净利润 2013-2018 年复合增速 43%



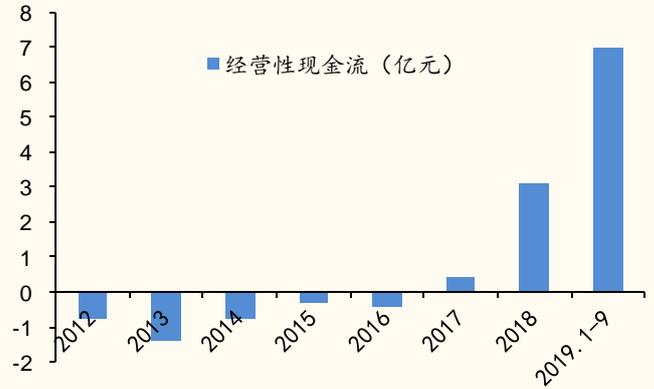
来源：庞源租赁，公司公告，国金证券研究所

图表 23： 上市公司应收账款周转天数和存货周转天数不断下降



来源：wind，国金证券研究所

图表 24： 2015 年并入庞源租赁后上市公司现金流加速好转



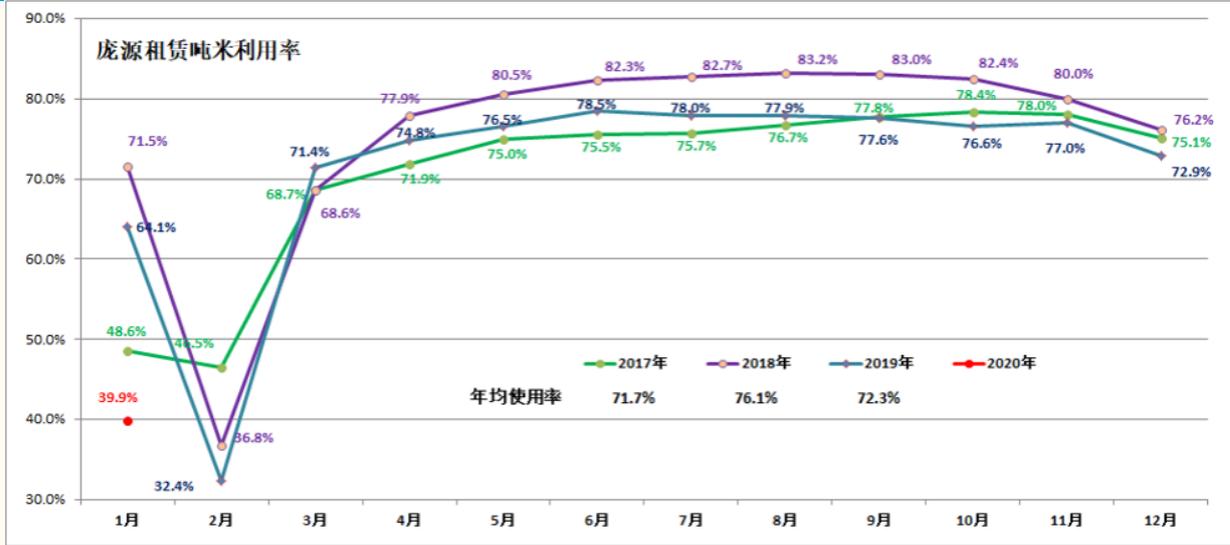
来源：wind，国金证券研究所

### 3、短期：走出行业低谷，叠加装配式建筑推动，塔吊租赁量价齐升

- **塔吊租赁行业的核心景气指标是出租率和出租价格。** 庞源租赁年度设备吨米利用率保持在 66%-76% 左右。公司的出租率水平在 2016 年迈上了 70% 的水平，2018 年达到 76%（其中二三季度吨米利用率超过 80%），2019 年平均为 72.3%。历年来看超过 70% 的利用率都是景气度较高的水平，一般高于 80% 时公司面临的违约率就比较高。
- **价格方面，由于行业供需格局的改善，以及装配式建筑带来中大型塔吊的结构性供需不平衡，2017-2019 年庞源的塔吊租金价格持续上涨。** 为了表征国内市场塔式起重机租赁市场价格波动情况，庞源制定了行业内唯一的塔吊租赁价格指数——庞源指数，该指数以 2015 年 7 月 26 日对应的价格为基准值 1000，根据众多机型设置动态权重，并结合市场的吨米采购单价反馈至吨米单价形成指数点值曲线。庞源指数与工程机械行业的景气度同步，2015 年行业景气度较差，庞源指数震荡下跌；2016 年年中国内工程机械开始回暖，随后震荡上行，2019 年末达到 1600。
- **2020 年全年来看，随着塔吊周期复苏持续和装配式建筑不断渗透，我们判断全年的利用率和价格指数有望维持 2019 年水平。** 但 2020 年初受到过年和疫情的影响，吨米利用率和庞源价格指数受到压制，1 月吨米利用率 39.9%，到 2 月初庞源价格指数下降到 1396。疫情后逆周期调节有望进一

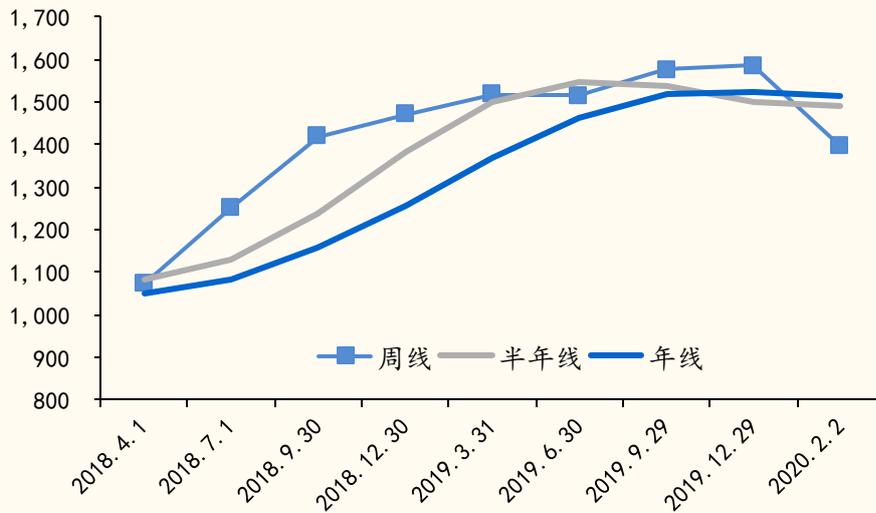
步加码，地产和基建调节力度有望超出原有预期，工地复工后施工量有望超出疫情前的预期，需求只是延后而不是消失。

图表 25：庞源租赁 2019 年均吨米利用率 72.3%



来源：庞源租赁官网，国金证券研究所整理

图表 26：2017-2019 年庞源价格指数持续上涨，2020 年初有所下滑



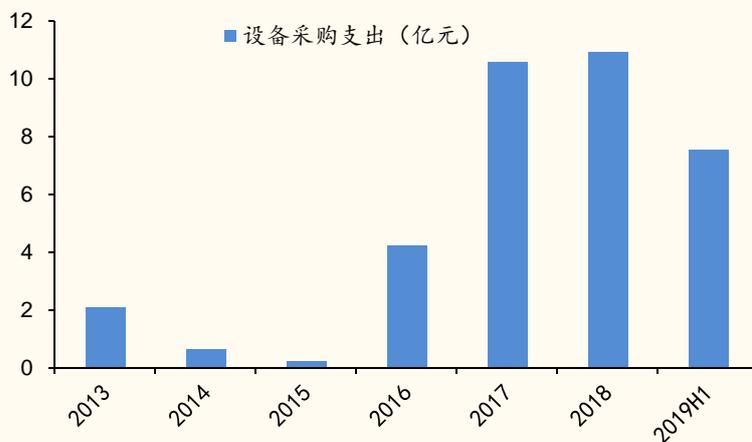
来源：庞源租赁官网，国金证券研究所整理

#### 4、长期：资产扩张，马太效应下份额持续提升

- **庞源租赁的商业模式体现较强的重资产经营属性，资产的累计速度是公司长期增长的动力之一，扩张的途径主要为直接采购设备或者并购整合。**目前庞源租赁初步建立起覆盖核心区域重点城市的服务网络，但受塔机设备数量的限制，对部分二三线城市及周边地区的覆盖率和渗透率仍有很大提升空间。而且由于装配式建筑存在由发达地区开始逐步向全国推广的趋势，大中型塔机的租赁市场也将呈现需求在核心城市群率先快速扩张而逐步下沉到二三线城市及内陆地区，需要租赁企业具备足够的服务半径覆盖能力和高效跨区域调配能力。
- **购买资产扩大规模：**公司设备的采购大多数采用融资租赁的方式或者直接购买，资金来源大多数依靠债务融资方式，少部分采用股权融资，企业自

身加杠杆的能力决定了公司资本金的累计速度。公司 2018 年首次发行公告，拟通过非公开市场发行股票募集资金 15 亿元，用于购买 1500 台 100 吨\*米以上级别的中大型塔机，加码装配式建筑市场。

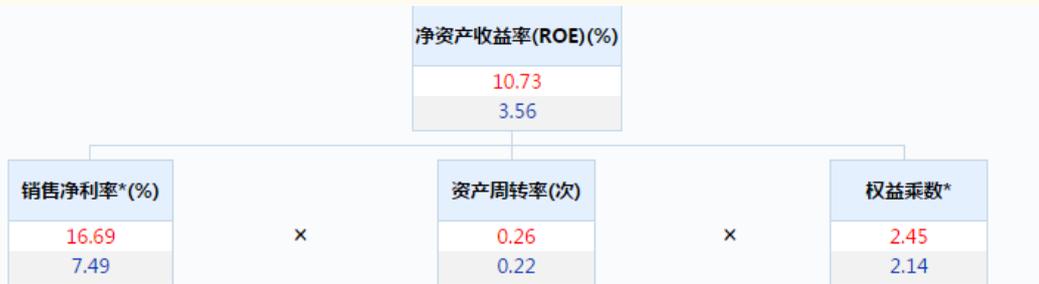
图表 27： 庞源租赁 2013-2019 年的设备采购金额（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所整理

- **通过并购提升份额：**塔吊租赁行业因运输转移困难等因素，市场格局极为分散，预计庞源租赁 2019 年产值国内市场份额约为 3.5%，虽为国内第一，但提升空间依旧很大。目前装配式建筑推动市场向大中型塔吊集中，由于该市场对租赁企业的资质要求、专业服务能力、安全管理能力、资金实力等方面要求较高，行业内参与竞争的主要是综合实力较强的大型专业租赁公司。目前政府加强监管，对大企业更有利，地方政府希望引入大企业来推动行业管理水平的提升，这些年经历了地方政府的排斥到放松到欢迎的态度转变。最近 3-5 年之内各个庞源子公司有望完成东西部地级市的拓展或者原有企业的并购，庞源过去完成 19 笔并购，具备较多经验。
- **基于 ROE 分析公司长期增长趋势：**庞源租赁的 ROE 水平从 2013 年的 5% 左右逐步上升到 2018 年的 14%，2019 年上半年达到了 9%。公司有望利用规模化效应以及行业内领先的管理能力降低费用，提升净利率。此外，上市公司实控人为陕煤集团，资金实力雄厚，庞源可以靠上市平台获得多种融资途径，提高杠杆率。

图表 28： 建设机械 ROE 杜邦分析，2019Q3 各指标（红色）较 2018Q3（蓝色）大幅增长



来源：wind，国金证券研究所整理

- **销售净利率和资产周转率有望持续增长。**公司的经营过程需要极强的管理能力，安全管理、设备的管理以及对人员的管理较为复杂。塔吊租赁属于外包服务，是一项极其专业的服务业务，企业的管理能力决定了企业在费用端的水平。2013 年公司净利润率水平在 5% 左右，2018 年达到 15%，2019H1 净利率为 19.3%，盈利能力持续提升。庞源租赁的盈利能力持续

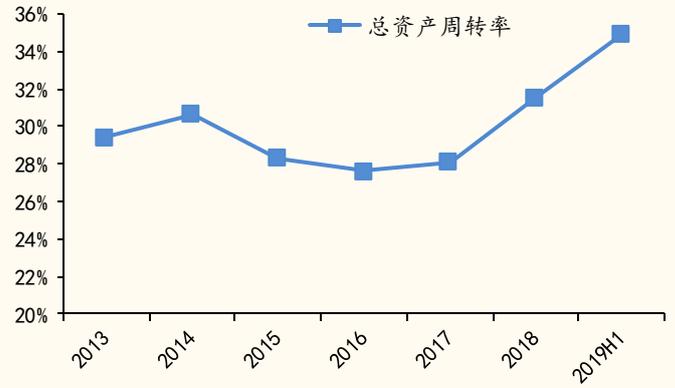
提升的同时，管理高效带来的周转速度也在加快资产周转率方面，2016年为0.28是近几年最低水平，2017-2018年公司总资产周转率持续提升，2019年上半年达到了0.35。

图表 29：庞源租赁净利率不断扩大



来源：庞源租赁，公司公告，国金证券研究所

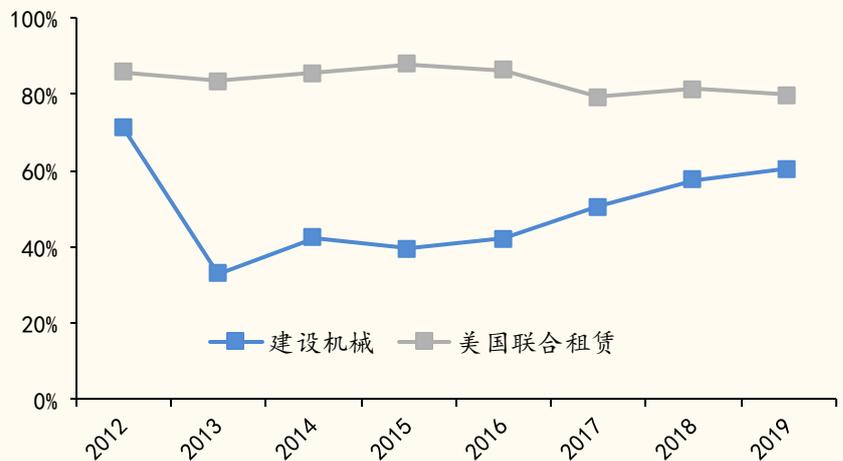
图表 30：庞源总资产周转率从2016年开始快速提升



来源：庞源租赁，公司公告，国金证券研究所

- 上市公司实控人为陕煤集团，资金实力雄厚，庞源可以靠上市平台获得多种融资途径，提高杠杆率。陕煤集团是上市公司的实际控制人，资金实力雄厚，2019年实现营业收入3025亿元，利润总额155亿元。工程机械租赁是重资产行业，企业需具备较强的融资能力。庞源租赁同样也有重资产、高负债的特点，上市公司历史资产负债率约在40%至60%之间，对比联合租赁80%至100%的资产负债率，仍有大幅上升空间。庞源租赁可依靠上市平台获得多种融资途径，积极采购设备，收购优质企业，增强规模效应。

图表 31：上市公司的资产负债率与美国联合租赁对比，有较大增加空间



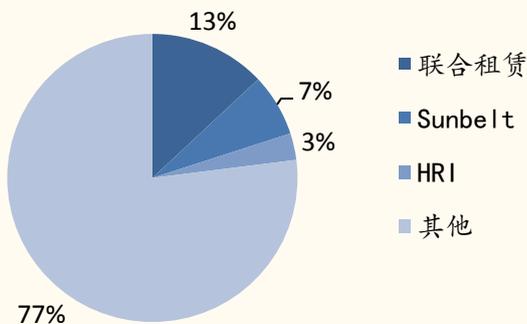
来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所整理（建设机械图中2019数据为2019年1-9月数值）

- 庞源获得了来自建设机械集团强大的担保支持。从并购整合完成以来，庞源租赁和建设机械母公司一直强化协作整合，在资金支持方面，母公司给予了庞源极大的支持。上市公司为庞源租赁的综合授信提供担保，截至2019年9月30日，累计担保21亿元，这些担保对象包括了银行以及融资租赁机构，资金主要用于购置新设备。母公司的强大的信贷支持，也给予了庞源未来持续采购的动能。这是行业内其他竞争同行所不具备的资源，这一举措将有效的拉开庞源和行业内其他竞争对手的差距，提升市场占有率。

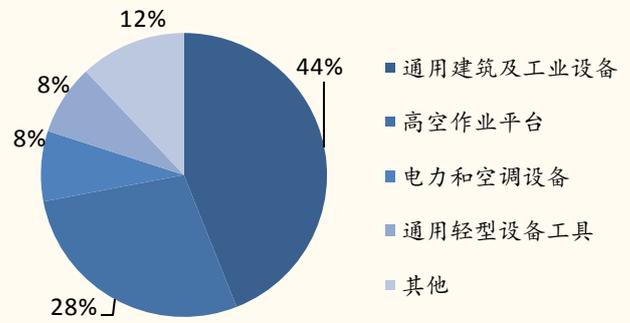
### 三、对标海外租赁巨头——美国联合租赁，并购扩张+精细运营

- 美国联合租赁 1997 年成立于美国特拉华州，现已成长为世界最大的设备租赁商，拥有 4000 类设备，包括建筑和工业设备，高空作业平台，地沟安全设备，电力和 HVAC 设备等等。截至 2019 年底联合租赁拥有 1175 个租赁地点，其中 1024 个在美国，140 个在加拿大，11 个在欧洲。
- 根据美国租赁协会（ARA）与预测公司 IHS Markit 合作编制的最新预测报告，2019 年北美地区的设备租赁收入将超过 613 亿美元，其中美国 558 亿美元，加拿大 53 亿美元。2019 年美国的租赁收入将增长 5%，预计在 2020 年增长 4.2%，2021 年增长 4.3%，2022 年增长 4.7%，达到 635 亿美元。2019 年联合租赁营收 91.5 亿美元，其中工程租赁收入占比 85%，目前美国联合租赁在北美的市场份额占比不到 13%。第二及第三名租赁商为 Sunbelt、HRI，其市占率仅为约 7%、3%，整体格局仍较为分散。

图表 32：美国联合租赁市场北美市占率 13%



图表 33：美国联合租赁设备品类分类



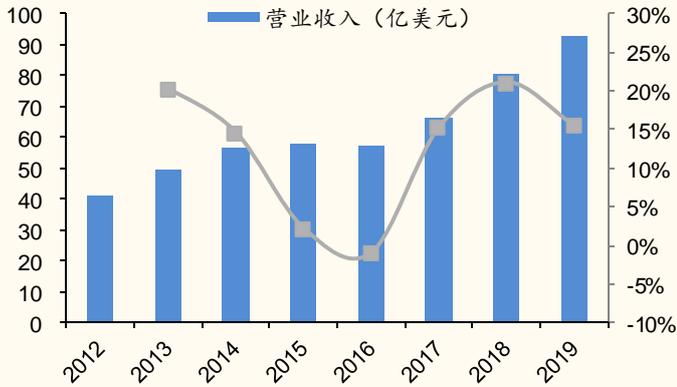
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 公司最大的竞争优势在于规模经济效应，并且不断拓展业务范畴降低顺周期性。公司拥有行业内种类、数量最多的库存，设备类型达 4000 种；最高效的运营系统，设备平均使用年龄为 47 个月；最强的资金采购实力和数量最多的门店，设备总价值达 115 亿美元，北美设有超过 1000 个租赁点；此外，服务客户类型广，涵盖建筑工业公司、承包商、政府部门至个人业主。联合租赁通过后期的数次大型并购，进军挖掘、电力、特种泵等特种设备租赁业务，拓宽其业务结构，相对应其客户群体也更为宽泛，。
- 联合租赁通过一系列并购整合，成长为行业龙头。联合租赁成立于 1997 年，1998 年公司收购行业排名第二的 U.S. Rental 公司，至 1998 年底，公司已拥有了 103 家公司与覆盖整个北美的 440 家分店；2007 年，公司共计完成约 250 笔并购交易。后期注重大型并购，丰富业务结构，提升盈利能力。2011 年 12 月，公司以 42 亿美元收购设备租赁公司 RSC 控股；2012 年 2 月，公司收购挖掘及交通安全设备租赁市场龙头，Coble Trench Safety 公司，进军挖掘设备租赁业务；2014 年 4 月，公司以 7.8 亿美元收购北美第二大的特种泵租赁公司 National Pump，业务拓展至“挖掘、电力和特种泵”领域。
- 重视内部管理，精细化运营。设备的内部管理上，公司采用较为独特的生命周期法满足客户需求，同时优化设备利用水平。公司密切关注维修和维护费用，根据在管理数量庞大且多样的设备方面所累计大数据，来推测出售资产的最佳时期。此外，公司具有健全的库存管理体系，二手设备销售已成为其第二大业务。公司关注精益管理，包括专注于持续改进的员工流

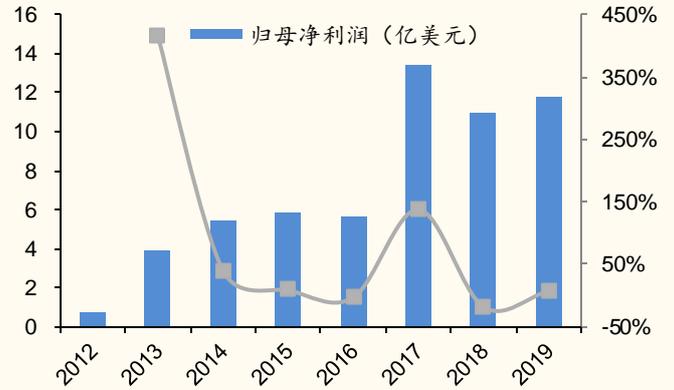
程，在整个分支网络中实施精益改善流程，减少与向客户租用设备有关的周期时间，以及提高有效性维修的效率。

图表 34：联合租赁收入 2012-2019 年复合增速 12%



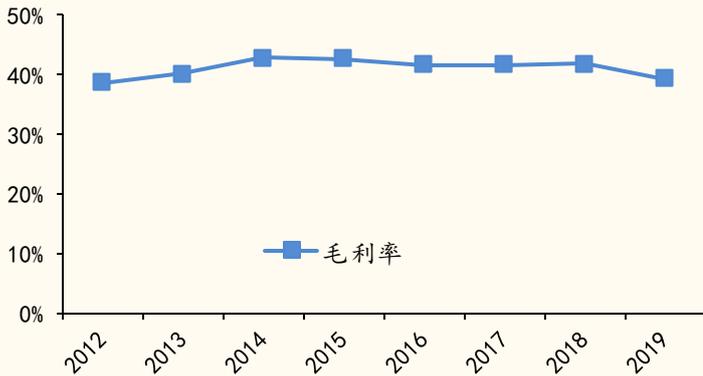
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 35：联合租赁业绩 2012-2019 年复合增速 48%



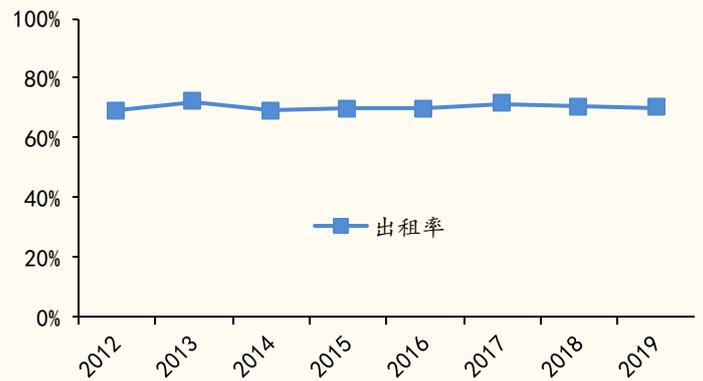
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 36：联合租赁毛利率维持在 40%左右



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 37：联合租赁出租率维持在 70%上下



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

#### 四、盈利预测与估值分析：合理市值 160 亿元，“买入”评级

##### 1、收入预测：预计 2019-2021 年增速为 44%/33%/28%

- 1) 庞源租赁假设：设备保有量、出租率、出租价格假设如下：1) 设备保有量，根据公司目前的采购计划，2019 年上半年已经完成了 7.5 亿采购，我们预计全年完成 15 亿元，2020-2021 年分别增长 10%/0%，继续保持高强度的采购；2) 出租率：2019 年平均出租率为 72.3%，2020 年一季度下游开工受疫情影响较大，假设 2020-2021 年平均吨米利用率分别为 70%和 72%；3) 出租价格指数：根据公司官网公示的公司价格指数，我们预计 2020-2021 年结算的订单较 2019 年保持平稳，同时公司对于价格的控制能力在增强，未来有望维持在较高水平；庞源租赁 2019 年上半年毛利率接近 42%，预计 2019-2021 年租赁业务毛利率 41.5%/41%/42%。
- 2) 筑路设备及起重机械销售：目前母公司业务和天成机械的塔吊业务 2019 年上半年亏损已经有所收窄；预计 2019-2020 年庞源租赁的采购中 40%左右的设备来自于母公司和天成机械。我们预计 2019-2021 年设备销售营业收入增速分别为 40%/30%/20%。毛利率方面，2019 年上半年这项业务毛利率已经复苏至 18%，假设 2019-2021 年毛利率水平为 18%/19%/20%。
- 综上，预计 2019-2021 年公司收入为 32/43/55 亿，同比增速为 44%/33%/28%，毛利率为 38.9%/38.5%/40.1%。

图表 38：2019-2021 年公司收入为 32/43/55 亿，同比增速为 44%/33%/28%

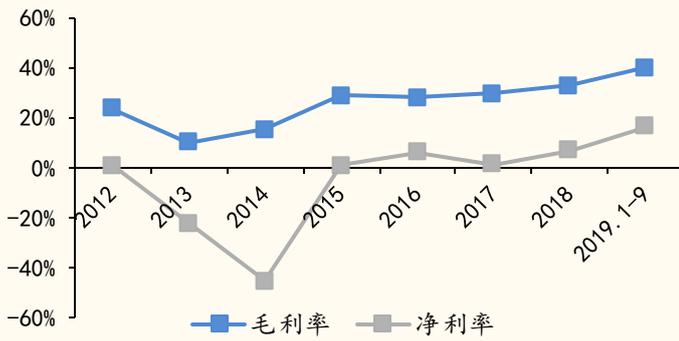
		2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
建筑及施工机械租赁	收入(百万元)	418	971	1,328	1,921	1,162	2,881	4,033	5,445
	同比增速		132.31%	36.74%	44.68%	48.68%	50.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	38.97%	32.78%	34.19%	36.25%	41.92%	41.50%	41.00%	42.00%
筑路设备及起重机械销售	收入(百万元)	249	373	601	619	473	867	1,127	1,352
	同比增速		49.48%	61.13%	3.11%	101.51%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	13.22%	17.60%	19.97%	9.68%	18.21%	18.00%	19.00%	20.00%
总收入(百万元)		701	1,376	1,829	2,227	1,399	3,217	4,287	5,486
同比增速			96.16%	32.98%	21.76%	51.92%	44.43%	33.28%	27.95%
毛利率		28.68%	28.20%	29.63%	32.92%	36.77%	38.94%	38.51%	40.14%

来源：wind，国金证券研究所（分部预测中仅列出最重要的两项业务，体量较小的业务省略）

##### 2、净利润预测：预计 2019-2021 年净利润增速为 233%/48%/42%

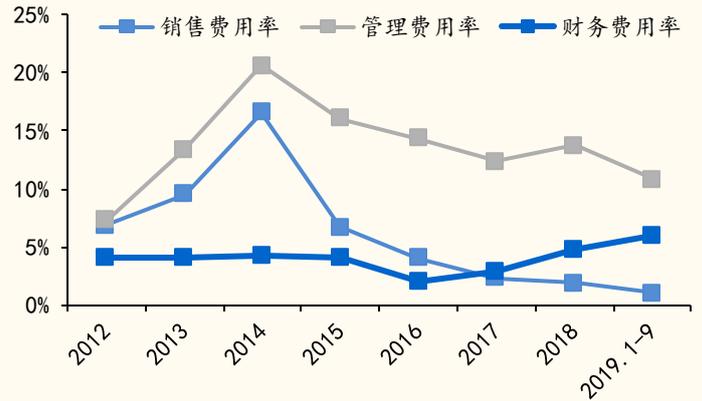
- 2015 年以来期间费用率下滑，毛利率增长，净利率有所回升。2012 年至 2014 年行业周期下行，公司营业收入下滑，期间费用逐年上涨。2015 年，公司与庞源租赁、天成机械资产重组，公司业务向设备租赁端拓展，营业收入增加和人员的扩张引起管理费用和财务费用的激增，销售费用相对持平。2017 年至今业绩的大幅增长有效摊薄销售费用和管理费用，期间费用率呈下降趋势，规模化效应显现。随着租赁业务的持续发展，公司规模经济效益将更加显著，期间费用率有望持续下降，净利率水平将进一步提高。

图表 39：上市公司毛利率和净利率持续提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 40：2012-2018 年期间费用率变化情况



来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 5.1/7.6/10.7 亿，同比增长 233%/48%/42%。

### 3、估值分析：合理市值 160 亿元，目标价 19.35 元，“买入”评级

- 不考虑此次非公开发行，我们预计公司 2019-2021 年公司收入为 32/43/55 亿，同比增速为 44%/33%/28%，实现归母净利润 5.1/7.6/10.7 亿，同比增长 233%/48%/42%。EPS 分别为 0.62/0.91/1.29 元，对应最新股价的 PE 估值水平为 21x/14x/10x。
- 对比美国联合租赁，过去 10 年联合租赁的估值波动比较大，2012-2014 年净利润高速增长时期（CAGR 达到 75%），其估值中枢维持在 23 倍，2015 年至今，联合租赁的收入及净利润保持稳定，其估值稳定在 10 倍左右。受益于装配式建筑带来的机会，公司的成长路径比上游主机厂更明确，周期波动更小，未来业绩保持较高增速。给予公司 2021 年 15 倍 PE 估值，对应合理价值为 19.35 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：参考成长性强的工程机械标的，公司 PE 为 21/14/10 倍

	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
1	601100	恒立液压	54.86	1.39	1.73	2.03	39.42	31.72	27.08
2	603638	艾迪精密	31.47	0.82	1.10	1.44	38.41	28.52	21.86
3	603338	浙江鼎力	77.43	1.68	2.28	2.98	46.16	33.91	25.97
		中位数					39.42	31.72	25.97
		平均数					41.33	31.38	24.97
	600984	建设机械	12.8	0.62	0.96	1.35	20.67	13.34	9.51

来源：wind，国金证券研究所（股价为 2020.2.24 收盘价）

## 五、风险提示：下游增速放缓、装配式建筑发展不及预期

- **房地产和基建增速放缓，需求下滑：**房地产和基建投资是下游最重要需求来源，如果房地产和基建投资增速大幅下滑，甚至变为负增长，将导致公司的设备出租率和租金价格下行。
- **装配式建筑发展不及预期：**装配式建筑目前在政策的推动下快速发展，但仍面临建筑成本相对较高等问题，如果装配式建筑发展速度放缓，可能导致中大型塔机的需求下滑，进而影响公司的设备出租率和租金价格。
- **信用紧缩，融资利率上行：**融资成本过高会压制租赁企业的盈利能力，延长企业的投资回收周期，抑制租赁企业投资扩张意愿。
- **疫情对下游工程项目开工影响较大风险：**目前疫情后复工情况不容乐观，可能造成产能扩张同步顺延，对 2020 年业绩有较大冲击。
- **股票质押风险**

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,376</b>	<b>1,829</b>	<b>2,227</b>	<b>3,217</b>	<b>4,287</b>	<b>5,486</b>
增长率		33.0%	21.8%	44.4%	33.3%	28.0%
主营业务成本	-988	-1,288	-1,494	-1,964	-2,636	-3,284
%销售收入	71.8%	70.4%	67.1%	61.1%	61.5%	59.9%
毛利	388	541	733	1,253	1,651	2,202
%销售收入	28.2%	29.6%	32.9%	38.9%	38.5%	40.1%
营业税金及附加	-9	-12	-12	-19	-26	-33
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-56	-42	-43	-35	-43	-55
%销售收入	4.0%	2.3%	1.9%	1.1%	1.0%	1.0%
管理费用	-197	-226	-221	-296	-386	-494
%销售收入	14.3%	12.4%	9.9%	9.2%	9.0%	9.0%
研发费用	0	0	-85	-122	-159	-197
%销售收入	0.0%	0.0%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	126	262	373	780	1,038	1,423
%销售收入	9.2%	14.3%	16.8%	24.2%	24.2%	25.9%
财务费用	-28	-53	-106	-131	-160	-185
%销售收入	2.1%	2.9%	4.8%	4.1%	3.7%	3.4%
资产减值损失	-151	-169	-104	-89	-61	-78
公允价值变动收益	0	0	0	1	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-54	47	167	571	827	1,169
营业利润率	n.a	2.6%	7.5%	17.8%	19.3%	21.3%
营业外收支	165	-5	-4	-5	-5	-5
税前利润	<b>111</b>	<b>42</b>	<b>163</b>	<b>566</b>	<b>822</b>	<b>1,164</b>
利润率	8.1%	2.3%	7.3%	17.6%	19.2%	21.2%
所得税	-29	-18	-10	-57	-66	-93
所得税率	26.1%	43.7%	5.9%	10.0%	8.0%	8.0%
净利润	82	24	153	510	756	1,071
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>82</b>	<b>23</b>	<b>153</b>	<b>510</b>	<b>756</b>	<b>1,071</b>
净利率	6.0%	1.2%	6.9%	15.8%	17.6%	19.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	82	24	153	510	756	1,071
少数股东损益	0	1	0	0	0	0
非现金支出	356	422	423	448	518	631
非经营收益	9	24	98	42	114	142
营运资金变动	-492	-424	-363	-260	-146	-150
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-45</b>	<b>45</b>	<b>311</b>	<b>740</b>	<b>1,241</b>	<b>1,695</b>
资本开支	25	-423	-428	-1,332	-1,255	-1,245
投资	0	0	0	-49	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>27</b>	<b>-423</b>	<b>-428</b>	<b>-1,381</b>	<b>-1,255</b>	<b>-1,245</b>
股权募资	0	2	1	0	0	0
债权募资	71	100	423	1,092	632	286
其他	-144	114	-121	-248	-357	-468
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-73</b>	<b>216</b>	<b>303</b>	<b>843</b>	<b>274</b>	<b>-182</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-91</b>	<b>-162</b>	<b>185</b>	<b>202</b>	<b>261</b>	<b>268</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	415	233	566	768	1,029	1,297
应收账款	1,482	1,846	2,054	2,632	3,361	4,115
存货	294	269	334	386	502	605
其他流动资产	148	348	259	348	382	414
流动资产	2,339	2,696	3,212	4,134	5,273	6,431
%总资产	42.3%	41.3%	40.5%	41.9%	44.7%	47.2%
长期投资	0	0	11	11	11	11
固定资产	2,370	3,079	3,816	4,693	5,474	6,149
%总资产	42.9%	47.2%	48.1%	47.6%	46.4%	45.1%
无形资产	559	542	564	578	591	603
非流动资产	3,186	3,824	4,717	5,722	6,515	7,202
%总资产	57.7%	58.7%	59.5%	58.1%	55.3%	52.8%
<b>资产总计</b>	<b>5,524</b>	<b>6,520</b>	<b>7,929</b>	<b>9,856</b>	<b>11,789</b>	<b>13,633</b>
短期借款	396	640	1,455	2,146	2,778	3,064
应付款项	1,763	1,913	2,088	2,459	3,209	3,935
其他流动负债	82	120	91	219	261	354
流动负债	2,241	2,673	3,635	4,824	6,249	7,353
长期贷款	9	15	6	116	116	116
其他长期负债	81	611	914	1,206	1,206	1,206
负债	<b>2,330</b>	<b>3,298</b>	<b>4,555</b>	<b>6,146</b>	<b>7,571</b>	<b>8,675</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,193</b>	<b>3,216</b>	<b>3,369</b>	<b>3,705</b>	<b>4,212</b>	<b>4,953</b>
其中：股本	637	637	828	828	828	828
未分配利润	-257	-234	-80	264	772	1,512
少数股东权益	1	5	6	6	6	6
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,524</b>	<b>6,520</b>	<b>7,929</b>	<b>9,856</b>	<b>11,789</b>	<b>13,633</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.129	0.036	0.185	0.616	0.913	1.294
每股净资产	5.015	5.050	4.070	4.475	5.089	5.983
每股经营现金净流	-0.070	0.071	0.375	0.894	1.500	2.047
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.300	0.400
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.57%	0.71%	4.55%	13.76%	17.95%	21.63%
总资产收益率	1.49%	0.35%	1.93%	5.17%	6.41%	7.86%
投入资本收益率	2.60%	3.80%	7.21%	11.68%	13.36%	16.01%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	96.16%	32.97%	21.77%	44.43%	33.28%	27.95%
EBIT增长率	248.86%	107.18%	42.57%	108.98%	33.10%	37.07%
净利润增长率	-72.25%	571.94%	232.64%	48.30%	41.70%	
总资产增长率	7.70%	18.02%	21.62%	24.30%	19.61%	15.65%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	357.3	310.2	294.0	290.0	280.0	270.0
存货周转天数	110.1	79.8	73.6	74.0	72.0	70.0
应付账款周转天数	402.9	343.0	321.8	260.0	250.0	245.0
固定资产周转天数	623.3	614.2	625.0	528.9	460.7	403.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-0.33%	13.11%	26.54%	40.26%	44.21%	37.97%
EBIT利息保障倍数	4.5	5.0	3.5	6.0	6.5	7.7
资产负债率	42.18%	50.59%	57.44%	62.35%	64.22%	63.63%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	9	26
增持	0	0	4	4	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.31</b>	<b>1.31</b>	<b>1.35</b>

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

### 投资评级的说明：

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

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH