

公司研究/首次覆盖

2020年05月20日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 17.68  
合理价格区间(元): 19.09~20.75

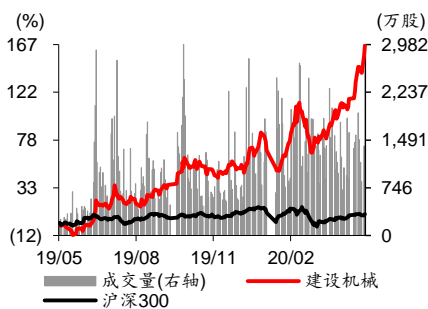
**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
研究员 liqianqian013682@htsc.com

**关东奇来** 执业证书编号: S0570519040003  
研究员 021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
研究员 0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**时斌** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 受益行业景气,量价齐升促业绩持续走高

## 建设机械(600984)

### 公司 2019 年业绩良好, 未来将迎来发展新时期

未来装配式建筑带来中大型塔机发展机遇, 塔机租赁行业预计集中度提升。公司公告显示, 公司 2020 年拟新购 1500 台中大型塔机, 实现规模、业绩增长。公司 2015 年以来业绩持续高增长, 2019 年公司营收 32.51 亿元, 归母净利润 5.16 亿元, 2016-2019 年复合增速分别为 46.74% 和 203.4%。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.83/1.14/1.49 元, 对应 PE 为 21.32x/15.53x/11.90x, 给予 2020PE 估值为 23-25x, 对应目标价 19.09~20.75 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### 庞源租赁的塔机租赁 2019 年“量、价、率”齐升, 且预期疫情影响可控

建筑机械租赁行业景气度延续上升态势, 庞源租赁塔机租赁收入持续增加, 2019 年营业收入 29.27 亿元, 较 2018 年同比增长 51.09%。2019 年庞源租赁周接单量屡创新高, 庞源指数年线上升明显, 吨米利用率 2 月受春节影响过后攀升至 70%-80% 的高位。虽然 2020 年 Q1 受疫情影响, 业绩、周接单量及吨米利用率等降幅明显, 但预期后三季度将恢复增长态势。

### 装配式建筑新机遇, 行业集中度逐渐提高

国家政策推动装配式建筑发展, 预计 2026 年装配式新开发面积占比总新开发面积的 30%, 2020 年建立全国装配式建筑示范城市 30 个, 装配式建筑产业基地 300 个。目前各项指标完成程度距离目标还有一定差距, 装配式建筑现阶段和未来一段时间都处于高速发展期, 预计未来中大型塔机需求增加较多。我国机械租赁市场还处于初期发展状态, 龙头企业在产品性能、资金以及市场布局等方面更具优势, 我们预计行业集中度将逐渐提高。

### 新购大中型塔机数量增加, 预计未来塔机租赁收益稳定增长

庞源租赁用于装配式建筑的大中型塔机数量及产值占比不断增加, 设备出租率持续上升, 新签合同总产值再创新高。公司背靠陕西国资委, 资金、信用双重保障, 2019-2020 年预计共新购 2700 台中大型塔机, 其中 2020 年为 1500 台, 预计未来塔机租赁收益稳定增长。

### 机械设备龙头企业, 首次覆盖给予增持评级

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.02 亿元/11.01 亿元/14.36 亿元, 同比增长 55.51%/37.24%/30.49%, 对应 EPS 为 0.83 元/1.14 元/1.49 元。2020 年 Q1 受疫情影响, 各行业复工复产延期, 下游房地产等行业需求受挫, 公司收入同比下滑 15.45%。但考虑到国内疫情控制效果明显, 公司在市场份额、产品性能和技术等方面具有较强优势, 且用于装配式建筑的大中型塔机数量及产值占比不断增加将助力公司在装配式建筑的发展中获益。因此, 参考可比公司 2020 年 PE 估值均值为 21.10 倍, 给予公司 23-25 倍 PE 估值, 目标价格为 19.09~20.75 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 宏观经济波动导致的风险; 疫情风险; 市场竞争加剧风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	966.96
流通 A 股 (百万股)	786.12
52 周内股价区间 (元)	5.87-17.68
总市值 (百万元)	17,096
总资产 (百万元)	10,164
每股净资产 (元)	3.87

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,227	3,251	4,325	5,647	7,289
+/-%	21.77	45.98	33.02	30.56	29.08
归属母公司净利润 (百万元)	153.26	515.68	801.96	1,101	1,436
+/-%	571.94	236.47	55.51	37.24	30.49
EPS (元, 最新摊薄)	0.16	0.53	0.83	1.14	1.49
PE (倍)	111.55	33.15	21.32	15.53	11.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心逻辑及投资概要 .....	4
公司是机械行业龙头企业 .....	5
公司主营业务包括两大板块 .....	5
公司 2015 年以来业绩改善，2019 年扣非归母净利润再续高增长 .....	6
行业景气度维持，装配式建筑正逢高速增长期 .....	8
施工面积支撑塔机租赁发展，塔机租赁成为建筑施工新潮流 .....	8
国家政策助成长，装配式建筑处于高速发展期 .....	10
庞源租赁中大型塔机占比升高，2019 年“量、价”齐升 .....	13
可用于装配式建筑的中大型塔机数量不断增加 .....	13
2019 年庞源租赁“量、价”齐升，新签合同产值再创高峰 .....	14
未来中大型塔机供不应求，行业集中度提升 .....	16
预计未来中大型塔机供求将出现明显缺口 .....	16
我国机械租赁行业集中度较低，龙头企业仍具有提升空间 .....	17
庞源租赁与公司携手并进，预计未来收益稳定 .....	18
公司 2020 年拟新购入 1500 台大中型塔机用于装配式建筑发展 .....	18
庞源租赁市占率有较大提升空间，具有扩张可行性 .....	18
盈利预测与估值分析 .....	20
盈利预测 .....	20
风险提示 .....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：2020 年 4 月公司完成非公开发行股票后的股权结构及参控股子公司情况 .....	5
图表 3：主营业务构成 .....	6
图表 4：营收变化 .....	6
图表 5：公司营收结构变化 .....	6
图表 6：建筑和施工机械租赁营收变化 .....	7
图表 7：2019 年公司营收结构 .....	7
图表 8：归母净利润变化 .....	7
图表 9：扣非归母净利润变化 .....	7
图表 10：房屋新开工面积变化 .....	8
图表 11：新开工面积与竣工面积对比 .....	8
图表 12：施工面积及同比变化 .....	8
图表 13：中联重科起重机械营业收入情况 .....	9
图表 14：徐工机械起重机械营业收入情况 .....	9

图表 15: 三一重工起重机械营业收入情况.....	9
图表 16: 主要企业起重机销量及同比增速.....	9
图表 17: 当月工程机械行业整体挖掘机销量及同比增速.....	10
图表 18: 当月主要企业起重机销量及同比增速.....	10
图表 19: 装配式建筑优点.....	10
图表 20: 农民工人数及同比变化.....	10
图表 21: 建筑业农民工人数及同比变化.....	10
图表 22: 装配式建筑发展政策公布详情.....	11
图表 23: 全国新建装配式建筑面积.....	12
图表 24: 新增装配式建筑面积占新开工面积比例.....	12
图表 25: 2017-2019 年三类地区装配式建筑新开工面积.....	12
图表 26: 2019 年新开工装配式建筑地区分情况.....	12
图表 27: 庞源租赁中大型塔机数量及占比递增.....	13
图表 28: 2016-2020 年庞源租赁用于装配式建筑的塔机数及吨米数.....	13
图表 29: 庞源租赁用于装配式建筑的塔机产值占比塔机总产值.....	13
图表 30: 2016 年 3 月庞源租赁所有塔机结构.....	14
图表 31: 2019 年 3 月庞源租赁所有塔机结构.....	14
图表 32: 2019 年 6 月庞源租赁用于装配式建筑的塔机结构.....	14
图表 33: 庞源租赁营业收入情况.....	14
图表 34: 庞源租赁新单价格指数年线变化.....	15
图表 35: 庞源租赁塔机租赁接单量变化.....	15
图表 36: 庞源租赁吨米利用率.....	15
图表 37: 当年新签合同总额与在手合同延续产值.....	15
图表 38: 装配式建筑未来塔机需求量.....	16
图表 39: 未来装配式建筑大中型塔机需求量估算.....	16
图表 40: 2018 年初不同国家机械租赁占机械市场消费额的比例.....	17
图表 41: 2018 年庞源租赁与美国联合租赁的租赁收入比较.....	17
图表 42: 塔机租赁企业数变化.....	17
图表 43: 计划新购入大中型塔机数量占比大中型预期塔机需求量.....	18
图表 44: 庞源租赁塔式起重机平均设备出租率逐年增加.....	18
图表 45: 公司 2019-2020 年拟新购大中型塔机情况.....	18
图表 46: 美国联合租赁 2014-2019 年市占率情况.....	19
图表 47: 2018 年塔机租赁公司市场占有率分析.....	19
图表 48: 公司应收账款周转天数.....	19
图表 49: 紫竹慧应收账款周转天数.....	19
图表 50: 公司主营业务拆分预测（单位：百万元）.....	21
图表 51: 期间费用率.....	21
图表 52: 可比公司估值情况（Wind 一致预期，数据日期：2020/05/19）.....	22
图表 53: 建设机械历史 PE-Bands.....	22
图表 54: 建设机械历史 PB-Bands.....	22

## 核心逻辑及投资概要

建设机械 2004 年在上海证券交易所上市，于 2015 年收购庞源租赁后以建设及施工机械租赁业务作为公司核心业务，是国内机械行业龙头企业。公司收购庞源租赁以来，建设及施工机械租赁业务收入占营收比例逐年上升，成为公司收入的主要来源。我们对报告的核心观点和推荐逻辑总结如下：

**1) 装配式建筑发展带动大中型塔机需求，行业集中度有望逐渐提高。**国家政策推动装配式建筑发展，预计 2026 年装配式新开发面积占比总新开发面积的 30%，2020 年建立全国装配式建筑示范城市 30 个，装配式建筑产业基地 300 个。目前各项指标完成程度距离目标还有一定差距，装配式建筑现阶段和未来一段时间都处于高速发展期，预计未来大中型塔机需求增加较多。我国机械租赁市场还处于初期发展状态，龙头企业在产品性能、资金以及市场布局等方面更具优势，我们预计行业集中度将逐渐提高。考虑到公司为适应塔机租赁市场需求，2019-2020 年预计共新购 2700 台大中型塔机（其中 2020 年为 1500 台），用于装配式建筑的大中型塔机数量及产值占比不断增加，我们预期公司将受益于装配式建筑的发展，获得更多市场份额。

**2) 庞源租赁的塔机租赁 2019 年“量、价、率”齐升，且预期疫情影响可控。**建筑机械租赁行业景气度延续上升态势，公司的子公司庞源租赁塔机租赁收入持续增加，2019 年营业收入 29.27 亿元，较 2018 年同比增长 51.09%。2019 年庞源租赁周接单量屡破新高，庞源指数年线上升明显，吨米利用率 2 月受春节影响过后攀升至 70%-80% 的高位。虽然 2020 年 Q1 受疫情影响，业绩、周接单量及吨米利用率等降幅明显，但预期后三季度将恢复增长态势。

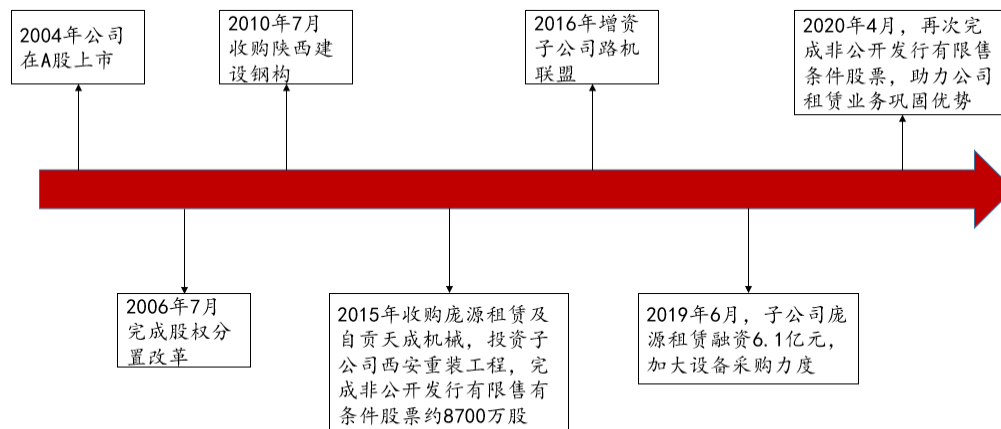
**3) 公司营运能力提升，且融资更具保障。**公司作为重资产型企业，具有早期投入大、回款周期较长的特点，因而良好的资产管理及公司管理很有必要。与国内塔机租赁业务所占市场份额排名第二的紫竹慧相比，公司 2015-2019 年应收账款周转天数逐年下降，这表明公司应收账款变现速度加快，资金被外单位占用时间缩短，管理工作效率提高；同期，紫竹慧 2015 年-2019 年 H1 的应收账款周转天数却逐年上升。此外，公司作为上市公司可选择更多融资渠道，且实际控制人为陕西省国资委下属部门陕西煤业化工集团有限公司，可为公司提供优质信用保障。

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.02 亿元、11.01 亿元、14.36 亿元，同比增长 55.51%、37.24%、30.49%，对应的 EPS 为 0.83 元、1.14 元、1.49 元。虽然 2020 年 Q1 受疫情扩散影响，各行业复工复产延期，下游房地产等行业需求受挫，公司收入同比下滑 15.45%。但考虑到国内疫情控制效果明显，公司作为机械设备龙头企业，在市场份额、产品性能和技术等方面具有优势，且用于装配式建筑的大中型塔机数量及产值占比不断增加将助力公司在装配式建筑的发展中获益。因此，参考可比公司 2020 年的 PE 估值均值为 21.10 倍，给予公司 23-25 倍 PE 估值，目标价格为 19.09~20.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 公司是机械行业龙头企业

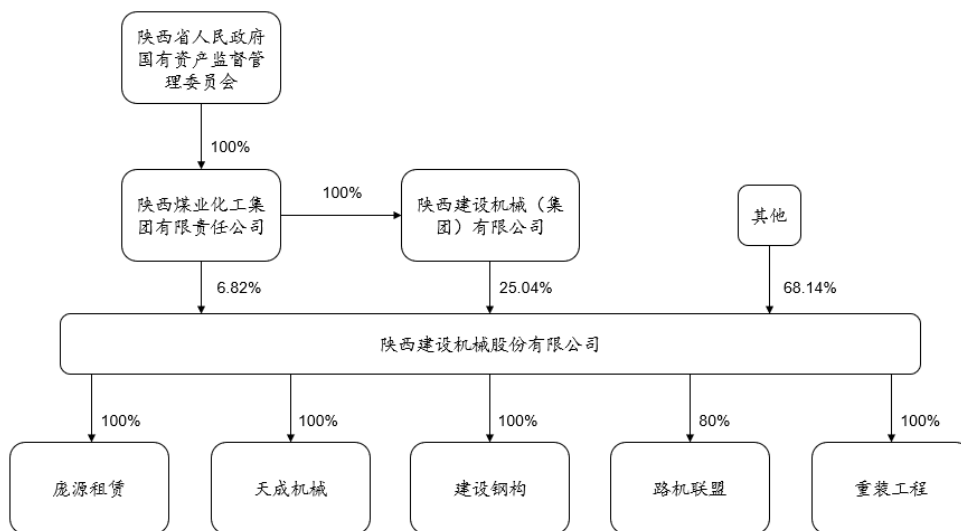
陕西建设机械股份有限公司（简称“陕建机股份”）是我国机械行业龙头企业，创建于 1954 年，前身为国家建筑工程部西北金属结构工厂，1996 年 11 月陕西建设机械（集团）有限责任公司挂牌成立，2001 年集团与中国华融资产管理公司等单位和自然人发起创立“陕西建设机械股份有限公司”，陕西建设机械（集团）有限责任公司成为第一大股东，2004 年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600984）。公司依托于陕西省人民政府国有资产监督管理委员会，旗下有五家子公司，分别为：上海庞源机械租赁有限公司、自贡天成工程机械有限公司、陕西建设钢构有限公司、西安重装建设机械化工程有限公司以及路机联盟（北京）工程设备有限公司。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：2020 年 4 月公司完成非公开发行股票后的股权结构及参控股子公司情况



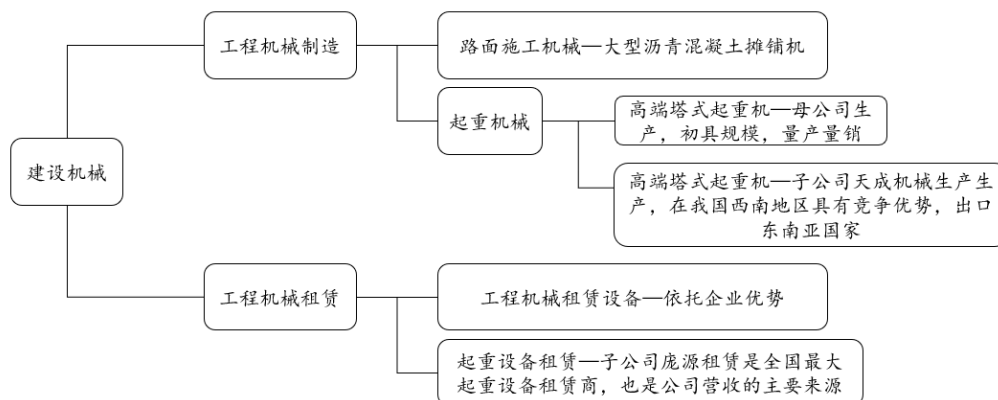
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 公司主营业务包括两大板块

公司主营业务包括工程机械制造和工程机械租赁两大板块。其中机械制造板块以路面施工机械和起重机械为主导，主要产品有公司生产的大型沥青混凝土摊铺机、研发的高端塔式起重机以及子公司天成机械生产的中低端塔式起重机；租赁板块包括工程机械设备租赁和起重机械租赁，工程机械设备租赁业务依托制造企业优势，是西部地区较为知名的工程机械设备租赁商，子公司庞源租赁是全球最大的起重机械租赁商，也是公司营收的主要来源。



图表3：主营业务构成

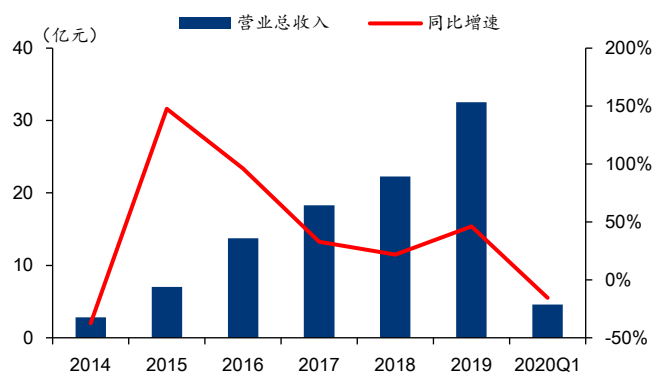


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 公司 2015 年以来业绩改善，2019 年扣非归母净利润再续高增长

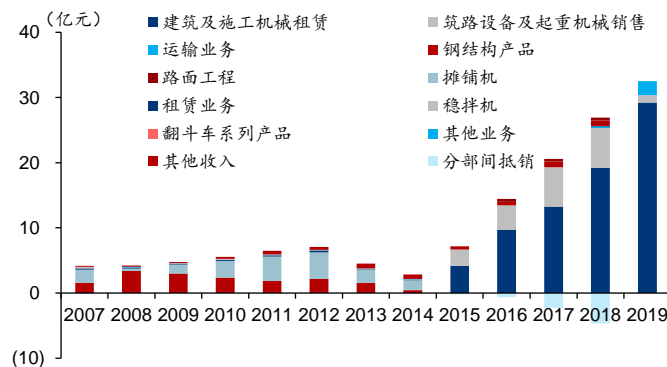
子公司鹿源租赁是营收主要来源。公司 2015 年收购鹿源租赁以来，业绩明显改善，2015 年、2016 年、2017 年、2018 年以及 2019 年的营收同比增速分别为 147.61%、96.16%、32.97%、21.77%和 45.98%。从营收结构来看，建设及施工机械租赁所带来的营收稳定增加，占比逐年上升，成为公司收入的主要来源。截止 2019 年底，机械租赁收入占比达到了 89.89%，分析公司业务情况，机械租赁收入主要来自于鹿源租赁。

图表4：营收变化



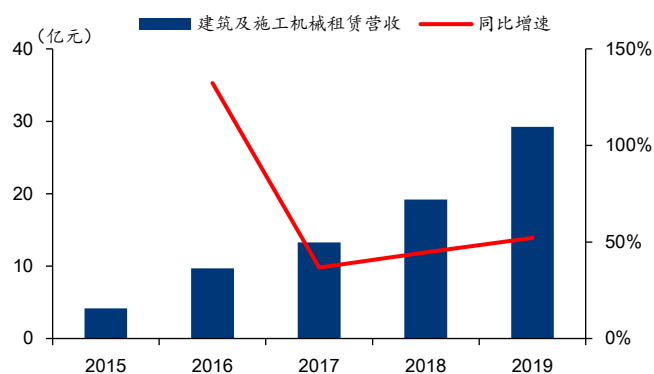
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司营收结构变化



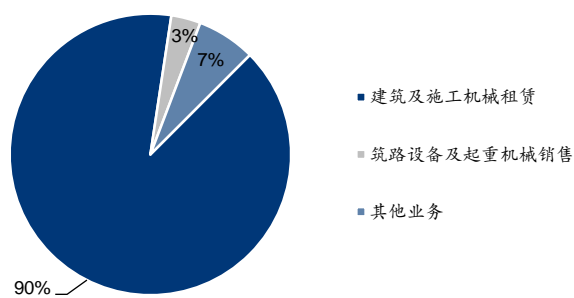
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6： 建筑和施工机械租赁营收变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 2019 年公司营收结构

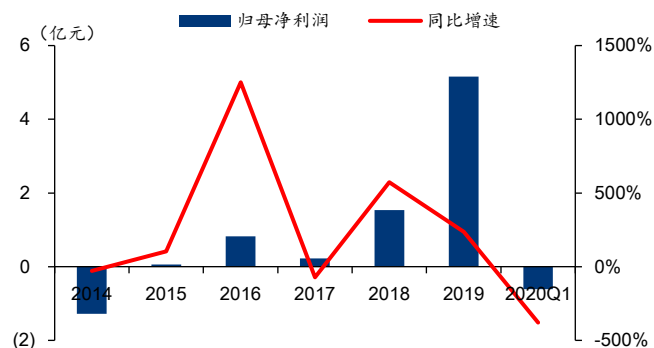


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2019 年扣非归母净利润同比上升 300%以上。**据公司 2019 年财务报告披露，2019 年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 5.16 亿元，同比增速为 236.47%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 4.7 亿元，同比增速达到 336.37%。

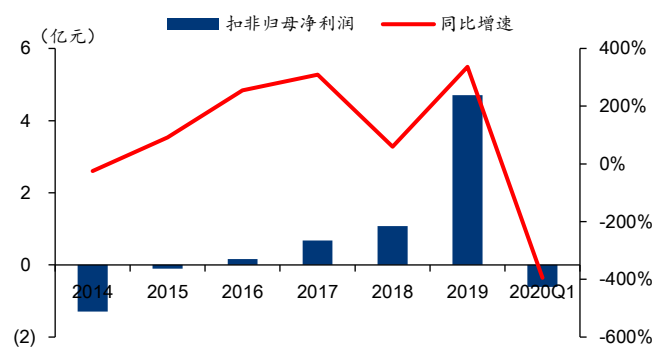
**公司 2020 年 Q1 营收、归母净利及扣非归母净利同比均下降，同比增速分别为-15.45%、-379.06%及-394.56%。**公司 2020 年 Q1 业绩下滑的原因主要系受疫情扩散影响，国内复工复产延期，下游房地产等行业需求受挫。但考虑到国内疫情控制效果显著，3 月以来各行业产能逐步恢复，下游需求将获释放。因此，公司 2020 年全年业绩受疫情影响预期可控。

图表8： 归母净利润变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 扣非归母净利润变化



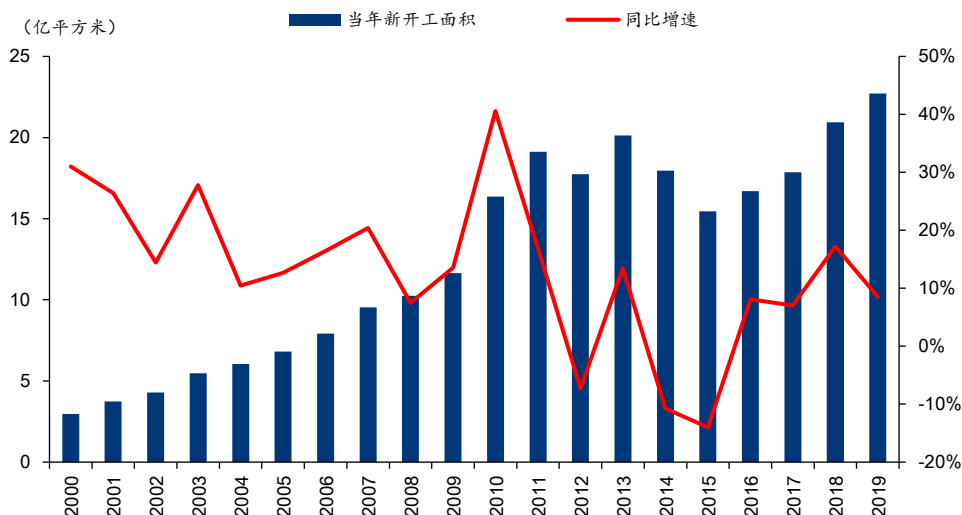
资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 行业景气度维持，装配式建筑正逢高速增长长期 施工面积支撑塔机租赁发展，塔机租赁成为建筑施工新潮流

塔机租赁行业的发展依托于下游房地产市场和基建市场。塔机租赁下游为建筑行业，应用领域包括房地产和基础设施建设，与经济周期的变化关系密切，很大程度上依赖于国民经济运行状况及国家固定资产投资规模，特别是房地产行业的发展。

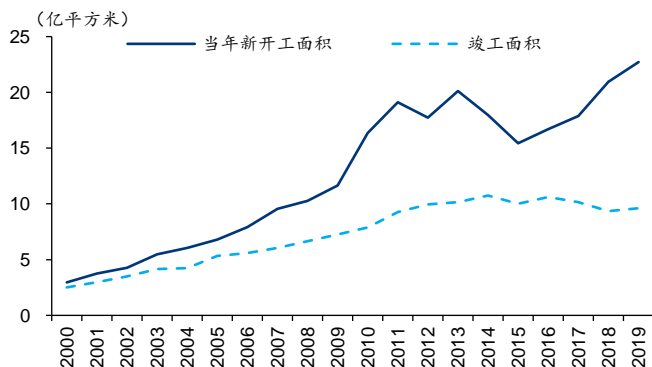
**施工面积支撑塔机租赁行业发展。**2014 年-2015 年房屋新开工面积负增长，但从 2016 年开始转负为正，并于 2018 年达到 17.18% 的同比增速。虽然 2019 年有所下滑，但仍达 8.51%。同时，施工面积同比增速也从 2015-2016 年的低迷期逐步回暖，由 2015 年 1.27% 的低点增至 2019 年的 8.7%。此外，据国家统计局数据显示，2020 年受疫情影响，1-4 月全国房屋新开工面积 4.8 亿平方米，同比下滑 18.4%，跌幅相较 1-3 月收窄 8.8 个百分点；1-4 月全国房屋累计施工面积为 74.06 亿平方米，同比增长 2.5%；1-4 月全国房地产开发投资 3.3 万亿元，同比下降 3.3%，跌幅较 1-3 月收窄 4.4 个百分点。考虑到国内疫情防控效果明显，预期国内房地产行业将逐渐复苏，2020 年全年受疫情影响可控。因塔机主要用于房屋施工，施工面积的增长为塔机租赁行业的发展起到了较大的支撑作用。

图表10： 房屋新开工面积变化



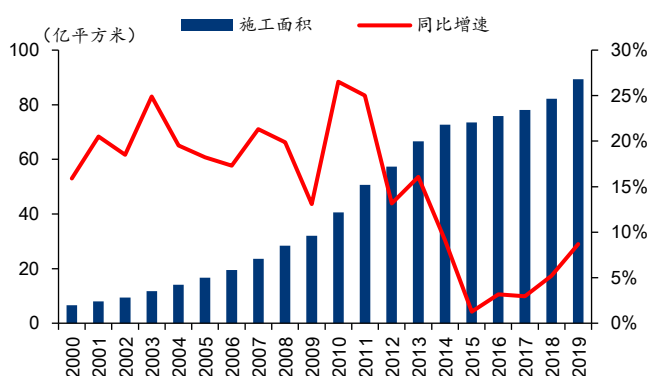
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 新开工面积与竣工面积对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 施工面积及同比变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

塔机租赁成为建筑施工首选方案，更新换代需求将为工程起重机行业带来新增量。机械设备价格高，更迭速度越来越快，对施工团队而言，租赁支出成本低，无需承担设备老化、维修成本以及闲置风险等费用，比自行购买设备更为划算。分析起重机械主要销售企业（如



徐工机械、三一重工及中联重科等) 2008-2019 年起重机械销量以及营业收入情况, 我们发现塔机等起重机械产品销量及部分主要企业营收自 2009-2011 年快速增长后, 2012-2016 年间陷入低迷, 并于 2016 年降至主要企业起重机销量 0.89 万台的低点, 同比下降 4.8%。在施工面积持续增长, 施工所需设备量随之增加的情况下, 下降的设备销量从购买市场转到租赁市场。但考虑到塔机等起重机械的使用寿命一般为 6-10 年, 自 2008-2011 年塔机等起重机械产品需求大幅增长, 到 2017 年已经过去了 6-9 年, 行业已步入更新换代阶段。更新换代的需求将刺激起重机械需求, 推动产品销售, 给行业带来新的增量。因此, 2016 年后起重机销量触底反弹, 逐渐回升, 销售情况出现好转, 2019 年主要企业起重机销量年增至 4.3 万台, 同比增幅 32.93%。

图表13: 中联重科起重机械营业收入情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表14: 徐工机械起重机械营业收入情况



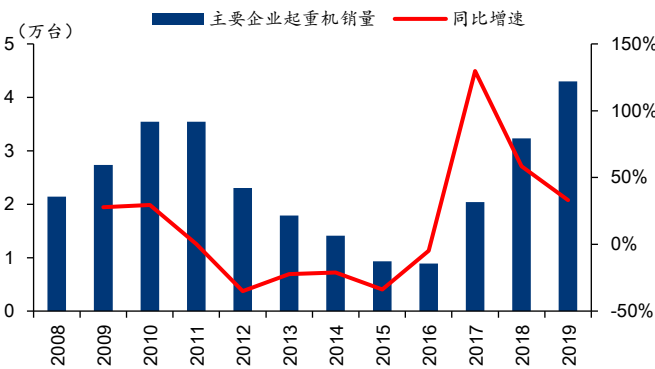
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 三一重工起重机械营业收入情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 主要企业起重机销量及同比增速

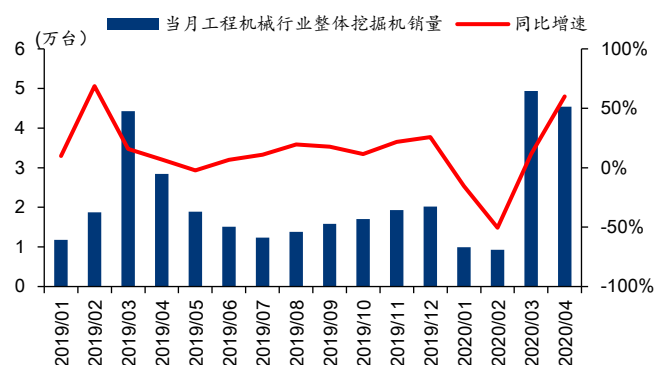


注: 主要企业包括国内 11-13 家主要起重企业

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

工程机械行业的风向标—挖掘机, 销量(当月值)扭转了 2020 年 1 月及 2 月份的下降态势, 并于 4 月达到 59.9% 的同比增速。虽然受疫情影响, 国内各行业复工复产延期, 生产经营受到较大冲击。但受益于国内疫情控制效果明显, 各行业复工复产已步入加速期。据工信部产业政策与法规司司长许科敏表示, 截至 4 月 14 日, 全国规模以上工业企业平均开工率已达 99%, 人员复岗率达到 94%。在复工复产加速以及逆周期调节力度加大的支持下, 国内基建投资项目陆续恢复, 挖掘机作为工程机械行业的风向标, 销量(当月值)扭转了 2020 年 1 月及 2 月份的下降态势, 由 2 月-50.5% 的同比增速逐步恢复至 3 月及 4 月的 11.6% 和 59.9%。与此同时, 国内主要企业起重机销量(当月值)也从 2 月份的大幅下降中逐渐复苏, 3 月份销量为 6380 台, 环比增速达到 283.87%。因此, 在政策及时牵引、项目快速落地等多因素影响下, 叠加塔机等起重机械更新换代的需求, 我们预计塔机等起重机械销量将得到进一步增长。

图表17: 当月工程机械行业整体挖掘机销量及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 当月主要企业起重机销量及同比增速



注: 主要企业包括国内 11-13 家主要起重机企业。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 国家政策助成长, 装配式建筑处于高速发展期

装配式建筑是指用预制的构件在工地装配而成的建筑, 其优点包括建造速度快、受气候条件制约小、节约劳动力、提高建筑质量及节能环保等, 是我国建筑工业化的重要载体。

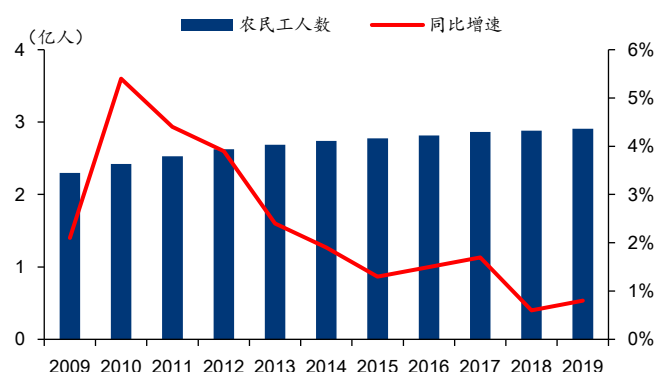
图表19: 装配式建筑优点

装配式建筑	优点
标准化大量生产	装配式建筑构件可以标准化大量生产, 不受天气等其他一切不确定因素影响
绿色环保方面	减少在建设过程中的物料浪费, 同时也大大减少了建筑垃圾的产生
员工劳动强度低	预制构件在工厂加工完成, 减少了人力的需求, 并且降低了施工人员的劳动强度
生产效率高	预制构件加工完成之后, 直接拉到施工现场组装, 减少了其中的供需, 大大加快了施工进度
生产成本方面	设计标准化和管理信息化, 构件越标准, 生产效率越高, 相应的构件成本就会下降, 配合工厂的数字化管理, 整个装配式建筑的性价比会越来越高

资料来源: CISE 节博会官网, 华泰证券研究所

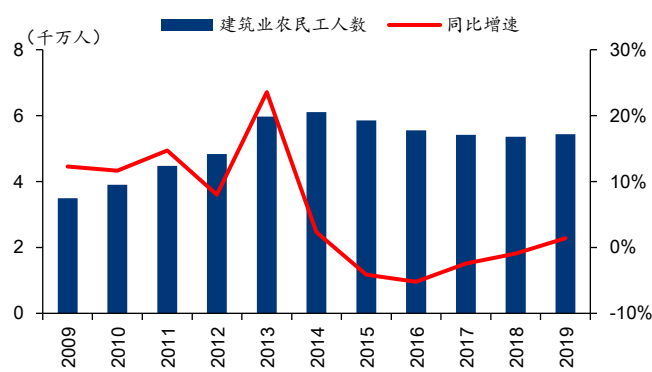
建筑业务工人数低迷间接催动了建筑模式的转变。建筑行业施工环境恶劣、高空作业危险性大, 2014-2018 年间务工人数持续负增长。虽然 2019 年建筑业农民工人数同比有所增长, 但增幅仍处较低水平 (1.38%)。因此, 建筑业务工人数低迷, 间接推动建筑施工方式向装配式建筑的转变。

图表20: 农民工人数及同比变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 建筑业农民工人数及同比变化



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

国家大力支持装配式建筑, 推出一系列鼓励政策。在 2016 年召开的国务院常务会议上提出了要大力发展装配式建筑; 2017 年党的十九大以来, 政府提倡绿色环保的建筑发展概念, 针对装配式建筑推出一系列鼓励政策。

自《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》出台后，全国 31 个省（自治区、直辖市）均出台了推进装配式建筑发展的相关政策文件。2016 年-2019 年，31 省、自治区、直辖市出台装配式建筑相关政策文件的数量分别为 33、157、235、261 个，不断完善配套政策和细化落实措施。特别是各项经济激励政策和技术标准为推动装配式建筑发展提供了制度保障和技术支撑。

图表22： 装配式建筑发展政策公布详情

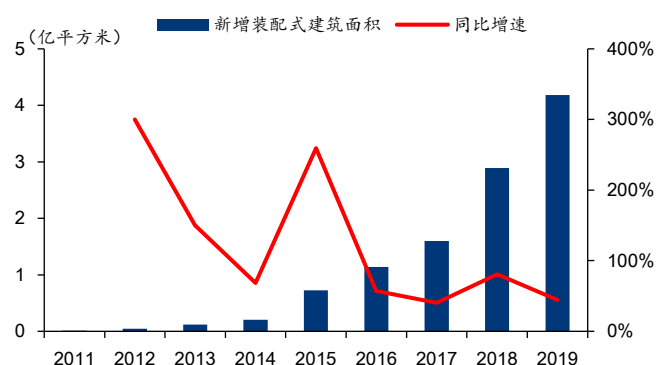
时间	发布单位	文件名称	文件内容
2016.9.14	国务院	国务院常务会议	大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级
2016.9.27	国务院	国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见	按照适用、经济、安全、绿色、美观的要求，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土建筑和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例
2017.2.20	国务院	国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见	进一步深化建筑业“放管服”改革，加快产业升级，促进建筑业持续健康发展，为新型城镇化提供支撑
2017.3.29	住建部	住房城乡建设部关于印发《“十三五”装配式建筑行动方案》《装配式建筑示范城市管理办法》《装配式建筑产业基地管理办法》的通知	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上；培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地
2017.6.6	住建部	关于组织申报 2017 年装配式建筑示范城市和产业基地的通知	2017 年装配式建筑示范城市和产业基地申报工作申报要求
2018.6.27	国务院	国务院办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见	适应中国特色新型城镇化需要，把加强城市地下管线建设管理作为履行政府职能的重要内容，统筹地下管线规划建设、管理维护、应急防灾等全过程，综合运用各项政策措施，提高创新能力，全面加强城市地下管线建设管理
2019.1.18	住建部	关于开展 2018 年度装配式建筑发展情况统计工作的通知	对 2018 年度装配式建筑发展情况进行统计
2019.3.11	住建部	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	推进建筑业重点领域改革，促进建筑产业转型升级，开展钢结构装配式住宅建设试点，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2019.6.18	住建部	《装配式钢结构住宅建筑技术标准》	批准《装配式钢结构住宅建筑技术标准》为行业标准，自 2019 年 10 月 1 日起实施。

资料来源：住建部，国务院，华泰证券研究所

**装配式建筑处于高速发展阶段。**住建部公告显示，预计 2020 年培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，到 2026 年，预计全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%以上。目前装配式建筑发展良好，2019 年全国新建装配式建筑面积为 4.18 亿平方米，占新开工面积的比例为 18.4%，较 2011 年的 0.06%增长 18.34pct。

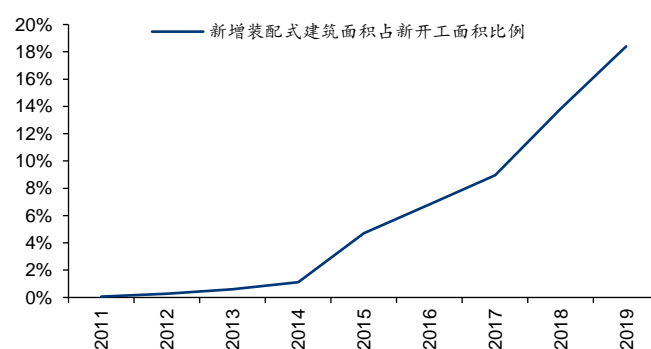
**重点推进地区引领发展，其他地区也呈规模化发展局面。**据住建部划分，京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区。2019 年重点推进地区新开工装配式建筑占全国的比例为 47.1%，积极推进地区和鼓励推进地区新开工装配式建筑占全国比例的总和为 52.9%，重点推进地区继续引领装配式建筑在全国的发展。

图表23： 全国新建装配式建筑面积



资料来源：住建部官网，中国建设报，华泰证券研究所

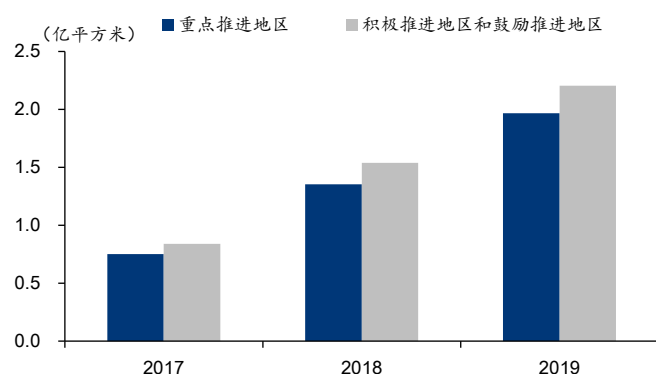
图表24： 新增装配式建筑面积占新开工面积比例



资料来源：住建部官网，中国建设报，华泰证券研究所

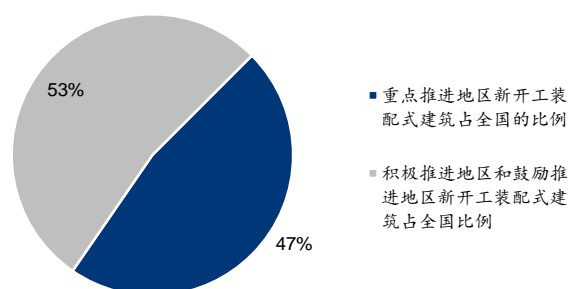
2017-2019 年，重点推进地区新开工装配式建筑面积分别为 0.75 亿 m<sup>2</sup>、1.35 亿 m<sup>2</sup>、1.97 亿 m<sup>2</sup>，占全国的比例分别为 47.2%、46.8%、47.1%，这些地区装配式建筑政策措施支持力度大，产业发展基础好，形成了良好的政策氛围和市场发展环境。

图表25： 2017-2019 年三类地区装配式建筑新开工面积



资料来源：住建部官网，华泰证券研究所

图表26： 2019 年新开工装配式建筑地区分情况



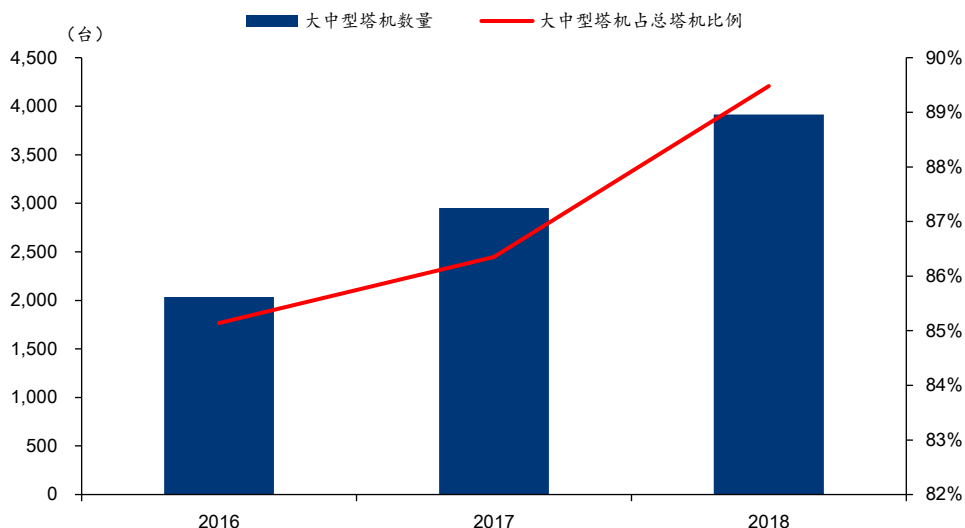
资料来源：住建部官网，华泰证券研究所

## **庞源租赁中大型塔机占比升高，2019 年“量、价”齐升** **可用于装配式建筑的中大型塔机数量不断增加**

庞源租赁官网 2020 年 1 月 10 日发布企业新闻称，随着山东庞源、陕西庞源、广东庞源、北京庞源等设备进场，庞源租赁塔机数量相较 2019 年 5 月的 5000 台再次突破，总量超过 6000 台，成为首个进入全球租赁 50 强的中国企业。

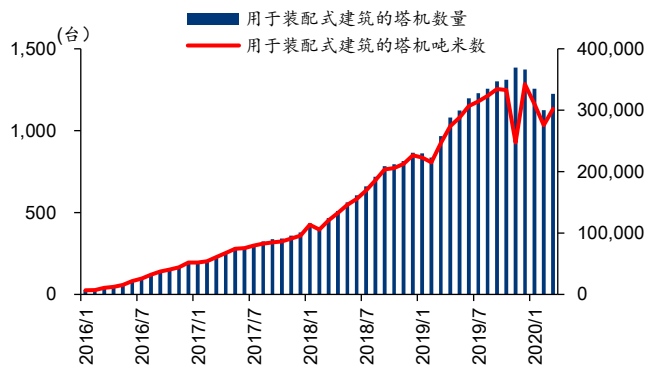
庞源租赁中大型塔机数和用于装配式建筑的塔机数都不断增多，塔机结构发生变化。庞源租赁中大型塔机增长迅速，用于装配式建筑的塔机数量和占比也逐步提高。截止 2018 年底，庞源租赁中大型塔机数量达到 3914 台，占比总塔机数量 89.48%。2019 年 11 月，庞源租赁用于装配式建筑的塔机数达到 1385 台，同比增速为 70.15%；用于装配式建筑的塔机产值占塔机总产值占比为 31.5%，较上年同期增长 7.5pct。此外，2019 年不同吨米数的塔机结构也发生了较大变化。其中，小于 100 吨米及 100-200 吨米的塔机数量合计占塔机总量的比例由 2019 年 3 月的 61%，降至 2019 年 6 月的不足 34%。而 200-300 吨米及 300-500 吨米的塔机数量合计占比同期由 36% 增至 67%，尤其 200-300 吨米的塔机占比增幅更是达到了 26pct。

图表27： 庞源租赁中大型塔机数量及占比递增



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28： 2016-2020 年庞源租赁用于装配式建筑的塔机数及吨米数



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

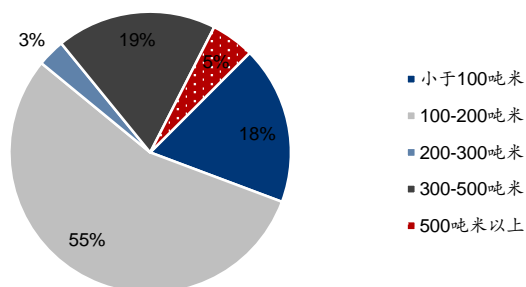
图表29： 庞源租赁用于装配式建筑的塔机产值占比塔机总产值



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

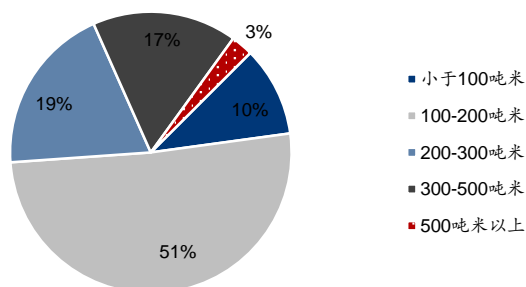


图表30： 2016 年 3 月庞源租赁所有塔机结构



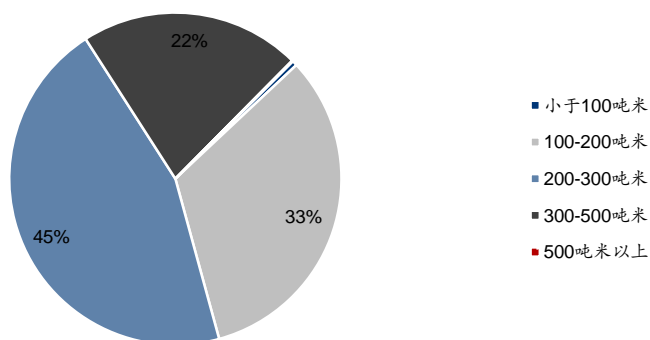
资料来源：华泰证券研究所

图表31： 2019 年 3 月庞源租赁所有塔机结构



资料来源：华泰证券研究所

图表32： 2019 年 6 月庞源租赁用于装配式建筑的塔机结构

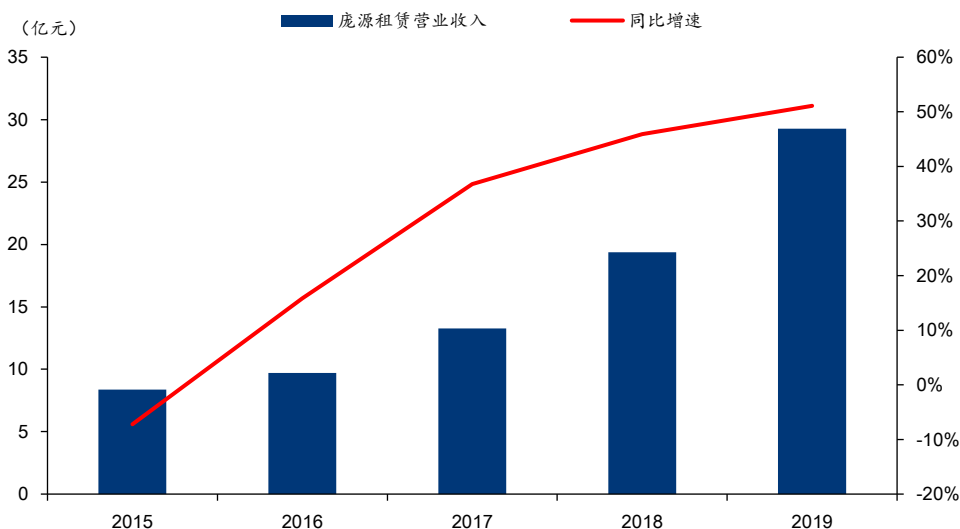


资料来源：华泰证券研究所

### 2019 年庞源租赁“量、价”齐升，新签合同产值再创高峰

庞源租赁营业收入规模逐年上升。庞源租赁营业收入自 2015 年的 8.38 亿元逐年增至 2019 年的 29.27 亿元，复合增长率达 36.71%。并且，营收的同比增速亦逐年增长，由 2015 年的 -7.21% 增至 2019 年的 51.09%。

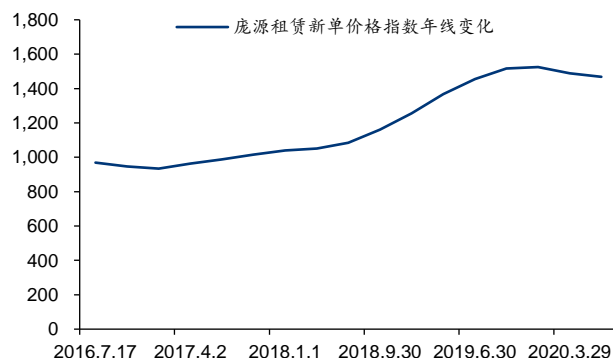
图表33： 庞源租赁营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

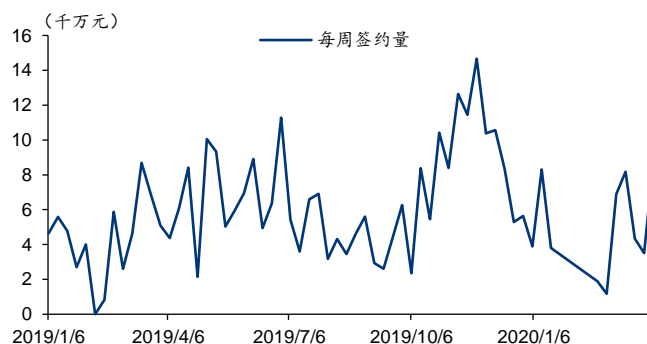
**接单量和租赁价格 2019 年再创新高。** 庞源租赁 2019 年 11 月最后一周周接单量创新高，为 1.47 亿元，后因春节叠加疫情影响，周接单量一度跌至 2020 年 3 月 1 日的 0.12 亿元。调研发现，新订单约 4 个月后带来收入，持续 12 个月（计费时间 370 天），从开始计费到停止计费一直对收入产生影响，因此价格指数年线意义重大。新单价格指数年线 2019 年有一个较大的提升，从年初的约 1200 多点增长至年末的新高点（1525 点），该点相较 2018 年 12 月的 1256 点增长 21.42%。

图表34： 庞源租赁新单价格指数年线变化



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

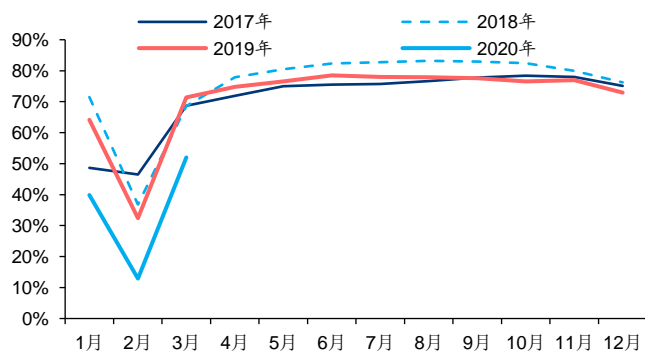
图表35： 庞源租赁塔机租赁接单量变化



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

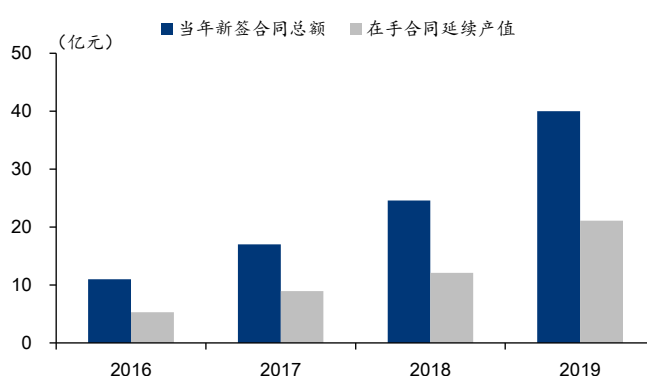
**受疫情影响吨米利用率虽受挫，但影响可控。** 根据公司官网披露情况，庞源租赁的吨米利用率 2019 年除了一月二月受到春节因素的影响，三月开始总体上升，6 月和 7 月维持在 78% 左右的高位。但 2020 年一季度受疫情扩散影响，复工复产延期致使吨米利用率较 2019 年同期降幅较大（约 20pct）。考虑到三月以来国内疫情控制效果显著，各行业逐步实现复工复产，庞源租赁三月吨米利用率相较二月也有较大增幅（约 39pct）。因此，可以预期庞源租赁 2020 年全年经营状况受疫情影响可控（公司 2016-2019 年间，第一季度营业收入占全年营收比例维持在 14%-17% 之间，相对较低）。此外，2017 年至 2018 年，庞源租赁各年新签合同对应总产值整体呈快速上升趋势，年均复合增长率 48.99%。2019 年庞源租赁新签合同总额超过 40 亿元，同比增长 61%，在手订单充裕。

图表36： 庞源租赁吨米利用率



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表37： 当年新签合同总额与在手合同延续产值



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 未来中大型塔机供不应求，行业集中度提升

### 预计未来中大型塔机供求将出现明显缺口

未来机械租赁市场对中大型塔机需求量更大。装配式建筑中，吊装主要为钢筋混凝土梁、柱、板等预制构件，其单件质量通常较重。根据贾泽辉和文朝辉 2015 年 11 月发表的文章《预制装配式结构施工队塔式起重机要求》显示，2015 年之后，民用建筑上预制剪力墙重量最大达到 7 吨以上，预制梁则达 5 吨左右，预制柱 8 吨左右，均远大于现浇法的材料吊装重量，对塔机的需求也从之前的 0-100 吨米转为 100-300 吨米、300-500 吨米，目前市场对于塔机的需求逐渐由小型塔机转为中型塔机，并且在未来有向大型塔机转换的趋势。

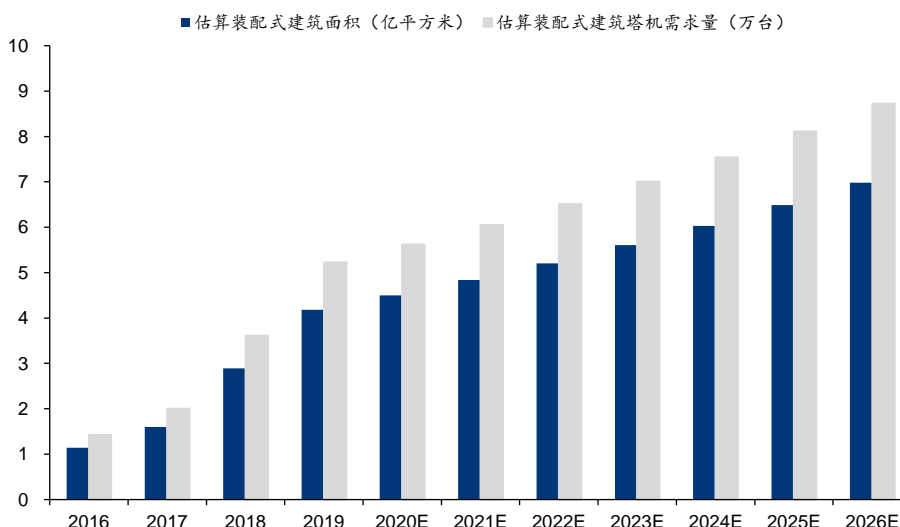
预计未来我国中大型塔机需求增加。截止 2018 年底，我国塔机市场上拥有能够供装配式建筑使用的中大型塔机约 3 万台。根据住建部公布的《“十三五”装配式建筑行动方案》，预计我国 2020 年装配式建筑占比达到 15%，到 2026 年占比 30%。参考公司 2020 年 2 月 22 日发布的《2018 年非公开发行股票预案（三次修订稿）》，假设我国每年城镇新建建筑面积保持不变，按 2026 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 测算，2026 年我国装配式建筑新开工面积将达到 69,796 万平方米，相应的适用于装配式建筑的大中型塔机需求量约为 87,244 台，全国装配式建筑市场大中型塔机需求量的年均复合增长率将达到 19.86%，下游市场容量呈快速增长态势。

图表38： 装配式建筑未来塔机需求量

年度	城镇新建建筑面积（万平方米）	估算装配式建筑面积（万平方米）	估算装配式建筑大中型塔机需求量（台）
2016	232,653.06	11,400.00	14,250
2017	232,653.06	16,000.00	20,000
2018	232,653.06	28,900.00	36,125
2019	232,653.06	41,800.00	52,250
2020E	232,653.06	44,976.26	56,220
2021E	232,653.06	48,393.87	60,492
2022E	232,653.06	52,071.18	65,089
2023E	232,653.06	56,027.91	70,035
2024E	232,653.06	60,285.31	75,357
2025E	232,653.06	64,866.21	81,083
2026E	232,653.06	69,795.20	87,244

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表39： 未来装配式建筑大中型塔机需求量估算

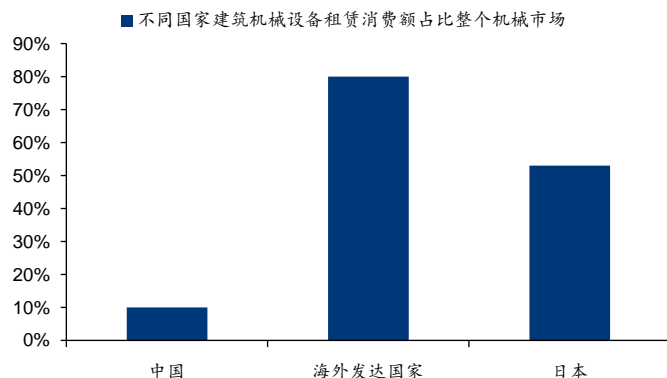


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 我国机械租赁行业集中度较低，龙头企业仍具有提升空间

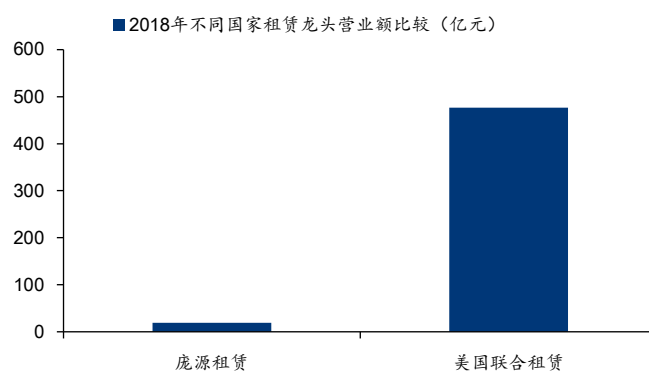
我国机械租赁市场还处于初期发展阶段，有较大发展空间。中国建筑工程机械租赁业始于 20 世纪 80 年代，经过 20 多年的发展有了长足的进步，但是从整体来说还处于发展的初期阶段。CBI 建筑网总结 2017 年的数据表明，中国的建筑工程机械设备租赁消费额占整个工程机械市场需求的比例为 10%，而海外发达国家整体达到 80% 以上。如果以发达国家的 80% 租赁率作为参照，则国内存在的租赁缺口还比较大，仍具发展空间。

图表40： 2018 年初不同国家机械租赁占机械市场消费额的比例



资料来源：CBI 建筑网，华泰证券研究所

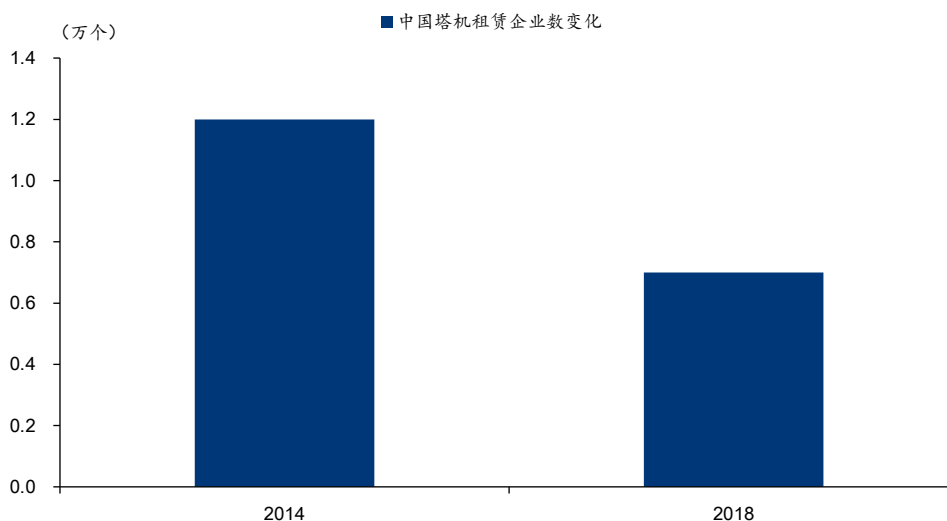
图表41： 2018 年庞源租赁与美国联合租赁的租赁收入比较



资料来源：CBI 建筑网，华泰证券研究所

国内塔机机械租赁行业格局分散，龙头企业仍有较好发展空间。据 CBI 建筑网数据，世界建筑工程机械租赁市场 2017 年营业额为 2000~3000 亿元，仅世界租赁龙头企业-美国联合租赁 2018 年的设备租赁额就已达到 476.31 亿元。在国内建筑租赁市场上，据前瞻产业研究院估算，2016 年全国塔机数量有超过 10 万台在租赁使用，年产值超过 100 亿元人民币。但行业的集中度不高，企业规模普遍较小，达到中型企业规模（营业额在 3000 万元以上）的不超过 20 家。此外，2018 年全国塔式起重机租赁企业约 7000 家左右，机械租赁龙头企业庞源租赁截止 2019 年 7 月，在塔机租赁市场上的占有率不足 3%，小团队经营设备出租的现象在各地较为普遍。因此，国内塔机租赁行业格局相对分散，行业集中度低，龙头企业凭借资金、人才、产品性能以及市场布局等优势，市场占有率仍有提升空间。

图表42： 塔机租赁企业数变化



资料来源：前瞻研究院，华泰证券研究所

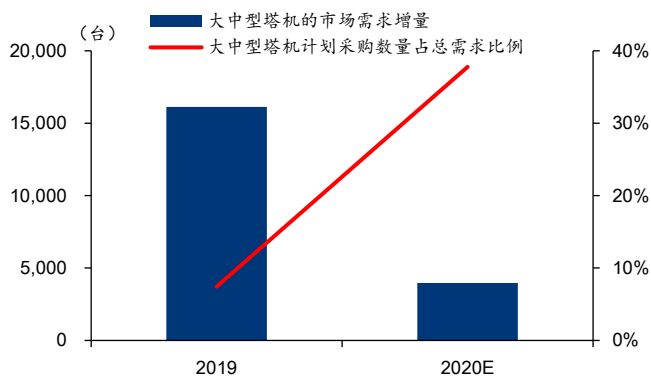
## 庞源租赁与公司携手并进，预计未来收益稳定

### 公司 2020 年拟新购入 1500 台大中型塔机用于装配式建筑发展

公司 2019 年 8 月 6 日发布的编号为 2019-062 的公告显示，为支持装配式建筑发展，庞源租赁计划 2019-2020 年共计采购 2700 台（含截至 2018 年年底募投项目先期采购 112 台）。其中 2019 年和 2020 年整体大中型塔机计划采购数量分别为 1200 台和 1500 台。

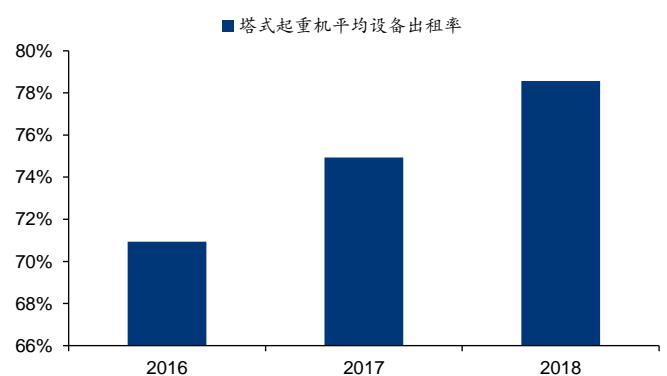
设备出租率未来有望进一步上升将带来更多收益。未来装配式建筑比重不断提升，下游施工方对大中型塔机租赁的订单需求将日益旺盛，而布局大中型塔机所需资金量较大，庞源租赁作为行业龙头较早提升大中型塔机占比预期将助力业务合同规模和租赁价格的提升。参考前述对装配式建筑未来大中型塔机需求量的估算，截至 2018 年底我国装配式建筑大中型塔机需求量为 36125 台，估算我国装配式建筑市场 2019 年和 2020 年对大中型塔机的需求增量分别为 16125 台和 3970 台，庞源租赁 2019 年和 2020 年计划采购的大中型塔机数量占当年装配式建筑市场大中型塔机需求增量的比例分别为 7.44% 和 37.78%。此外，庞源租赁的塔机出租率逐年递增，2018 年塔机平均出租率达到 78.57%。据公司 2019 年年报披露，截至 2019 年末，公司在建、签订协议待建及达成意向的生产服务基地已达 17 个，且新设立苏州庞源和陕西庞源，预期将助力公司租赁业务管理能力和市场份额的提升，故我们预计公司塔机平均出租率能够进一步上升。

图表 43： 计划新购入大中型塔机数量占比大中型预期塔机需求量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 44： 庞源租赁塔式起重机平均设备出租率逐年增加



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 45： 公司 2019-2020 年拟新购大中型塔机情况

项目	2019 年	2020 年	合计
直接采购（即募投项目采购）数量	408	980	1388
融资租赁方式采购数量	792	520	1312
其中：拟通过融资租赁方式采购建设机械本部和天成机械塔机的数量	460	520	980
合计	1200	1500	2700

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 庞源租赁市占率有较大提升空间，具有扩张可行性

庞源租赁市占率远低于美国联合租赁。将庞源租赁与全球龙头租赁企业美国联合租赁进行对比。从市场集中度来看，国内规模最大的庞源租赁 2019 年收入为 29.27 亿元，截至 2019 年 7 月，庞源租赁市场占有率仍不足 3%；而美国排名第一的联合租赁 2019 年收入 652.34 亿元，市场占有率已经达到 13%，并且 2014-2019 年间，除 2016 年为 9.7%，其余年份市占率均维持在 11%-13.5%。

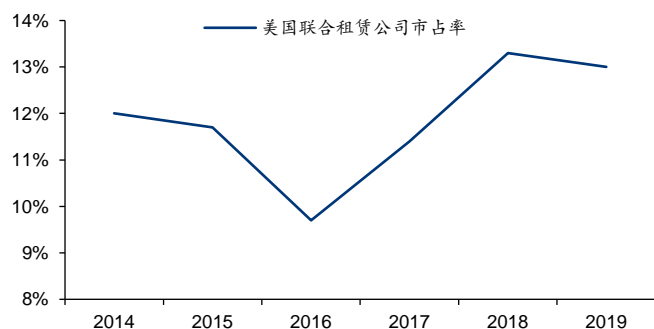
未来行业集中度预期将提升。一方面，塔机租赁市场对于企业中大型塔机的数量、质量、承重能力以及安全性能等都提出了更高的要求，施工团队倾向于和大型租赁企业合作。另一方面，塔机租赁企业属于重资产型企业，通常需要以“融资租赁”或筹资购买的方式预先获得塔机，而后以“经营租赁”的方式获得租金及服务费用，因而具有早期投入大、回款周期较长的特点。考虑到装配式建筑的发展带动塔机租赁市场大中型塔机需求逐渐提升，



而购买大中型塔机所需资金更多，中小企业将难以实现快速布局。因此，我们预计将有助于庞源租赁这类塔机租赁龙头企业进一步扩大市场份额，行业集中度有望在未来得到提高。

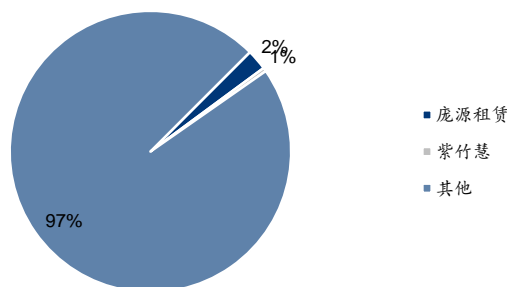
**公司管理能力提升，营运能力更具竞争力。**公司作为重资产型企业，具有早期投入大、回款周期较长的特点，因而良好的资产管理及公司管理很有必要。考虑到应收账款周转情况作为评估公司营运能力的指标具有较好的代表性，故分析公司与紫竹慧（据智研咨询所整理的数据，按 2018 年塔机租赁业务所占市场份额，紫竹慧在国内排名第二）2015-2019 年的应收账款周转天数。其中，公司 2015-2019 年应收账款周转天数逐年下降，这表明公司应收账款变现速度加快，资金被外单位占用时间缩短，管理工作效率提高；同期，紫竹慧 2015 年-2019 年 H1 的应收账款周转天数却逐年上升。因此，我们认为公司近年来管理能力有所提升，营运能力更具竞争力。

图表46： 美国联合租赁 2014-2019 年市占率情况



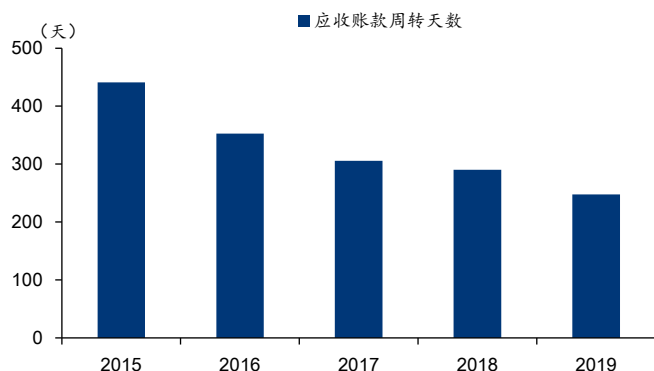
资料来源：美国联合租赁公司年报，华泰证券研究所

图表47： 2018 年塔机租赁公司市场占有率分析



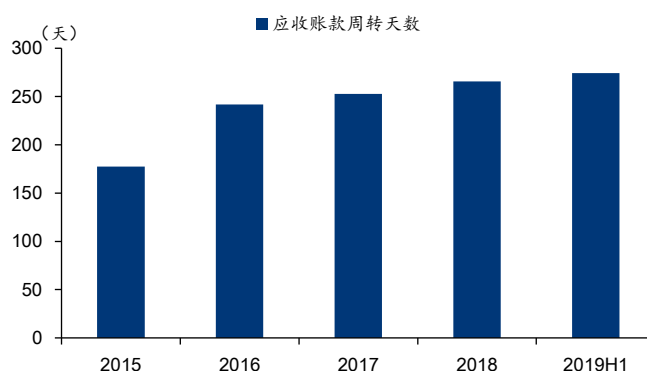
资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

图表48： 公司应收账款周转天数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 紫竹慧应收账款周转天数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**公司作为上市公司可选择更多融资渠道，且实际控制人可为公司提供优质信用保障。**考虑到公司作为上市公司，可以凭借自身的产品、市场份额等优势通过更多渠道获取融资。例如，公司 2020 年 4 月 25 日发布《非公开发行股票发行情况报告书》，此次发行募集资金总额 15.06 亿元，预期将助力公司 2020 年新购入 1500 台大中型塔机计划的实现。公司预期此项目的实施将有助于公司巩固现有竞争优势，进一步提升行业地位，保证公司的可持续发展。此外，公司实际控制人为陕西省国资委下属部门陕西煤业化工集团有限公司。截止 2020 年 4 月，陕西煤化集团对公司间接持股 25.04%，直接持股 6.82%，合计持股 31.86%。陕西煤化集团资金实力雄厚，信用有保障，是公司强有力的发展后盾。

## 盈利预测与估值分析

### 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入同比增速分别为 33.02%、30.56%及 29.08%。

#### 营业收入方面：

1. **建筑及施工机械租赁：**该业务为公司的核心业务，目前正处于规模扩张期，因而该业务收入占营业总收入比例由 2017 年的 72.58%逐步上升至 2019 年的 90.23%，初见成效。2019 年庞源租赁新签合同总产值再创佳绩，随着未来装配式建筑大力发展，对大中型塔机的需求越来越多，再加上行业集中度逐步提升，我们预计未来建筑及施工机械租赁的接单量和租金也会持续升高。但考虑到 2020 年一季度受疫情扩散影响，预计全球经济将有所下滑。虽然目前国内疫情已得到有效控制，但国外疫情仍处于扩散阶段，尚具有不确定性，因而我们预计公司 2020 年营收同比增速相较 2019 年会有所放缓；并且，公司 2018-2020 年新购大量大中型塔机，提升装配式建筑所需大中型塔机占比以提升市场占有率。因此，随着公司业务规模及市场占有率的进一步提升，我们预计公司 2020-2022 年该业务营业收入同比增速相较市场拓展初期将呈下降趋势，逐渐步入平稳增长，故保守估计营收同比增速分别为 35%、32%、30%。
2. **筑路设备及起重机械销售：**该业务主要由公司本部及子公司自贡天成负责，收入同比增速由 2017 的 61.13%，逐步下降至 2019 年的-77.36%，降幅较大。考虑到建筑工程设备租赁已成为大的发展趋势，尤其是公司正处于规模扩张阶段，2020 年 4 月再次定向增发预期将助力公司 2020 年新购大中型塔机的计划（1500 台）顺利进行，租赁业务竞争力将提升。此外，公司除庞源租赁外的其余主体，如本部、自贡天成及路机联盟 2019 年均报亏损，但合计亏损有所收窄。从报表层面看是源自于内部销售给庞源租赁，提升产能利用率所致。因此，我们预计公司未来为提升产能利用率、改善销售业务业绩，或将提升该业务的内销占比以支撑公司租赁业务发展。我们估计 2020-2022 年公司将维持该业务稳定经营，收入同比增速均为 1%。

#### 毛利率方面：

1. **建筑及施工机械租赁：**考虑到装配式建筑按照国家政策要求正处于快速发展期，预计大中型塔机的需求量和塔机承重吨数大幅增加，因而未来塔机更新换代速度加快，塔机价格也会有一定的上升。我们预计该业务毛利率维持下降趋势，保守估计 2020-2022 年该业务毛利率分别为 38%、36%、34%。
2. **筑路设备及起重机械销售：**该业务毛利率由 2017 年的 19.97%下降至 2019 年的 11.24%。综合考虑公司或将提升内销占比，以及公司因产品设计成本较高、产品质量不够稳定而导致的损失较高正侵蚀着企业利润，我们预计公司筑路设备及起重机械业务的毛利率将有所下滑，故而保守估计该业务 2020-2022 年毛利率分别为 11%、8%、8%；

图表50： 公司主营业务拆分预测（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>建筑及施工机械租赁</b>						
营业收入	1327.54	1920.68	2933.64	3960.42	5227.76	6796.08
增长率	36.74%	44.68%	52.74%	35.00%	32.00%	30.00%
营业成本	873.62	1224.52	1658.98	2455.46	3345.76	4485.41
毛利率(%)	34.19%	36.25%	43.45%	38.00%	36.00%	34.00%
<b>筑路设备及起重机械销售</b>						
营业收入	600.55	619.25	140.21	141.61	143.03	144.46
增长率	61.13%	3.11%	-77.36%	1.00%	1.00%	1.00%
营业成本	480.65	559.33	124.45	126.03	131.58	132.90
毛利率(%)	19.97%	9.68%	11.24%	11.00%	8.00%	8.00%
<b>合计</b>						
营业收入	1829.17	2227.30	3251.41	4324.96	5646.86	7289.18
增长率	32.97%	21.77%	45.98%	33.02%	30.56%	29.08%
营业成本	1288.05	1494.09	1944.99	2793.38	3743.59	4955.77
毛利率(%)	29.58%	32.92%	40.18%	35.41%	33.70%	32.01%

附注：公司 2019 年路面工程、钢结构产品的营业收入分别为 0.91 亿元、0.88 亿元，占营业总收入比例为 2.8%、2.7%。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司 2020 年 4 月完成定增并拟新购大中型塔机 1500 台，以推动大规模的资本扩张，因而期间费用预期将随公司规模扩张而相应增加。但考虑到公司租赁业务未来几年将继续维持较高增速，且 2020-2025 年间装配式建筑的发展预期也将为公司业务提供助力。此外，在成本管理方面，公司将继续推进和完善目标成本管理，为成本控制、成本改进计划和经营决策提供重要科学依据，并以此为指导加强生产经营过程管控，以提高企业成本效益。此外，公司引入劳务外包，不断优化劳动组织结构，提高了整机装配质量和生产效率，基本实现了从原材料采购、下料、加工、涂装、装配、发运等全生产过程的精准配套，产能得到有效释放。因而预期公司在 2020 年定增项目助力下资本大规模扩张，营业费用及管理费用相较 2019 年将有所上升。但 2021-2022 年公司资本规模相对稳定增长，公司成本管理方面所做的努力预期将助力期间费用率维持下降态势。其中，2020-2022 年间，营业费用率分别为 1.5%、1.0%及 0.8%；管理费用率分别为 8.7%、7.0%及 6.0%；期间费用率合计分别为 14.67%、11.89%及 9.8%。

图表51： 期间费用率

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	2.28%	1.91%	1.17%	1.50%	1.00%	0.80%
管理费用率	9.11%	9.91%	8.11%	8.70%	7.00%	6.00%
财务费用率	2.87%	4.76%	6.15%	4.45%	3.89%	3.00%
合计	14.25%	16.58%	15.43%	14.67%	11.89%	9.80%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 8.02 亿元、11.01 亿元、14.36 亿元，同比增长 55.51%、37.24%、30.49%，对应的 EPS 为 0.83 元、1.14 元、1.49 元。虽然 2020 年 Q1 受疫情扩散影响，各行业复工复产延期，下游房地产等行业需求受挫，公司收入同比下滑 15.45%。但考虑到国内疫情控制效果明显，公司作为机械设备龙头企业，在市场份额、产品性能和技术等方面具有优势，且用于装配式建筑的大中型塔机数量及产值占比不断增加将助力公司在装配式建筑的发展中获益。因此，参考可比公司 2020 年的 PE 估值均值为 21.10 倍，给予公司 23-25 倍 PE 估值，目标价格为 19.09~20.75 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表52: 可比公司估值情况 (Wind 一致预期, 数据日期: 2020/05/19)

代码	名称	市值(亿元)	EPS(元)				PE(x)			
			2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
603338	浙江鼎力	330.65	1.94	2.00	2.44	3.12	29.03	35.72	38.85	29.80
000157	中联重科	537.96	0.26	0.56	0.69	0.79	13.76	12.02	10.08	8.70
002743	富煌钢构	20.85	0.24	0.27	0.43	0.59	23.84	24.21	14.38	10.53
	平均数	296.49	0.81	0.94	1.19	1.50	22.21	23.98	21.10	16.34

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

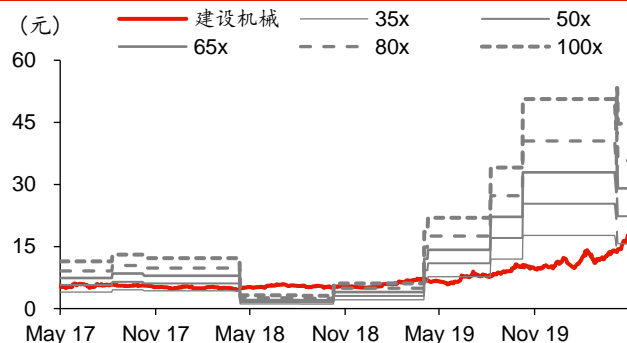
**1) 宏观经济波动导致的风险:** 公司所处的建筑起重机械租赁行业的下游行业主要为房地产、市政工程建设、交通运输工程建设、能源工程建设等行业, 而下游行业的发展与我国宏观经济和固定资产投资密切相关。若未来我国宏观经济出现较大波动, 将会影响的建筑起重机械租赁行业和工程机械行业的景气度, 从而影响公司的产品需求和盈利能力。为此公司将继续加大科技投入, 加快产品结构调整, 丰富完善产业链, 改善营销策略, 拓宽销售渠道, 以应对市场需求不断变化的状况。

**2) 疫情风险:** 由于今年初出现新型冠状病毒导致的疫情, 国内方面, 会导致行业企业生产和下游开工受到限制, 短期内可能会对生产销售带来不利影响; 国际市场方面, 部分国家签证等手续办理受到一定限制, 短期内可能对国际市场开拓造成不利影响。公司将严格执行国际及地方对疫情期间企业复工复产相关规定与要求, 确保安全有序复工复产, 做到防疫防控与生产经营两手抓, 两手都要硬。严格遵守各国对疫情期间相关政策与规定, 充分利用国家针对外贸的相关政策, 采用多种形式的开拓方式, 确保海外业务稳定。

**3) 市场竞争加剧风险:** 公司所处的建筑起重机械行业是我国市场化程度较高、竞争较为激烈的行业之一。在我国宏观经济增速放缓的背景下, 受销售低迷、应收账款居高不下、资金紧张等因素的影响, 国内工程机械行业的竞争程度越趋激烈, 不断加剧的市场竞争可能导致行业利润率下降, 从而影响行业内企业的经营业绩。虽然在国家相关政策的带动下, 国内固定资产投资增速企稳回升, 但为适应竞争激烈且快速变化的市场, 行业内企业必须及时的根据国家产业政策和市场需求调整自身发展战略, 优化自身业务结构, 不断提高综合竞争力以应对复杂的市场环境, 否则将被日趋激烈的竞争所淘汰。为此, 公司将以市场为依托, 调整和优化工程机械产品结构, 加大新产品的开发和市场推广力度, 培育新的利润增长点; 有针对性的改善建筑起重机械租赁业务的营销策略, 拓宽营销渠道, 增强服务意识, 提升服务质量, 扩大品牌影响力, 逐步提升公司在行业内的竞争实力。

### PE/PB - Bands

图表53: 建设机械历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 建设机械历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,212	4,418	5,364	7,228	9,626
现金	565.84	742.70	513.81	1,011	1,659
应收账款	1,870	2,600	3,591	4,601	5,941
其他应收账款	56.80	76.94	124.15	152.60	201.07
预付账款	43.59	36.62	52.60	70.49	93.31
存货	333.54	403.12	600.31	811.08	1,055
其他流动资产	343.10	558.45	481.51	581.05	676.92
非流动资产	4,717	5,943	6,238	6,409	6,747
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,814	4,839	4,811	4,856	5,017
无形资产	96.33	141.50	183.09	224.62	266.18
其他非流动资产	806.46	962.25	1,243	1,328	1,464
资产总计	7,929	10,361	11,602	13,637	16,373
流动负债	3,635	4,646	4,565	5,119	6,039
短期借款	971.10	1,211	1,346	1,211	1,211
应付账款	1,333	1,165	1,620	2,059	2,478
其他流动负债	1,331	2,270	1,599	1,849	2,350
非流动负债	919.74	1,912	2,293	2,674	3,055
长期借款	6.00	387.00	768.00	1,149	1,530
其他非流动负债	913.74	1,525	1,525	1,525	1,525
负债合计	4,555	6,557	6,858	7,793	9,094
少数股东权益	5.91	4.95	4.23	3.51	2.79
股本	827.79	827.79	966.96	966.96	966.96
资本公积	2,597	2,597	2,597	2,597	2,597
留存公积	(63.95)	364.83	1,176	2,276	3,712
归属母公司股东权益	3,369	3,798	4,740	5,840	7,276
负债和股东权益	7,929	10,361	11,602	13,637	16,373

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	310.62	672.79	795.30	1,022	1,239
净利润	153.30	514.96	801.24	1,100	1,435
折旧摊销	319.34	388.55	352.58	377.27	409.74
财务费用	106.06	199.96	187.10	211.37	212.49
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(365.48)	(596.45)	(802.20)	(929.16)	(1,163)
其他经营现金	97.41	165.76	256.60	262.48	344.89
投资活动现金	(428.32)	(697.86)	(567.12)	(559.78)	(760.20)
资本支出	430.75	705.09	600.00	500.00	700.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.43	7.23	32.88	(59.78)	(60.20)
筹资活动现金	303.55	80.20	(457.07)	35.34	168.51
短期借款	622.20	240.24	134.29	(134.29)	0.00
长期借款	(8.90)	381.00	381.00	381.00	381.00
普通股增加	191.03	0.00	139.17	0.00	0.00
资本公积增加	(191.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(309.75)	(541.03)	(1,112)	(211.37)	(212.49)
现金净增加额	185.18	55.42	(228.89)	497.38	647.42

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,227	3,251	4,325	5,647	7,289
营业成本	1,494	1,945	2,793	3,744	4,956
营业税金及附加	11.53	19.69	26.81	28.23	36.45
营业费用	42.53	38.14	64.87	56.47	58.31
管理费用	220.72	263.80	376.27	395.28	437.35
财务费用	106.06	199.96	187.10	211.37	212.49
资产减值损失	(103.64)	(7.80)	(7.80)	(7.80)	(7.80)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	167.03	562.79	884.32	1,220	1,597
营业外收入	3.50	22.41	22.41	22.41	22.41
营业外支出	7.57	6.82	6.82	6.82	6.82
利润总额	162.96	578.38	899.90	1,235	1,612
所得税	9.66	63.42	98.67	135.44	176.77
净利润	153.30	514.96	801.24	1,100	1,435
少数股东损益	0.03	(0.72)	(0.72)	(0.72)	(0.72)
归属母公司净利润	153.26	515.68	801.96	1,101	1,436
EBITDA	592.42	1,151	1,424	1,808	2,219
EPS (元, 基本)	0.19	0.62	0.83	1.14	1.49

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.77	45.98	33.02	30.56	29.08
营业利润	255.76	236.95	57.13	37.93	30.90
归属母公司净利润	571.94	236.47	55.51	37.24	30.49
获利能力 (%)					
毛利率	32.92	40.18	35.41	33.70	32.01
净利率	6.88	15.86	18.54	19.49	19.70
ROE	4.55	13.58	16.92	18.85	19.74
ROIC	6.48	13.03	15.76	18.49	20.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.44	63.29	59.11	57.15	55.54
净负债比率 (%)	32.09	38.47	30.82	30.29	30.15
流动比率	0.88	0.95	1.17	1.41	1.59
速动比率	0.78	0.86	1.03	1.24	1.40
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.36	0.39	0.45	0.49
应收账款周转率	1.05	1.19	1.13	1.11	1.11
应付账款周转率	1.13	1.56	2.01	2.04	2.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.53	0.83	1.14	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.70	0.82	1.06	1.28
每股净资产(最新摊薄)	3.48	3.93	4.90	6.04	7.52
估值比率					
PE (倍)	111.55	33.15	21.32	15.53	11.90
PB (倍)	5.07	4.50	3.61	2.93	2.35
EV_EBITDA (倍)	31.53	16.22	13.12	10.33	8.42

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

本人，李倩倩、关东奇来、黄波，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师李倩倩、关东奇来、黄波本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司