

分析师: 刘智

登记编码: S0730520110001

liuzhi@ccnew.com 02150586775

# 塔吊租赁龙头加速扩张, 等待行业复苏

## ——建设机械(600984)公司深度分析

### 证券研究报告-公司深度分析

### 增持(首次)

#### 市场数据(2021-02-03)

收盘价(元)	10.26
一年内最高/最低(元)	31.96/9.55
沪深300指数	5485.2
市净率(倍)	2.61
流通市值(亿元)	88.14

发布日期: 2021年02月04日

#### 投资要点:

- **并购转型塔吊租赁业务。**子公司上海庞源租赁是塔吊租赁龙头企业。通过收购,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,从塔吊制造进入到塔吊租赁服务行业。
- **工程机械租赁行业空间大、周期性弱、大行业小公司赛道好。**我国工程机械租赁行业从2010年1500亿增长到2019年约7000亿,复合增速18.67%,行业空间大。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,具备周期性较弱的特点,行业稳健增长。塔吊租赁是我国工程机械租赁的重要一环。截至2019年底,国内塔吊租赁市场规模约1000亿元,占整个工程机械租赁市场约15%。塔吊租赁市场龙头庞源租赁2019年营收29.27亿,市场占比约3%。在达丰设备招股说明书里提到,塔吊租赁TOP5市场份额仅4%,竞争格局极为分散。龙头公司扩张加速,渗透空间巨大。
- **装配式建筑渗透加速,带动塔吊租赁市场中长期健康增长。**装配式建筑是一种快速发展的新型建筑方式。2019年我国新开工面积22.44亿平方米,其中装配式建筑开工面积4.2亿平方米,占新建建筑比例18.4%,对比国务院规划的2025年渗透率(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3倍渗透空间。装配式建筑对大型塔吊需求旺盛,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。
- **庞源租赁持续投入加速扩张,巩固龙头优势。**近几年庞源租赁被并购入上市公司体内后,受益上市公司良好的融资条件,公司加大了对塔吊设备的采购力度和全国各地区的布局,公司塔吊数量从2017年4000余台迅速上升到2020年底约8000台,同期行业二梯队的达丰设备租赁、紫竹慧等公司仍维持在千余台左右的规模,公司规模优势不断扩大。庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数和吨米数快速增长,截止到2020年底已经有1914台累计428901吨米的塔吊用于装配式建筑,同比过去几年均有显著的增长。2020年受疫情影响,塔吊租赁价格持续低迷,公司逆势扩张,以量补价对冲业绩波动,公司龙头优势更加巩固,未来充分受益疫情环节行业复苏。
- **首次覆盖,给予公司“增持”投资评级。**我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为6.14亿、7.58亿、9.68亿。对应2020-2022年EPS分别为0.64元、0.78元、1.00元,以前收盘价10.26元计算,2020-2022

#### 基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	5.83
每股经营现金流(元)	0.04
毛利率(%)	38.64
净资产收益率-摊薄(%)	6.66
资产负债率(%)	57.92
总股本/流通股(万股)	96695.69/78611.55
B股/H股(万股)	0/0

#### 个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

**联系人: 朱宇澍**
**电话:** 021-50586328

**地址:** 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

**邮编:** 200122

年 PE 分别为 16.15X、13.08X、10.25X。考虑到公司是塔吊租赁行业绝对龙头，塔吊租赁市场随着建筑业总产值稳健增长，行业空间大、龙头市场份额低，公司逆势扩张，不断扩大龙头优势，未来仍有较大的渗透空间。受疫情影响，2020 年庞源指数和塔吊利用率不断下行等影响，公司股价经过深度调整，估值已经到低位，投资价值凸显。考虑到庞源指数未来变化的不确定性，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧，塔吊租赁价格持续下行，塔吊利用率继续低迷；塔吊需求不及预期；其他子公司亏损幅度加大；宏观经济复苏不及预期；扩张带来的财务费用增加及现金流恶化可能带来的不利影响；公司信息披露违规可能带来的风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3251.41	3543.73	4115.99	4841.80
增长率	45.98%	8.99%	16.15%	17.63%
归属母公司净利润（百万元）	505.47	614.18	758.42	967.65
增长率	208.65%	21.51%	23.48%	27.59%
每股收益 EPS（元）	0.52	0.64	0.78	1.00
净资产收益率 ROE	13.27%	10.58%	11.77%	13.33%
PE	19.63	16.15	13.08	10.25
PB	2.61	1.71	1.54	1.37

资料来源：贝格数据，中原证券

## 内容目录

<b>1. 并购庞源租赁，从塔吊进入塔吊租赁行业</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司简介.....	5
1.2. 公司主营业务及经营情况.....	6
<b>2. 工程机械租赁行业空间大、周期性弱、大行业小公司赛道好</b> .....	<b>9</b>
2.1. 我国工程机械设备租赁市场空间大、增速稳健.....	9
2.2. 工程机械设备租赁周期性较弱，与建筑业总产值高度相关.....	11
2.3. 塔吊租赁市场竞争格局分散，龙头市场份额低、扩张空间大.....	12
<b>3. 装配式建筑渗透加速，带动塔吊租赁市场中长期健康增长</b> .....	<b>14</b>
3.1. 装配式建筑渗透加速，空间巨大，塔吊租赁处于优质赛道.....	14
3.2. 装配式建筑对大型塔吊需求提高，有助于塔吊租赁市场结构优化健康发展.....	15
<b>4. 庞源租赁持续投入加速扩张，巩固龙头优势</b> .....	<b>16</b>
4.1. 庞源租赁持续投入资本扩张，扩大龙头领先优势.....	16
4.2. 行业低迷期公司以量补价对冲行业低谷带来的业绩波动.....	18
<b>5. 盈利预测及估值</b> .....	<b>21</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司实际控股股东持股结构.....	6
图 3: 公司主营业务构成(百万元).....	8
图 4: 公司近年营业收入(百万元).....	8
图 5: 公司近年归母净利润(百万元).....	9
图 6: 工程机械设备租赁的优点.....	10
图 7: 工程机械设备租赁市场规模(亿元).....	10
图 8: 我国工程机械产品租赁市场格局(%).....	11
图 9: 我国建筑业总产值(万亿元).....	11
图 10: 未来几年塔吊租赁市场规模预测(十亿).....	12
图 11: 近 20 年工程机械主要产品销量.....	12
图 12: 近几年塔吊租赁企业营业收入(百万元).....	13
图 13: 近几年塔吊租赁企业归母净利润(百万元).....	13
图 14: 近年我国装配式建筑开工面积及渗透率(百万平方米).....	14
图 15: 国际主流发达国家装配式建筑渗透率.....	15
图 16: 国内外城市装配式建筑对塔吊的需求.....	16
图 17: 装配式建筑塔吊需求量估算.....	16
图 18: 2019 年中国塔吊价格范围.....	17
图 19: 近几年塔吊租赁价格变化(元/吨米).....	17
图 20: 近年来建设机械投资活动资本开支(百万元).....	18
图 21: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊台数及吨米.....	18
图 22: 庞源指数.....	20
图 23: 庞源租赁塔吊吨米利用率.....	20
表 1: 建设机械十大股东明细.....	6

---

表 2: 公司主营业务介绍.....	7
表 3: 建设机械主要子公司经营情况 (万元) .....	9
表 4: 同行估值比较 .....	21

## 1. 并购庞源租赁，从塔吊进入塔吊租赁行业

### 1.1. 公司简介

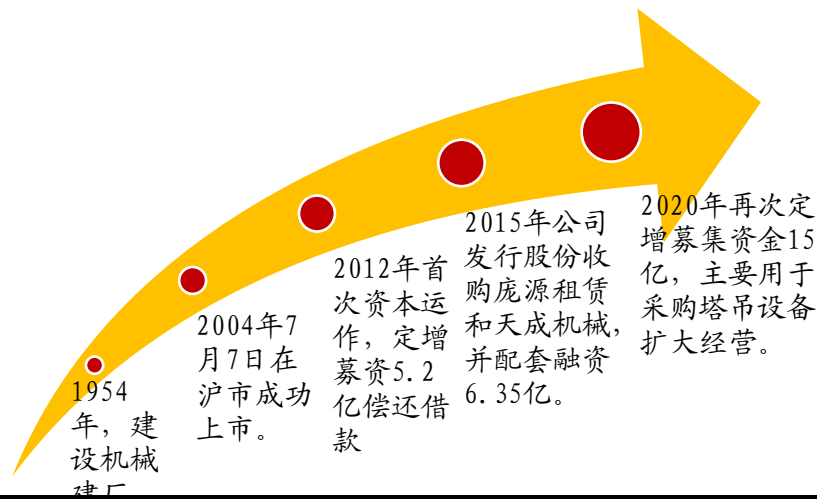
陕西建设机械股份有限公司创建于1954年，是我国工程机械创业时期8个主要制造厂及全国五大金属结构厂之一，2004年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600984）。公司实际控制人为陕西煤业化工集团有限责任公司。

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”沿线国家和地区的分支机构和服务网点。

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年公司通过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1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中原证券

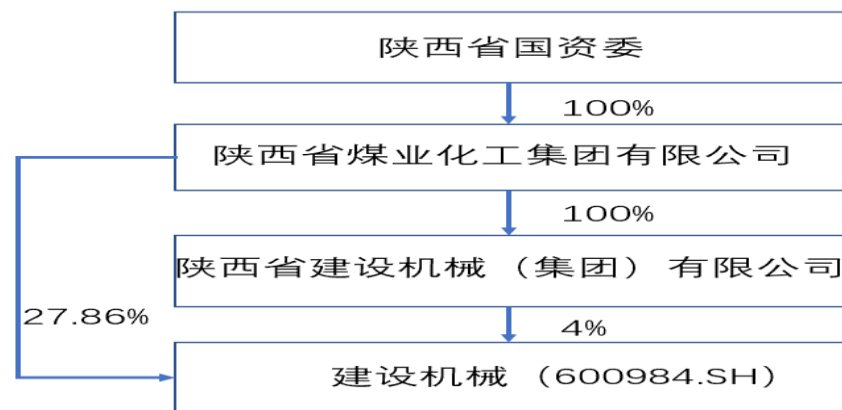
按照2020年三季报的披露，陕西建设机械（集团）有限责任公司是公司第一大股东，持股比例为25.04%，陕西建设机械集团母公司陕西煤业化工集团有限公司持股6.82%，公司实际控股股东为陕西煤业化工集团（陕西省国资委）。2020年12月16日公司公告陕西建设机械（集团）有限责任公司将旗下建设机械21.04%股权无偿划转到母公司，最终，陕西煤业化工集团直接持股建设机械27.86%，通过子公司陕西建设机械集团持股4%。公司控股股东变更为陕西煤业化工集团，公司实际控制人仍为陕西煤业化工集团。

表 1: 建设机械十大股东明细

排序	股东名称	持股数量	持股比例
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	269,361,158	27.86%
2	柴昭一	83,356,000	8.62%
3	陕西建设机械(集团)有限责任公司	38,682,501	4.00%
4	香港中央结算有限公司	21,855,716	2.26%
5	中国工商银行股份有限公司-富国天惠精选成长 混合型证券投资基金(LOF)	19,000,000	1.96%
6	中联重科股份有限公司	13,813,738	1.43%
7	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红 -019L-FH002 沪	13,496,014	1.40%
8	全国社保基金六零二组合	10,727,186	1.11%
9	付卫平	8,503,551	0.88%
10	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	8,443,330	0.87%

资料来源: wind, 中原证券

图 2: 公司实际控股股东信息结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

## 1.2. 公司主营业务及经营情况

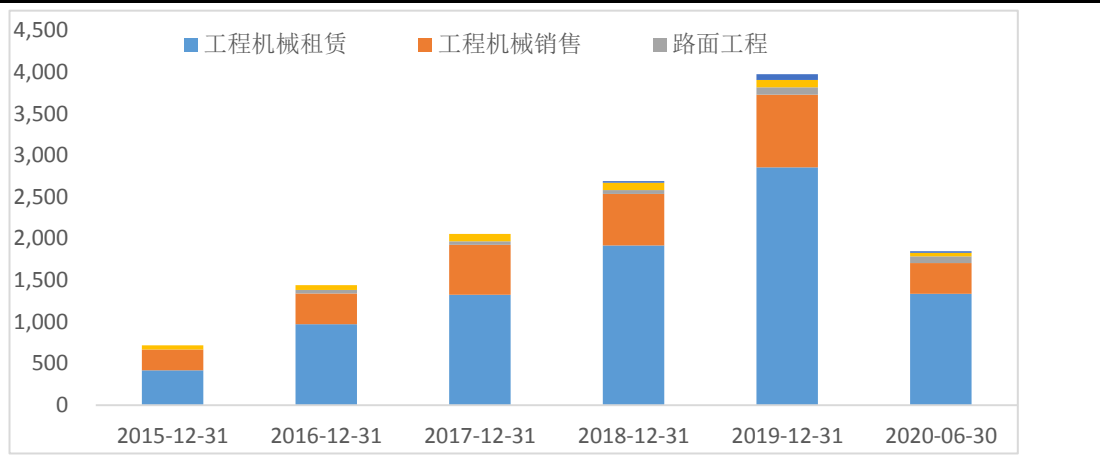
公司传统主营业务主要是工程机械类(各种塔式起重机、路面摊铺机), 各种塔式起重机、路面摊铺机械、桩工机械制造, 受经济周期波动较大, 历史上公司业绩起伏很大。2015 年完成对上海庞源租赁等并购后, 从工程机械设备制造进入工程机械设备租赁行业后, 公司的盈利能力和成长性明显变强。

表 2: 公司主营业务介绍

	说明	产品
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，以塔吊租赁为主	
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，中原证券

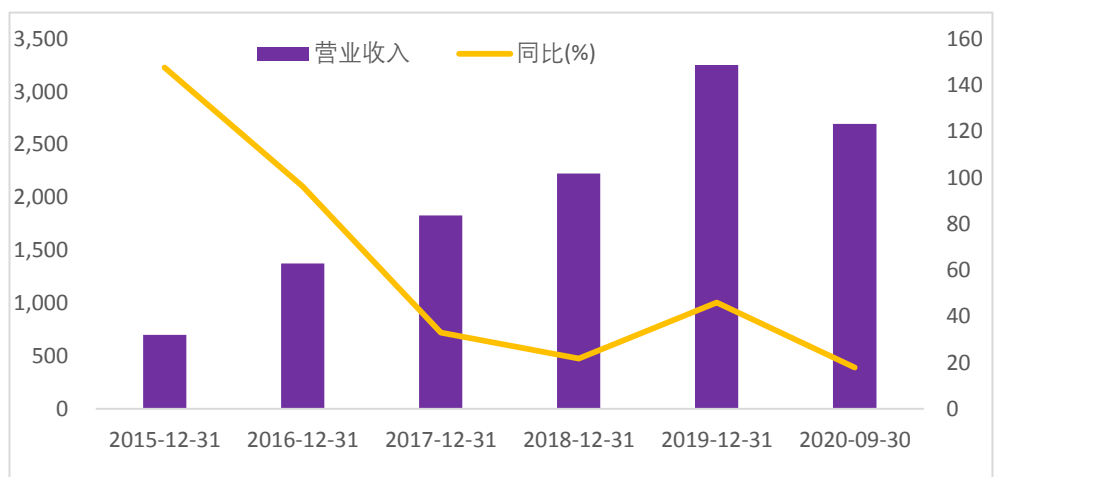
图 3: 公司主营业务构成 (百万元)



资料来源: wind, 中原证券

公司自并购庞源租赁后, 营业收入和归母净利润均实现了大幅增长, 尤其是扣非归母净利润从 2015 年的亏损迅速增长到 2019 年 4.76 亿, 业绩实现了大翻身。其中, 主要的利润来自子公司庞源租赁, 庞源租赁 2016 年-2019 年净利润分别为 1.15 亿、1.83 亿、2.87 亿、6.18 亿, 分别占上市公司当年归母净利润的 140%、813%、175%、122%。

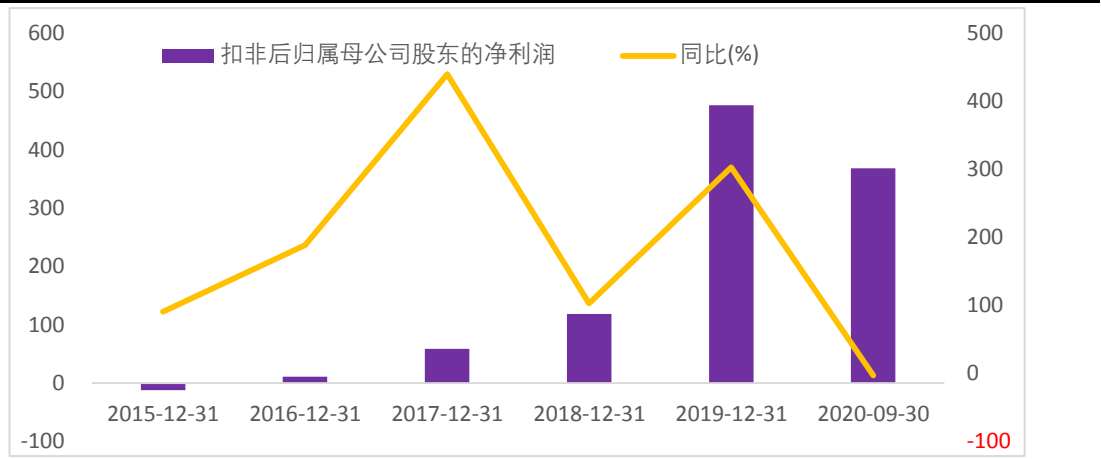
图 4: 公司近年营业收入 (百万元)



资料来源: wind, 中原证券



图 5: 公司近年归母净利润 (百万元)



资料来源: wind, 中原证券

表 3: 建设机械主要子公司经营情况 (万元)

排名	公司名称	持股比例	2019 年营收	2019 年净利润
1	上海庞源机械租赁有限公司	100.00	292,711.89	61,816.98
2	自贡天成工程机械有限公司	100.00	6,056.27	-9,371.41
3	陕西建设钢构有限公司	100.00	8,730.26	-289.78
4	西安重装建设机械化工程有限公司	100.00	9,130.31	-391.57
5	路机联盟(北京)工程设备有限公司	80.00	881.40	-246.67

资料来源: wind, 中原证券

## 2. 工程机械租赁行业空间大、周期性弱、大行业小公司赛道好

### 2.1. 我国工程机械设备租赁市场空间大、增速稳健

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养。

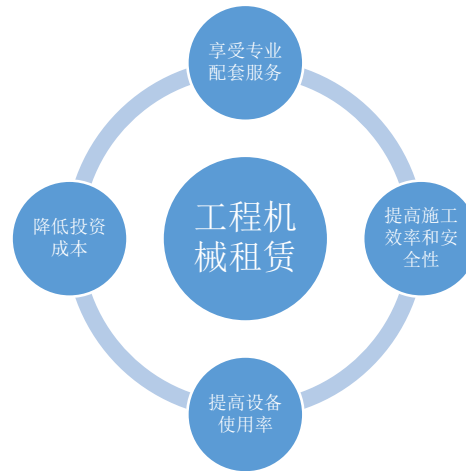
工程机械租赁市场规模巨大,全球工程机械设备租赁市场在几千亿美元量级,占工程机械设备市场的大头。在北美、欧盟和日本等发达国家市场,通过租赁形式销售的工程机械占当地市场的 65%,已经成为最主要的销售途径。为世界租赁业最成熟的美国,工程机械设备租赁龙头联合租赁为大型上市公司,市值超过千亿元人民币。

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 2019 年近 7000 亿,复合增长率 18.67%。工程机械设备租赁在工程机械销售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,租赁的渗透率将进一步提高。

现阶段我国工程机械租赁市场还不完善,缺乏一定的行业标准,存在企业规模小数量多的情况,且信用体制不健全、市场竞争无序等等。未来 5 年,中国的工程机械租赁行业主要的趋势就是整合,一部分企业会逐渐做大做强,另一部分竞争力弱的企业将退出工程机械租赁行业舞台。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

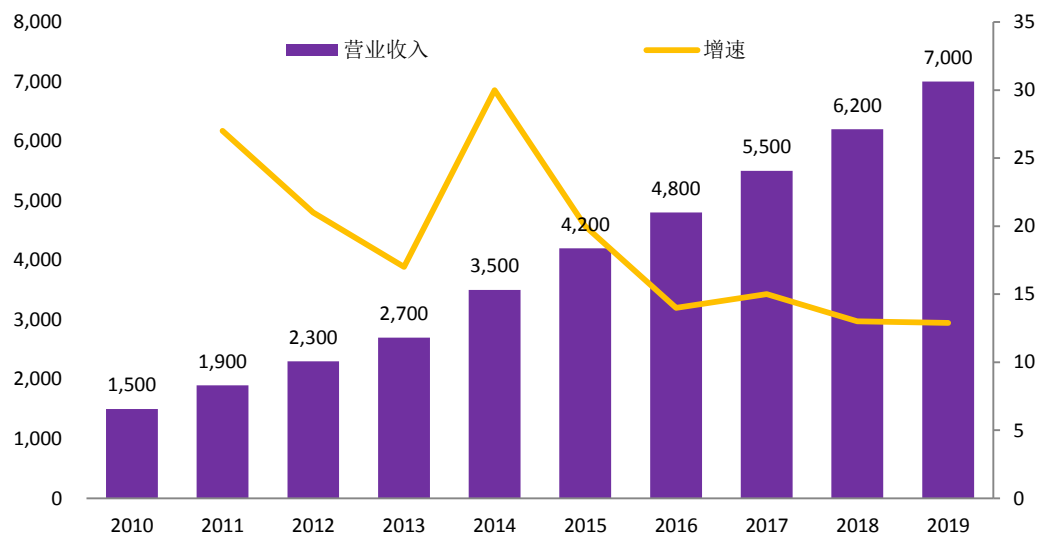
司为主，全国资产在 5000 万元以上的工程机械专业租赁公司不过百余家。市场竞争格局极为分散，大型租赁企业较少。

图 6: 工程机械设备租赁的优点



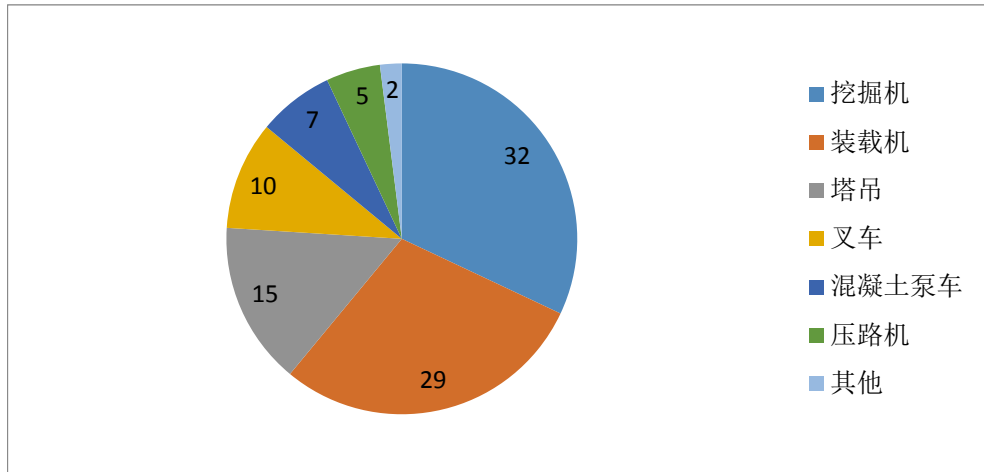
资料来源：百度整理、中原证券研究所

图 7: 工程机械设备租赁市场规模（亿元）



资料来源：工程机械协会租赁分会，中原证券

图 8：我国工程机械产品租赁市场格局（%）



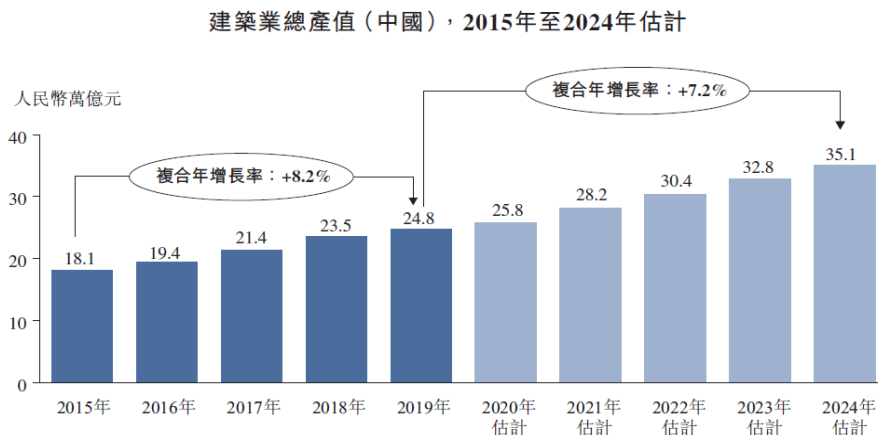
资料来源：工程机械协会租赁分会、中原证券

## 2.2. 工程机械设备租赁周期性较弱，与建筑业总产值高度相关

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，市场需求与建筑业总产值高度相关，我国建筑业总产值常年保持了接近 GDP 增速的速度发展，因此设备租赁行业具备周期性较弱的特点，对经济周期波动带来的需求变化远没有设备那么剧烈，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建筑业总产值增速相关的稳定增长，是工程机械里为数不多可持续健康增长的子行业。

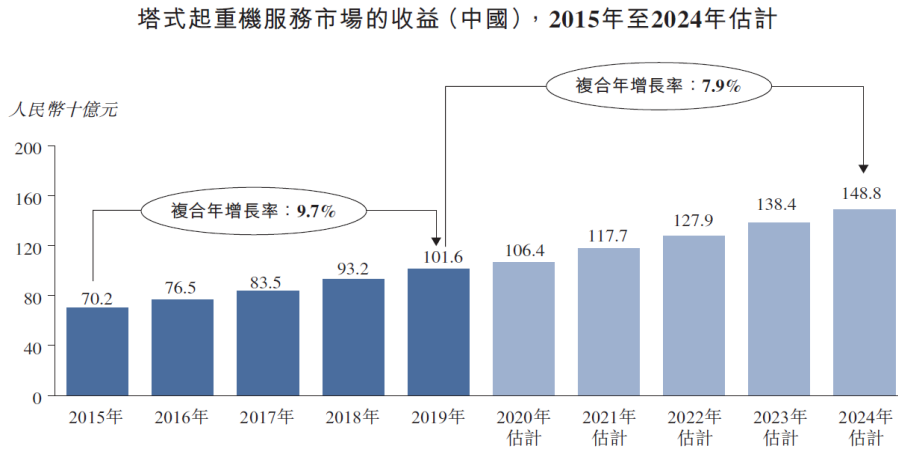
以上一波工程机械周期为例，2011 年-2016 年之间，由于上一轮行业周期企业激进销售、行业产能扩张过剩，叠加固定资产投资增速下滑，工程机械销售出现剧烈波动，2015 年全年挖掘机销量 60514 台，仅相当于 2011 年销量的 31.2%，同比下降了近 70%。但工程机械租赁市场仍然保持了较高速增长，从 2011 年到 2015 年复合增速 21.9%，不随挖掘机等工程机械设备销量的周期而波动，这也体现了工程机械设备租赁弱周期性的特点。

图 9：我国建筑业总产值（万亿元）



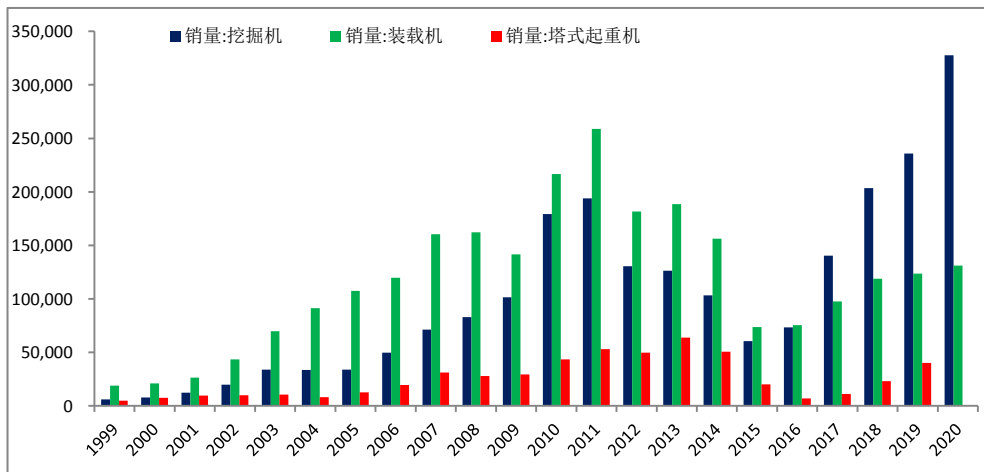
资料来源：达丰设备招股说明书、中原证券

图 10: 未来几年塔吊租赁市场规模预测 (十亿)



资料来源: 达丰设备招股说明书、中原证券

图 11: 近 20 年工程机械主要产品销量



资料来源: wind、中原证券

### 2.3. 塔吊租赁市场竞争格局分散, 龙头市场份额低、扩张空间大

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 2019 年底, 国内塔吊租赁市场规模约 1000 亿元, 年复合增长率 9.7%, 占整个工程机械租赁市场约 15%。塔吊租赁市场龙头庞源租赁 2019 年营收 29.27 亿, 市场占比约 3%。在达丰设备招股说明书里提到, 塔吊租赁 TOP5 市场份额仅 4%, 竞争格局极为分散。

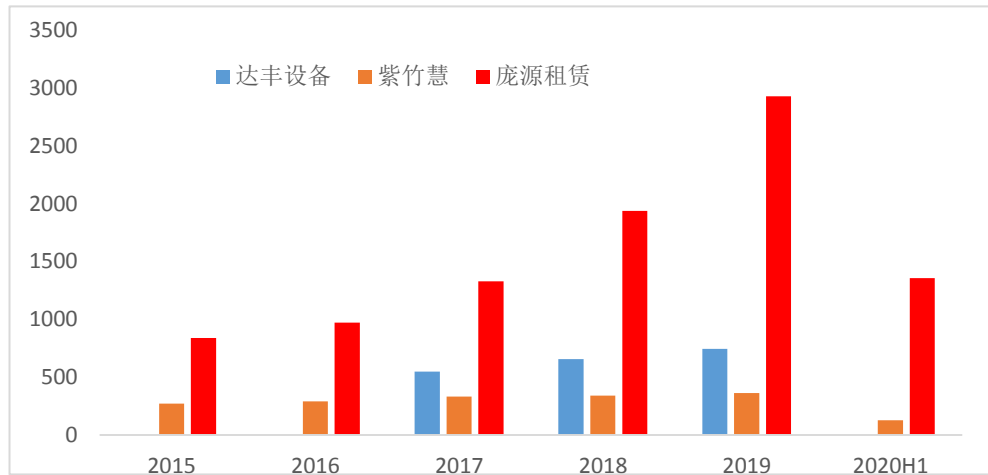
塔吊租赁行业经历了上一轮高峰和低谷后, 行业也在急剧洗牌。塔吊租赁公司从 2014 年 12000 多家降到 2018 年的 7000 多家。庞源租赁在上市后也获得足够的资源, 利用上市公司自由生产塔吊设备的优势和融资优势, 不断扩大规模, 拉大了与身后竞争者的差距, 加速扩张不

断抢占更多市场份额。

从塔吊经营数量上看，近几年庞源租赁塔吊数已经从 4000 台扩张到 8000 台左右，而行业第二、三的竞争对手达丰设备、紫竹慧仍停留在 1000 台附近的水平。

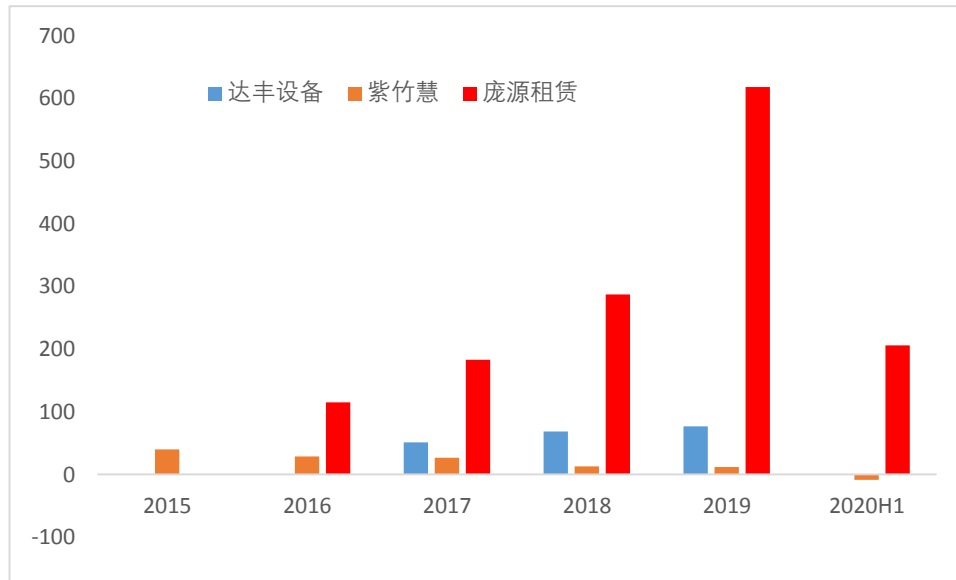
从企业营业规模看，2015 年庞源租赁营收 8.36 亿，第二梯队的紫竹慧营收 2.7 亿，庞源租赁营业收入大约是紫竹慧的 3 倍。2019 年，庞源租赁营收增长到 29.27 亿，而紫竹慧营业收入仍停留在 3.63 亿、达丰租赁营业收入 6.56 亿，庞源租赁营业收入已经是紫竹慧的 8 倍，是行业第二达丰设备的 4.5 倍，龙头的优势越来越大。

图 12：近几年塔吊租赁企业营业收入（百万元）



资料来源：wind，中原证券

图 13：近几年塔吊租赁企业归母净利润（百万元）



资料来源：wind，中原证券

### 3. 装配式建筑渗透加速，带动塔吊租赁市场中长期健康增长

#### 3.1. 装配式建筑渗透加速，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%。

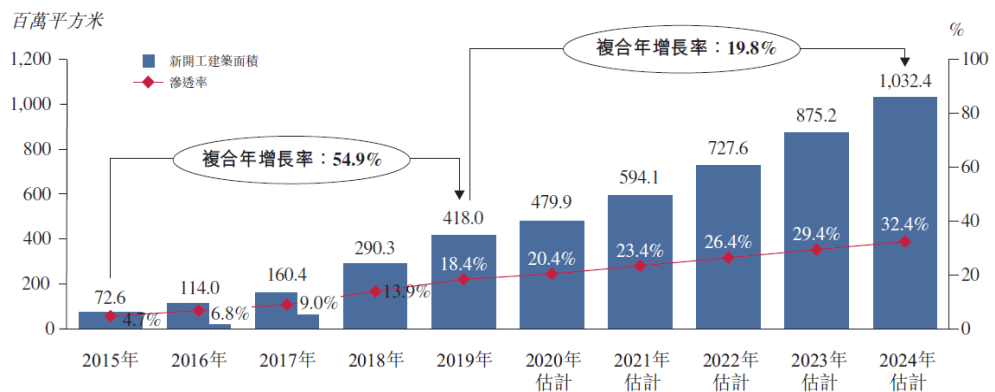
与传统施工方式相比，装配式建筑可以大幅提升劳动生产率；提高建筑质量工程安全性；此外，节能降耗优势也很明显，装配式建筑可缩短施工周期 25-30%，节水约 50%，减低砌筑抹灰砂浆约 60%，节约木材约 80%，降低施工能耗约 20%，减少建筑垃圾 70%以上，并显著降低施工粉尘和噪声污染。

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%，其中重点推进地区达 20%，2025 年 30%。

目前 2019 年我国新开工面积 22.44 亿平米，其中装配式建筑开工面积 4.2 亿平米，占新建建筑比例仅 18.4%，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 4 倍渗透空间。

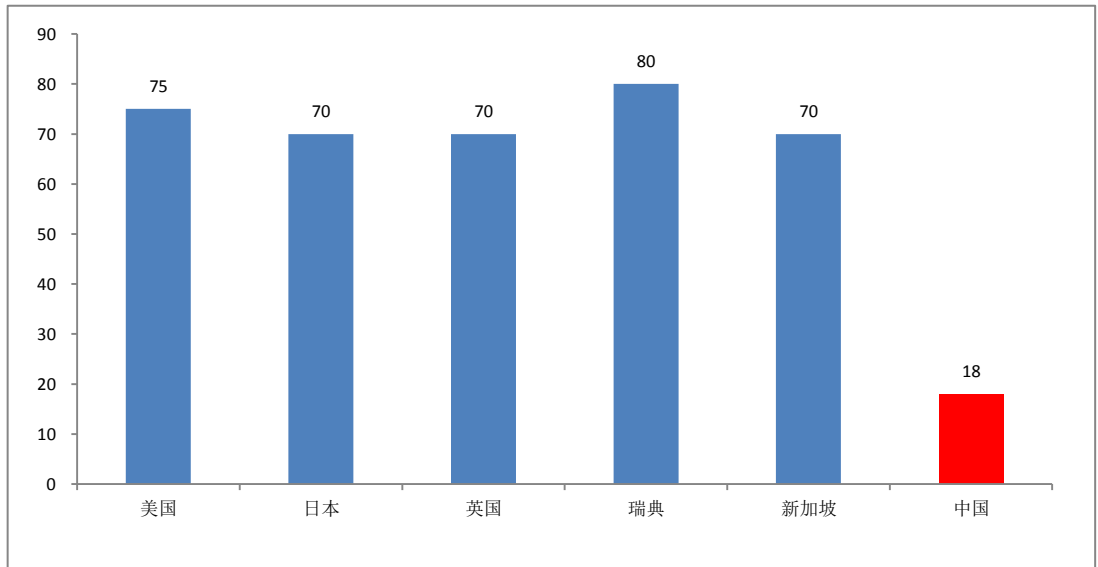
图 14：近年我国装配式建筑开工面积及渗透率（百万平方米）

装配式建筑的新开工建筑面积及渗透率（中国），2015年至2024年估计



资料来源：达丰设备招股说明书、中原证券

图 15: 国际主流发达国家装配式建筑渗透率

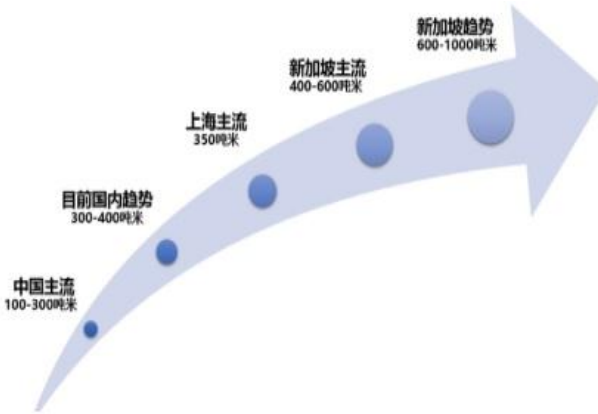


资料来源: 公司公告整理、中原证券

### 3.2. 装配式建筑对大型塔吊需求提高, 有助于塔吊租赁市场结构优化健康发展

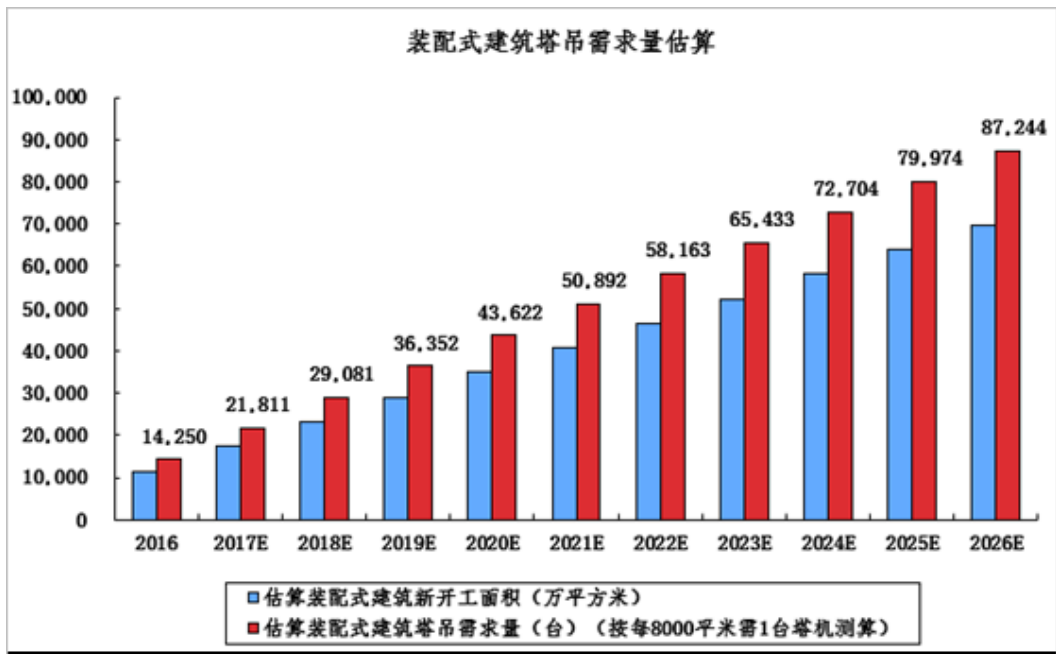
传统建筑中, 塔吊主要用于吊装钢筋、水泥等散货, 单次吊装重量较小, 以小型塔吊为主。而装配式建筑中, 楼板、楼梯、阳台、墙面等大部分预制件都在工厂提前生产, 运到施工现场直接用塔吊等起重设备进行安装, 装配式建筑的 PC 构件单件重量在 3.5-15 吨, 远高于传统建筑部件, 对塔机起重量要求大幅提高, 其适用的机型在 200-500 吨米范围。随着装配式建筑产业的快速发展, 未来预制构件集成度越来越高, 也加速了塔吊设备的迭代速度。上海地区装配式建筑主流塔吊设备从 150 吨米迭代到 350 吨米, 历经 7-8 年时间, 而安徽仅用四年时间就发展到 350 吨米的塔吊设备, 目前新加坡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的渗透, 塔吊向中大型发展是必然趋势, 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。

图 16: 国内外城市装配式建筑对塔吊的需求



资料来源：百度整理、中原证券

图 17: 装配式建筑塔吊需求量估算



资料来源：公司定增预案公告、中原证券

按照 2025 年装配式建筑渗透率 30% 计算，我们推算 2025 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。

## 4. 庞源租赁持续投入加速扩张，巩固龙头优势

### 4.1. 庞源租赁持续投入资本扩张，扩大龙头领先优势

塔吊租赁行业作为一个隐形壁垒很高的行业，需要大量的前期投入和积累。塔吊租赁行业



既有明显的资金密集特点，又有明显的技术密集特点。资金密集体现在塔吊设备售价昂贵，按吨米数不等售价分别在 50 万-600 万人民币一台，塔吊设备购置需要大量的资本金。技术性体现在塔吊租赁是典型的湿租，塔吊是特种设备，塔吊租赁企业必须具有住建部提供的起重设备安装工程专业承包资质，具有很高的门槛，塔吊租赁需要对塔吊安装、维护、操作等全使用周期提供人员和技术服务支持，塔吊租赁的技术要求明显高于其他设备租赁。

图 18: 2019 年中国塔吊价格范围

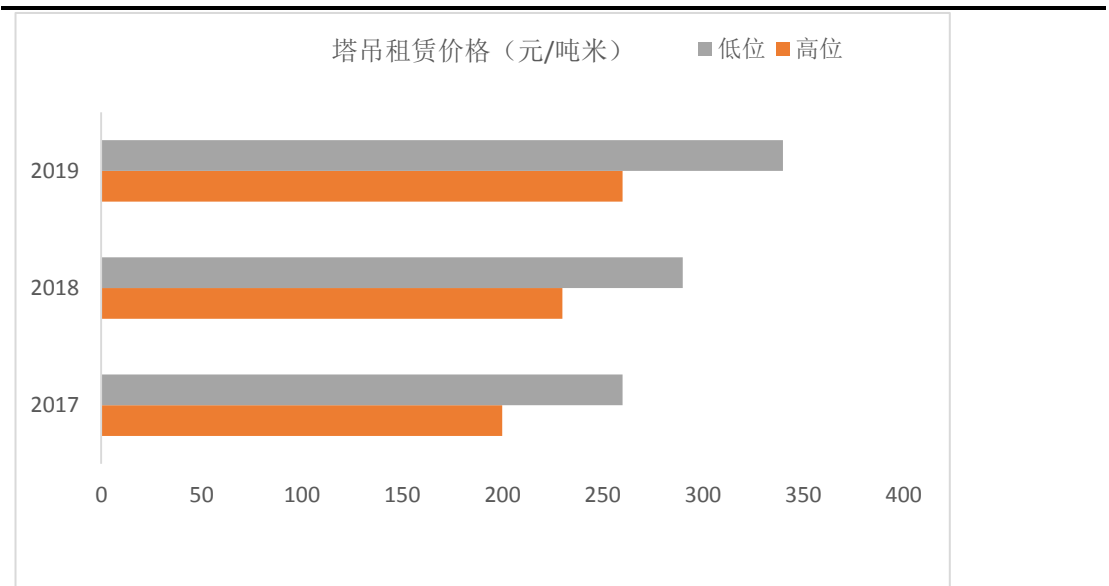
2019年塔式起重机的市价范围（中国）

按起重能力划分的塔式起重机规格	市价范围 (约人民币千元/台)
80吨米	500至600
150吨米	650至750
200吨米	1,100至1,200
350吨米	1,500至2,000
550吨米	3,500至4,000
900吨米	5,500至6,500

资料来源：达丰设备招股说明书、中原证券

近几年受益装配式建筑等需求影响和工人工资等服务成本提高，塔吊租赁价格持续稳步增长。2017 年塔吊租赁价格在 200-230 元/吨米，2019 年租赁价格水平提高到 260-340 元/吨米。

图 19: 近几年塔吊租赁价格变化（元/吨米）

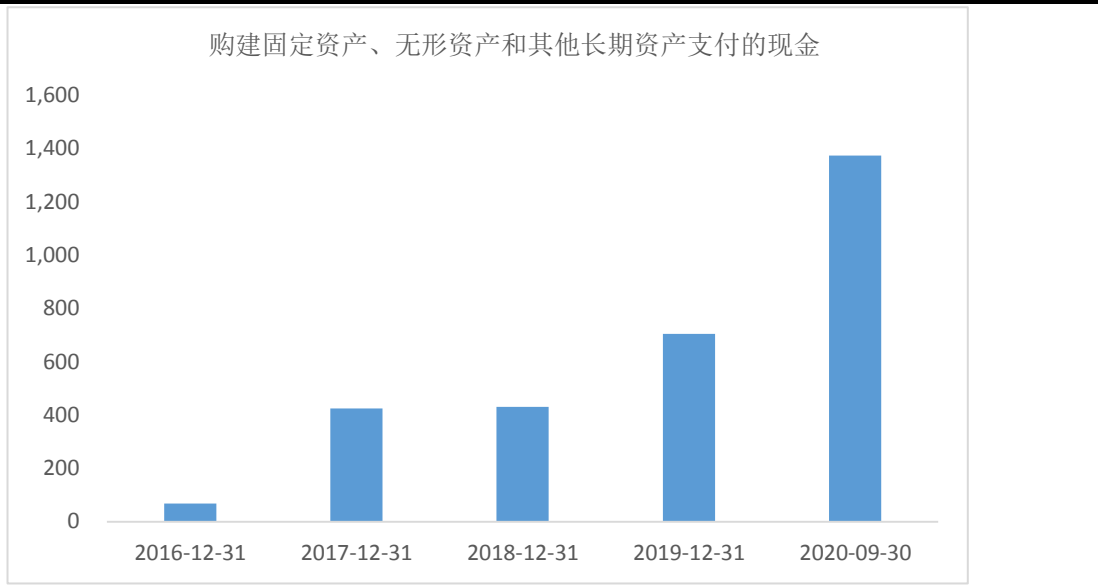


资料来源：达丰设备招股说明书、中原证券

近几年庞源租赁被并购入上市公司体内后，受益上市公司良好的融资条件，公司加大了对塔吊设备的采购力度和全国各地区的布局，公司塔吊数量从 2017 年 4000 余台迅速上升到 2020 年底约 8000 台，同期行业二梯队的达丰设备租赁、紫竹慧等公司仍维持在千余台左右的规模，公司规模优势不断扩大。公司逆势扩张，在行业低估扩大市场份额，待行业回暖有望迅速占领

市场，巩固绝对龙头优势。

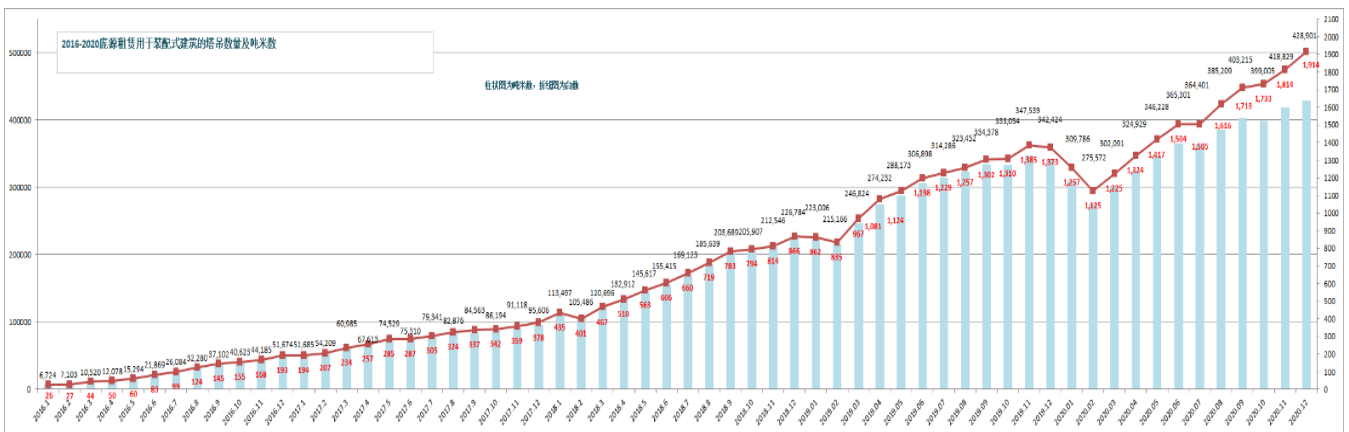
图 20: 近年来建设机械投资活动资本开支 (百万元)



资料来源: wind、中原证券

近年, 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数和吨米数快速增长, 截止到 2020 年已经有 1914 台累计 428901 吨米的塔吊用于装配式建筑, 同比过去几年均有显著的增长。

图 21: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊台数及吨米



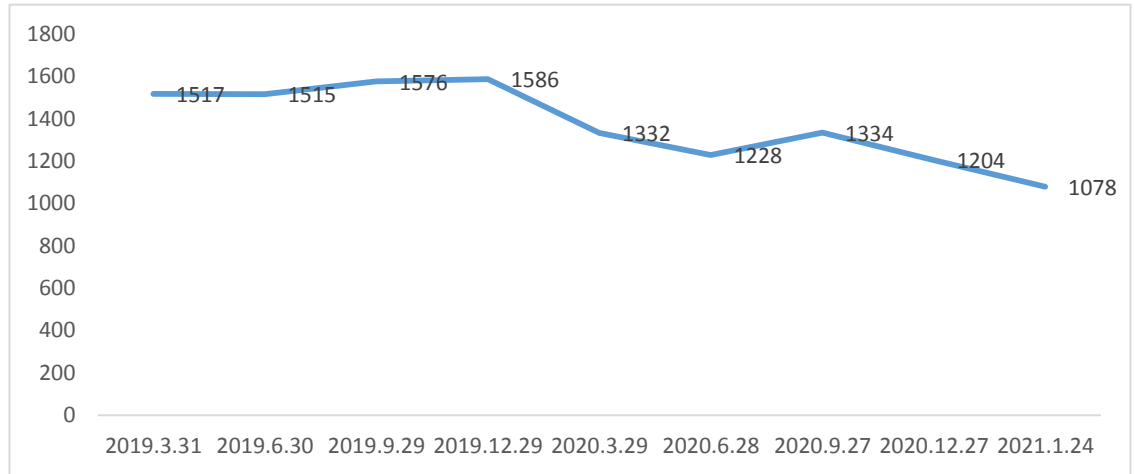
资料来源: 庞源租赁官方网站、中原证券

## 4.2. 行业低迷期公司以量补价对冲行业低谷带来的业绩波动

受疫情影响, 塔吊租赁服务需求出现较大波动, 庞源租赁塔吊租赁价格指数从 2020 年开始持续走低, 塔吊租赁市场价格开始出现明显的波动。公司以量补价, 对冲疫情冲击带来的业绩波动。2021 年 1 月 29 日公布的最新一期庞源指数跌到 1078, 距离上一轮行业大底千点附近不远, 塔吊租赁上市公司紫竹慧 2020 中报已经出现亏损。我们认为庞源指数继续下探的幅度已经很小, 行业等待回暖。



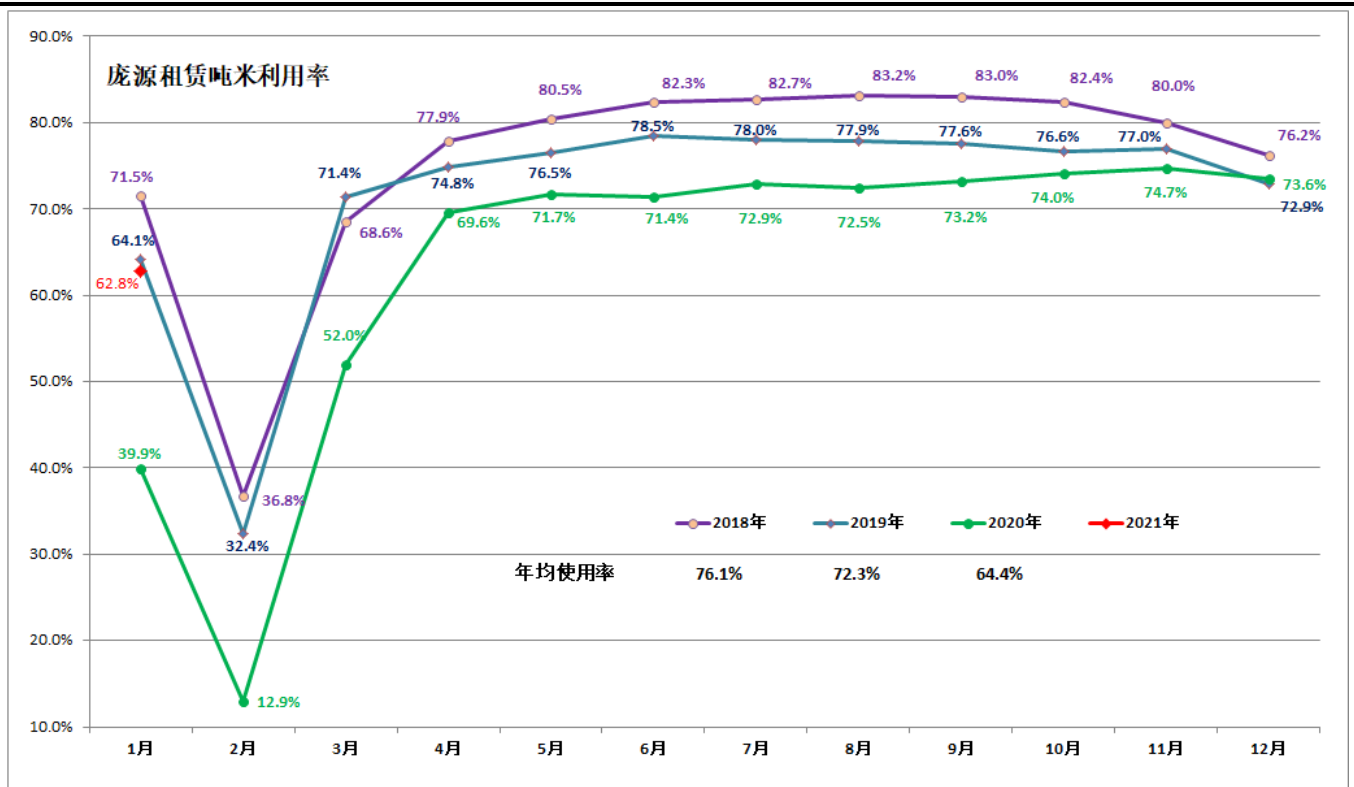
图 22: 庞源指数



资料来源: 庞源租赁官方网站、中原证券

受疫情影响,庞源租赁去年塔吊吨米利用率保持低位运行,1月,2月甚至低至39.9%、12.9%,其他月度基本保持在73%上下浮动,低于2019年及2018年的水平。2020年平均塔吊利用率仅64.4%,大大低于2019年的72.3%、2018年的76.1%。2021年1月塔吊利用率62.8%,基本持平2019年同期的水平,我们认为随着疫情的缓解,2021年预计是塔吊租赁行业业务复苏年。

图 23: 庞源租赁塔吊吨米利用率



资料来源: 庞源租赁官方网站、中原证券

## 5. 盈利预测及估值

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.14 亿、7.58 亿、9.68 亿。对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.64 元、0.78 元、1.00 元，以前收盘价 10.26 元计算，2020-2022 年 PE 分别为 16.15X、13.08X、10.25X。考虑到公司是塔吊租赁行业绝对龙头，塔吊租赁市场随着建筑业总产值稳健增长，行业空间大、龙头市场份额低，公司逆势扩张，不断扩大龙头优势，未来仍有较大的渗透空间。受疫情影响，2020 年庞源指数和塔吊利用率不断下行等影响，公司股价经过深度调整，估值已经到低位，投资价值凸显。考虑到庞源指数未来变化的不确定性，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

表 4: 同行估值比较

证券代码	证券简称	总市值 亿元	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
2153.HK	达丰设备	19.19	0.09				16.44			
834243.OC	紫竹慧	13.54	0.05				106.0			
603300.SH	华铁应急	60.48	0.43	0.36	0.44	0.56	15.33	18.42	14.91	11.81
000157.SZ	中联重科	1040.38	0.58	0.89	1.07	1.21	23.41	15.22	12.75	11.25
	平均						40.30	16.82	13.83	11.53
600984.SH	建设机械	106.37	0.61	0.67	1.00	1.33	16.64	15.12	10.20	7.65

资料来源：wind、中原证券（EPS 全部采用 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧，塔吊租赁价格持续下行，塔吊利用率继续低迷；
- 2) 塔吊需求不及预期；
- 3) 其他子公司亏损幅度加大；
- 4) 宏观经济复苏不及预期；
- 5) 扩张带来的财务费用增加及现金流恶化可能带来的不利影响。
- 6) 公司信息披露违规被处罚可能带来的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元)

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4418.18	5129.53	6482.03	8338.36	经营活动现金流	672.79	756.62	1089.11	1148.30
现金	2019A	2020E	2021E	2022E	净利润	504.75	614.18	758.42	1069.31
应收账款	2804.14	3189.36	3498.59	4217.38	折旧摊销	388.55	350.82	316.50	316.50
其它应收款	76.94	91.67	103.20	132.33	财务费用	199.96	141.75	164.64	210.87
预付账款	36.62	49.69	54.58	69.66	营运资金变动	-638.70	-318.81	-127.34	-418.15
存货	403.12	365.77	428.35	545.82	投资活动现金流	-697.86	-1261.75	-976.00	-970.00
非流动资产	5942.63	6991.81	7675.31	8358.81	资本支出	-1070.02	-1400.00	-1000.00	-1000.00
长期投资	354.66	257.86	299.50	383.59	长期投资	-122.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	4837.76	5937.17	6636.58	7336.00	筹资活动现金流	80.20	937.61	809.52	713.45
无形资产	141.50	125.59	109.68	93.77	短期借款	240.24	-1211.34	0.00	0.00
其他	608.70	671.18	629.54	545.45	长期借款	381.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	501.51	467.19	467.19	467.19	现金净增加额	55.42	432.48	922.64	891.75
流动负债	4645.92	3600.12	4025.54	4624.73	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
短期借款	1211.34	0.00	0.00	0.00	成长能力				
应付账款	1164.57	998.41	1105.66	1289.07	营业收入	45.98%	8.99%	16.15%	28.08%
其他	2270.01	2601.71	2919.88	3335.66	归母公司净利润	217.50%	26.63%	24.16%	41.85%
非流动负债	1911.54	2754.54	3729.54	4752.54	获利能力				
长期借款	387.00	387.00	387.00	387.00	毛利率	40.37%	37.39%	37.53%	38.87%
负债合计	2708.77	3687.81	4832.05	5995.33	净利率	15.44%	13.80%	13.40%	13.30%
少数股东权益	3798.41	5802.73	6438.31	7355.94	ROE	15.52%	17.33%	18.43%	20.28%
归母公司股东权益	364.83	877.92	1513.51	2431.13	ROIC	4.87%	5.07%	5.36%	6.40%
负债和股东权益	3803.35	5807.68	6443.26	7360.89	偿债能力				
利润表	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	63.29%	52.43%	54.78%	56.16%
营业收入	3251.41	3543.73	4115.99	5271.72	净负债比率	0.73	0.29	0.29	0.27
营业成本	1938.95	2218.69	2571.29	3222.68	流动比率	0.95	1.42	1.61	1.80
营业税金及附加	19.69	20.55	22.64	28.99	速动比率	0.86	1.32	1.50	1.68
营业费用	38.14	28.35	32.93	42.17	营运能力				
管理费用	263.80	318.94	353.98	448.10	总资产周转率	0.36	0.32	0.31	0.34
财务费用	199.96	141.75	164.64	210.87	应收账款周转率	1.45	1.22	1.23	1.37
资产减值损失	-7.80	125.00	100.00	80.00	应付账款周转率	1.55	2.05	2.44	2.69
投资净收益	0.00	30.00	24.00	30.00	每股指标(元)				
营业利润	568.92	720.46	894.52	1268.91	每股收益	0.52	0.64	0.78	1.11
营业外收入	6.06	9.00	10.00	11.00	每股经营现金	0.70	0.78	1.13	1.19
营业外支出	6.82	6.89	6.98	6.92	每股净资产	3.93	6.00	6.66	7.61
利润总额	568.16	722.57	897.54	1272.99	估值比率				
所得税	63.42	108.39	139.12	203.68	P/E	21.04	17.32	14.02	9.95
净利润	504.75	614.18	758.42	1069.31	P/B	2.80	1.83	1.65	1.45
归母公司净利润	505.47	614.18	758.42	1069.31	EV/EBITDA	8.98	7.29	5.85	4.01

资料来源: wind、贝格数据, 中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。