

评级: 增持(首次)

市场价格: 45.45

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

分析师: 张豪杰

执业证书编号: S0740520100002

Email: zhanghj@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	428	528	622	826	1,070
增长率 yoy%	32.73%	23.31%	17.70%	32.91%	29.45%
净利润	58	77	84	113	148
增长率 yoy%	35.81%	32.87%	8.82%	34.69%	30.82%
每股收益(元)	0.81	1.08	0.88	1.18	1.55
每股现金流量	1.19	0.62	1.30	1.18	1.56
净资产收益率	16.59%	18.80%	9.31%	11.44%	13.42%
P/E	56.09	42.21	51.72	38.40	29.35
PEG	1.57	1.28	5.87	1.11	0.95
P/B	9.31	7.94	4.81	4.39	3.94

备注: 股价取自 2020 年 11 月 25 日

投资要点
■ 砂石破碎筛分设备领先企业, 经营质量较为稳健。

①公司已发展成为我国砂石破碎筛分设备行业领先企业。公司定制化为客户提供破碎、筛分、输送等成套或单机设备, 以及提供集设计、制造和服务一体化的整体解决方案。另外, 公司研发出了新一代“环保、智能破碎工厂”, 在研发和产业化方面公司已经形成了“预研一代、开发一代、生产一代”的良性循环。公司营销网络遍及全国, 在国内建立西南、西北、华中、华北四大销售片区, 并建立了 15 个下辖营销服务分中心, 覆盖了国内主要的砂石骨料生产区域。同时公司积极开拓国际市场, 重点开发南亚和东南亚市场, 已初见成效。

②业绩增速有所放缓, 经营质量依然稳健。2020 年前三季度, 公司实现营收 4.3 亿元, 同比增长 10.72%; 实现归母净利润 6349.91 万元, 同比降低 3.23%。近年来, 公司毛利率水平有所降低, 但净利率、加权平均净资产收益率水平稳步提升, 期间费用率持续优化。公司目前资产负债率处于较低水平, 资本结构进一步优化, 偿债能力较强; 近年来公司应收账款周转率不断提升, 回款持续加快; 公司经营质量依然稳健。

■ 砂石骨料行业供需迎来改善, 制砂设备行业集中度有望提升。

①天然砂资源出现短缺, 机制砂消费量占比超过 90%。经过几十年的过度、无序开采, 我国一半以上的地区都出现了天然砂石骨料资源严重短缺的状况。而机制砂具有资源丰富、受到政策鼓励等诸多优势。根据中国砂石骨料网的数据显示, 我国机制砂消费量 2019 年达 194.1 亿吨, 机制砂消费量占砂石骨料总消费量的比重从 2008 年的 36.0% 提升至 2019 年的 91.1%。机制砂消费量占比持续快速提升, 机制砂对天然砂形成完全替代趋势。

②砂石骨料消费量超过 200 亿吨, 行业需求维持高位。中国是全球最大的砂石骨料消费市场; 2019 年, 我国砂石骨料总消费量增长至 213 亿吨, 中国砂石协会预测 2020-2030 年间我国砂石骨料年需求量将达到 250 亿吨的高位后平稳运行。砂石广泛应用于房地产、基建等终端领域; 受益于房地产投资的高韧性和基建投资逆周期调节力度的持续加大, 砂石骨料行业需求有望保持高位。

③砂石骨料行业供给端持续改善, 大中型砂石矿山占比有望增加。近年来在环保政策趋严、砂石骨料行业关停并转等政策因素驱动下, 我国砂石矿山数量呈现加速下滑的态势。根据中国砂石协会的数据显示, 2019 年底全国在册砂石矿山数量较 2013 年减少了 4 万余家。但目前大中型砂石矿山占比依然较低, 2019 年末仅为 42.67%。未来, 大中型砂石矿山形成的砂石优质产能替代小型、微型砂石矿山的落后产能进程有望加快。供给端的变革和需求端的持续增长推动砂石骨料价格近年来快速上涨, 也带动了行业内企业的经营效益显著提升。

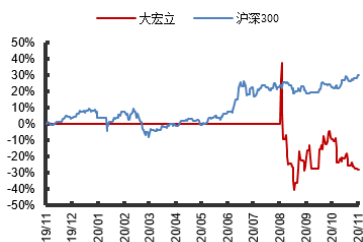
④制砂设备市场规模达到 253 亿元, 行业集中度有望持续提升。根据中国砂石协会的测算, 我国机制砂破碎筛分设备的市场规模已从 2009 年的不足 100 亿元增长至 2019 年的 253 亿元。目前机制砂设备行业集中度较低, 市场竞争激烈。受砂石矿山规模结构变化的影响, 主营中高端破碎筛分设备的国产一二线品牌的市场份额将持续提升, 中低端破碎筛分设备的市场需求逐步萎缩, 大量小厂商将面临“关退并转”, 破碎筛分设备市场集中度将进一步提高。

■ 公司为我国破碎筛分成套设备一线厂商, 有望开启腾飞新征程。

①技术和营销同时发力, 公司开启发展新征程。公司在破碎筛分成套设备领域精耕细作, 专注于根据客户环境提供满足不同类型需求的整体解决方案, 逐步发展成了国内破碎筛分成套设备生产领域的一线品牌。公司 IPO 募投项目合计

基本状况

总股本(百万股)	95.68
流通股本(百万股)	22.68
市价(元)	45.45
市值(百万元)	4348.66
流通市值(百万元)	1030.99

股价与行业-市场走势对比

相关报告

投资金额 3.68 亿元，建成后产能有望实现翻倍。同时，公司通过在技术和营销两方面发力，逐步提升自身的市场竞争力。

②**大客户收入占比逐年提升，自身竞争优势逐步增强。**2019 年，公司前十大客户销售额达 1.21 亿元，同比提升 67.67%；超过 500 万元的大型客户采购设备额同比增长 83.76%，占公司营收的比重达 23.44%，占比同比提升 8.42 个百分点。近年来公司市占率逐步提升，国内及海外市场持续开拓，大客户收入占比逐年提升，自身竞争优势逐步增强。

- **首次覆盖，给予“增持”评级。**公司是我国砂石破碎筛分设备行业领先企业，营销网络遍布全国，技术成果国内领先，近年来经营质量较为稳健。受砂石骨料行业供给侧改革和环保趋严等因素影响，大中型砂石矿山数量逐步增加，市场对中大型破碎筛分设备的需求有望增加，带动制砂设备行业集中度提升。公司作为我国破碎筛分成套设备一线厂商，具备较强竞争优势。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 0.84、1.13、1.48 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 51.72、38.40、29.35 倍。
- **风险提示：**国家宏观经济政策调整风险，基建、房地产投资不及预期风险，市场竞争加剧风险，面临的客户结构变化风险，募投项目推进不及预期风险，业绩不及预期风险等。

内容目录

1、砂石破碎筛分设备领先企业，经营质量较为稳健	- 6 -
1.1、发展历程：公司已发展成为我国砂石破碎筛分设备行业领先企业.....	- 6 -
1.2、主营业务：破碎机占据半壁江山，成套设备销售将成为主流.....	- 7 -
1.3、股权结构：家族式企业，公司股权集中.....	- 8 -
1.4、财务情况：业绩增速有所放缓，经营质量依然稳健.....	- 9 -
2、砂石骨料行业供需迎来改善，制砂设备行业集中度有望提升	- 11 -
2.1、天然砂资源出现短缺，机制砂消费量占比超过 90%.....	- 11 -
2.2、砂石骨料消费量超过 200 亿吨，行业需求维持高位.....	- 13 -
2.3、砂石骨料行业供给端持续改善，大中型砂石矿山占比有望增加.....	- 16 -
2.4、制砂设备市场规模达到 253 亿元，行业集中度有望持续提升.....	- 18 -
3、公司为我国破碎筛分成套设备一线厂商，有望开启腾飞新征程	- 20 -
3.1、技术和营销同时发力，公司开启发展新征程.....	- 20 -
3.2、大客户收入占比逐年提升.....	- 21 -
3.3、公司与同行业公司对比分析.....	- 22 -
4、首次覆盖，给予“增持”评级	- 25 -
5、风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 6 -
图表 2: 公司主营业务产品.....	- 7 -
图表 3: 2019 年公司各项业务营收占比.....	- 8 -
图表 4: 公司各项业务历年毛利率情况.....	- 8 -
图表 5: 2020 年前三季度公司前十大股东.....	- 8 -
图表 6: 公司股权结构.....	- 9 -
图表 7: 公司历年营收及其同比增速.....	- 10 -
图表 8: 公司历年归母净利润及其同比增速.....	- 10 -
图表 9: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率、加权平均净资产收益率.....	- 10 -
图表 10: 公司历年资产负债率.....	- 10 -
图表 11: 公司历年应收账款周转率、存货周转率.....	- 11 -
图表 12: 公司历年经营活动现金净流量.....	- 11 -
图表 13: 天然砂和机制砂的差异.....	- 11 -
图表 14: 砂石骨料行业的产业政策及规范性文件.....	- 12 -
图表 15: 机制砂消费量在砂石骨料总消费量中的占比情况.....	- 13 -
图表 16: 中国砂石骨料历年消费量.....	- 14 -
图表 17: 中国砂石骨料消费量各区域分布情况.....	- 14 -
图表 18: 砂石骨料在混凝土中的质量占比情况.....	- 14 -
图表 19: 砂石骨料在混凝土中的成本占比情况.....	- 14 -
图表 20: 房产开发投资累计完成额及增速.....	- 15 -
图表 21: 房屋新开工面积及增速.....	- 15 -
图表 22: 房地产、基建（不含电力）固定资产投资完成额累计同比.....	- 15 -
图表 23: 地方政府专项债券发行额.....	- 15 -
图表 24: 全国砂石矿山数量（个）.....	- 16 -
图表 25: 2019 年末砂石矿山规模结构.....	- 16 -
图表 26: 砂石骨料价格走势.....	- 17 -
图表 27: 机制砂、天然砂和碎石均价走势.....	- 17 -
图表 28: 海螺水泥、华新水泥、上峰水泥砂石骨料收入情况.....	- 18 -
图表 29: 海螺水泥、华新水泥、上峰水泥及砂石行业毛利率情况.....	- 18 -
图表 30: 中国砂石破碎筛分设备市场规模.....	- 18 -
图表 31: 不同规模矿山对破碎筛分设备的要求条件.....	- 19 -
图表 32: 绿色建材循环智能集成工厂效果图.....	- 20 -
图表 33: 公司绿色矿山环保破碎工厂流程图.....	- 20 -

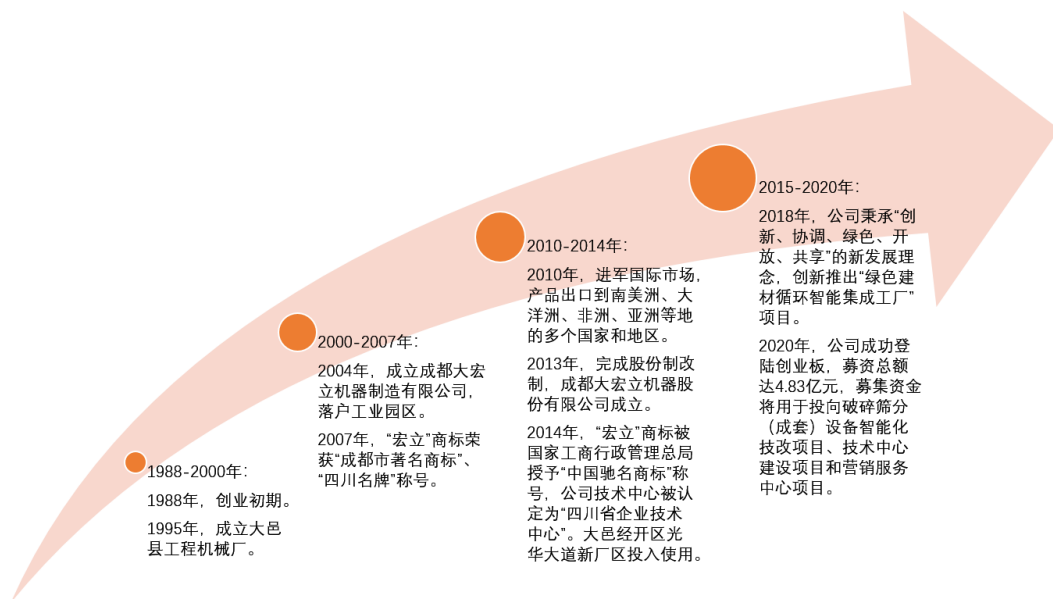
图表 34: 公司本次发行募集资金扣除发行费用后的净额投资项目情况	- 21 -
图表 35: 公司国内外营销网络建设情况	- 21 -
图表 36: 公司前十大客户销售额及占比情况	- 22 -
图表 37: 不同客户类型营业收入及占比情况 (万元, %)	- 22 -
图表 38: 公司和浙矿股份市占率 (按照营收规模计算)	- 23 -
图表 39: 2019 年公司不同区域销售收入占比情况	- 23 -
图表 40: 2019 年浙矿股份不同区域销售收入占比情况	- 23 -
图表 41: 公司与浙矿股份营收对比	- 24 -
图表 42: 公司与浙矿股份归母净利润对比	- 24 -
图表 43: 公司与浙矿股份毛利率对比	- 24 -
图表 44: 公司与浙矿股份设备单价对比	- 24 -
图表 45: 公司业绩分拆	- 25 -
图表 46: 可比公司估值	- 25 -
图表 47: 大宏立盈利预测模型	- 27 -

1、砂石破碎筛分设备领先企业，经营质量较为稳健

1.1、发展历程：公司已发展成为我国砂石破碎筛分设备行业领先企业

- 公司成立于2004年，并于2020年8月登陆创业板。公司定制化为客户提供破碎、筛分、输送等成套或单机设备，以及提供集设计、制造和服务一体化的整体解决方案。公司已开发出全系列多层次的成套产品体系，包括液压圆锥式、高效冲击式、颚式等破碎机系列，振动式分选筛系列等十余个系列和七十余种产品，产品广泛应用于国内外建筑骨料矿山市场，可覆盖不同生产规模和砂石质地的各类客户需求。经过十多年的发展，目前公司已成为我国砂石破碎筛分设备行业领先企业。
- 以市场为导向和前瞻式的研发模式，技术成果国内领先。公司依托省级企业技术中心，经过多年的技术研发、创新和积累，取得了一系列具有国内领先水平的技术成果，围绕主营业务取得了143项专利技术（其中发明专利15项）。公司顺应“工业4.0”发展趋势，依托省级企业技术中心，研发了新一代“环保、智能破碎工厂”，配置自动控制和远程控制单元，实现环保、环境的保护，同时实现了自动化和智能化操控管理。公司在研发和产业化方面已经形成了“预研一代、开发一代、生产一代”的良性循环。
- 公司营销网络遍及全国，国际市场开拓初见成效。公司目前已初步建立起一支200余人覆盖全国、专业的销售与技术服务团队，贯穿销售、安装、维护、售后、培训全流程。公司已在国内建立西南、西北、华中、华北四大销售片区，并在山东、新疆、甘肃、湖南、贵州、云南等省市自治区建立了15个下辖营销服务分中心，覆盖了国内主要的砂石骨料生产区域，实现了“24小时到达客户现场”。同时公司响应国家“一带一路”倡议，积极开拓国际市场，重点开发南亚和东南亚市场，已初见成效，在全球市场20多个国家和地区站稳了脚跟。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，中泰证券研究所

1.2、主营业务：破碎机占据半壁江山，成套设备销售将成为主流

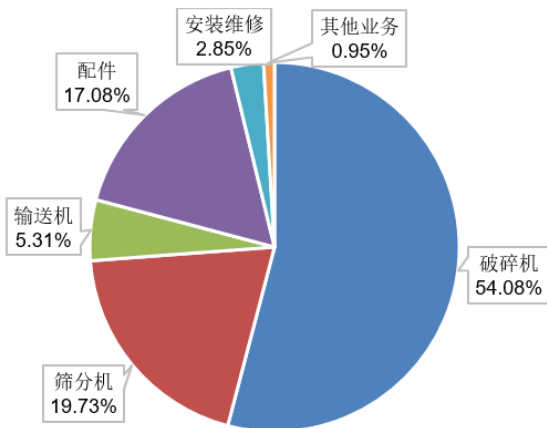
- 公司主营业务产品包括破碎设备（圆锥式破碎机、冲击式破碎机、鄂式破碎机、锤式破碎机、反击式破碎机、高压辊磨机）、筛分设备（振动式分选筛、振动给料机）、输送机设备（带式输送机）等，形成了覆盖砂石矿山生产过程中给料、破碎、筛分、输送等各个环节的完整产品体系。
- 砂石破碎筛分成套设备销售将成为主流，设备智能化、节能环保趋势明确。砂石骨料生产企业较为注重机制砂破碎筛分设备间的匹配性和生产线整体的稳定性，随着行业产业结构的调整和升级，砂石行业呈现大型化、集约化和规模化的变化趋势，将更多的采购砂石骨料多级破碎筛分成套设备生产线。较单机而言，成套设备具有整体运行稳定、占地空间小、节能降耗、生产效率高等诸多优势，逐渐占据市场主流。成套的破碎、筛分设备由给料机、各级破碎机和振动筛、输送机和贮存设施等单元有机组成，同时还会根据客户的实际需求搭配各类辅助设备，如除尘、清洗设备等。为适应下游行业的发展变化，破碎筛分设备将朝着成套化、大型化、智能化、节能环保等方向发展。公司自设立以来一直致力于破碎筛分成套设备的研发、设计、生产和销售，是国内技术领先的中高端破碎筛分成套设备厂商，公司生产的“宏立”牌砂石成套设备被认定为“四川省名牌产品”。2019年，公司产品“环保型、智能化破碎工厂”被列入成都市地方名优产品推荐目录。

图表 2：公司主营业务产品

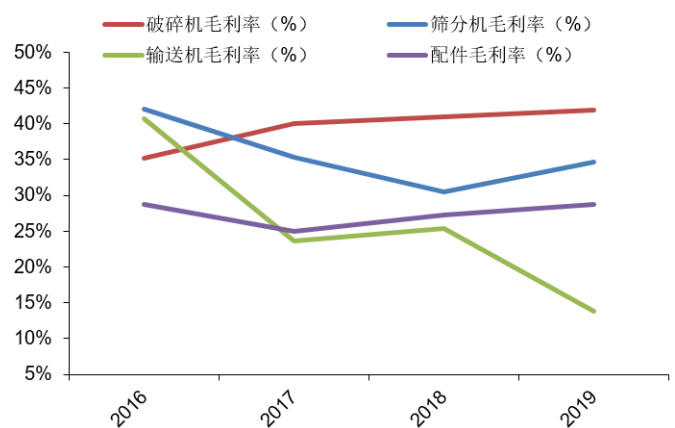


来源：公司官网，中泰证券研究所

- 收入结构方面：**2019年，公司成套/主机设备实现营收4.17亿元，同比增长17.46%，占营业总收入的比重达79.13%；其中破碎设备/筛分设备/输送设备分别实现营收2.85/1.04/0.28亿元，分别同比增长14.46%/16.85%/64.71%。配件业务实现营收8993.12万元，同比增长50%。
- 各项业务盈利能力方面：**2019年，公司破碎机/筛分机/输送机/配件业务毛利率分别为41.95%/34.65%/13.77%/28.71%，分别同比提升1.02/4.11/-11.64/1.51个百分点。公司破碎机业务毛利率相对较高，且近年来呈现稳步提升的态势；筛分机业务毛利率2019年开始回升；输送机业务毛利率下滑较大；配件业务毛利率稳中有升，相对稳健。

图表3：2019年公司各项业务营收占比


来源：wind、中泰证券研究所

图表4：公司各项业务历年毛利率情况


来源：wind、中泰证券研究所

1.3、股权结构：家族式企业，公司股权集中

- 公司控股股东和实际控制人为甘德宏、张文秀夫妇。**截至2020年9月30日，二人直接持有公司股份达52.09%，并通过西藏大宏立实业有限公司持有公司15.87%的股份，合计持有公司67.96%的股份。此外，公司股东甘德君系甘德宏之弟、甘德昌系甘德宏之堂兄；成都宏源同盛企业管理中心（有限合伙）、成都宏振投资中心（有限合伙）为公司员工及员工配偶持股平台，合伙人甘德忠、甘德良、甘德宣为兄弟关系，与甘德宏为堂兄弟关系。
- 甘德宏先生为公司董事长、总经理，**曾荣获2015年四川省劳动模范、2018年“砂石骨料行业绿色发展先锋人物”、“砂石骨料行业优秀企业家”，是公司拥有的“高效立轴冲击式破碎机”、“一种颚式破碎机”、“一种砂石、矿山破碎生产线”、“一种单缸液压圆锥破碎机”、“一种高压辊磨机”、“一种新型圆锥破碎机”等40余项专利的发明人之一。张文秀女士目前担任公司战略办公室主任及成都非公企业学院监事。

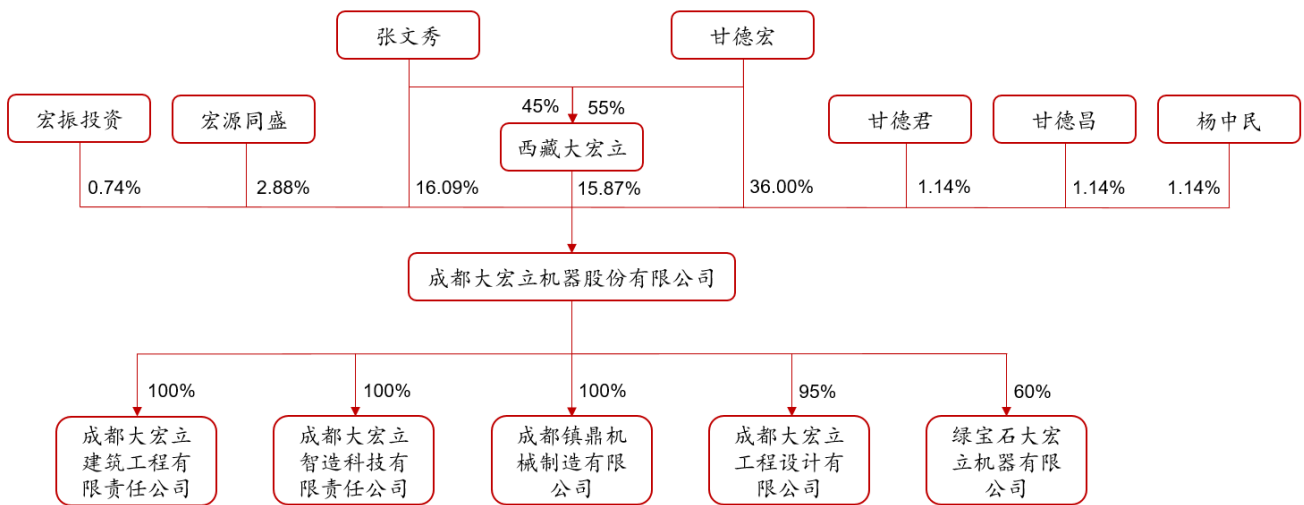
图表5：2020年前三季度公司前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例 (%)	期末持股数量 (万股)
甘德宏	境内自然人	36.00%	3444.13
张文秀	境内自然人	16.09%	1539.59
西藏大宏立实业有限公司	境内非国有法人	15.87%	1518.02

成都宏源同盛企业管理中心(有限合伙)	境内非国有法人	2.88%	276.00
甘德昌	境内自然人	1.14%	109.30
甘德君	境内自然人	1.14%	109.30
杨中民	境内自然人	1.14%	109.30
成都宏振投资中心(有限合伙)	境内非国有法人	0.74%	70.35
杨斌	境内自然人	0.22%	21.19
华泰证券股份有限公司	国有法人	0.15%	14.27

来源：公司公告，中泰证券研究所

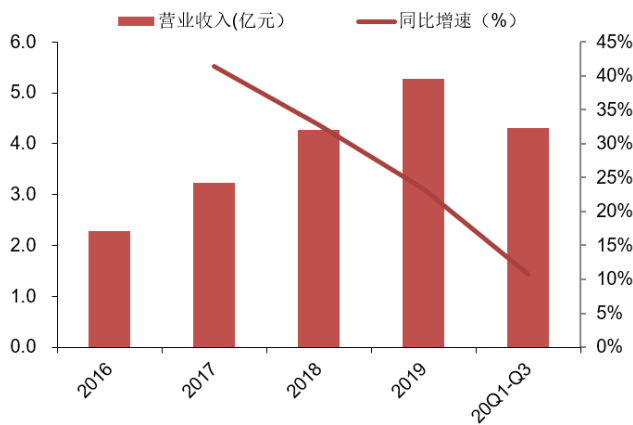
图表 6：公司股权结构



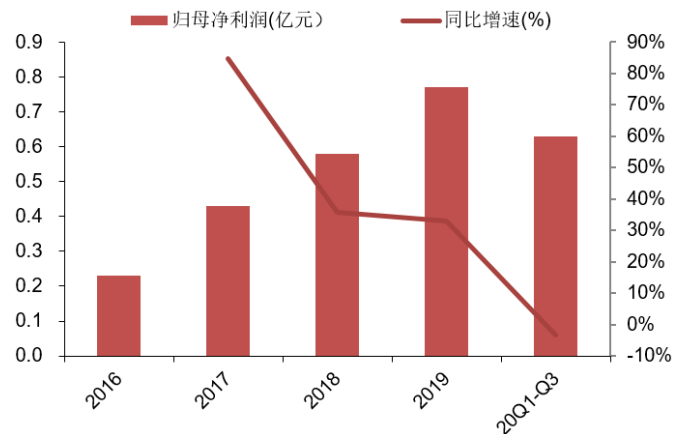
来源：公司公告，中泰证券研究所

1.4、财务情况：业绩增速有所放缓，经营质量依然稳健

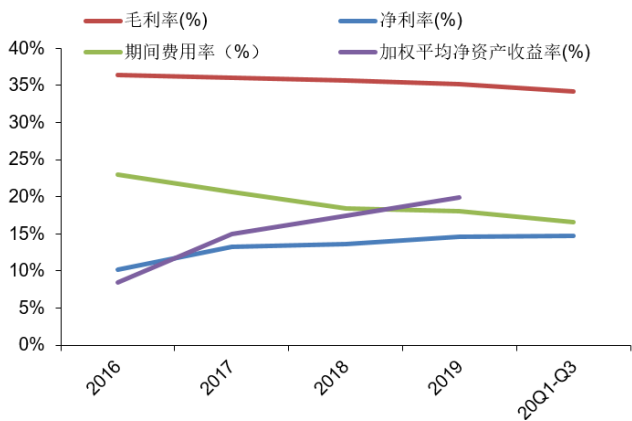
- 营收规模持续增长，增速有所放缓。**公司营收从 2016 年的 2.28 亿元增长至 2019 年的 5.28 亿元，复合增速达 32.30%；归母净利润从 2016 年的 2316.92 万元增长至 2019 年的 7726.23 万元，复合增速达 49.40%。近年来，公司营收和利润规模整体呈现出持续增长的态势，但业绩增速有所放缓。2020 年前三季度，公司实现营收 4.3 亿元，同比增长 10.72%；实现归母净利润 6349.91 万元，同比降低 3.23%。归母净利润增速小幅下降主要是人员规模有所增加等原因所致。
- 净利率、ROE 水平稳步提升，资产负债率有所降低。**近年来，公司毛利率水平有所降低，但净利率、加权平均净资产收益率水平稳步提升，期间费用率持续优化。2020 年前三季度，公司毛利率为 34.23%，同比降低 1.04 个百分点。2019 年公司毛利率下滑 0.53 个百分点，公司输送机业务毛利率下滑幅度较大，但破碎机、筛分机业务毛利率依然稳中有升。2019 年底公司资产负债率为 27.18%，同比降低 2.56 个百分点；2020 年三季度末公司资产负债率进一步降至 21.01%。资产负债率处于较低水平，公司资本结构进一步优化，偿债能力较强。

图表 7: 公司历年营收及其同比增速


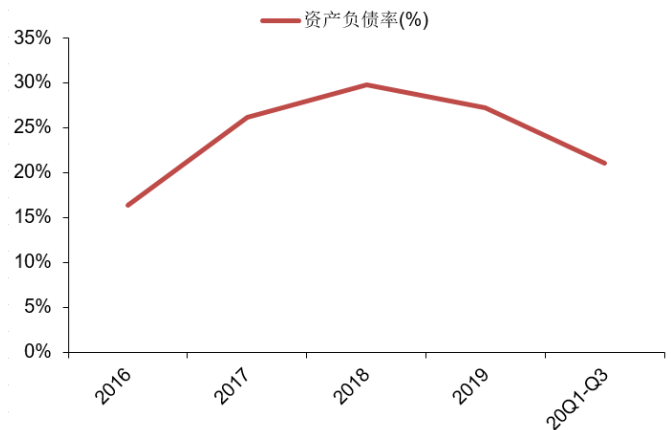
来源: wind、中泰证券研究所

图表 8: 公司历年归母净利润及其同比增速


来源: wind、中泰证券研究所

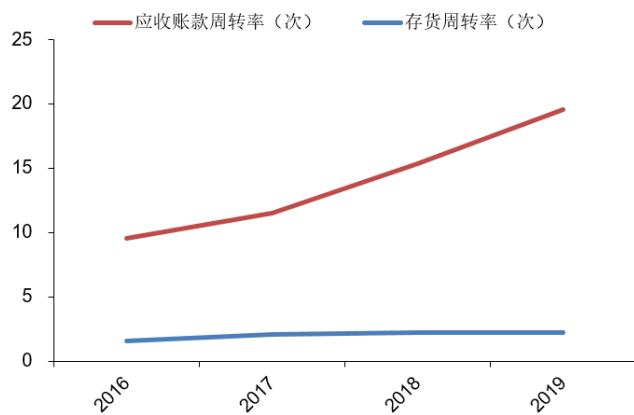
图表 9: 公司历年毛利率、净利率、期间费用率、加权平均净资产收益率


来源: wind、中泰证券研究所

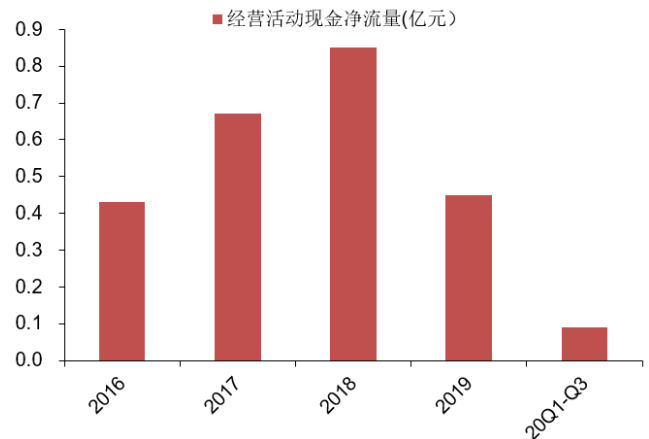
图表 10: 公司历年资产负债率


来源: wind、中泰证券研究所

- 应收账款周转率持续提升。**受益于下游砂石骨料需求旺盛，砂石行业景气度维持高位，下游客户经营效益较好，并为保证设备交付的及时性、以及后续正常运转和及时维护，客户付款意愿较强，公司回款持续加快。近年来，公司应收账款周转率持续提升。2019 年公司存货周转率小幅下滑，主要原因是部分销售业务附有安装、调试义务，该部分业务通常从发货到验收合格需要数月时间方确认收入；此外，公司产品种类较多，日常经营中备有较多的原材料、产成品，降低了存货周转率。
- 经营活动现金净流量有所降低。**2020 年前三季度，公司经营活动现金净流量为 942.29 万元，同比降低 70.53%。公司经营活动现金净流量有所下降，主要是由于公司原材料备货量增加导致采购支出大幅度上升以及员工人数增加导致薪酬支出上升等因素影响。

图表 11: 公司历年应收账款周转率、存货周转率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 12: 公司历年经营活动现金净流量


来源: wind、中泰证券研究所

2、砂石骨料行业供需迎来改善，制砂设备行业集中度有望提升

2.1、天然砂资源出现短缺，机制砂消费量占比超过 90%

- 砂石可分为天然砂和机制砂。**在砂石市场中，根据砂石的来源又可以将砂石划分为：①天然砂石：河砂、河卵石、海砂、海石、山砂、山石等，主要在河水冲击积累、海沙沉淀等自然力的作用下形成。②人造砂石（机制砂）：是人类利用机械加工的手段将一些自然材料和废弃材料按照科学标准加工而成。

图表 13: 天然砂和机制砂的差异

	天然砂	机制砂
来源	河砂、湖砂、山砂和海砂。	利用机械加工的手段将一些自然材料和废弃材料按照科学标准加工而成。
主要特点	颗粒类似小鹅卵石，颗粒表面光洁，亲水性略差，级配不连续，坚固性强，一种细度模数对应多种级配。海砂中还常含有碎贝壳，可溶性氯盐等有害物质，未淡化的海砂不能用于工程建设。	颗粒类似小碎石，表面粗糙棱角尖锐，无泥质和其他有害杂质，含有一定量的石粉，级配跳跃不连续。堆积密度比天然砂大，表观密度相对小。
资源现状	是一种短时间内不可再生的资源，有的地区天然砂接近枯竭；无度开采破坏生态环境。	可就地取石材加工，资源丰富；还可利用废弃尾矿生产，属废渣资源化环保产业。使用机制砂有社会和经济效益。
管理现状	控制开采天然砂资源，国家限制天然砂出口，各地方政府实施采砂管理条例以及采砂收费管理办法。	国家制定机制砂新标准，制定一系列政策，鼓励机制砂发展。
主要应用	宜用于强度等级低于 C60 及抗冻、抗渗、或其他要求的混凝土。	宜用于强度等级大于 C60 的混凝土。

来源: 公司招股说明书，中泰证券研究所

- 我国天然砂资源出现短缺。**由于天然砂石骨料短时期内不可再生，经过几十年的过度、无序开采，根据建材网的数据，我国一半以上的地区都出现了天然砂石骨料资源严重短缺的状况，甚至连原来砂石资源丰富的

地区目前的天然砂石砂也大为减少或者接近枯竭，并导致了河流、湖泊生态环境破坏、堤岸桥梁倒塌、破坏航道等等诸多问题和隐患。随着党的十八大首次将“生态文明建设”列入中国特色社会主义事业总体布局、环保法修订，各级政府不断加大对天然砂石开采的监管力度，取得了显著成效。

- **机制砂具有资源丰富、受到政策鼓励等诸多优势。**为保护环境和资源，国家对天然砂石的开采采取了一系列的限制措施。与此同时，为满足工程建设对砂石骨料的需求，国家出台了一系列规范砂石行业发展、鼓励机制砂生产的产业政策、行业协会亦拟定了一系列行业规范性文件。机制砂逐步成为砂石的主要品种，并与资源综合利用相结合是行业未来发展的必然趋势。

图表 14: 砂石骨料行业的产业政策及规范性文件

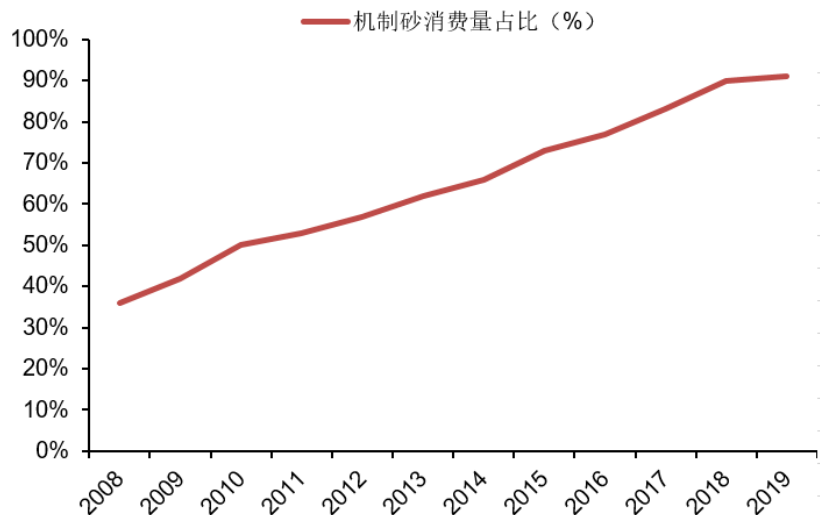
颁发时间	政策	颁布部门	对砂石骨料行业以及破碎筛分设备行业的影响
2017	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	国土资源部等六部委	要求加大政策支持，加快绿色矿山建设进程，力争到 2020 年，形成符合生态文明建设要求的矿业发展新模式，有利于扩大“节能环保、智能化、大型化（规模化）”破碎筛分设备市场需求。
2017	《关于在湖泊实施湖长制的指导意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	明确各级湖长职责，协调解决湖泊管理保护中的重大问题，依法组织整治围垦湖泊、侵占水域、超标排污、违法养殖、非法采砂等突出问题。该文件的实施，将遏制非法开采天然砂，有利于机制砂行业发展，进而提振破碎筛分设备市场需求。
2018	《战略性新兴产业分类（2018）》	国家统计局	明确在其他非金属矿物制品制造产业中，机制砂被列为重点产品和服务；在环境保护专用设备制造产业中，制备再生骨料的强化利用装置被列为重点产品和服务。该文件的实施将促进机制砂、再生骨料行业发展，进而带动上游破碎筛分设备市场需求。
2019	《关于河道采砂管理工作的指导意见》	水利部	要求河道采砂须经有关河道主管机关批准。未经批准，不得从事河道采砂活动。水利部流域管理机构直管河道的采砂许可，由有关流域管理机构依法组织实施。该政策实施，将促进机制砂行业发展，进而对破碎筛分设备行业形成利好。
2019	《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》	国务院安委会办公室	要求关停相邻开采范围之间最小距离达不到 300 米的小型露天采石场。该政策实施，将加速砂石骨料落后产能出清，推动砂石骨料先进产能建设，进而对破碎筛分设备行业构成利好。
2019	《十部门关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》	工业和信息化部等十部委	提出到 2025 年，形成较为完善合理的机制砂石供应保障体系，产品质量符合 GB/T 14684《建设用砂》等有关要求，以 I 类产品为代表的高品质机制砂石比例大幅提升，年产 1000 万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到 40%，利用尾矿、废石、建筑垃圾等生产的机制砂石占比明显提高，“公转铁、公转水”运输得明显进展。该政策实施，将提升高品质砂石的应用率和砂石骨料矿山平均规模，进而对高品质砂石产出比例高、大型化的中高端破碎筛分设备形成较大利好。
2020	《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》	国家发展改革委等十五部委	要求“合理控制河湖砂开采，逐步提升机制砂石等替代砂源利用比例，优化产销布局，加快构建区域供需平衡、价格合理、绿色环保、优质高效的砂石产业体系，为基础设施投资建设和经济平稳运行提

	意见》	供有力支撑”，具体实施措施包括“大力发展和推广应用机制砂石、优化机制砂石开布局、加快形成机制砂石优质产能、降低运输成本（推进砂石中远距离运输“公转铁、公转水”）、加强非法采砂综合治理”等。上述政策一方面体现了国家对砂石骨料行业发展的关注度关注和重视以及砂石骨料在基础设施建设等各类工程建设中发挥的基础资源作用；另一方面，亦将推动砂石骨料行业转型升级进一步加速，扩大砂石破碎筛分设备需求。
--	-----	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **机制砂消费量占比逐年增长，机制砂对天然砂形成完全替代趋势。**根据中国砂石骨料网的数据显示，我国机制砂消费量从2008年的36亿吨增长至2019年的194.1亿吨，机制砂消费量占砂石骨料总消费量的比重从2008年的36.0%提升至2019年的91.1%。机制砂消费量占比持续快速提升，机制砂对天然砂形成完全替代趋势。未来机制砂石的加工不论在规模产量上还是在技术水平上也都将达到新的高度。

图表 15：机制砂消费量在砂石骨料总消费量中的占比情况



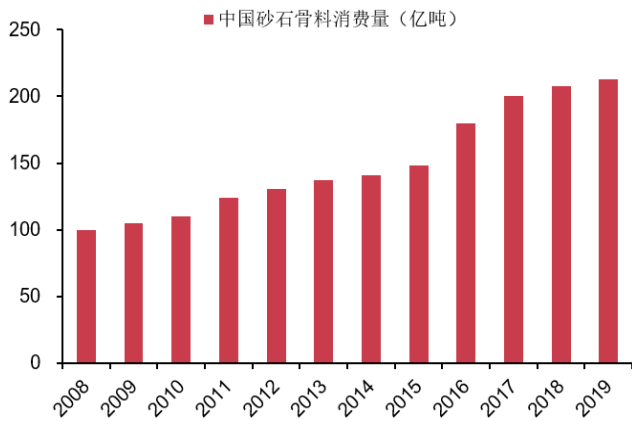
来源：中国砂石协会，中泰证券研究所

2.2、砂石骨料消费量超过 200 亿吨，行业需求维持高位

- **中国是全球最大的砂石骨料消费市场。**中国和美国及欧盟的砂石协会统计数据显示，全球每年要消耗超过 400 亿吨砂石骨料，是继水之后消耗量第二大的自然资源。我国砂石骨料年用量超过 200 亿吨，是目前开采量最大的矿产资源，年直接产值及带动的运输等行业产值合计超过万亿元，是国民经济的重要支柱产业。2008 年至 2019 年，我国砂石骨料总消费量从 100 亿吨增长至 213 亿吨，增长了两倍多。由于我国人口基数大、经济体量大且经济增速仍较高，中国砂石协会预测 2020-2030 年间我国砂石骨料年需求量将达到 250 亿吨的高位后平稳运行。
- **华东、西南等地区砂石消费市场需求较大。**从主要消费区域来看，砂石骨料区域消费能力差异表现较为明显，东部经济发达省份和中西部快速发展省份对砂石骨料消耗能力强劲。根据中国砂石骨料网数据中心的数据，年消费量超过 10 亿吨的省份有江苏、河南、山东、广东及四川等；

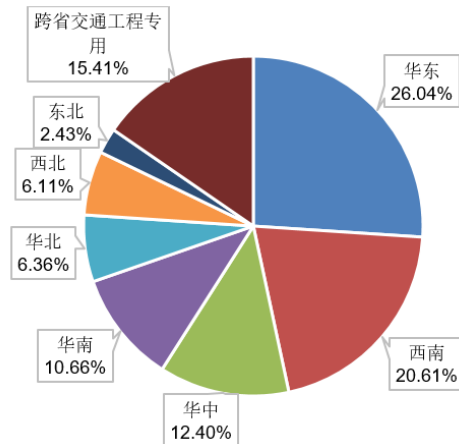
热点区域骨料消费集聚化越来越明显，2019年以泛长三角集群、长江中游集群、珠三角、成渝集群、中原集群、京津冀、关中集群七大板块集聚了我国骨料市场消费量的70%左右。

图表 16: 中国砂石骨料历年消费量



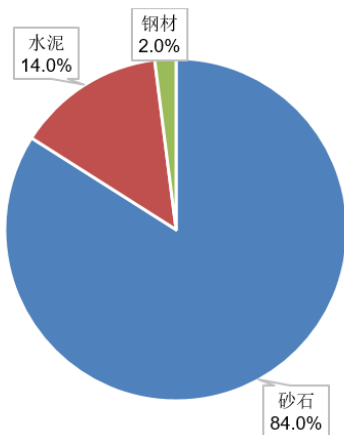
来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

图表 17: 中国砂石骨料消费量各区域分布情况



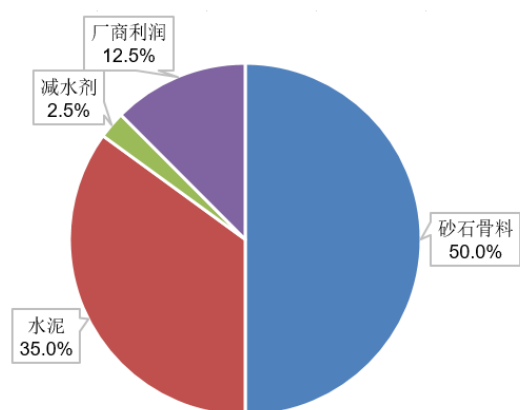
来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

图表 18: 砂石骨料在混凝土中的质量占比情况



来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

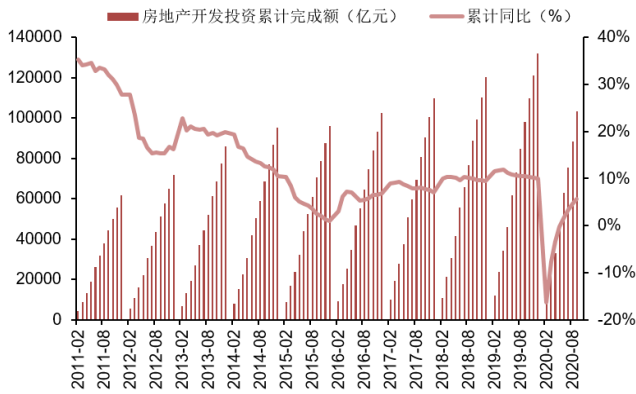
图表 19: 砂石骨料在混凝土中的成本占比情况



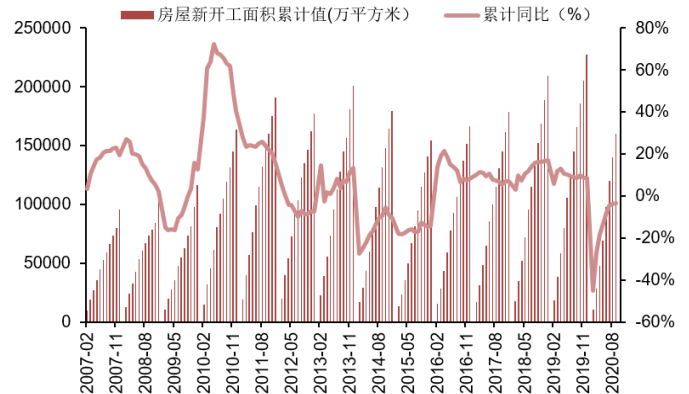
来源：《土木工程材料》、中泰证券研究所

- **砂石广泛应用于房地产、基建等终端领域。**砂石作为骨料，主要用于与水泥、其它添加剂合用以拌制混凝土或砂浆，约占混凝土质量的6/7；亦可单独或与非水泥建材混合使用。砂石作为大宗基础性工程建材材料，广泛应用于基础设施建设（铁路、公路、轨道交通等）、房屋建筑，以及水利水电等领域。
- **我国房地产投资依然具备较高韧性。**2016年以来，我国房屋新开工面积开始同比大幅增长。2019年，房屋新开工面积达22.7亿平方米，同比增长8.5%，增速依然维持在高位；房地产开发投资累计完成额高达13.2万亿元，同比增长9.9%，投资增速再上台阶。2020年1-10月，我国房屋新开工面积为18.1亿平方米，同比降低2.6%，今年一季度受疫情影响房屋新开工面积下滑幅度较大，但近几个月累计降幅持续收窄。1-10月，房地产开发投资累计完成额为11.7万亿元，同比增长6.3%；房地产固定资产投资完成额累计同比增长4.6%。房地产开发投资和固定资产

投资完成额累计增速持续回升。

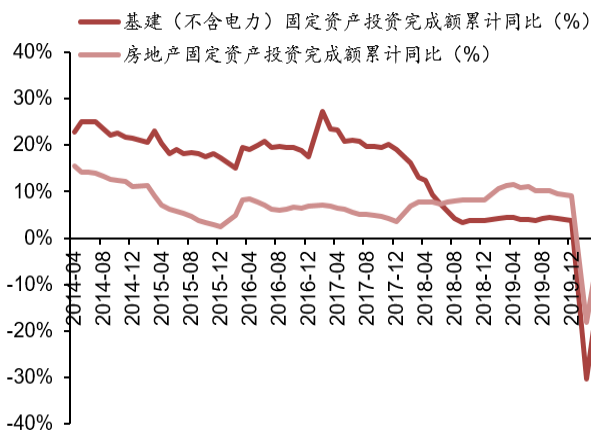
图表 20: 房地产开发投资累计完成额及增速


来源: wind、中泰证券研究所

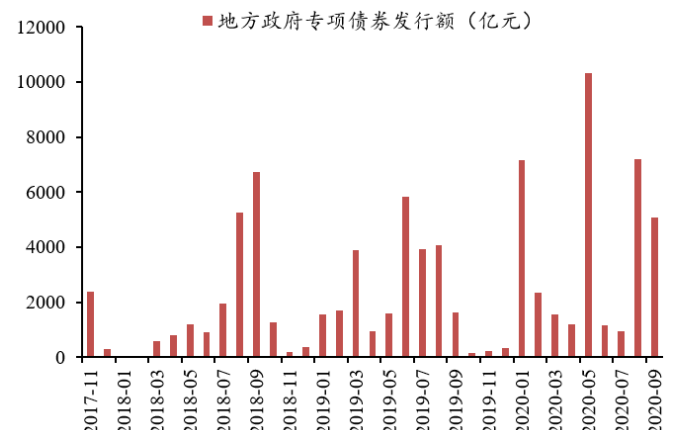
图表 21: 房屋新开工面积及增速


来源: wind、中泰证券研究所

- 2020 年基建投资的逆周期调节力度持续加大。**2020 年，政府推出基础设施领域公募 REITs 试点；两会”提出今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，提升专项债投向基建的比例等。2020 年 1-10 月，地方政府专项债券共计发行 3.98 万亿元，同比增长 57.24%；基建（不含电力）固定资产投资完成额累计同比增长 0.7%，累计同比增速持续上升。此外，根据国铁集团披露的数据，第三季度全国铁路固定资产投资完成 2272 亿元，前三季度累计完成 5531 亿元，投产新线 1926 公里，新开工项目 15 个，新增投资规模超过 4800 亿元，有效发挥了“稳投资”作用。在国家“六稳六保”的部署下，基建投资的逆周期调节作用愈发凸显。
- 受益于房地产投资的高韧性和基建投资逆周期调节力度的持续加大，砂石骨料行业需求有望保持高位。叠加“一带一路”沿线市场的持续开拓，为砂石骨料及砂石破碎筛分设备行业带来广阔的市场空间。

图表 22: 房地产、基建（不含电力）固定资产投资完成额累计同比


来源: wind、中泰证券研究所

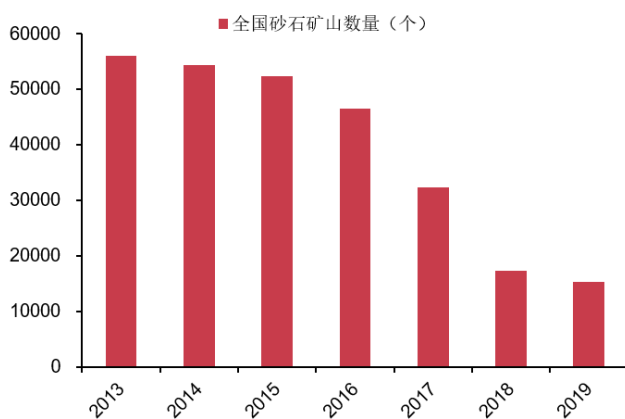
图表 23: 地方政府专项债券发行额


来源: wind、中泰证券研究所

2.3、砂石骨料行业供给端持续改善，大中型砂石矿山占比有望增加

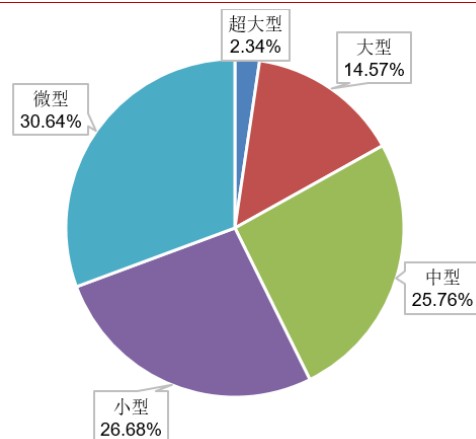
- **砂石骨料行业落后产能逐步出清，绿色矿山建设提上日程。**在 2013 年之前，开山炸石一破一筛粗放式矿山占据着砂石骨料行业主流地位，行业发展理念滞后，产前无环评、产时无环保、产后无复绿、粉尘污染严重的粗放式砂石矿山遍布全国各地。伴随着我国“生态文明”建设的加快，砂石骨料行业逐步迈入规范化发展的道路；环保不达标的小型、微型砂石骨料生产企业被责令停产整改、关停，绿色矿山建设上升为国家行动。
- **供给结构不断改善，市场主体逐步转变。**随着砂石矿资源管理和生态环境保护力度的加大，全国砂石矿山供给结构也得到了改善，整体特征表现为“梯度上升一增一减”，即：生产规模等级由小到大逐年保持一定上升趋势，大型乃至年产量千万吨级的超大型砂石矿山数量稳步增加，小型、微型砂石矿山在加速减少。市场主体由以往小砂石厂和大量个体户为主逐步转变为以大中型砂石矿山企业、水泥厂、建材集团、建筑工程公司、地方国有企业等为主，生产方式亦由小规模、粗放式、高度分散的生产转变为规模化、集约化、工业化生产，甚至有一些发展前沿地区开始围绕砂石骨料规划建材产业园区。

图表 24：全国砂石矿山数量（个）



来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

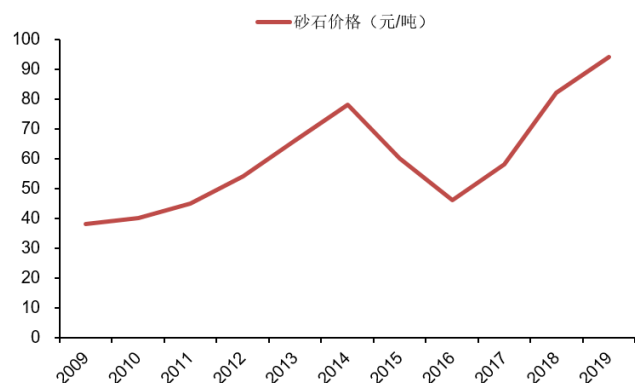
图表 25：2019 年末砂石矿山规模结构



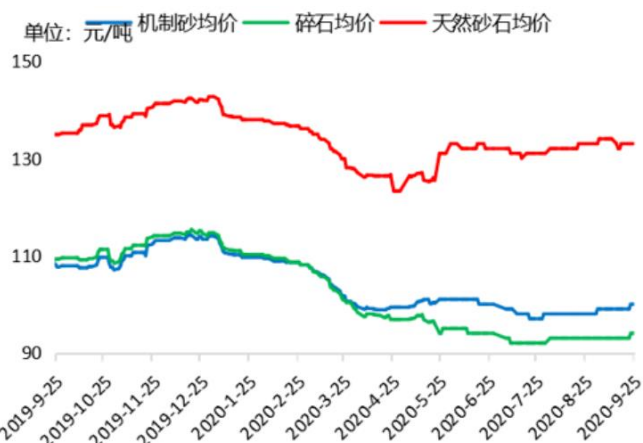
来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

- **矿山数量持续减少，市场集中度不断提升。**近年来在环保政策趋严、砂石骨料行业关停并转等政策因素驱动下，我国砂石矿山数量呈现加速下滑的态势。根据中国砂石协会的数据显示，2019 年底全国在册砂石矿山总计 15370 家，较 2013 年的 56032 家减少了 40662 家。
- **目前大中型砂石矿山的数量仍然较少。**根据中国砂石协会的数据显示，2019 年末，我国超大型（年产 1000 万吨以上）、大型（年产 200-1000 万吨）和中型（年产 100-200 万吨）砂石矿山仅占全部砂石矿山的 42.67%，而小型（年产 50-100 万吨）和微型（年产 50 万吨以下）砂石矿山达 8810 家。目前大中型砂石矿山占比依然较低，但近年来大中型砂石矿山的占比持续提升。2019 年，《十部门关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》中提出到 2025 年，形成较为完善合理的机制砂石供应保障体系，年产 1000 万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到 40%。未来，超大型、大型和中型砂石矿山形成的砂石优质产能替代小型、微型砂石矿山的落后产能进程有望加快。

- **砂石骨料价格持续上涨，带动行业景气度上升。**近年来，受砂石骨料行业供给侧改革、环保政策趋严等因素影响，砂石骨料生产商数量急剧减少，行业集中度快速提升；同时，砂石骨料的需求稳步增长，由 2016 年的 180 亿吨增长至 2019 年的 213 亿吨。供给端的变革和需求端的持续增长推动砂石骨料价格快速上涨。根据智研咨询的数据，2019 年砂石骨料价格为 94 元/吨，相比 2016 年的 46 元/吨累计增长了 104.35%。2020 年以来，砂石价格整体走势较为平稳。

图表 26：砂石骨料价格走势


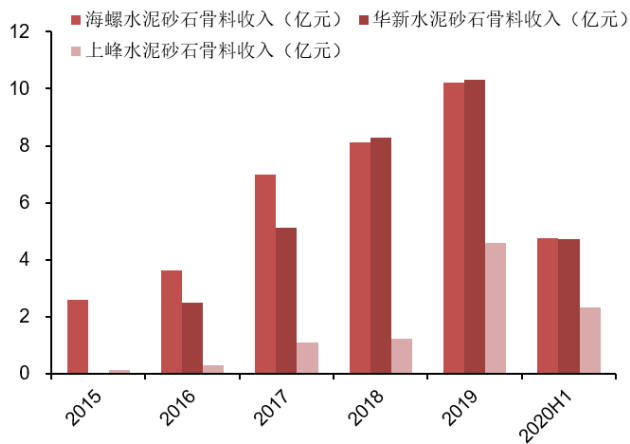
来源：智研咨询、中泰证券研究所

图表 27：机制砂、天然砂和碎石均价走势


来源：中国砂石协会、中泰证券研究所

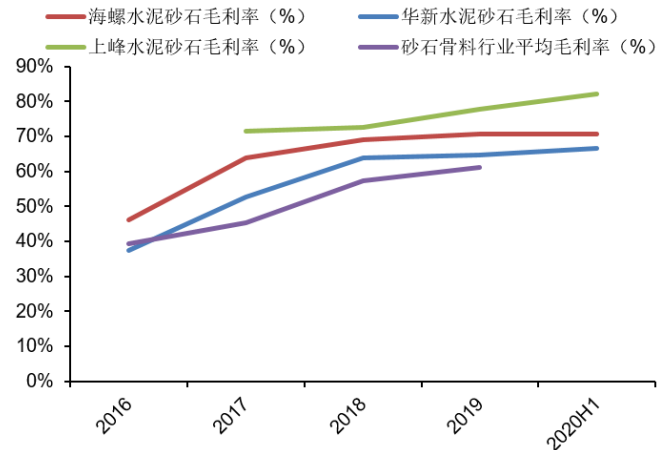
- **砂石骨料行业供需的变化使得行业内企业的经营效益显著提升。**砂石骨料行业的高景气度引发各类资本的密切关注，以海螺水泥、华新水泥、上峰水泥为代表的建材上市公司陆续延伸骨料产业，淮北矿业、宏大爆破等矿山工程上市公司也在重点布局砂石骨料业务。
- 以海螺水泥、华新水泥和上峰水泥为例，其骨料方面的业绩持续保持增长态势，盈利能力远高于近两年景气度颇高的水泥、混凝土板块。
 - **海螺水泥：**2019 年，海螺水泥砂石骨料业务收入达 10.22 亿元，同比增长 26.02%；毛利率高达 70.60%，同比提升 1.48 个百分点。海螺水泥砂石骨料业务收入规模持续扩大，且毛利率水平持续提升。2020 年上半年，海螺水泥砂石骨料业务毛利率进一步提升至 70.78%，而其同期的水泥业务毛利率仅为 47.53%，砂石骨料业务毛利率水平显著高于水泥业务。
 - **华新水泥：**2019 年，华新水泥砂石骨料业务收入达 10.33 亿元，同比增长 24.91%；毛利率达 64.76%，同比提升 0.92 个百分点。华新水泥砂石骨料业务快速增长，毛利率水平不断提升。2020 年上半年，华新水泥砂石骨料业务毛利率提升至 66.50%，而其同期的水泥和混凝土业务毛利率分别为 39.01%、26.61%，砂石骨料业务也是其各项业务产品中毛利率最高的品类。
 - **上峰水泥：**2019 年，上峰水泥砂石骨料业务收入达 4.60 亿元，同比增长 280.17%；毛利率达 77.84%，同比提升 5.14 个百分点。2020 年上半年，上峰水泥砂石骨料收入达 2.31 亿元，同比增长 148.39%；毛利率进一步提升至 82.04%，同比提升 4.64 个百分点。上峰水泥砂石骨料业务近年来收入规模快速提升，盈利能力持续增强。

图表 28: 海螺水泥、华新水泥、上峰水泥砂石骨料收入情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 29: 海螺水泥、华新水泥、上峰水泥及砂石行业毛利率情况

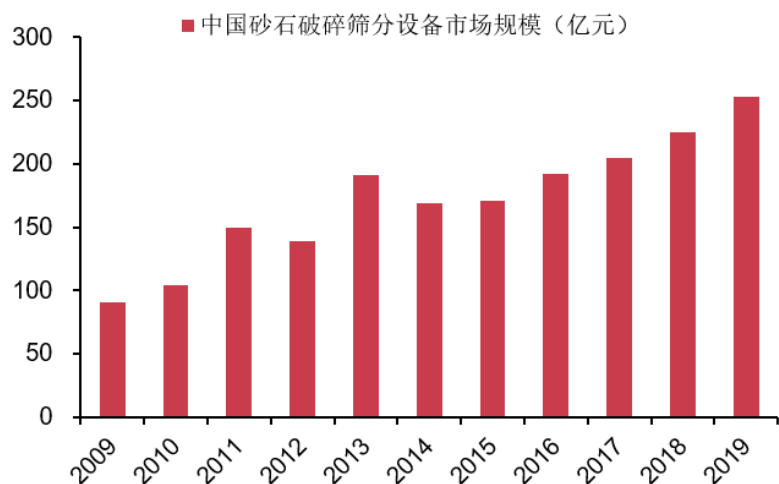


来源: wind、中国砂石协会、中泰证券研究所

2.4、制砂设备市场规模达到 253 亿元，行业集中度有望持续提升

- **砂石破碎筛分设备市场需求旺盛。**近年来，受机制砂需求增加、应用占比提升、砂石骨料价格总体上涨等因素的综合影响，砂石骨料行业对上游破碎筛分设备的市场需求明显增大，尤其是随着一大批大型、超大型现代化砂石骨料项目陆续建设，大型破碎筛分成套设备的市场需求显著提升。
- **2019 年机制砂破碎筛分设备市场规模达 253 亿元。**砂石行业的高景气度也带动了上游破碎筛分设备市场规模的增长，根据中国砂石协会的测算，我国机制砂骨料破碎筛分设备的市场规模已从 2009 年的不足 100 亿元增长至 2019 年的 253 亿元。

图表 30: 中国砂石破碎筛分设备市场规模



来源: 中国砂石协会、中国砂石骨料网、中泰证券研究所

- **我国砂石破碎筛分设备行业集中度依然较低。**经过多年的快速发展，我国破碎筛分设备行业已发展成为一个完全竞争的行业，具有企业数量多、集中度低、多层次竞争等鲜明特点。根据中国砂石协会的数据显示，目

前我国规模以上的砂石骨料装备（主要为破碎筛分设备）制造企业有 3000 多家，销售额过亿元的有 20 余家，不到 1%。能提供高稳定性成套砂石骨料破碎筛分生产线的企业不足 10 家，机制砂设备行业集中度较低。

- 市场竞争依然激烈，外资品牌和国内领先企业占据中高端市场。**近年来，山特维克、美卓集团、特雷克斯等外资品牌占据了我国砂石破碎筛分设备的高端市场。大宏立、浙矿股份、上海世邦（黎明重工）、南昌矿机、双金机械等本土优秀企业产品线丰富，解决方案完善，在不同领域各有优势，产品已占领了国内破碎筛分成套设备生产领域的部分中高端市场，并逐步形成了对外资品牌和进口产品的替代。而市场上其他大量的小型企业产品线单一、技术含量低、同质化现象严重，产品以破碎筛分单机设备为主，围绕中低端市场展开激烈的竞争。此外，近年来由于砂石骨料行业景气度提升，三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份等工程机械企业也进入了制砂设备领域，进一步加剧了行业的竞争。

图表 31：不同规模矿山对破碎筛分设备的要求条件

技术指标	大中型矿山	小型、微型矿山
产量	产量要求大	产量要求相对较小
给料口径	大型物料及大产量要求给料口径更大	给料口径相对较小
使用寿命	生产经营周期长要求使用寿命较长	使用寿命相对较短
设备操作	智能化、远程化、简易化操作	人工操作
维修难易	追求更高的经济效益要求维修更为简易	相对较低
能耗	更高的节能环保标准	能耗要求不高

来源：浙矿股份招股说明书，中泰证券研究所

- 大中型矿山更倾向使用大型、成套的设备，头部设备企业竞争优势明显。**大中型矿山企业更倾向于产量大、使用寿命长、操作简易、智能化程度高的高端成套设备。因此，向大中型矿山提供破碎、筛选设备的供应商相对比较集中，主要包括山特维克、美卓、特雷克斯等知名跨国公司，以及大宏立、浙矿重工、南昌矿机、双金机械等国内领先企业。伴随着下游砂石骨料行业集中度的提升，大中型矿山对中高端砂石破碎筛分设备的需求增加，头部设备企业竞争优势进一步凸显。
- 砂石破碎筛分设备市场集中度有望进一步提升。**随着我国破碎筛分设备厂商技术持续进步，部分国产一线品牌产品已跻身世界领先水平，在国内市场开始对进口高端破碎筛分设备形成替代，并实现对外出口销售收入的快速增长。从行业集中度变化趋势来看，受砂石骨料矿山规模结构变化的影响，主营中高端破碎筛分设备的国产一二线品牌的市场份额将进一步提升，中低端破碎筛分设备的市场需求逐步萎缩，大量三四线破碎筛分小厂商将面临“关退并转”，破碎筛分设备市场集中度将进一步提高。

3、公司为我国破碎筛分成套设备一线厂商，有望开启腾飞新征程

3.1、技术和营销同时发力，公司开启发展新征程

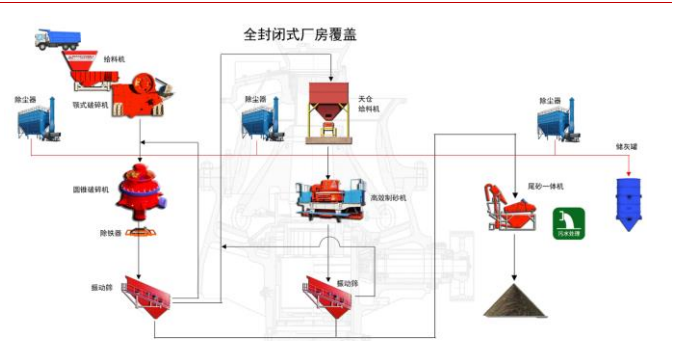
- **公司是我国砂石破碎筛分设备行业领先企业。**公司是中国砂石协会副会长单位、中国重型机械工业协会及其下属的破碎粉磨设备专业委员会的会员单位，公司在破碎筛分成套设备领域精耕细作，专注于根据客户环境提供满足不同类型需求的整体解决方案，逐步发展成了国内破碎筛分成套设备生产领域的一线品牌。目前，公司主要产品破碎筛分成套设备单条生产线已达到 3000 吨/时，在设备大型化的同时，信息化、智能控制系统亦在破碎筛分成套设备中得到成功应用。公司破碎筛分成套设备内置智能模块和传感器，配合相关软件可实现从启动、运行到正常停机过程的全过程自动化，助推砂石骨料生产企业实现智能化管理。
- **绿色、环保、智能的绿色破碎工厂设计理念已被广泛接受。**公司创新推出“绿色建材循环智能集成工厂”的项目理念，绿色建材循环智能集成工厂将砂石骨料系统、建筑固废回收系统、商品混凝土搅拌站、沥青混凝土搅拌站、PC 构件、陶粒六大生产系统模块化集成为一个循环完整的建材生态链；并采用“地下环保工厂，地上生态园林”模式进行修建，所有的生产设备安装于地下五米的全封闭半地下式车间，车间内设有设备消音、减振装置，袋式除尘器和雾喷淋降尘系统，各生产线配有污水处理设备，生产废水循环利用，实现零排放零污染。公司绿色破碎工厂设计理念可减少环境污染，实现经济与环境和谐发展；公司推出了一套绿色环保破碎生产线，即：颚式破碎机+圆锥破碎机+高效冲击式破碎机+圆振动筛；根据客户具体需求可加入辅助设备：砂石粉分离机、拌湿机、除尘设备、输料系统、粉尘收集装置等。

图表 32：绿色建材循环智能集成工厂效果图



来源：公司官微、中泰证券研究所

图表 33：公司绿色矿山环保破碎工厂流程图



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **募投项目持续推进，建成后产能有望实现翻倍。**公司 IPO 募投项目合计投资金额 3.68 亿元，分别投向破碎筛分（成套）设备智能化技改项目、技术中心建设项目和营销服务中心项目。破碎筛分（成套）设备智能化技改项目投资 2.87 亿元，项目建设期为 24 个月，项目将选用自动化生产设备，通过搭建全方位的信息化系统，建设智能化破碎筛分成套设备生产基地。项目建成后公司生产能力、产品质量和生产效率以及信息化、智能化水平将大幅提升；公司将每年新增 1000 台（套）破碎、筛分设

备的生产能力，产能将扩大约一倍。2019年，公司产能利用率高达115.57%，募投项目建成后，将有效解决公司产能不足的问题。

图表 34: 公司本次发行募集资金扣除发行费用后的净额投资项目情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	破碎筛分(成套)设备智能化技改项目	28,665	28,665
2	技术中心建设项目	4,105	4,105
3	营销服务中心项目	4,029	4,029
	合计	36,799	36,799

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 技术和营销同时发力，提升公司市场竞争力。**公司 IPO 募投项目中，技术中心建设项目投资金额为 4105 万元，营销服务中心项目投资金额为 4029 万元。通过实施技术中心建设项目，公司研发中心软硬件条件将进一步提升，并吸收更多优秀人才加盟，将公司技术中心打造为行业内领先的砂石、矿山破碎筛分设备研发基地，力争升级为国家级企业技术中心，进一步提升公司产品的科技含量，以巩固公司技术优势。通过实施营销服务中心项目，打造更加完善的营销和服务网络，加大拓展海外销售工作力度，不仅可提升公司破碎筛分设备市场份额，还有利于国产高端装备走向全世界。近年来公司健全了各地的销售机构，在国内外市场形成了星罗棋布的销售网络，专门建立了功能及组织架构完善的客户服务中心，为客户提供可靠的技术支持，为现场管理人员进行实地培训，快捷有效保证客户权益。

图表 35: 公司国内外营销网络建设情况



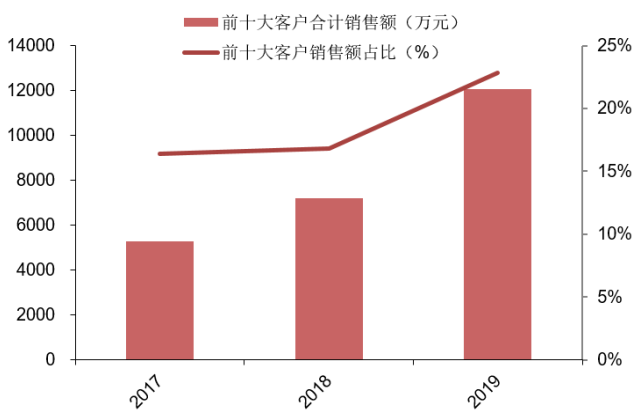
来源：公司官网，中泰证券研究所

3.2、大客户收入占比逐年提升

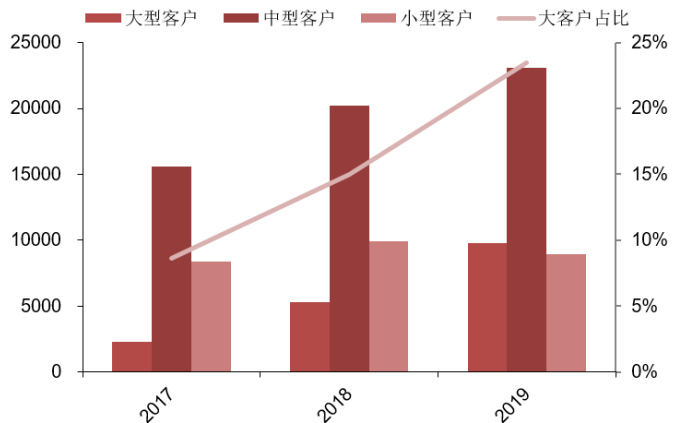
- 一体化服务模式将成为主流服务模式。**近年来，随着砂石骨料行业集中度的提升，新建砂石骨料矿山平均规模显著提升，砂石骨料矿山建设方式由以往的业主自建转变为业主自建、EPC、EPCO 等多种建设模式，其中大中型砂石矿山更加偏好 EPC 等“交钥匙工程”式建设方式。公司

顺应下游市场需求变化，面向客户提供集设计、制造、安装和服务一体化的破碎筛分工厂整体解决方案，涵盖工程规划设计、工艺设备配置方案、个性化定制生产、生产作业管理及设备后期维护的全流程，具有快速安装、环保节能、高效稳定及自动智能控制等优势，获得市场的广泛认可。

- 大客户收入占比逐年提升，自身竞争优势逐步增强。**2019年，公司前十大客户销售额达1.21亿元，同比提升67.67%，前十大客户销售额占比达22.83%，占比同比提升6.04个百分点。若按照采购设备金额（不含税）来划分客户类型，超过500万元的为大型客户，100-500万元的为中型客户，低于100万元的为小型客户。2019年，公司大型客户采购设备金额达9785.9万元，同比增长83.76%，占公司营收的比重达23.44%，占比同比提升8.42个百分点。2019年公司大中型客户收入合计占比已达78.65%，而小型客户收入占比从2017年的31.98%降至2019年的21.34%。从销售增速来看，2019年公司大、中、小型客户的收入增速分别为83.76%、13.87%、-9.89%，大型客户收入快速增长，小型客户收入出现下滑。

图表 36: 公司前十大客户销售额及占比情况


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 37: 不同客户类型营业收入及占比情况(万元, %)


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- 公司组建起大客户销售团队。**公司加强了对大中型砂石矿山企业、水泥厂、建材集团、建筑工程公司、地方国有企业等的拓展，并与行业协会、政府等加强了联系，同时深耕现有客户资源，逐渐在各区域市场建立商业声誉，并以点带面，通过老客户引荐、招投标等方式积极参与大型客户市场竞争。目前，公司积累了诸如葛洲坝集团、中水集团、中交集团、中国中铁、中国铁建、拉法基等客户，公司产品广泛应用于三峡水电工程、溪洛渡水电工程、向家坝水电工程、成都地铁、西安地铁、拉法基水泥厂等，并在印度、越南、肯尼亚等国外重大工程项目建设中得到应用。

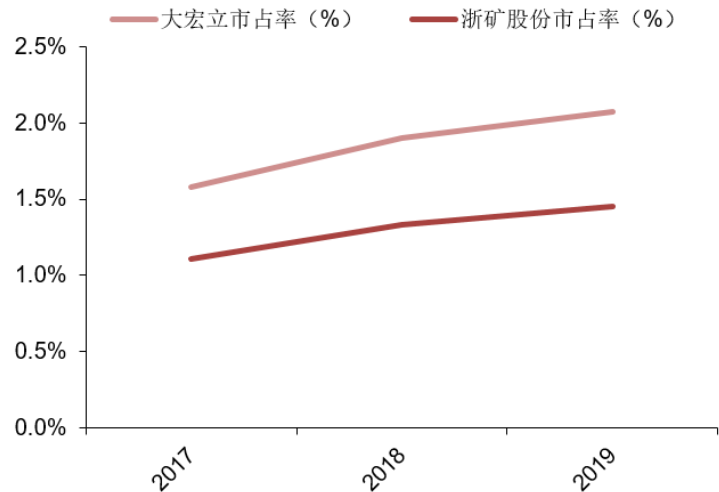
3.3、公司与同行业企业对比分析

- 在砂石破碎筛分设备行业的可比公司中，有瑞典山特维克、芬兰美卓集团、美国特雷克斯等外资品牌，以及浙矿股份、黎明重工、南昌矿机、浙江双金等国产品牌。由于仅浙矿股份公开披露了经营数据，我们对两

家公司进行对比分析。

- **市场份额方面：市场占有率依然较低。**若按照营收规模来计算市占率，2019年公司市占率为2.07%，同比提升0.17个百分点；浙矿股份市占率为1.45%，同比提升0.12个百分点。目前砂石破碎筛分设备市场依然比较分散，行业集中度较低。但受砂石骨料行业供给侧改革和环保趋严等因素影响，大中型砂石矿山数量逐步增加，市场对中大型破碎筛分设备的需求有望增加，带动制砂设备行业集中度提升。目前公司和浙矿股份市占率虽然较低，但均呈现出持续提升的态势。

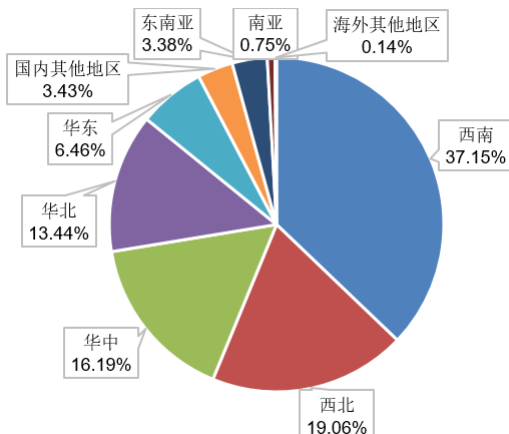
图表 38：公司和浙矿股份市占率（按照营收规模计算）



来源：公司招股说明书、中国砂石协会、中泰证券研究所

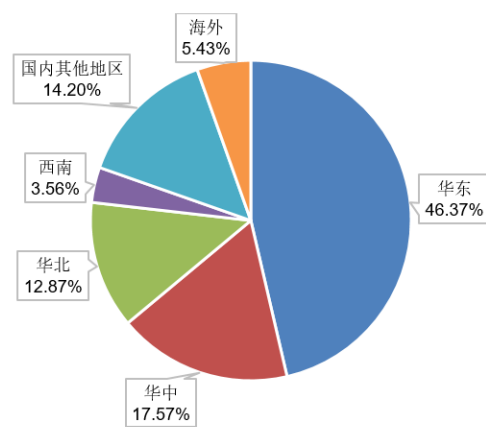
- **不同公司在各自区域具备较大优势，其他区域业务不断拓展。**公司主要销售区域在西南、西北地区，2019年公司西南、西北地区销售收入占比分别达37.15%、19.06%。虽然公司在西部地区收入占比较高，但近年来伴随着公司其他区域市场的开拓和营收规模的增长，公司西部地区收入占比逐年下降，华中等地区收入占比不断提升。浙矿股份主要销售区域在华东，2019年华东市场收入占比达46.37%，虽然第一大销售区域依然是华东，但华东区域收入比重相比2018年降低了23.5个百分点，华中、华北等区域收入占比逐步提升。

图表 39：2019 年公司不同区域销售收入占比情况



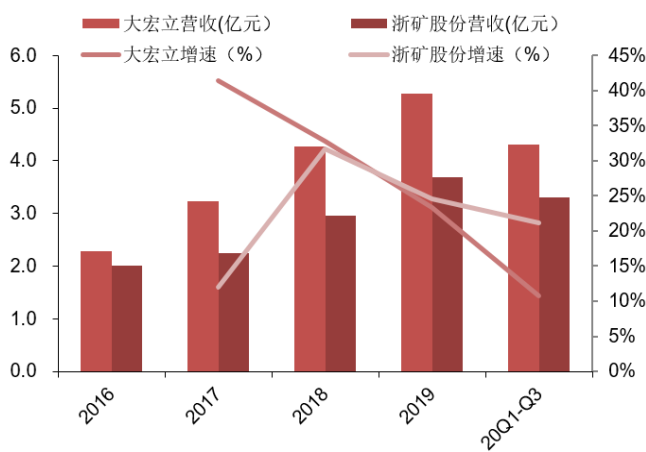
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 40：2019 年浙矿股份不同区域销售收入占比情况

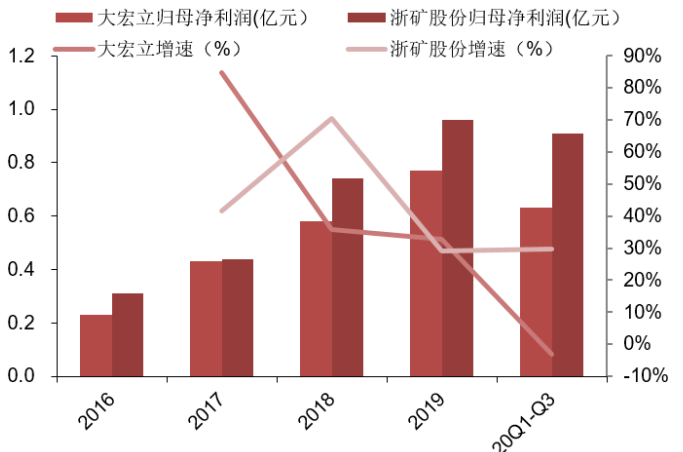


来源：浙矿股份招股说明书、中泰证券研究所

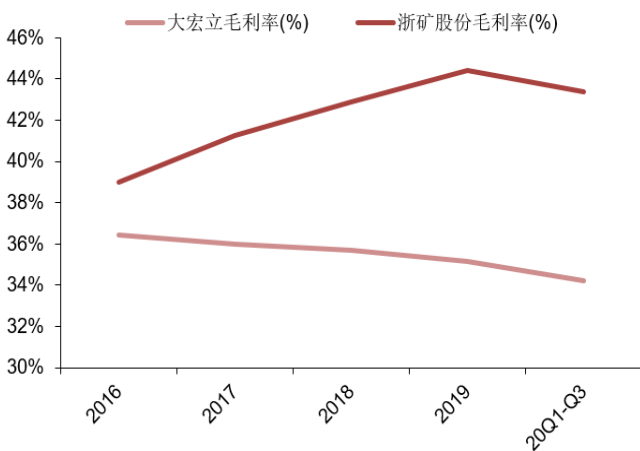
- 经营业绩和毛利率方面：**公司营收规模较浙矿股份高，但是归母净利润规模较浙矿股份低，毛利率水平较浙矿股份低。两家企业在产品结构上有所差异，根据两家公司披露的数据显示，浙矿股份 2020 年上半年破碎筛选成套生产线、破碎筛选单机设备收入占比分别为 66.73%、24.53%，配件和其他业务收入合计占比为 8.74%，浙矿股份单机设备包含破碎设备和筛选设备。而大宏立的收入结构与浙矿股份存在差异，大宏立成套/主机设备占营业总收入的比重为 79.13%，其中破碎设备/筛分设备/输送设备收入占比分别为 54.08%/19.73%/5.31%；配件及其他业务收入合计占比达 20.87%。而输送设备、配件及其他业务毛利率水平较低，拉低了大宏立整体的毛利率水平。此外，根据大宏立招股书披露的数据，大宏立破碎设备和筛分设备单价均较浙矿股份低，可能是因为两家企业产品在型号和规格方面均有差异，不同产品盈利水平也有所差异。

图表 41：公司与浙矿股份营收对比


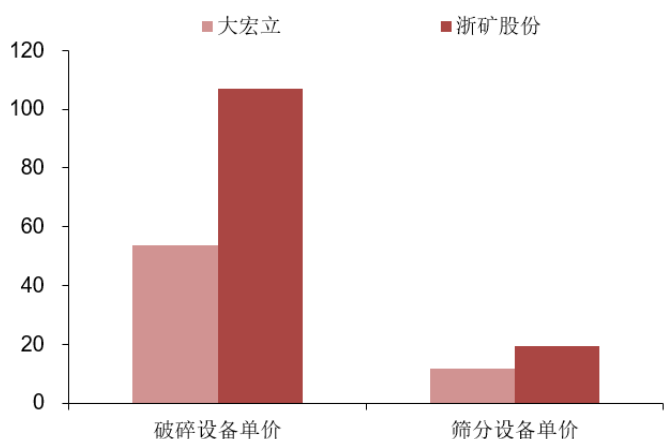
来源：wind、中泰证券研究所

图表 42：公司与浙矿股份归母净利润对比


来源：wind、中泰证券研究所

图表 43：公司与浙矿股份毛利率对比


来源：wind、中泰证券研究所

图表 44：公司与浙矿股份设备单价对比


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

4、首次覆盖，给予“增持”评级

- 公司是我国砂石破碎筛分设备行业领先企业，营销网络遍布全国，技术成果国内领先，近年来经营质量较为稳健。受砂石骨料行业供给侧改革和环保趋严等因素影响，大中型砂石矿山数量逐步增加，市场对中大型破碎筛分设备的需求有望增加，带动制砂设备行业集中度提升。公司作为我国破碎筛分成套设备一线厂商，具备较强竞争优势。我们预计公司2020-2022年的归母净利润分别为0.84、1.13、1.48亿元，当前股价对应的PE分别为51.72、38.40、29.35倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 45：公司业绩分析

主营业务	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	假设条件
破碎机	销售收入(百万元)	249	285	328	443	575	1、假设房地产、基建对砂石骨料行业的需求维持高位，砂石骨料行业保持高景气，制砂设备行业集中度持续提升。 2、假设公司大客户收入占比持续提升，公司国内及海外市场开拓成效显著。 3、假设公司募投项目产能如期释放，每年新增1000台(套)破碎、筛分设备的生产能力，公司销售规模持续扩大。
	销售收入 YoY (%)	32.12%	14.48%	15.00%	35.00%	30.00%	
	毛利率 (%)	40.93%	41.95%	42.00%	42.50%	43.00%	
	毛利润(百万元)	102	120	138	188	247	
筛分机	销售收入(百万元)	89	104	119	161	210	
	销售收入 YoY (%)	49.02%	17.04%	15.00%	35.00%	30.00%	
	毛利率 (%)	30.54%	34.64%	34.50%	35.00%	35.00%	
	毛利润(百万元)	27	36	41	56	73	
输送机	销售收入(百万元)	17	28	37	52	73	
	销售收入 YoY (%)	14.95%	69.81%	30.00%	40.00%	40.00%	
	毛利率 (%)	25.42%	13.77%	14.00%	14.00%	15.00%	
	毛利润(百万元)	4	4	5	7	11	
配件及其它	销售收入(百万元)	69	105	132	165	206	
	销售收入 YoY (%)	19.61%	53.71%	25.00%	25.00%	25.00%	
	毛利率 (%)	30.71%	27.38%	25.00%	25.00%	25.00%	
	毛利润(百万元)	21	29	33	41	51	
合计	合计营业收入(百万元)	428	528	622	826	1,070	
	合计营业收入 YOY (%)	32.73%	23.31%	17.70%	32.91%	29.45%	
	合计毛利率 (%)	35.70%	35.17%	34.91%	35.46%	35.82%	
	合计毛利润(百万元)	153	186	217	293	383	

来源：wind，中泰证券研究所

图表 46：可比公司估值

公司	代码	2020/11/25 股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
浙矿股份	300837	55.70	1.28	1.35	1.87	2.51	43.43	41.36	29.81	22.22
利君股份	002651	9.49	0.18	0.22	0.31	0.46	27.68	43.78	30.74	20.69
艾迪精密	603638	53.26	0.83	0.98	1.31	1.65	36.76	54.57	40.79	32.23
均值							35.96	46.57	33.78	25.05

来源：wind，中泰证券研究所（注：利君股份、艾迪精密 EPS、PE 来自 wind 一致性预测）

5、风险提示

- **国家宏观经济政策调整风险。**未来若国家对宏观经济政策、产业政策进行重大调整，或“供给侧”改革政策对下游砂石骨料行业的影响衰减，公司经营业绩可能因下游行业景气度和产业结构变化而面临较大影响。
- **基建、房地产投资不及预期风险。**公司下游砂石骨料行业与基建和房地产投资密切相关，如果基建投资或者房地产投资大幅下滑，将对砂石骨料行业景气度以及公司产品需求产生重要影响。
- **市场竞争加剧风险。**近年来砂石骨料行业景气度不断提升，带动了破碎筛分设备的市场需求，设备厂商市场集中度提升的同时，也引起了国内工程机械巨头们的关注。设备市场竞争逐步加剧，对公司持续保持竞争优势产生重要影响。
- **面临的客户结构变化风险。**伴随环保治理、安全整顿以及产能整合进程的加快，大量小微砂石矿山关停并转、退出市场。虽然公司大中型客户收入规模及占比快速上升，但收入占比仍然较低。如果未能较快实现客户结构转变，对公司盈利能力的持续性和稳定性将造成较大影响。
- **募投项目推进不及预期风险。**公司募投项目建成后生产能力、产品质量和生产效率以及信息化、智能化水平将大幅提升；公司将每年新增 1000 台（套）破碎、筛分设备的生产能力，产能将扩大约一倍。如果募投项目推进不及预期，将对公司产能释放等方面产生重要影响。
- **业绩不及预期风险等。**公司主营业务产品如果生产、销售不及预期，可能对经营业绩产生重要影响。

图表 47: 大宏立盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	428	528	622	826	1,070
增长率	32.7%	23.3%	17.7%	32.9%	29.5%
营业成本	-275	-342	-405	-533	-686
% 销售收入	64.3%	64.8%	65.1%	64.5%	64.2%
毛利	153	186	217	293	383
% 销售收入	35.7%	35.2%	34.9%	35.5%	35.8%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-7	-9
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-60	-69	-81	-108	-140
% 销售收入	14.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
管理费用	-22	-29	-42	-56	-74
% 销售收入	5.1%	5.4%	6.7%	6.8%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	66	84	89	122	161
% 销售收入	15.4%	15.8%	14.3%	14.8%	15.0%
财务费用	4	2	2	1	1
% 销售收入	-0.9%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	2	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	3	3
% 税前利润	0.0%	3.1%	3.2%	2.4%	1.8%
营业利润	72	87	93	125	164
营业利润率	16.8%	16.5%	14.9%	15.1%	15.3%
营业外收支	0	1	1	1	1
税前利润	72	88	93	126	164
利润率	16.9%	16.7%	15.0%	15.2%	15.3%
所得税	-10	-13	-13	-16	-20
所得税率	13.9%	14.4%	13.5%	12.6%	11.9%
净利润	58	77	84	113	148
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	77	84	113	148
净利率	13.6%	14.6%	13.5%	13.7%	13.9%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	195	165	727	652	642
应收款项	39	38	43	55	68
存货	138	167	199	263	338
其他流动资产	3	75	5	7	8
流动资产	375	444	974	976	1,057
% 总资产	75.1%	78.7%	86.2%	75.9%	71.3%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	105	101	97	132	285
% 总资产	21.1%	17.8%	8.6%	10.2%	19.2%
无形资产	16	16	16	15	14
非流动资产	124	120	156	310	425
% 总资产	24.9%	21.3%	13.8%	24.1%	28.7%
资产总计	499	564	1,130	1,286	1,482
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	13	19	23	30	39
其他流动负债	129	127	197	261	338
流动负债	143	146	220	291	376
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	7	7	7	7
负债	148	153	227	298	384
普通股股东权益	350	411	903	990	1,104
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	499	564	1,130	1,289	1,487

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.81	1.08	0.88	1.18	1.55
每股净资产 (元)	4.88	5.73	9.44	10.35	11.54
每股经营现金净流 (元)	1.19	0.62	1.30	1.18	1.56
每股股利 (元)	0.17	0.25	0.20	0.28	0.36
回报率					
净资产收益率	14.08%	16.59%	18.80%	9.31%	11.44%
总资产收益率	10.40%	11.66%	13.69%	7.44%	8.81%
投入资本收益率	36.09%	47.91%	48.53%	61.14%	79.98%
增长率					
营业总收入增长率	32.73%	23.31%	17.70%	32.91%	29.45%
EBIT增长率	28.66%	35.76%	8.59%	34.57%	30.34%
净利润增长率	35.81%	32.87%	8.82%	34.69%	30.82%
总资产增长率	21.18%	13.14%	100.16%	13.83%	15.22%
资产管理能力					
应收账款周转天数	33.6	26.3	23.4	21.3	20.6
存货周转天数	101.8	103.8	106.0	100.7	101.2
应付账款周转天数	12.7	10.9	12.1	11.5	11.5
固定资产周转天数	88.1	70.1	57.1	49.8	70.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-42.32%	-37.33%	-25.11%	-30.14%	-34.75%
EBIT利息保障倍数	-17.3	-37.9	-61.9	-123.5	-199.4
资产负债率	29.74%	27.18%	20.08%	23.21%	25.89%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	58	77	84	113	148
加: 折旧和摊销	9	5	7	10	13
资产减值准备	2	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	-4	-2	-2	-1	-1
投资收益	0	3	3	3	3
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	48	66	456	-70	-5
经营活动现金净流	85	45	125	113	150
固定资本投资	0	4	4	-35	-153
投资活动现金净流	-12	-73	-36	-155	-116
股利分配	-12	-18	-20	-26	-35
其他	-91	608	428	0	0
筹资活动现金净流	-103	590	408	-26	-35
现金净流量	-30	562	497	-68	-1

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

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

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

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

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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