



粤开证券
YUEKAI SECURITIES

2020年03月11日

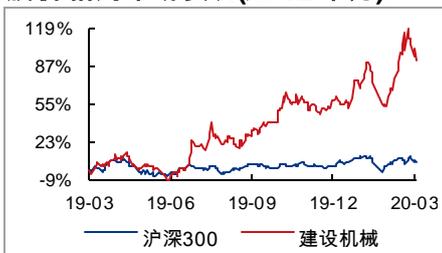
买入(首次评级)

当前价：12.34 元
目标价：15 - 18 元

分析师：刘智

执业编号：S0300519060001
电话：021-51782232
邮箱：liuzhi_bf@y kzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,227	3,323	4,280	5,321
(+/-)	21.77%	49.19%	28.79%	24.33%
归母净利润	153	544	770	1,030
(+/-)	571.94	255.24	41.40%	33.82%
EPS(元)	0.19	0.66	0.93	1.24
P/E	27.39	18.90	13.37	9.99

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

建设机械(600984.SH)

【粤开机械深度报告】建设机械(600984.SH):优质赛道上不断成长的工程机械租赁龙头

投资要点

一、公司打通塔吊上下游产业链，成为设备租赁龙头企业

公司是老牌工程机械厂商，主营各种塔吊、路面摊铺机。2015 年收购上海庞源租赁和四川自贡天成工程机械，其中，自贡天成工程机械主营业务中低端塔吊，和上市公司协同性良好，上海庞源租赁主营业务主要是塔吊租赁，涉及公司主营产品的下游产业链。通过本次收购，公司增强了工程机械领域的生产制造能力，打通了下游客户端，从设备制造进入到设备租赁服务行业，公司基本面发生根本改变。

二、庞源租赁：快速成长的国内工程机械租赁龙头企业

庞源租赁是中国工程机械工业协会工程机械租赁分会副理事长单位 2019 年公司进入权威杂志《国际租赁新闻》统计的全球租赁 100 强位列第 43 名，与另一家上海宏信租赁（第 57 名）是仅有的两家上榜的中国设备租赁企业。公司在塔吊租赁细分行业是绝对龙头企业，从 2015 年进入上市公司体内后，庞源租赁开启了快速发展，营业收入近年增长非常快，从 2015 年 3.86 亿营收迅速达到 2018 年 19.4 亿，归母净利润也从 2015 年 6600 万增长到 2018 年的 2.87 亿。公司近年通过上市公司平台融资不断扩张扩大领先优势，目前市场份额仍较低，具有很大的扩张空间。

三、工程机械租赁行业市场空间大、周期性弱、龙头具有较大的扩展空间

我国工程机械租赁行业不断增长壮大，总产值从 2010 年 1500 亿增长到 2018 年 6200 亿，复合增长率 19.4%。工程机械设备租赁在工程机械市场中的渗透率也不断提升，2018 年工程机械租赁行业渗透率已突破 50%。未来随着设备租赁业务的优势，在工程机械行业租赁的渗透率将进一步提高。目前全国工程机械租赁企业已经超过 11500 家，但是企业普遍规模小，以中小型租赁公司为主，全国资产在 5000 万元以上的工程机械专业租赁公司不过百余家。市场竞争格局极为分散，大型租赁企业较少，龙头具有较大扩张空间。

不同于工程机械设备销售，工程机械设备租赁市场是一个针对保有量的存量服务市场，市场需求与下游固定资产投资直接相关，因此设备租赁行业天然具备周期性较弱的特点，对经济周期波动带来的需求变化没有设备那么剧烈，从工程机械租赁市场增速来看，工程机械设备租赁市场基本保持了与我国固定资产投资增速相匹配的稳定高速增长，是工程机械里为数不多可持续健康增长的子行业。

四、装配式建筑渗透加速，带动塔吊租赁市场中长期健康增长

与传统施工方式相比，装配式建筑可以大幅提升劳动生产率；提高建筑质量工程安全性；此外，节能降耗优势也很明显。2016 年国务院印发的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提到，发展新型建造方式，大力推广装配式建筑，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到



30%；积极稳妥推广钢结构建筑。目前 2018 年装配式建筑占新建建筑比例仅 9.08%，对比国务院规划的渗透率（30%）仍有较大空间，对标国际发达国家，我国装配式建筑的比例仍有 8-9 倍增长空间。

装配式建筑预制件重量远大于传统建筑部件，对塔机起重量要求大幅提高。随着装配式建筑产业的快速发展，未来预制构件集成度越来越高，也加速了塔吊设备大型化的迭代速度。我们认为装配式建筑对塔吊要求的提高，促进塔吊租赁行业中长期健康发展。

五、盈利预测

我们预测公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 33.23 亿元、42.8 亿元、53.21 亿元，同比增速分别为 49.18%、28.79%、24.33%；归母净利润分别为 5.44、7.7、10.3 亿元，同比增速分别为 255.24%、41.4%、33.82%。基于建设机械，(1) 工程机械租赁优质赛道上的国内绝对龙头；(2) 不断招兵买马、跑马圈地，龙头市场份额提升空间巨大，首次覆盖，给与「买入」的投资建议。

六、风险提示

固定资产投资减速、房地产新开工需求下滑、宏观经济下行、装配式建筑渗透速度不及预期



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
关键假设点	5
有别于大众的认识	5
股价表现催化剂	5
核心风险提示	5
一、公司概况	6
(一) 公司简介	6
(二) 主营业务及经营情况	7
二、庞源租赁：快速成长的国内工程机械租赁龙头企业	10
(一) 公司介绍	10
(二) 庞源租赁近年经营情况	10
(三) 塔吊租赁行业绝对龙头，市场份额渗透空间巨大	11
三、工程机械租赁行业市场空间大、周期性弱、龙头具有较大的扩展空间	12
(一) 我国工程机械设备租赁市场空间巨大、增速快、市场竞争格局分散	12
(二) 塔吊租赁市场竞争格局混乱，龙头市场份额集中空间巨大	14
(三) 工程机械设备租赁周期性较弱，与固定资产投资增速匹配增长	17
四、装配式建筑渗透加速，带动塔吊租赁市场中长期健康增长	18
(一) 装配式建筑渗透加速，渗透空间巨大，塔吊租赁处于优质赛道	18
(二) 装配式建筑对塔吊需求更高，有望促进塔吊租赁中长期健康发展	20
五、定增 15 亿加码塔吊采购，有利于公司迎合市场需求，扩大市场份额	21
六、盈利预测	22
七、风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司前十大股东	7
图表 3：公司实际控股股东股权结构图	7
图表 4：主营业务板块及产品	8
图表 5：公司上市以来营业收入（万元）	9
图表 6：公司上市以来归母净利润（万元）	9
图表 7：公司主营业务收入结构（万元）	9
图表 8：公司主要的控股及参股子公司（万元）	10
图表 9：庞源租赁位居 2019 年全球租赁 100 强第 43 名	10
图表 10：庞源租赁近 5 年营业收入和净利润（万元）	11
图表 11：庞源租赁近 5 年毛利率	11
图表 12：中国主要塔吊租赁企业营业收入（亿元）	12
图表 13：中国主要塔吊租赁企业塔吊数量（台）	12



图表 14：工程机械设备租赁的优点.....	13
图表 15：我国工程机械设备租赁市场（亿元）.....	13
图表 16：我国工程机械产品租赁市场格局（%）.....	14
图表 17：近年我国工程机械设备租赁市场渗透率（%）.....	14
图表 18：塔吊租赁市场规模（亿）.....	15
图表 19：塔式起重机销量（台）.....	15
图表 20：中国塔吊租赁企业数量（家）.....	16
图表 21：行业几大龙头营收对比（亿元）.....	16
图表 22：行业几大龙头毛利率对比.....	16
图表 23：近年我国固定资产投资增速（%）.....	17
图表 24：近年工程机械销量情况(台).....	18
图表 25：我国工程机械设备租赁市场(亿元).....	18
图表 26：近年我国装配式建筑开工面积（万平米）.....	19
图表 27：我国装配式建筑开工面积在新建建筑中渗透率（%）.....	19
图表 28：我国装配式建筑开工面积在新建建筑中渗透率（%）.....	20
图表 29：塔吊性能需求的趋势.....	21
图表 30：我国装配式建筑塔吊需求量估算（台）.....	21
附录：公司财务预测表（百万元）.....	23



投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 33.23 亿元、42.8 亿元、53.21 亿元，同比增速分别为 49.18%、28.79%、24.33%；归母净利润分别为 5.44、7.7、10.3 亿元，同比增速分别为 255.24%、41.4%、33.82%。基于建设机械，(1) 工程机械租赁优质赛道上的国内绝对龙头；(2) 不断招兵买马、跑马圈地，龙头市场份额提升空间巨大，首次覆盖，给与「买入」的投资建议。

关键假设点

建设机械主要业务为设备租赁、工程机械、其他平衡项目，我们按照业务进行拆分及预测：

1) 公司营收 80%以上来自于工程机械设备租赁，为公司核心业务，鉴于未来几大业务线的发展趋势，我们认为未来设备租赁业务收入比例仍将不断提高。公司实际上已经成为 A 股最纯粹的工程机械租赁上市公司龙头。我们参考公司塔吊数量的规划，假设租赁价格相对保持稳定，预测 2019-2021 年工程机械租赁业务收入增速依次为 53%、30%、25%。

2) 工程机械设备销售、其他业务在主营业务中占比越来越低，已经对公司业绩不构成较大影响。因此我们预计未来三年工程机械设备销售、其他业务的收入增速发布为 25%、20%、20%和 10%、10%、10%。

有别于大众的认识

租赁行业重资产，门槛壁垒低。工程机械设备租赁不仅需要采购设备等资本投入，也需要工程机械设备服务，公司在长期的运营中积累了大量的设备服务技术和工程项目经验，构成了很强的技术壁垒，不能用传统租赁行业简单的资金扩张的逻辑来看。

股价表现催化剂

基建稳增长政策强化、房地产新开工，基建投资大幅增长、装配式建筑政策力度加强

核心风险提示

工程机械市场需求不及预期，基建地产投资不及预期



一、公司概述

(一) 公司简介

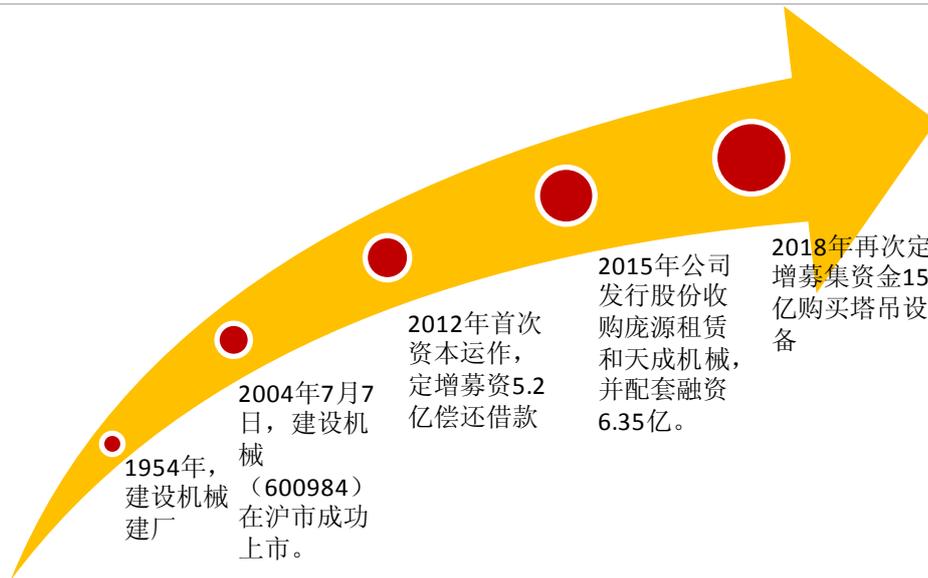
陕西建设机械股份有限公司(简称“建设机械”),创建于1954年,我国工程机械创业时期8个主要制造厂及全国五大金属结构厂之一。2004年在上海证券交易所挂牌上市(股票代码:600984),公司实际控制人为陕西煤业化工集团有限责任公司。

公司总部位于古都西安,总资产突破百亿元。拥有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工程有限公司4个全资子公司,路机联盟(北京)工程设备有限公司1个控股子公司,2个省级技术中心、17个生产基地以及40余个遍布全国、辐射“一带一路”沿线国家和地区分支机构和网点。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业、省高新技术企业,拥有“特种设备安装改造维修许可证A类”和“起重设备安装工程专业承包一级”“钢结构工程专业承包一级”资质,专业从事工程机械设备租赁、安拆和维修业务,是国内规模最大的工程机械设备一站式技术综合解决方案提供商之一,自有塔机总吨米数雄冠全球。

2015年公司非公开发行收购了上海庞源租赁和四川自贡天成工程机械,其中,自贡天成工程机械主营业务中低端塔吊,和上市公司协同性良好。上海庞源租赁主营业务是工程机械设备租赁,重点业务是塔吊租赁,涉及公司主营产品下游产业链。通过本次收购,公司增强了工程机械领域的生产制造能力,打通了下游客户端,从设备制造进入到设备租赁服务行业。

图表1: 公司发展历程



资料来源:公司公告,粤开证券研究院

截至19Q3,陕西建设机械(集团)有限责任公司是公司第一大股东,持股比例为21.25%。前十大股东共持股51.47%,持股结构较为分散。公司实际控制人为陕煤集团(陕西省国资委)。

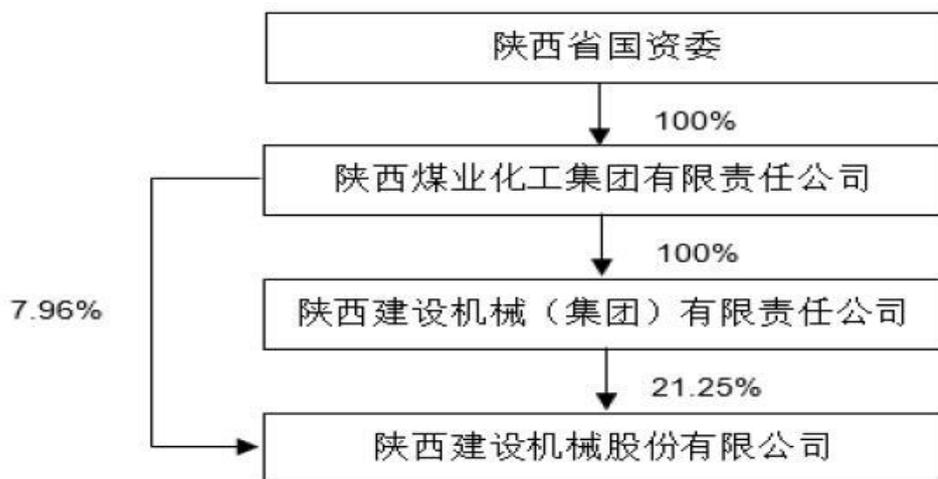


图表2：公司前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例 (%)
1	陕西建设机械(集团)有限责任公司	175,906,748	21.25
2	柴昭一	83,356,000	10.07
3	陕西煤业化工集团有限责任公司	65,913,434	7.96
4	北京宝金嘉铭投资管理中心	22,260,372	2.69
5	薛刚	19,563,826	2.36
6	中联重科股份有限公司	19,460,000	2.35
7	李琼飞	10,900,030	1.32
8	郝荣志	10,169,640	1.23
9	中国银行股份有限公司-富国改革动力混合型证券投资基金	9,326,365	1.13
10	王志荣	9,196,569	1.11
	合计	426,052,984	51.47

资料来源：公司资料，粤开证券研究院

图表3：公司实际控股股东信息结构图



资料来源：公司资料，粤开证券研究院

(二) 主营业务及经营情况

公司传统主营业务主要是工程机械类(各种塔式起重机、路面摊铺机),各种塔式起重机、路面摊铺机械、桩工机械制造,受经济周期波动较大,历史上公司业绩起伏很大,公司多次被ST。2015年完成对上海庞源租赁等并购后,进入工程机械设备租赁行业后,盈利能力和稳定性明显加强。2018年公司实现营收22.27亿,归母净利润1.88亿。2019年业绩预告显示净利润与上年同期相比预计增加3.57亿元左右(5.45亿元左右),同比增加232.94%左右,再创历史新高。



从公司主营收入结构看，2019H1 工程机械租赁收入 11.62 亿，占 2019H1 营业收入的 83.06%，工程机械租赁业务已经成为绝对主要的营业收入来源。

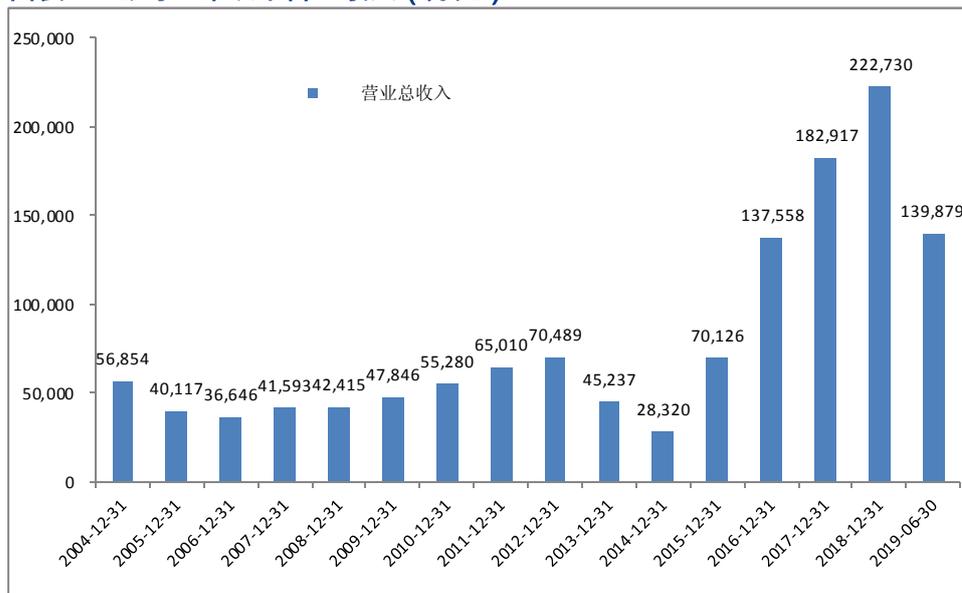
图表4：主营业务板块及产品

产品名称	说明	样本
工程机械	各种塔式起重机、路面机械	
工程机械租赁服务	各种工程机械设备租赁服务，以塔吊为主	公司资产总值达 56.56 亿元人民币。拥有各种型号塔式起重机 4071 台，起重力矩合计达到 92 万吨米，施工电梯 825 台，架桥机 11 台。
钢结构安装及工程	钢结构安装及工程	
地面工程、运输业务	地面工程、运输业务	

资料来源：公司官网，联讯证券研究院

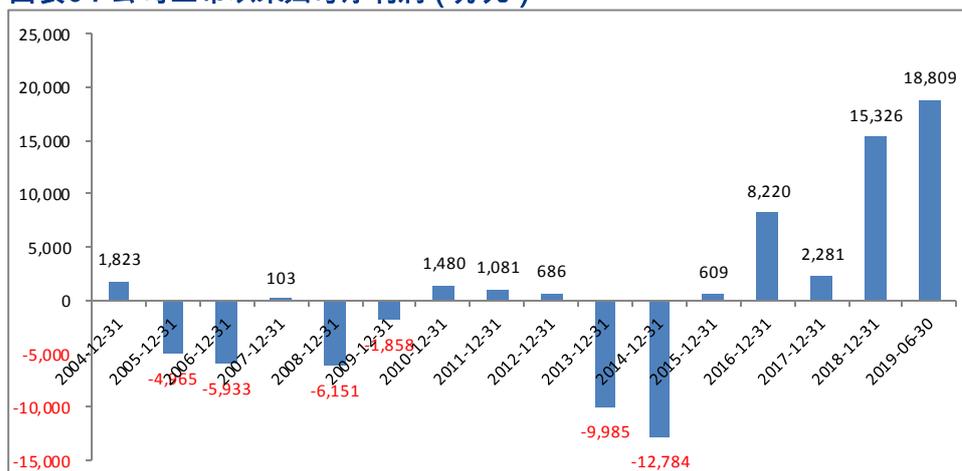


图表5：公司上市以来营业收入（万元）



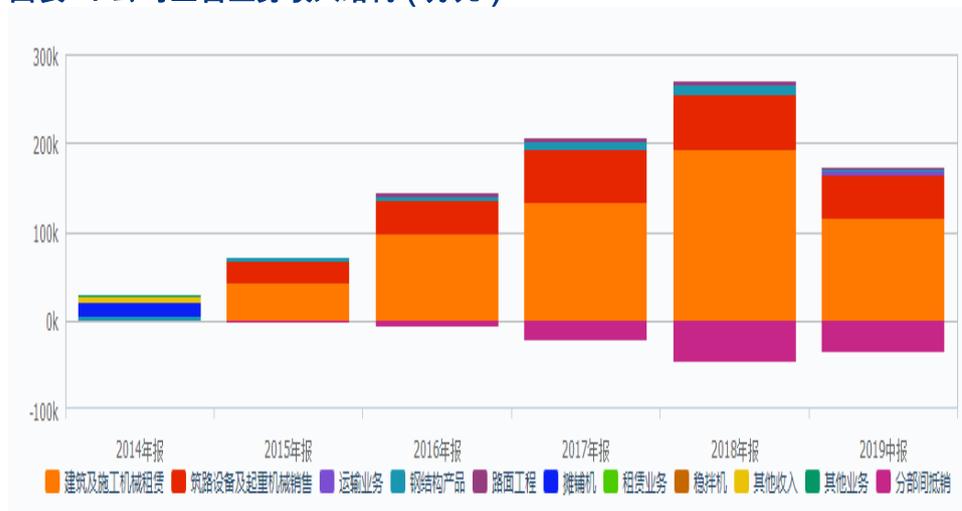
资料来源：wind，联讯证券研究院

图表6：公司上市以来归母净利润（万元）



资料来源：wind，联讯证券研究院

图表7：公司主营业务收入结构（万元）



资料来源：wind，联讯证券研究院


图表8：公司主要的控股及参股子公司（万元）

排名	公司名称	持股比例	2018 年营收	2018 年净利润
1	上海庞源机械租赁有限公司	100.00	193,727.93	28,684.00
2	自贡天成工程机械有限公司	100.00	5,318.50	-7,647.00
3	陕西建设钢构有限公司	100.00	9,054.37	-35.82
4	西安重装建设机械化工程有限公司	100.00	4,425.81	-530.00
5	路机联盟(北京)工程设备有限公司	80.00	2,962.21	-28.99

资料来源：wind，粤开证券研究院

二、庞源租赁：快速成长的国内工程机械租赁龙头企业

（一）公司介绍

核心子公司上海庞源租赁是公司工程机械设备租赁业务的主体。上海庞源机械租赁有限公司成立于 2001 年，现注册资金 8.08 亿元人民币，专业从事建筑工程、能源工程、交通工程等国家和地方重点基础设施建设所需工程机械设备的租赁、安拆和维修业务，是国内规模较大的工程机械设备从进场安装、现场操作、设备维修到拆卸离场的一站式工程技术综合解决方案提供商。拥有“特种设备安装改造维修许可证 A 类”和“起重设备安装工程专业承包一级资质（含机电三级）”资质。

庞源租赁是中国工程机械工业协会工程机械租赁分会副理事长单位，2016 年被公认的国际起重运输领域权威杂志《国际起重运输机械》全球排名第 72 名。2019 年公司进入权威杂志《国际租赁新闻》统计的全球租赁 100 强位列第 43 名，与另一家上海宏信租赁（第 57 名）是仅有的两家上榜的中国设备租赁企业。

图表9：庞源租赁位居 2019 年全球租赁 100 强第 43 名


资料来源：公司官网，粤开证券研究院

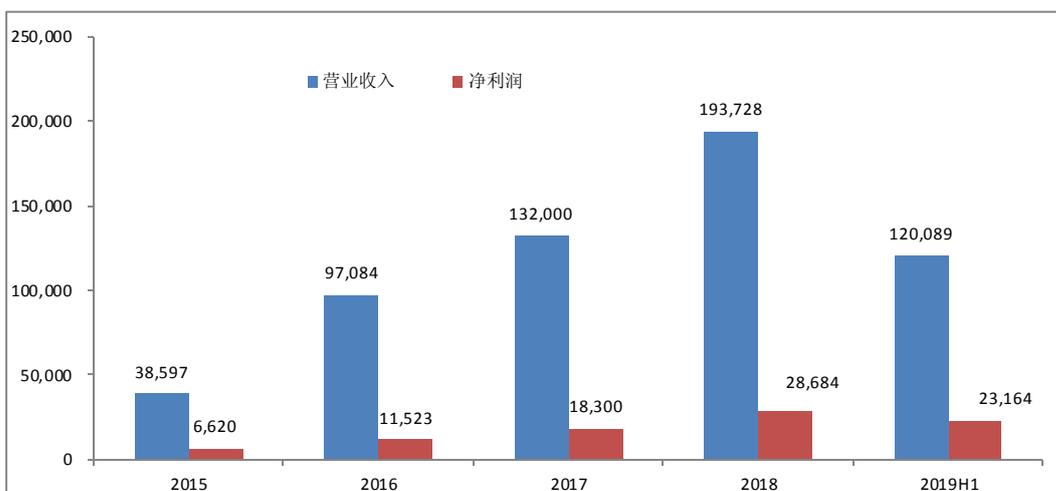
（二）庞源租赁近年经营情况

从 2015 年进入上市公司体内后，庞源租赁开启了快速发展，营业收入近年增长非



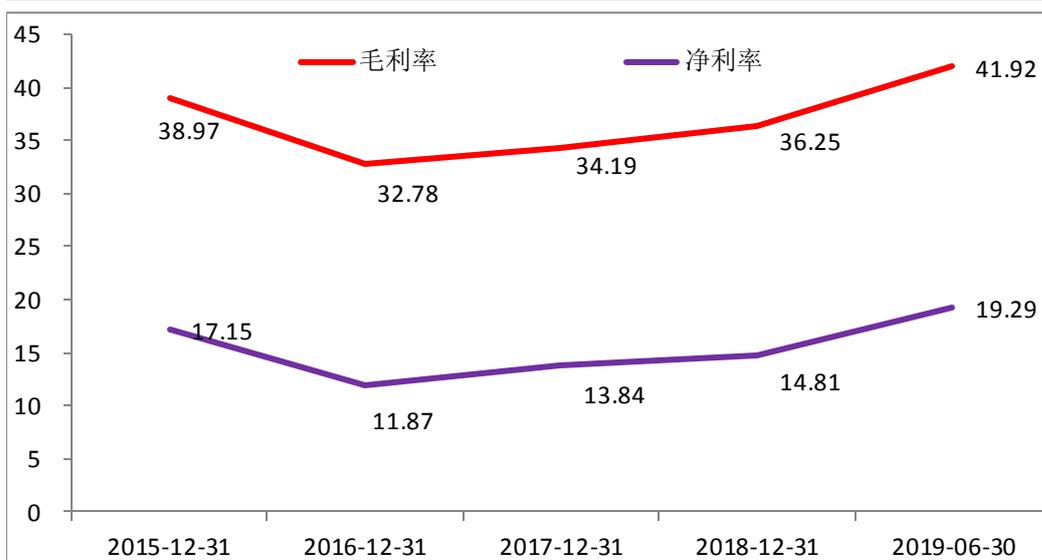
常快，从 2015 年 3.86 亿营收迅速达到 2018 年 19.4 亿，归母净利润也从 2015 年 6600 万增长到 2018 年的 2.87 亿。公司毛利率稳中有升，始终保持了 30-40% 的毛利率水平。

图表 10：庞源租赁近 5 年营业收入和净利润（万元）



资料来源：wind，粤开证券研究院

图表 11：庞源租赁近 5 年毛利率



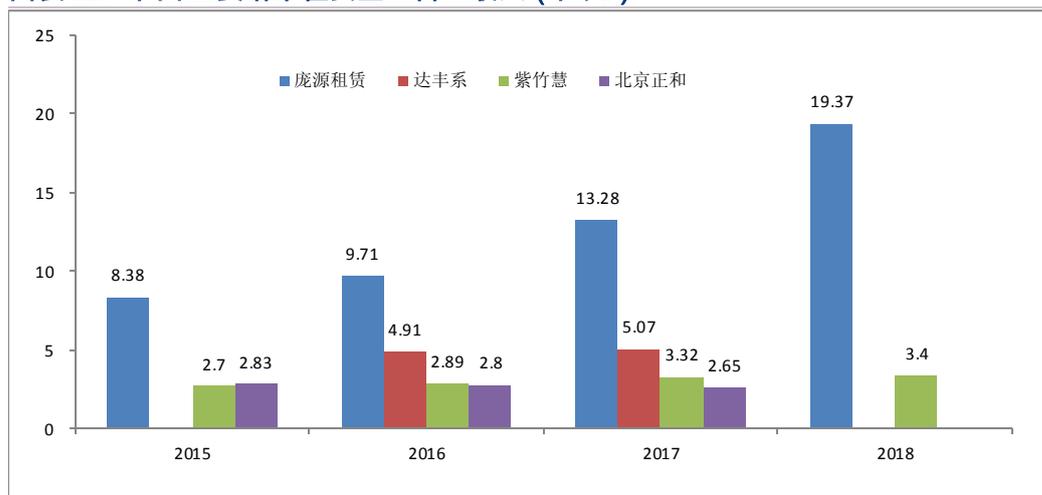
资料来源：wind，粤开证券研究院

（三）塔吊租赁行业绝对龙头，市场份额渗透空间巨大

庞源租赁在我国塔吊租赁行业是行业第一的龙头企业，市场份额远远超过第 2、3、4 的总和，但因为市场极度分散，公司市场份额仅 2% 左右，随着公司募集资金进行新一轮扩张，未来市场份额有望加速扩张。

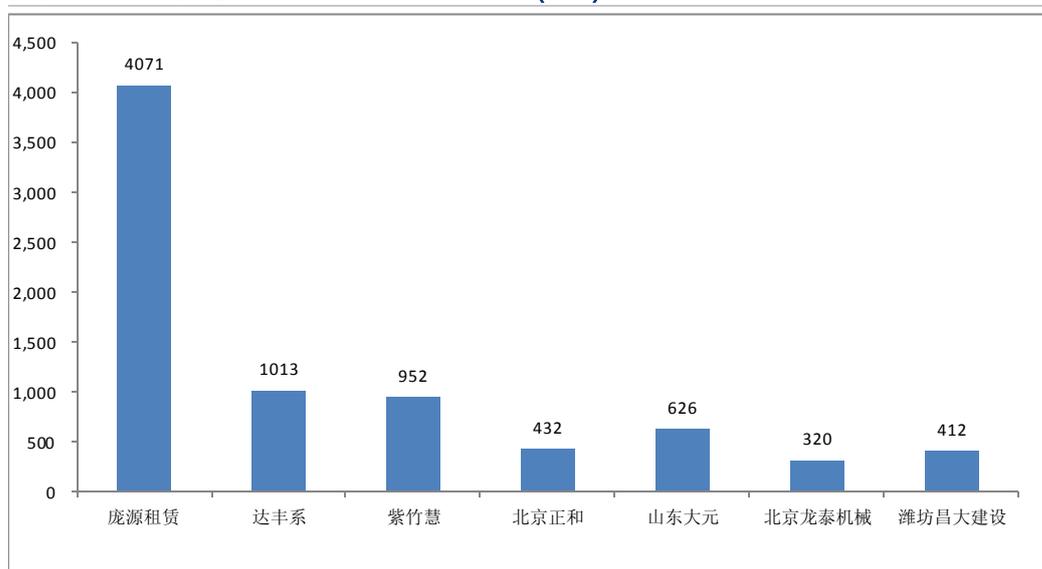


图表12：中国主要塔吊租赁企业营业收入（亿元）



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

图表13：中国主要塔吊租赁企业塔吊数量（台）



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

三、工程机械租赁行业市场空间大、周期性弱、龙头具有较大的扩展空间

（一）我国工程机械设备租赁市场空间巨大、增速快、市场竞争格局分散

在国外工程机械租赁是主流的工程机械销售途径，对比直接采购，工程机械设备租赁具有以下突出的优点：

- 1) 降低固定资产投资支出，降低企业成本。
- 2) 提高设备利用率，提高社会资源利用效率。
- 3) 提高施工效率和安全性，可以按照工期需求配置设备租赁需求，提高施工效率。

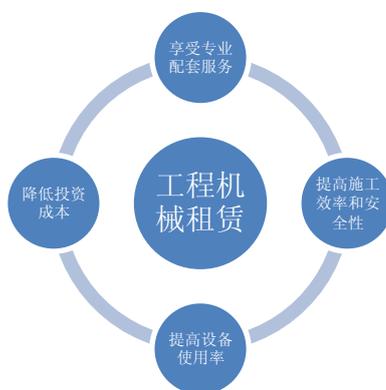


4) 享受租赁方配套的专业服务，不需要考虑设备维修保护。

工程机械租赁市场规模巨大，全球工程机械设备租赁市场在几千亿美元量级，占工程机械设备市场的大头。在北美、欧盟和日本等发达国家市场，通过租赁形式销售的工程机械占当地市场的 65%，已经成为最主要的销售途径。为世界租赁业最成熟的美国，工程机械设备租赁龙头联合租赁为大型上市公司，市值达到。

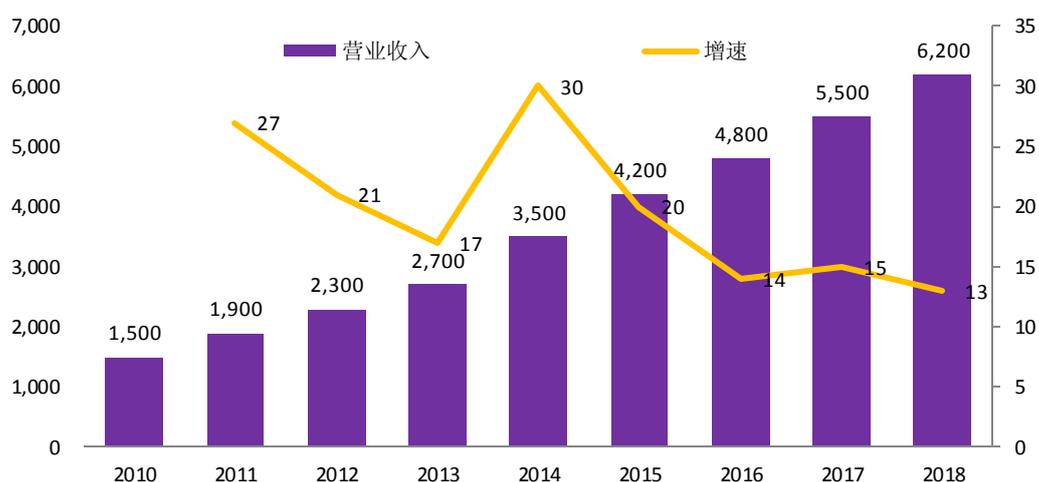
近年来，我国工程机械租赁行业不断增长壮大，总产值从 2010 年 1500 亿增长到 2018 年 6200 亿，复合增长率 19.4%。工程机械设备租赁在工程机械市场中的渗透率也不断提升，2018 年工程机械租赁行业渗透率已突破 50%。未来随着设备租赁业务的优势，在工程机械行业租赁的渗透率将进一步提高。目前全国工程机械租赁企业已经超过 11500 家，但是企业普遍规模小，以中小型租赁公司为主，全国资产在 5000 万元以上的工程机械专业租赁公司不过百余家。市场竞争格局极为分散，大型租赁企业较少。

图表 14：工程机械设备租赁的优点



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

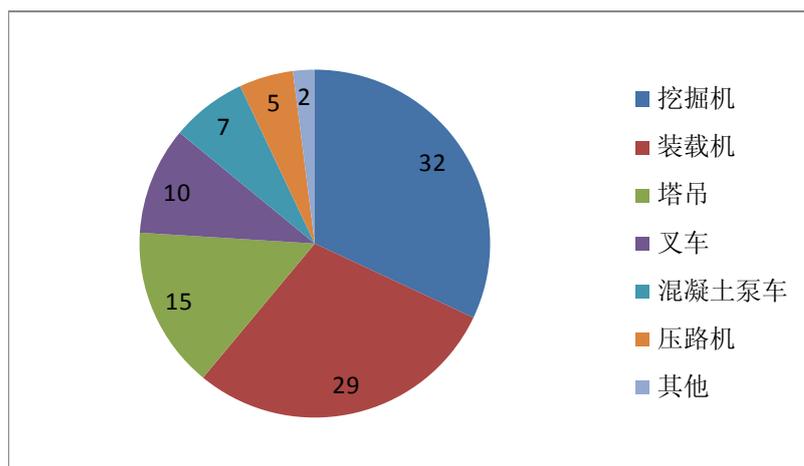
图表 15：我国工程机械设备租赁市场（亿元）



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

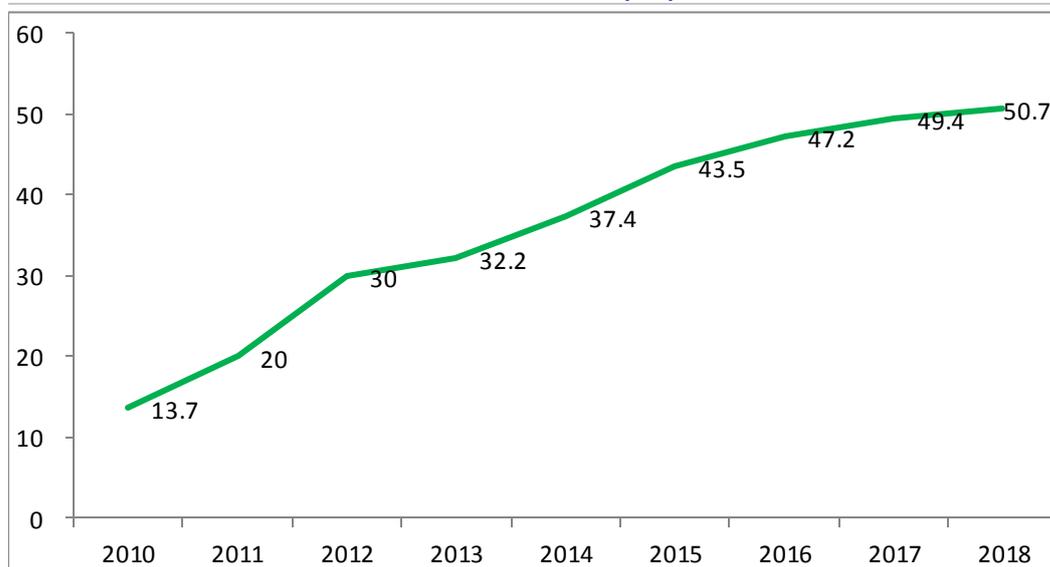


图表16：我国工程机械产品租赁市场格局（%）



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

图表17：近年我国工程机械设备租赁市场渗透率（%）



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

（二）塔吊租赁市场竞争格局混乱，龙头市场份额集中空间巨大

塔吊，又名塔式起重机，主要用来吊施工用的钢筋、木楞、混凝土、钢管等施工原材料。塔吊设备租赁服务，主要为建筑施工企业提供施工所需的垂直运输设备，并配备相应的操作机手，完成相应的施工作业。塔吊租赁企业的收入包括租金、安拆费和技术服务费。塔吊租赁一般包括整体施工方案设计、租赁、安装、拆卸、维修、保养等一体化服务。

塔吊租赁在工程机械租赁市场中占比约 15%，是我国工程机械租赁的重要一环。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。其中龙头庞源租赁 2018 年营收 19.37 亿，市场占比不足 3%，竞争格局极为分散。

塔吊租赁行业经历了上一轮高峰和低谷后，行业也在急剧洗牌。塔吊租赁公司从 2014 年 12000 多家降到 2018 年的 7000 多家。庞源租赁在上市上也获得足够的资源，



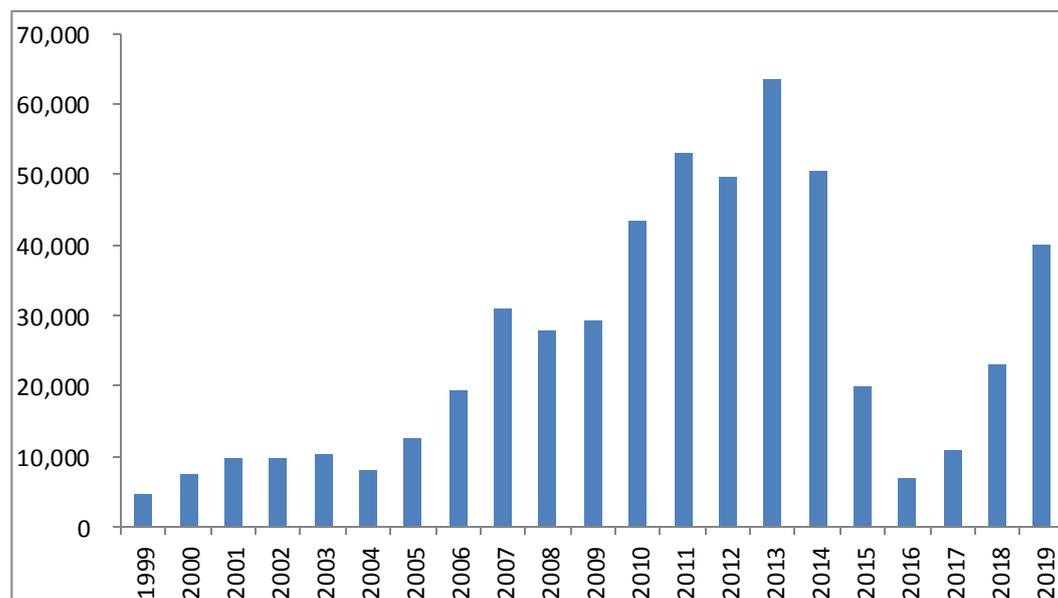
不断拉大了与身后竞争者的差距，体现了龙头企业加速扩张，不断抢占市场份额的行业趋势。2015 年庞源租赁营收 8.36 亿，第二梯队的紫竹慧营收 2.7 亿，2018 年，庞源租赁营收增长到 19.37 亿，而紫竹慧仍停留在 3-4 亿上下。毛利率上，庞源租赁始终高于紫竹慧，近年来毛利率差距从 2015 年的 3.53% 拉大到 8.47%。

图表18：塔吊租赁市场规模（亿）



资料来源：中国信息产业网、粤开证券研究院

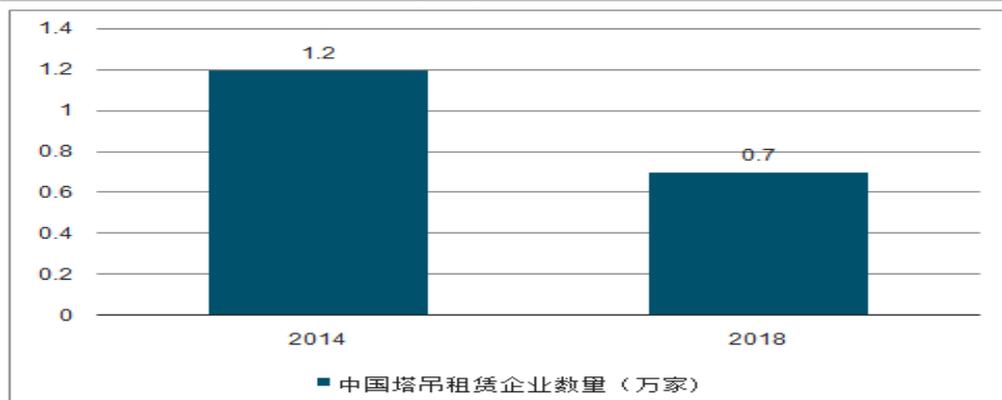
图表19：塔式起重机销量（台）



资料来源：wind、工程机械协会、粤开证券研究院

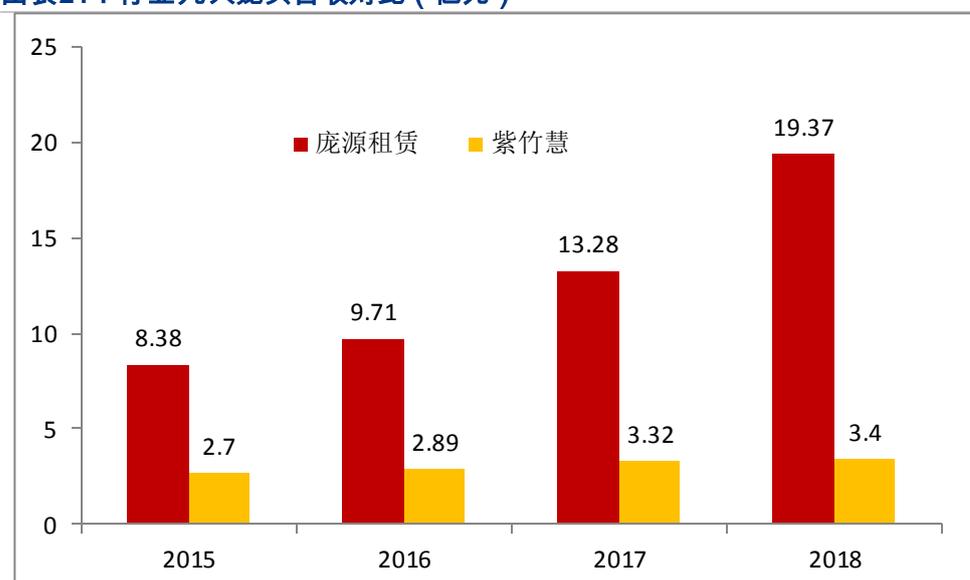


图表20：中国塔吊租赁企业数量（家）



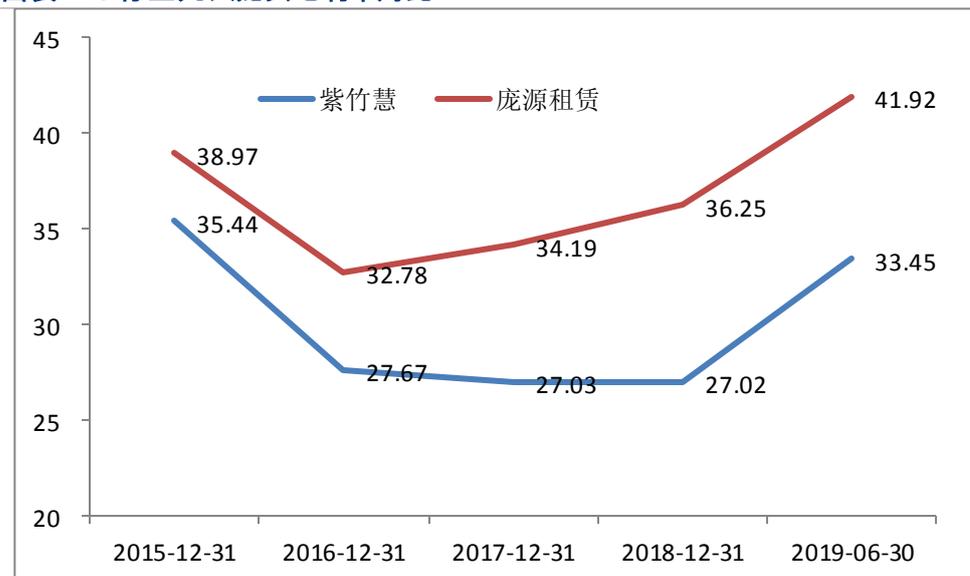
资料来源：中国信息产业网、粤开证券研究院

图表21：行业几大龙头营收对比（亿元）



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

图表22：行业几大龙头毛利率对比



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

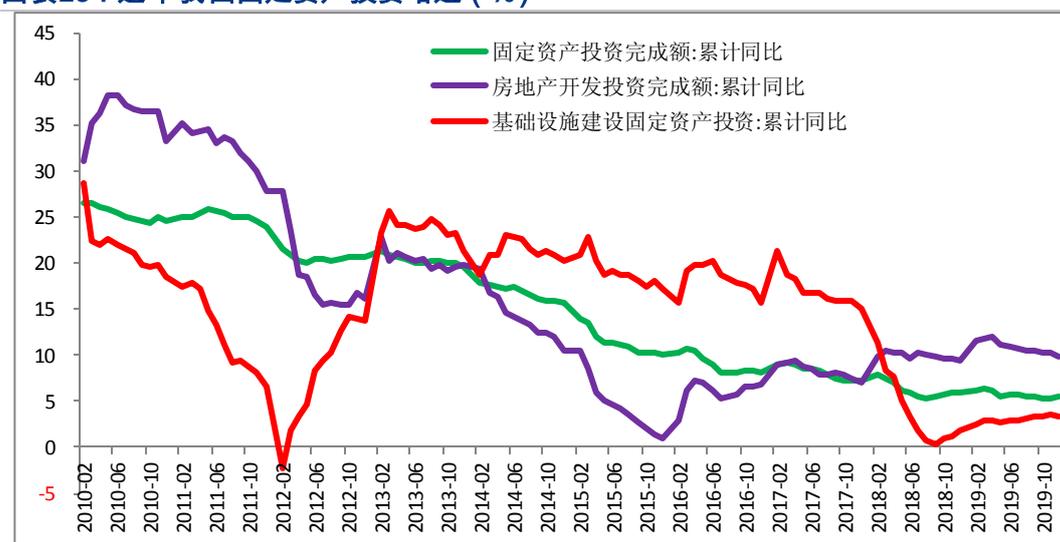


(三) 工程机械设备租赁周期性较弱，与固定资产投资增速匹配增长

工程机械销售是一个增量市场，当保有量提高或者固定资产投资需求减弱后，边际需求会显著地递减，因此随着需求变化急剧变化，呈现出强周期性的特点。不同于工程机械设备销售，工程机械设备租赁市场是一个针对保有量的存量服务市场，市场需求与下游固定资产投资直接相关，因此设备租赁行业天然具备周期性较弱的特点，对经济周期波动带来的需求变化没有设备那么剧烈，从工程机械租赁市场增速来看，工程机械设备租赁市场基本保持了与我国固定资产投资增速相匹配的稳定高速的增长，是工程机械里为数不多可持续健康增长的子行业。

2011年-2016年之间，由于上一波行业巅峰工程机械企业激进销售、产能过剩，叠加固定资产投资增速下滑，导致工程机械销售出现剧烈波动，以挖掘机为例，2015年全年销量60514台，仅相当于2011年销量的31.2%，设备销售市场下降了近70%。但工程机械租赁市场仍然保持了较高速度的增长，从2011年到2015年复合增速21.9%，远远好于固定资产投资增速和工程机械设备销量增速，这也体现了工程机械设备租赁弱周期性的特点。

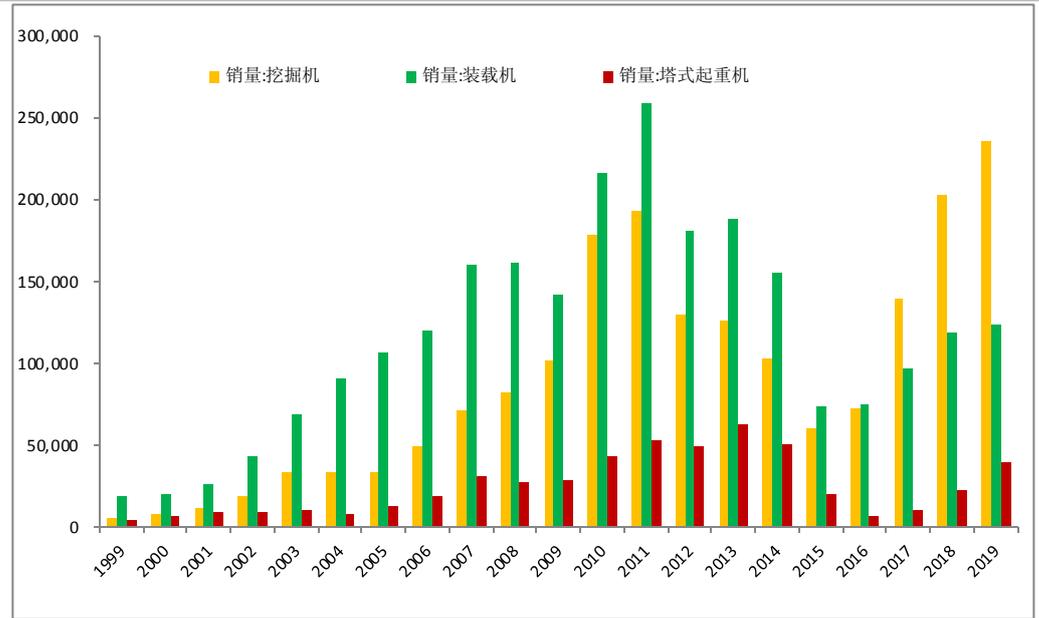
图表23：近年我国固定资产投资增速（%）



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

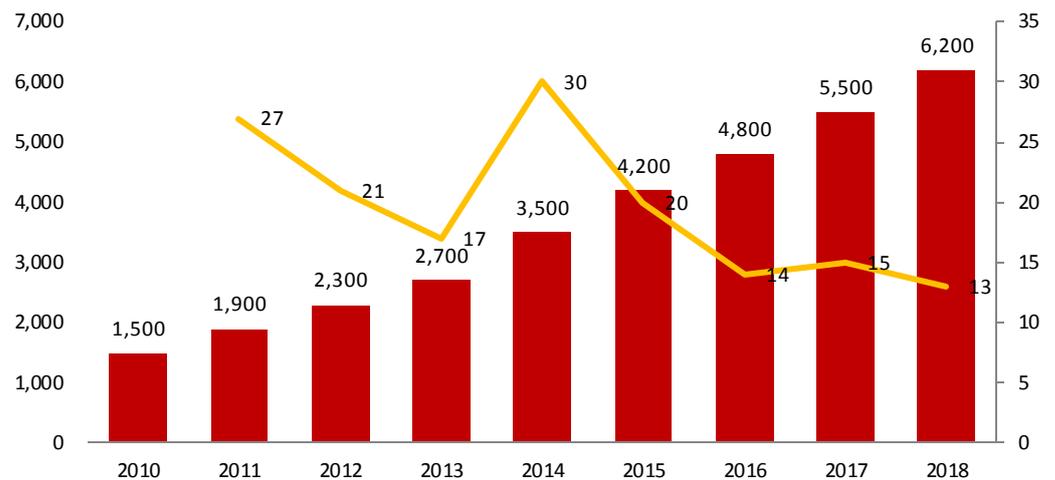


图表24：近年工程机械销量情况(台)



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

图表25：我国工程机械设备租赁市场(亿元)



资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

四、装配式建筑渗透加速，带动塔吊租赁市场中长期健康增长

(一) 装配式建筑渗透加速，渗透空间巨大，塔吊租赁处于优质赛道

装配式建筑是指建筑物的部分或全部构件在工厂生产加工后，运输到施工现场通过一定的技术手段进行连接拼装而成的建筑，装配式建筑具有设计标准化、构件生产工厂化、施工装配化以及管理信息信息化的特征。目前我国装配式建筑行业需求主要包括：商品住宅、保障性安全工程、政府投资公建等。其中，商品住宅在装配式建筑中需求最大，占比达75%。

与传统施工方式相比，装配式建筑可以大幅提升劳动生产率；提高建筑质量工程安

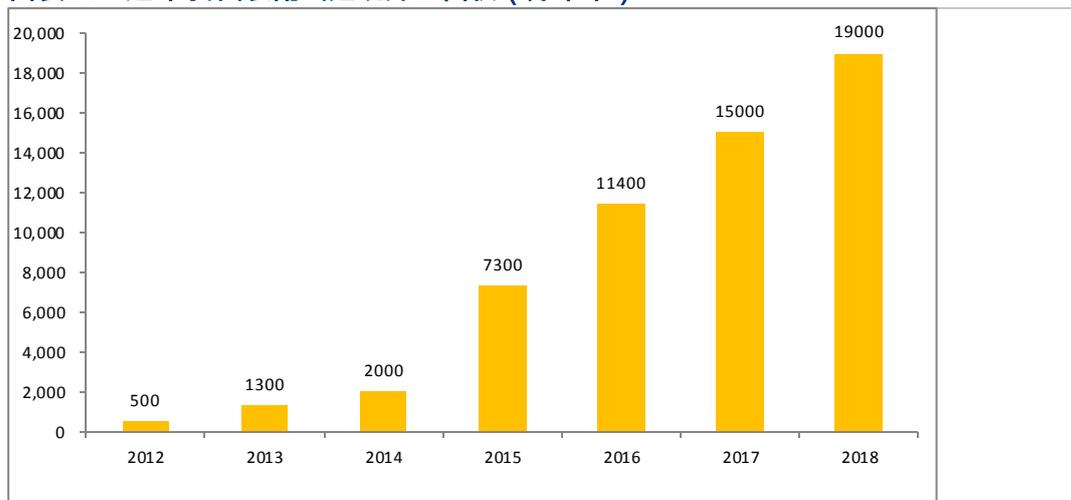


全性 ;此外 ,节能降耗优势也很明显 ,装配式建筑可缩短施工周期 25-30% ,节水约 50% ,减低砌筑抹灰砂浆约 60% ,节约木材约 80% ,降低施工能耗约 20% ,减少建筑垃圾 70% 以上 ,并显著降低施工粉尘和噪声污染。

2016 年国务院印发的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提到 ,发展新型建造方式 ,大力推广装配式建筑 ,力争用 10 年左右时间 ,使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% ;积极稳妥推广钢结构建筑。根据国务院的规划 ,预计 2020 年装配式建筑渗透率 15% ,2026 年 30%。

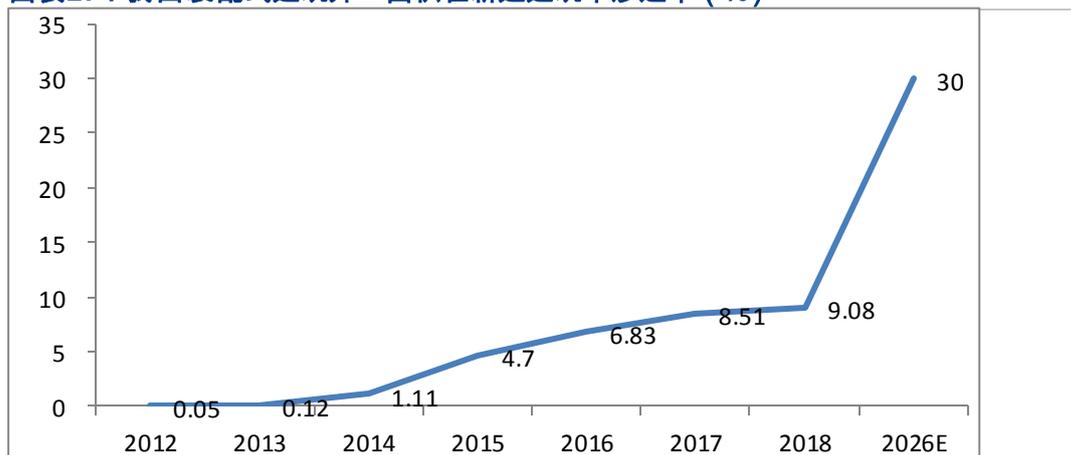
目前 2018 年我国新开工面积 20.93 亿平米 ,其中装配式建筑开工面积 1.9 亿平米 ,占新建建筑比例仅 9.08% ,对比国务院规划的渗透率 (30%) 仍有较大空间 ,对标国际发达国家 ,我国装配式建筑的比例仍有 8-9 倍增长空间。

图表 26 : 近年我国装配式建筑开工面积 (万平方米)

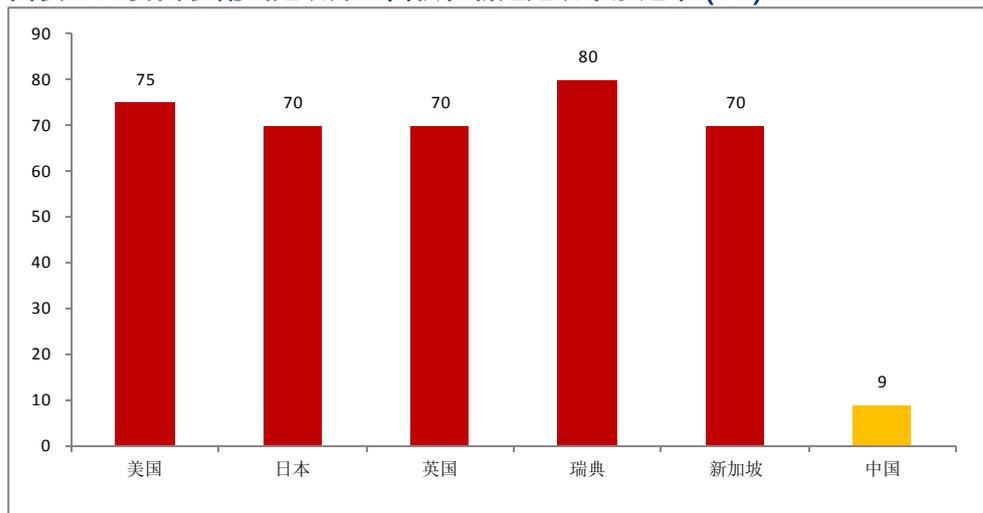


资料来源 : wind、公开资料整理、粤开证券研究院

图表 27 : 我国装配式建筑开工面积在新建建筑中渗透率 (%)



资料来源 : wind、公开资料整理、粤开证券研究院


图表 28：我国装配式建筑开工面积在新建建筑中渗透率（%）


资料来源：wind、公开资料整理、粤开证券研究院

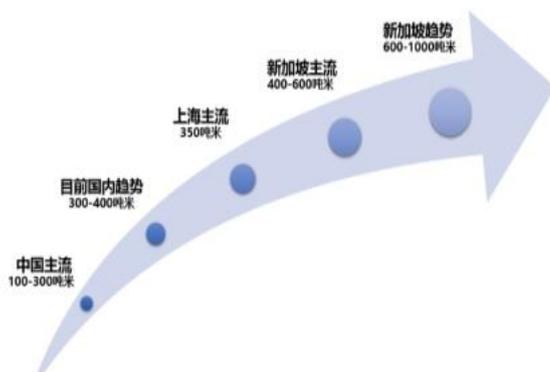
（二）装配式建筑对塔吊需求更高，有望促进塔吊租赁中长期健康发展

传统建筑中，塔吊主要用于吊装钢筋、水泥等散货，单次吊装重量较小，以小型塔吊为主。而装配式建筑中，楼板、楼梯、阳台、墙面等大部分预制件都在工厂提前生产，运到施工现场直接用塔吊等起重设备进行安装，装配式建筑的 PC 构件单件重量在 3.5-15 吨，远高于传统建筑部件，对塔机起重量要求大幅提高，其适用的机型在 200-500 吨米范围。随着装配式建筑产业的快速发展，未来预制构件集成度越来越高，也加速了塔吊设备的迭代速度。上海地区装配式建筑主流塔吊设备从 150 吨米迭代到 350 吨米，历经 7-8 年时间，而安徽仅用四年时间就发展到 350 吨米的塔吊设备，目前新加坡主流的塔吊吨位数在 400-600 吨米，且有往 600-1000 吨米发展的趋势。从国内发展领先地区以及国外成熟产业发展经验来看，未来随着装配式建筑比例塔吊吨位数向中大型发展是趋势。塔吊市场因为装配式建筑的强力需求迎来结构上（从小型向中大型转化）和数量上（需求中长期健康发展）的双重增长。

按照 2026 年装配式建筑渗透率 30% 计算，我们推算 2026 年我国装配式建筑面积约 7 亿平方米以上，需要的大中型塔吊约 8-9 万台，市场存量的大中型塔吊只有 2 万台（占现在 40 万台存量的比例仅 5%），因此市场对大中型塔吊的需求存在较大缺口，塔吊租赁有望持续受益。我们认为装配式建筑对塔吊要求的提高，促进塔吊租赁行业中长期健康发展。

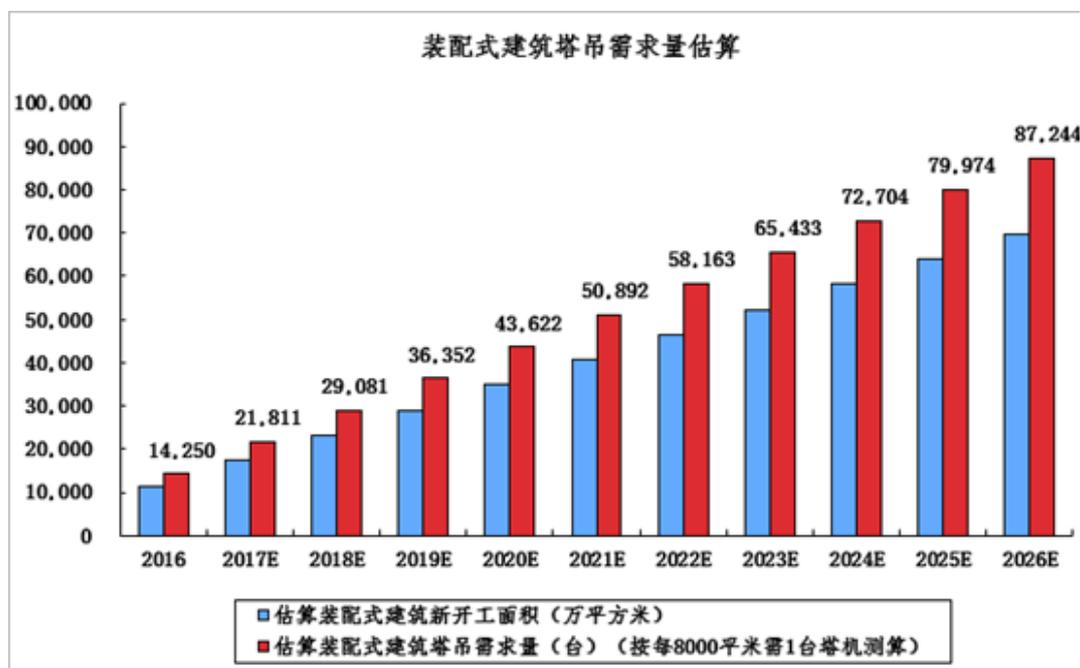


图表29：塔吊性能需求的趋势



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

图表30：我国装配式建筑塔吊需求量估算（台）



资料来源：上市公司公告、粤开证券研究院

五、定增 15 亿加码塔吊采购，有利于公司迎合市场需求，扩大市场份额

本次非公开发行拟向不超过 10 位投资者募集不超过 15.06 亿资金，用于工程机械设备租赁扩容项目，其中大股东陕西建机集团自有资金认购不低于 20% 股份。2019 年 8 月 31 日本次非公开发行获得证监会批准。

塔吊租赁市场极为分散，市场中长期健康发展的趋势我们认为是较为确定的，因此本次建设机械非公开发行募集资金，扩大塔吊设备的采购也是迎合市场需求，扩大市场份额的必经之路。本次募投项目拟使用的募集资金 15.06 亿元全部用于新购 1500 台大中型塔式起重机对外出租。申请人计划 2019-2020 年期间共计采购 2700 台，其中募投项目对外采购 1500 台，采用融资租赁方式购入 1200 台。完成采购计划后，预计公司塔吊数近 7000 台，进一步扩大龙头优势地位。



六、盈利预测

建设机械主要业务为设备租赁、工程机械、其他平衡项目，我们按照业务进行拆分及预测：

1) 公司营收 80%以上来自于工程机械设备租赁，为公司核心业务，鉴于未来几大业务线的发展趋势，我们认为未来设备租赁业务收入比例仍将不断提高。公司实际上已经成为 A 股最纯粹的工程机械租赁上市公司龙头。我们参考公司塔吊数量的规划，假设租赁价格相对保持稳定，预测 2019-2021 年工程机械租赁业务收入增速依次为 53%、30%、25%。

2) 工程机械设备销售、其他业务在主营业务中占比越来越低，已经对公司业绩不构成较大影响。因此我们预计未来三年工程机械设备销售、其他业务的收入增速发布为 25%、20%、20%和 10%、10%、10%。

我们预测公司 2019 年、2020 年和 2021 年的营业收入分别为 33.23 亿元、42.8 亿元、53.21 亿元，同比增速分别为 49.18%、28.79%、24.33%；归母净利润分别为 5.44、7.7、10.3 亿元，同比增速分别为 255.24%、41.4%、33.82%。基于建设机械，(1) 工程机械租赁优质赛道上的国内绝对龙头；(2) 不断招兵买马、跑马圈地，龙头市场份额提升空间巨大，首次覆盖，给与「买入」的投资建议。

七、风险提示

固定资产投资减速、房地产新开工需求下滑、宏观经济下行、装配式建筑渗透速度不及预期。


附录：公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,212	4,176	5,220	6,003	经营活动现金流	311	808	1,010	1,222
货币资金	566	883	1,317	1,928	净利润	153	561	794	1,062
应收账款	1,870	2,617	3,272	4,090	折旧摊销	319	351	386	425
预付账款	44	49	52	55	财务费用	106	199	244	293
存货	334	384	426	490	营运资金变动	-445	55	-92	-637
其他	343	377	419	469	其它	177	-359	-323	79
非流动资产	4,717	6,132	7,358	8,830	投资活动现金流	-428	-642	-803	-883
长期股权投资	0	0	0	0	资本支出	431	517	569	625
固定资产	3,812	5,146	6,433	7,719	长期投资	0	0	0	0
无形资产	96	101	106	112	其他	-859	-1,159	-1,372	-1,509
其他	809	889	1,023	1,176	筹资活动现金流	304	152	228	273
资产总计	7,929	10,308	12,579	14,833	现金净增加额	186	317	434	611
流动负债	3,635	4,544	5,680	7,100	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
应付账款	1,333	1,533	1,716	1,922	成长能力				
其他	1,331	1,894	2,735	3,826	营业收入	21.77%	49.19%	28.79%	24.33%
非流动负债	920	1,196	1,495	1,868	营业利润	255.76%	250.95%	41.16%	32.06%
其他	914	1,189	1,488	1,861	归母公司净利润	571.94%	255.24%	41.40%	33.82%
负债合计	4,555	5,739	7,174	8,968	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	32.92%	38.50%	38.93%	39.35%
归母公司股东权益	3,369	4,562	5,397	5,857	净利率	6.88%	16.38%	17.99%	19.36%
负债和股东权益	7,929	10,308	12,579	14,833	ROE	4.65%	14.13%	15.92%	18.85%
利润表	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力				
营业收入	2,227	3,323	4,280	5,321	资产负债率	57.44%	55.68%	57.04%	60.46%
营业成本	1,494	2,044	2,614	3,227	流动比率	88.38%	91.91%	91.91%	84.56%
营业税金及附加	12	18	22	27	速动比率	79.20%	83.47%	84.42%	77.66%
销售费用	43	66	81	96	营运能力				
管理费用	221	266	321	383	总资产周转率	0.31	0.36	0.37	0.39
财务费用	106	199	244	293	应收帐款周转率	1.24	1.48	1.45	1.45
资产减值损失	104	16	16	16	应付帐款周转率	1.13	1.43	1.61	1.77
营业利润	167	586	827	1,093	每股指标(元)				
营业外收入	3	31	38	47	每股收益	0.19	0.66	0.93	1.24
营业外支出	8	39	47	45	每股经营现金	0.38	0.98	1.22	1.48
利润总额	163	579	818	1,095	每股净资产	4.08	5.52	6.53	7.09
所得税	10	17	25	33	估值比率				
净利润	153	561	794	1,062	P/E	27.39	18.90	13.37	9.99
归属母公司净利润	153	544	770	1,030	P/B	1.24	2.25	1.90	1.75
EBITDA	568	937	1,214	1,518	EV/EBITDA	14.42	16.16	13.30	11.42

资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

刘智，哈尔滨工业大学机械电子工程硕士。2017年5月加入粤开证券，现任研究院机械军工行业分析师，证书编号：S0300519060001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,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或期权交易,也可能为这些公司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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许的范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真:010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券(平安财富大厦)

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址:www.ykzq.com