

2021年02月23日

塔机租赁行业龙头 扩张驱动业绩高增

建设机械(600984)

公司成立于1954年，原主营业务是道路工程机械产品。2015年收购庞源租赁后，一跃成为塔机租赁行业的龙头企业。庞源租赁在塔机租赁行业市占率和塔机保有量稳居行业第一。2020年，庞源租赁贡献了约90%的营收，是公司的主要收入来源。

主要观点：

► **装配式建筑兴起，塔机租赁景气度持续。**装配式建筑与传统浇灌式建筑相比，更加节约人力和工期，对环境友好。在政策的加持下，2025年我国装配式建筑渗透率将超过30%，市场规模超2万亿元，带动大中型塔机需求持续提升，根据我们测算，2025年，塔机租赁行业将达到1800亿元。

► **资金&管理优势筑造坚固壁垒，龙头地位稳固。**塔机租赁行业属于重资产服务业，需重资产投入，且管理难度高。庞源租赁与公司整合后，在资源渠道方面相互整合，资产规模迅速扩张，庞源塔机保有量已经突破7000台，2019年采购金额已经达到15亿元。随着规模的快速扩张，公司龙头地位持续稳固。

► **市占率快速提升，业绩增长空间巨大。**目前塔机租赁行业竞争格局十分分散，前五名市占率仅为4%。2019年庞源租赁市占率为2.7%，较2017年大幅提升了0.7个百分点。假设2025年庞源租赁市占率达到5%，其塔机租赁带来的营收将会翻倍，规模接近90亿元。

► **投资建议。**预计公司2020-2022年公司收入为39.79亿元、52.19亿元、66.77亿元，同比增长22.38%、31.16%、27.94%，实现归母净利润6.04亿元、8.53亿元和12.08亿元，同比增长19.56%、41.10%、41.67%。对应EPS分别为0.63、0.88、1.25元，对应PE估值水平为21.36倍、15.14倍、10.68倍。考虑到塔机租赁行业未来市场空间巨大，公司市占率不断提高，龙头地位稳固，给予公司2021年23倍PE估值，目标价格为20.24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

► **风险提示：**地产行业景气度不及预期、装配式建筑规模不及预期、融资成本上升。

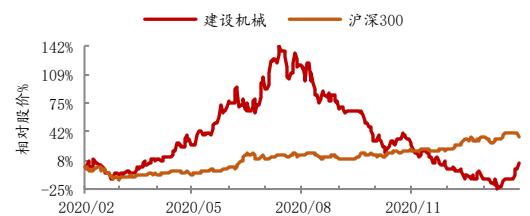
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,227	3,251	3,979	5,219	6,677
YoY (%)	21.8%	46.0%	22.4%	31.2%	27.9%
归母净利润(百万元)	164	505	604	853	1,208
YoY (%)	627.3%	208.7%	19.6%	41.1%	41.7%
毛利率 (%)	33.5%	40.4%	33.0%	39.0%	40.0%

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 20.24
最新收盘价： 13.35

股票代码： 600984
52周最高价/最低价： 31.96/9.55
总市值(亿) 129.09
自由流通市值(亿) 114.68
自由流通股数(百万) 859.06



分析师：刘菁
邮箱：liujing2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519110001

分析师：俞能飞
邮箱：yunf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519120002

分析师：田仁秀
邮箱：tianrx@hx168.com.cn
SAC NO: S1120521010001

联系人：毛冠锦
邮箱：maogj@hx168.com.cn

每股收益(元)	0.17	0.52	0.63	0.88	1.25
ROE	4.8%	13.3%	13.7%	16.2%	18.7%
市盈率	78.82	25.54	21.36	15.14	10.68

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 塔机租赁行业龙头企业.....	5
1.1. 收购庞源租赁，转型成为塔机租赁行业龙头.....	5
1.2. 国资委背景强大，陕煤集团资金实力雄厚.....	7
2. 装配式建筑前景可期，塔机租赁行业充分受益.....	7
2.1. 建筑行业蕴含巨大发展空间.....	7
2.2. 装配式建筑方兴未艾，塔机租赁渗透率稳步提升.....	8
2.3. 塔机租赁行业景气度有望持续.....	13
3. 庞源租赁：强者恒强，资本助力高增长.....	16
3.1. 业绩增长稳健，经营持续向好.....	16
3.2. 资本优势显著，市场占有率稳居行业第一.....	18
3.3. 产品结构优化，设备出租率有望进一步提高.....	20
3.4. 东南亚市场逐渐打开，海外拓展初显成效.....	20
3.5. 在手合同充裕，未来业绩高增有保障.....	21
4. 盈利预测.....	22
4.1. 收入预测.....	22
4.2. 净利润率预测.....	23
4.3. 估值.....	23
5. 风险提示.....	24

图表目录

图 1 公司重要发展节点.....	5
图 2 公司营收稳步增长.....	6
图 3 2015 年之后公司业绩改善明显.....	6
图 4 2010-2020H1 公司营收结构持续优化.....	6
图 5 2019 年建筑施工产品租赁营收占比达到 90.20%.....	6
图 6 公司股权结构.....	7
图 7 2019 年房屋施工面积增速较高.....	8
图 8 房屋新开工面积有所减缓.....	8
图 9 房屋新开工面积和竣工面积差值走高.....	8
图 10 我国建筑业产值 2024 年预计能达到 35.1 万亿.....	8
图 11 装配式住宅.....	9
图 12 首开装配式建筑模拟图.....	9
图 13 我国装配式建筑占比较低.....	10
图 14 2016-2019 年新增装配式建筑面积不断增长.....	10
图 15 2019 年新增装配式建筑面积占比达到 18.40%.....	10
图 16 庞源指数.....	12
图 17 测算装配式建筑市场规模 2025 年达到 2 万亿.....	12
图 18 我国塔式起重机服务市场的业务流程.....	13
图 19 2019 年紫竹慧管理费用占收入比重达 56.49%.....	14
图 20 塔机租赁行业服务价格不断走高.....	14
图 21 工程机械租赁行业规模不断走高.....	15
图 22 塔机租赁占工程机械租赁市场规模的 15%.....	15
图 23 塔机租赁的渗透率达到 80%.....	15
图 24 庞源租赁营收不断增长.....	17

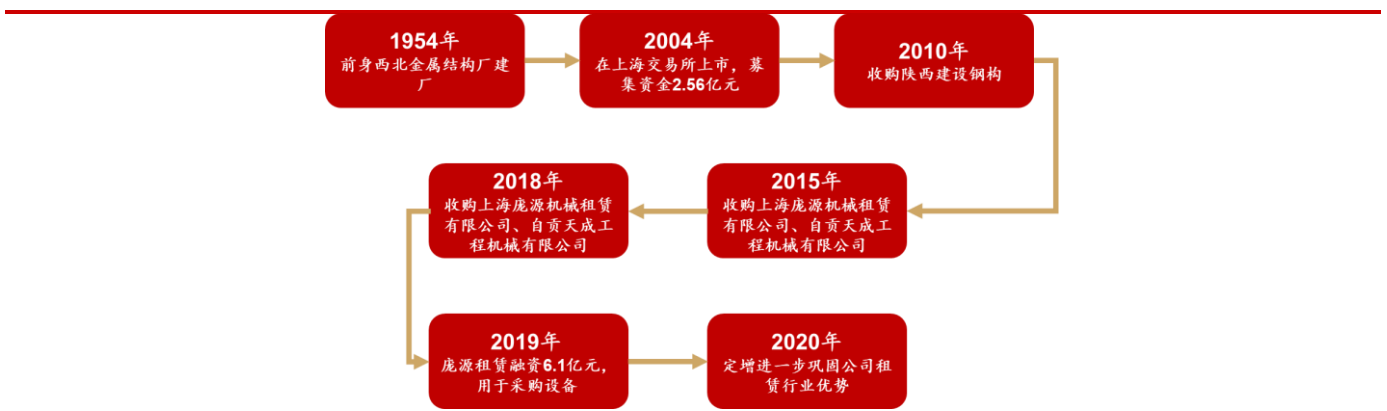
图 25 庞源租赁净利润不断增长	17
图 26 庞源租赁用于装配式建筑的塔机规模提升	17
图 27 庞源租赁毛利率稳步上涨	17
图 28 庞源租赁塔机销售/管理/财务费用规模扩大	18
图 29 庞源租赁销售/管理占营收比重下降	18
图 30 庞源租赁资金负债率有上升趋势	18
图 31 庞源租赁应收账款周转率整体向好	18
图 32 2019 年庞源租赁设备采购额达到 15 亿元	19
图 33 2019 年庞源租赁塔机数量接近 6000 台	19
图 34 2019 年庞源塔机租塔机保有量高于竞争对手	19
图 35 庞源租赁市占率不断提升	19
图 36 2019 年庞源塔机租赁市占率远远高于竞争对手	20
图 37 庞源租赁塔机平均使用率在 70%以上	20
图 38 庞源租赁海外营收逐年增长	21
图 39 庞源租赁海外毛利润增长	21
图 40 庞源租赁在手订单延续产值不断提高	21
图 41 庞源租赁在手订单延续产值/营收有所提高	21
表 1 公司子公司情况	5
表 2 公司塔机产销量情况	6
表 3 装配式建筑相对于传统现场浇筑有很大优势	9
表 4 装配式建筑政策	11
表 5 塔机按起重量分类	13
表 6 塔机市价	14
表 7 塔机租赁行业市场规模测算	16
表 8 营收预测方法一	22
表 9 营收预测方法二	23
表 10 可比上市公司估值	23

1. 塔机租赁行业龙头企业

1.1. 收购庞源租赁，转型成为塔机租赁行业龙头

老牌工程机械砥砺前行，收购庞源租赁迎来新发展。建设机械创始于 1954 年，2004 年成功在 A 股主板上市，2015 年收购庞源租赁，成功转型为工程机械租赁服务商。目前公司旗下有五家子公司，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，业务涵盖设备租赁、设备生产和销售及机构件产品生产和销售。公司工程机械业务与各子公司业务相互融合，资源互补，现已经发展成为了工程机械租赁行业龙头企业。

图 1 公司重要发展节点



资料来源：公司官网，华西证券研究所

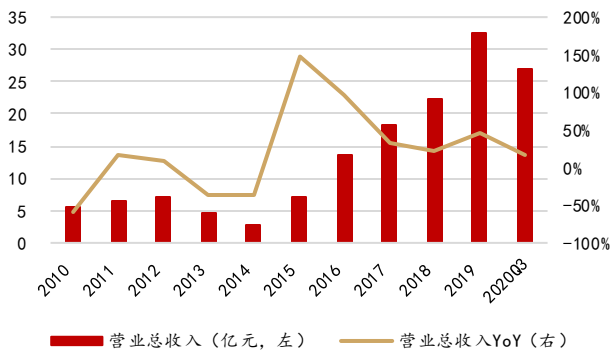
表 1 公司子公司情况

子公司	主要业务	持股比例
1 庞源租赁	主要从事塔式起重机的租赁业务	100%
2 天成机械	主要研制生产“天成”牌 QTZ63-160 系列塔式起重机，施工升降机等产品，可广泛用于工业及民用建筑、路桥等施工作业	100%
3 建设钢构	集设计、制造、安装和服务为一体的大型综合钢结构制造施工企业	100%
4 路机联盟	筑路机械的租赁	80%
5 重装工程	专业从事大型路面施工机械设备租赁、再制造、工程施工、零配件销售、技术咨询及路面材料加工与销售为一体的综合服务性	100%

资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

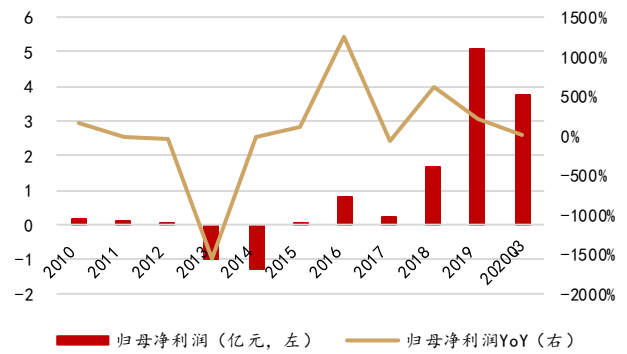
业务结构优化，租赁业务贡献突出。公司原主营业务是道路工程机械产品，营收和业绩表现较差。收购庞源租赁后，一方面，公司业营收和业绩明显改得到善，2015 年营业收入同比增长 147.61%，归母净利润同比增长达到 104.76%。另一方面公司的收入结构发生了较大的变化，截至 2019 年底，建筑施工产品租赁业务收入（即庞源租赁主营收入）已经达到 90.20%。

图2 公司营收稳步增长



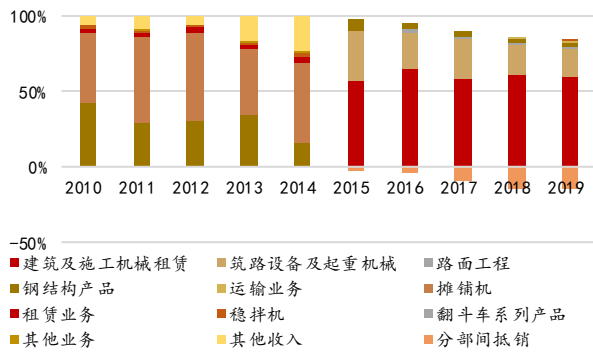
资料来源: wind, 华西证券研究所

图3 2015年之后公司业绩改善明显



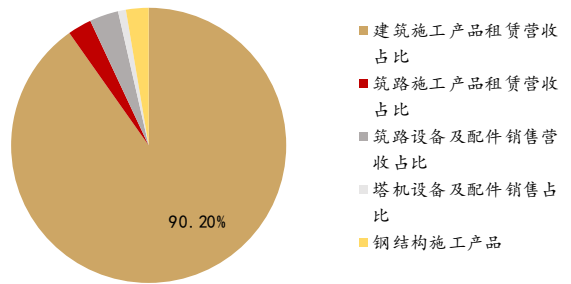
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 2010-2020H1 公司营收结构持续优化



资料来源: wind, 华西证券研究所

图5 2019年建筑施工产品租赁营收占比达到90.20%



资料来源: wind, 华西证券研究所

公司本部以路面施工机械和起重机械为主导产品。建设机械在工程机械制造业中处于中游，2015年收购天成机械后，塔机产品开始贡献收入和业绩。同时公司本部也在积极研发和生产高端塔机产品，截至2019年，高端塔机已初步形成规模，并实现了量产量销。2019年生产的689台塔机中有621台由公司本部生产，而子公司天成机械主要生产中低端塔机。路面施工机械方面，本部主导产品大型沥青混凝土摊铺机在国内享有较高知名度。

表2 公司塔机产销量情况

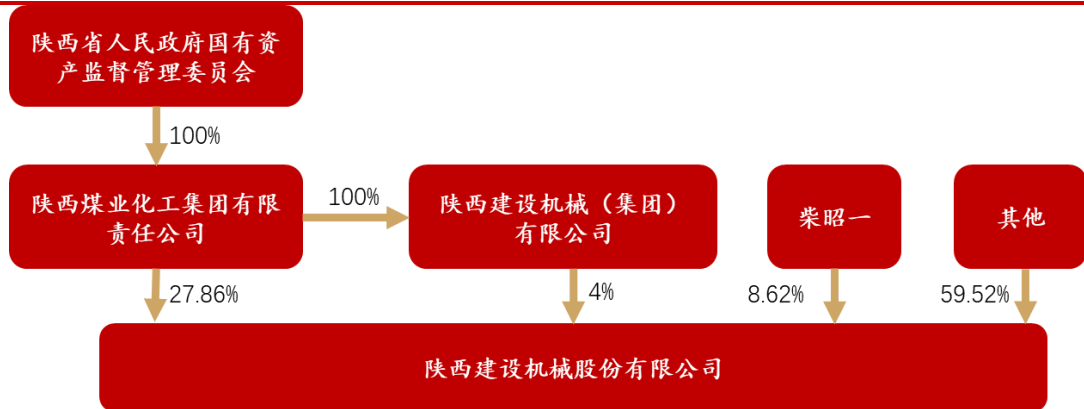
年份	塔机总产量 (台)	本部塔机产量 (台)	塔机总销量 (台)	摊铺机产量 (台)	摊铺机销量 (台)
2016	111		175	57	69
2017	451		355	98	81
2018	479		456	75	66
2019	689	621	684	58	65

资料来源: 建设机械年报, 华西证券研究所

1.2. 国资委背景强大，陕煤集团资金实力雄厚

公司依托于陕西省人民政府国有资产监督管理委员会，控股股东和实际控制人为陕煤集团。2019年，陕煤集团实现营业收入3025亿元，同比增长7.8%；利润总额155亿元，同比增长11.5%。工程机械租赁行业是重资产行业，陕煤集团凭借极强或者强大的资金实力和融资能力，对公司及其子公司业务的扩张及资本运作有较强的保障和促进作用。

图6 公司股权结构



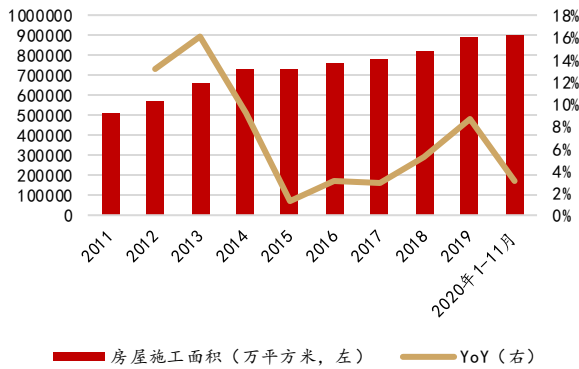
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 装配式建筑前景可期，塔机租赁行业充分受益

2.1. 建筑行业蕴含巨大发展空间

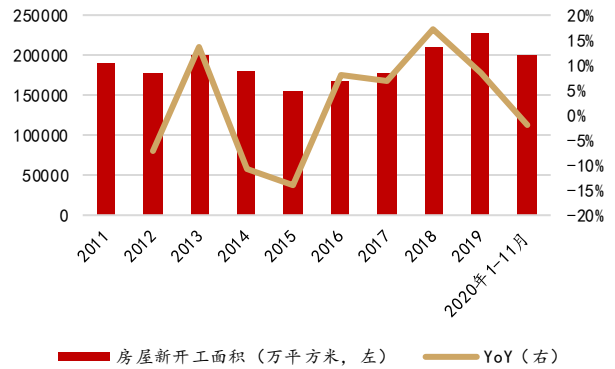
建筑行业未来市值预计达到35万亿。随着我国工业化、城市化、现代化的进程不断加快，带来了大规模基础设施建设需求，从而对建筑行业市场的内需有强力的拉动作用。2018年，基建“补短板”被提出，2019年基建投资进一步加大，施工面积和新开工面积累计同比处于高位，并且房屋新开工面积与竣工面积差额有扩大趋势，意味着开工面积存量不断加大。由于受到新冠疫情的影响，2020年1-11月施工面积和新开工面积累计同比增速暂时有所下滑。但从长期趋势来看，行业发展趋势行业发展趋势向好。根据弗若斯特沙利文预测，2024年我国建筑业产值将达到35.1万亿元。

图7 2019年房屋施工面积增速较高



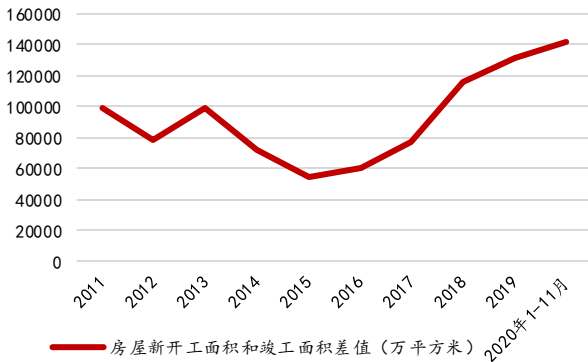
资料来源: wind, 华西证券研究所

图8 房屋新开工面积有所减缓



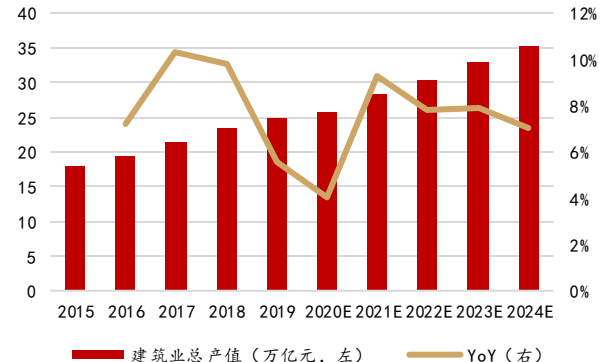
资料来源: wind, 华西证券研究所

图9 房屋新开工面积和竣工面积差值走高



资料来源: wind, 华西证券研究所

图10 我国建筑业产值2024年预计能达到35.1万亿



资料来源: 住建部, 弗若斯特沙利文, 华西证券研究所

2.2. 装配式建筑方兴未艾，塔机租赁渗透率稳步提升

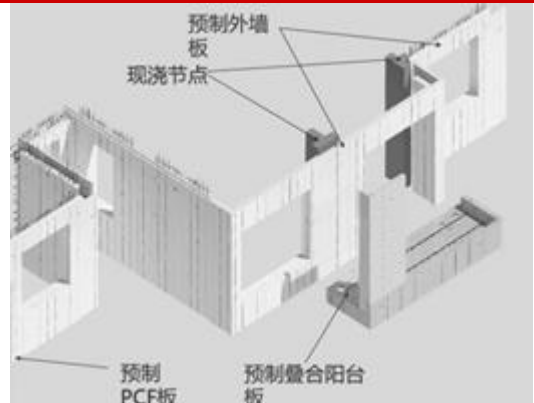
装配式建筑是指将部分构件在工厂进行标准和批量预制后，运输到施工现场，使用吊装和连接，在现场通过装配化的方式进行同步安装施工、主体施工和装修装饰，从而将建筑生产全过程联接为一个完整的产业系统，以实现建筑的生产、供给、销售和服务的一体化流程。

图 11 装配式住宅



资料来源：搜狐，华西证券研究所

图 12 首开装配式建筑模拟图



资料来源：首开集团，华西证券研究所

装配式建筑优势显著。与传统浇筑式建筑作业相比，装配式建筑在缩短工期、环保、节约人力、提高工程质量和效率方面有着显著的作用。以预制率 30%左右的 30 层装配式混凝土住宅项目和同等规模的传统建筑相比较，装配式建筑能将工期缩短 30%左右，施工人数减少 70%。同时，装配式建筑能够节约资源和能源，有效降低粉尘、噪音与建筑废物等污染。

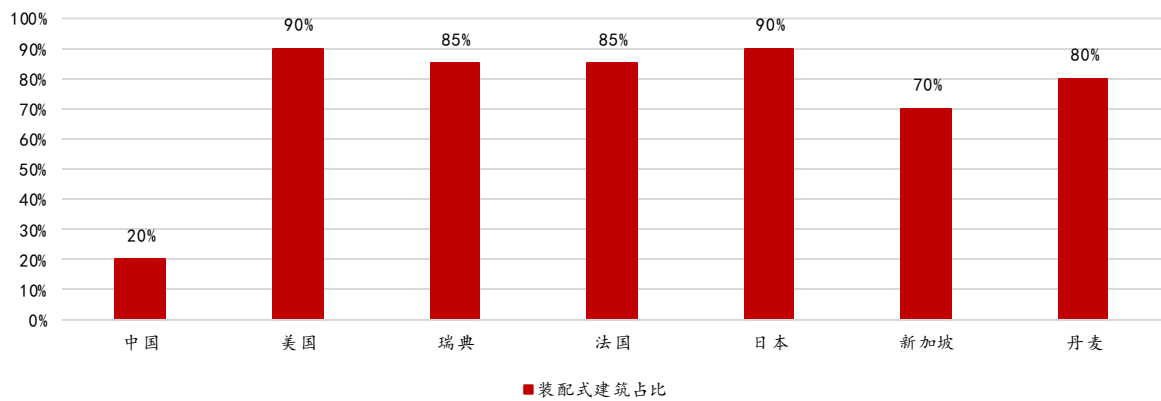
表 3 装配式建筑相对于传统现场浇筑有很大优势

	PC 装配式建筑	现场浇筑技术
工期	160-210 天	250-300 天
所需现场施工人数	40-50 人	150-160 人
水源消耗	0.051-0.067m ³ /m ²	0.085-0.09m ³ /m ²
能源消耗	7-7.1Kwh/m ²	8.9-9Kwh/m ²
建筑废物处理量	7.34-7.35kg/m ²	23.75-23.8kg/m ²
粉尘水平 (PM10)	60-75 μg/m ²	85-100 μg/m ²

资料来源：远大住工，华西证券研究所

我国装配式建筑渗透率与国外有较大差距。装配式建筑概念最早由发达国家提出并在部分发达国家发展成熟，如美国、法国、瑞典、日本、新加坡等。发达国家装配式建筑占比较高，其中美国和日本占比高达 90%。而在我国，由于技术不够成熟、成本高等诸多原因，装配式建筑的推广进程缓慢，在新建建筑中的占比不足 20%，且多用在公共场所建筑。

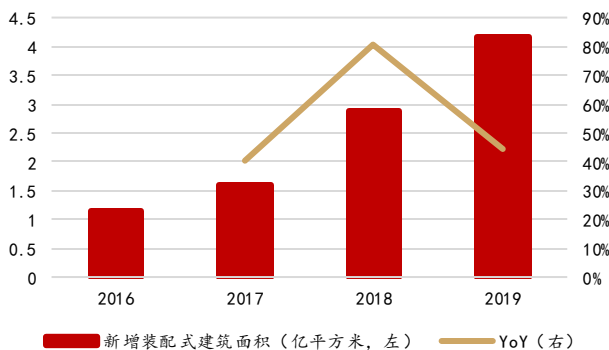
图 13 我国装配式建筑占比较低



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

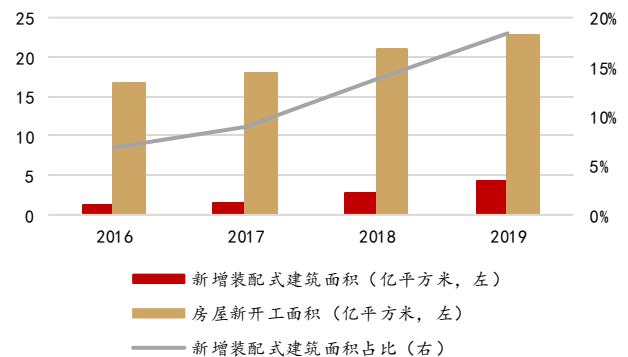
政策加码，装配式建筑占比快速提升。2016 年之后，国务院、住建部陆续发布了《关于大力发展装配式建筑的指导意见》、《建筑业发展“十三五”规划》等政策文件，各地政府也纷纷出台大力发展装配式建筑政策。在政策持续推动下，我国装配式建筑面积、行业规模迎来快速发展，2019 年全国新建装配式建筑面积为 4.18 亿平方米，同比增长 44.64%，占房屋新开工面积的比例由 2016 年的 6.83% 增长到了 2019 年的 18.40%。预计到 2026 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上。

图 14 2016-2019 年新增装配式建筑面积不断增长



资料来源：wind，华西证券研究所

图 15 2019 年新增装配式建筑面积占比达到 18.40%



资料来源：wind，华西证券研究所

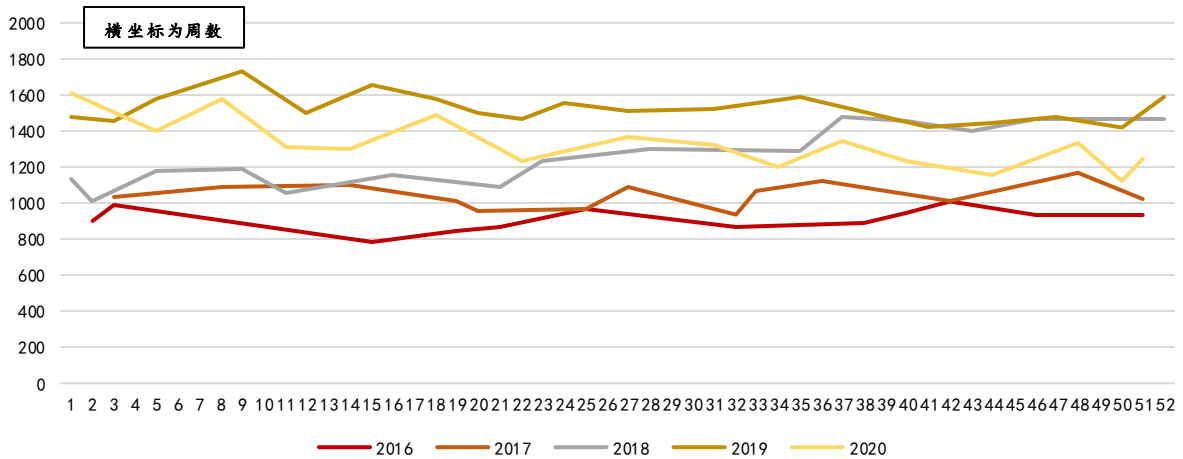
表 4 装配式建筑政策

时间	部门	文件名称	主要内容
2016.9	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》(国发办[2016]71号)	将用未来 10 年左右的时间,使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%
2017.3	住建部	《“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》	确定到 2020 年,全国装配式建筑占新建建筑比例达到 15%以上,其中重点推进地区达到 20%以上
2017.5	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年,城镇绿色建筑面积比重提高到 50%,新开工全装修成品住宅面积达到 30%,绿色建材应用比例达到 40%,装配式建筑面积占新建建筑比例达到 15%
2017.8	住建部	《住房城乡建设科技创新“十三五”专项规划》	提出构建装配式建筑技术体系
2017.9	国务院	《关于开展质量提升行动的指导意见》	再次提出大力发展装配式建筑,提高装配式建筑部品部件的质量和安全性能
2018.11	住建部	《贯彻落实城市安全发展意见实施方案》	推动装配式建筑、绿色建筑、建筑信息模型技术、大数据在建设工程中的应用,推动新型智慧城市智慧城市建设
2019.3	住建部	《建筑市场监管司 2019 年工作要点》	强调要选择部分地区开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地,在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中,明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式,推动成熟的钢结构装配式住宅体系建设
2020.7	住建部	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	大力发展装配式建筑,推动建立以标准部品为基础的专业化、规模化、信息化生产体系。加快推动新一代信息技术与建筑工业化技术协同发展,在建造全过程加大建筑信息模型(BIM)、互联网、物联网、大数据、云计算、移动通信、人工智能、区块链等新技术的集成与创新应用。

资料来源:住建部,国务院,华西证券研究所

受疫情影响景气度有所回调,但不改长期趋势。 庞源指数的基础数据为不含税的裸机吨米日单价,即去税裸机日租金/其吨米数。以 2015 年 7 月 1 日为数据起始点,新单时间单位为周,并以前 5 个数据的均值 ma(5)做为 1000 点。新单指数即为一周内新接单的约定价格转换为相应的点数,通过指数的起伏和走势反映出塔机租赁市场的趋势。2016-2019 年,庞源指数持续走高,2020 年新冠疫情压制了部分需求,指数出现回调,但仍好于 2016 和 2017 年。我们认为,新冠疫情影响短暂,并不会影响到行业的长期发展趋势。

图 16 庞源指数



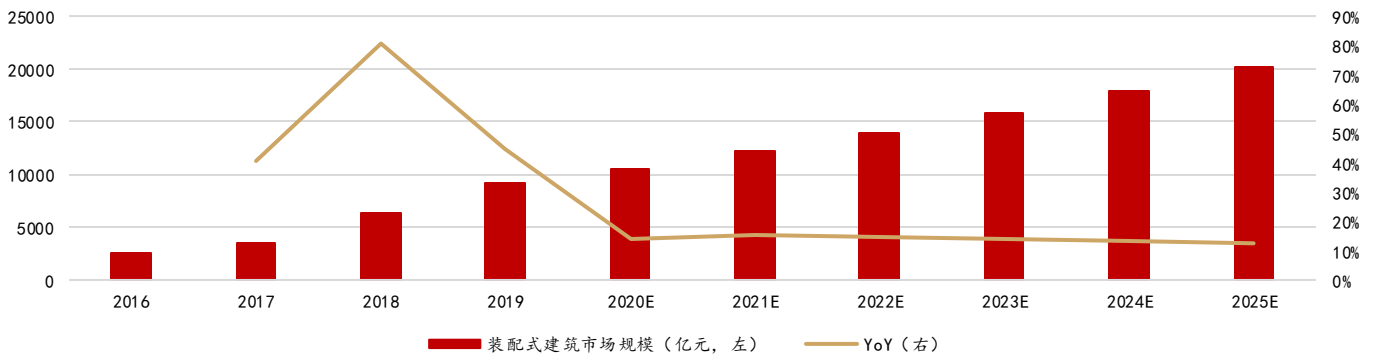
资料来源：庞源租赁官网，华西证券研究所

我们根据已有数据作为参考，以房屋新开工面积为基准，对装配式建筑未来的市场规模进行测算，假设：

- ① 房屋新增面积每年增加 5%，预计 2025 年房屋面积为 30.45 亿平方米；
- ② 预计 2025 年我国装配式建筑占房屋新增面积的 35%；
- ③ 根据市场数据，装配式建筑每平造价约 2200 元，近几年此价格维持稳定。

根据以上假设，到 2025 年，我国装配式建筑市场规模将达到 2 万亿元。

图 17 测算装配式建筑市场规模 2025 年达到 2 万亿



资料来源：华西证券研究所

2.3. 塔机租赁行业景气度有望持续

2.3.1. 重资产服务业，管理和资金壁垒高筑

塔式起重机又称塔机，是建筑工地上最常用的一种起重设备。塔机按照起重重量可以大致分为小型塔机、中型塔机和大型塔机，分别用于不同的应用场景，其中大中型塔机适用于高层建筑、装配式建筑及重型厂房等的施工中。

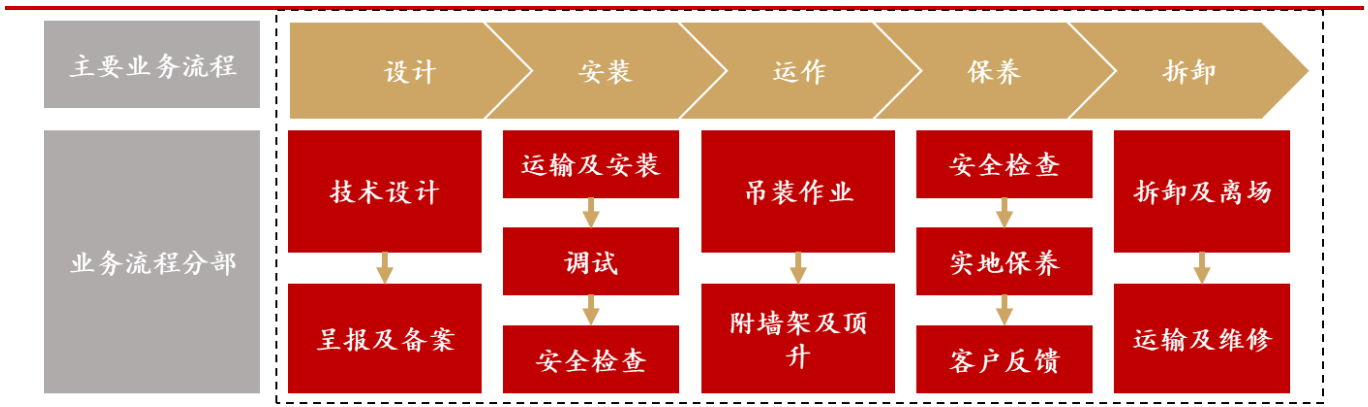
表 5 塔机按起重重量分类

分类	起重量 (吨)	起重力矩 (KN·m)	一般用于
小型塔机	550	≤400	一般用于五层以下的民用建筑施工中
中型塔机	700	600-1200	一般用于工业建筑和较高层的民用建筑、装配式建筑施工中
大型塔机	1150	≥1200	一般用于重型工业厂房以及高炉、化工塔等设备的吊装工程中

资料来源：《设计塔式起重机的 PLC 控制和变频调速系统》，华西证券研究所

塔机租赁行业属于重资产服务业，不仅出租设备，还包括项目承做前的方案设计、承做中的安装、运作和保养以及项目完成后的拆卸等工作。在此过程中，建筑承建商不仅需要支付设备租赁费用，还要支付服务费来获得设计、安装、运作、保养及拆卸等服务。

图 18 我国塔式起重机服务市场的业务流程



资料来源：达丰设备招股书，华西证券研究所

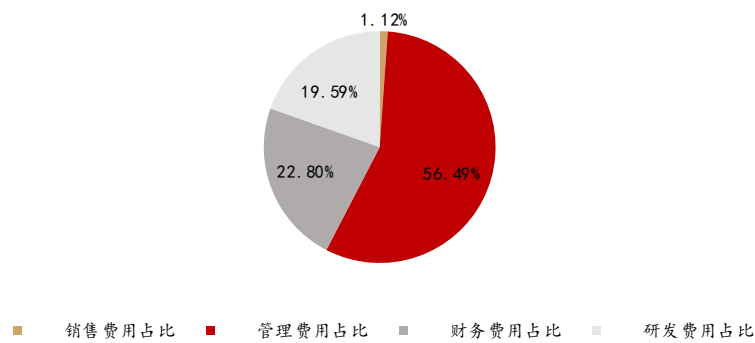
重资产和极强的管理共筑行业护城河。1) 前期投资高：起重能力超过 200 吨米的塔机市场报价一般为每台人民币 110 万元以上，起重能力超过 900 吨米的塔机市场报价一般为每台人民币 600 万元以上，因此购买设备需要重资本投入。2) 后期人员的培养、设备维护及管理成本高：塔机操作难度较高、易出现安全事故导致培养操作人员成本较高，同时还需要对设备进行不定期维护和保养，成本和管理难度比较大。根据紫竹慧年报公布的相关数据，推测塔机租赁服务人力成本占总成本比重在 50%左右。以上两点形成了塔机租赁行业较高的壁垒，导致一般企业很难进入。

表 6 塔机市价

按起重能力划分的塔机规格	平均市价 (千元/台)
80 吨米	550
150 吨米	700
200 吨米	1150
350 吨米	1750
550 吨米	3750
900 吨米	6000

资料来源：达丰设备招股书，华西证券研究所

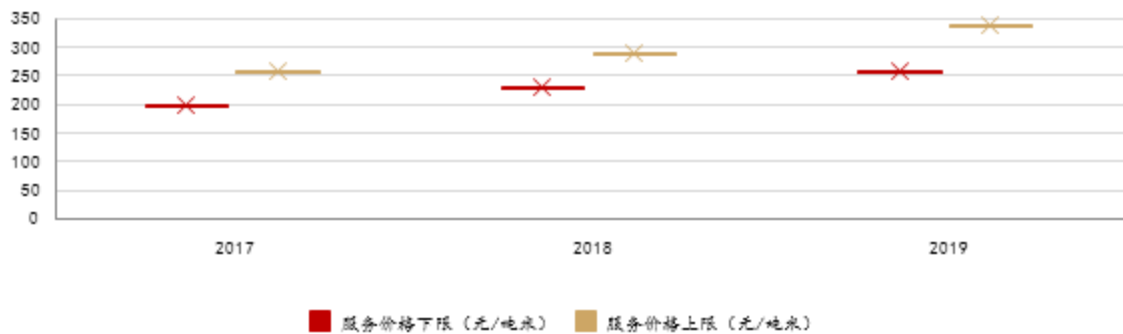
图 19 2019 年紫竹慧管理费用占收入比重达 56.49%



资料来源：紫竹慧年报，华西证券研究所

人力成本比重较高，塔机服务费用不断走高。随着对大中型塔机的需求不断增加，叠加劳动成本逐年上升，塔机每吨米使用月均服务价格近几年大幅上涨。2017 年、2018 年及 2019 年，塔机每吨米使用行业月均服务价格分别为 200 元至 260 元、230 元至 290 元及 260 元至 340 元。

图 20 塔机租赁行业服务价格不断走高

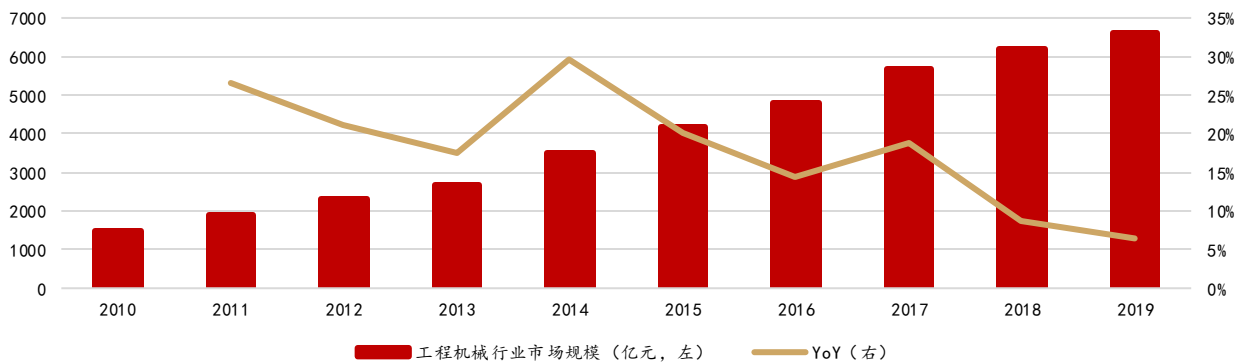


资料来源：达丰设备招股书，华西证券研究所

2.3.2. 塔机租赁渗透率快速提升，高增长空间可期

工程机械行业近几年景气度较高。工程机械行业自四万亿投资后，在 2011 年达到爆发式增长顶峰，2012-2015 年由于前期投资过热及基建、房地产行业投资规模的下滑，景气度出现断崖式下滑。2016 年后，由于基建投资回升、产品更新换代需求的加大，叠加“一带一路”带给工程机械企业走出去的机遇，工程机械行业迎来新一轮的爆发式增长，同时也促进了工程机械租赁行业的发展壮大。工程机械租赁行业规模从 2010 年 1500 亿增长到 2019 年 6600 亿，期间复合增长率高达 19.4%。

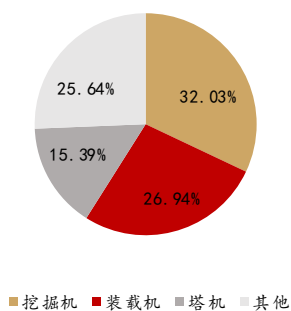
图 21 工程机械租赁行业规模不断走高



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

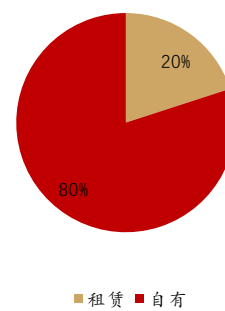
塔机租赁市场规模增长较快，目前约占工程机械行业租赁 15%。2019 年塔机租赁行业市场规模为 1016 亿元（按收入口径），占整个工程机械租赁行业的市场规模，占比已经高达 15.39%。根据中国产业信息网数据显示，2019 年塔机租赁的渗透率达到 80%左右，高于其他工程机械种类的渗透率。此外，随着装配式建筑占比逐渐提升，建筑行业所需要的塔机逐渐大型化，塔机租赁渗透率有望进一步提升。

图 22 塔机租赁占工程机械租赁市场规模的 15%



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 23 塔机租赁的渗透率达到 80%



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

根据以上的数据可以推算出 2025 年塔机租赁行业市场规模约 1800 亿元。我们采取两种测算方法相互论证：

方法 1：通过塔机租赁行业的自身的增长进行测算。

2019年，我国塔机租赁市场规模约为1016亿元。根据中国工程机械工业协会统计，市场上塔机保有量维持在42-46万台。由于塔机使用寿命较长，长达10年甚至20年，且没有强制退市要求，因此市场对新塔机的需求量不是很大，塔机保有量未来几年预计增长缓慢。结合目前塔机租赁渗透率80%这一数据，倒推出每台塔机用于租赁每年创造的收入约为22.58万元。我们认为可以做以下推算：

- ① 保守估计2025年塔机数量为45万台，但塔机租赁渗透率预计将会进一步提升至85%。
- ② 由于装配式建筑规模的迅速增长导致市场对大中型塔机的需求日益旺盛，2025年塔机平均吨米数预计提升1倍。在服务费用和租赁费用不变的情况下，平均每台塔机创造收入达45.16万元。
- ③ 由于服务费用和租赁费用有增长趋势，因此保守假设2025年平均每台塔机创造收入为48万元。

根据上述假设和推算，预计到2025年，我国塔机租赁市场规模能够达到1836亿元，年复合增速10.36%。

方法2：通过工程机械租赁行业市场规模增长进行的推演。

- ① 机械行业租赁市场规模未来预计以5%的复合增长率增长，2025年预计达到8845亿元
- ② 塔机租赁市场规模占工程机械租赁市场规模的15%增长到2025年20%。

通过测算，到2025年，塔机租赁市场规模预计达到1769亿元，2019-2025年复合增长率为9.68%。

表7 塔机租赁行业市场规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
工程机械行业租赁市场规模（亿元）	6600	6930	7277	7640	8022	8423	8845
塔机租赁占工程机械租赁市场规模的比例	15%	16%	16%	17%	18%	19%	20%
塔机租赁市场规模（亿元）	1016	1109	1164	1299	1444	1600	1769

资料来源：华西证券研究所

综上，我们预计到2025年，塔机租赁行业的市场规模在1800亿元左右，具有很大的成长空间。

3. 庞源租赁：强者恒强，资本助力高增长

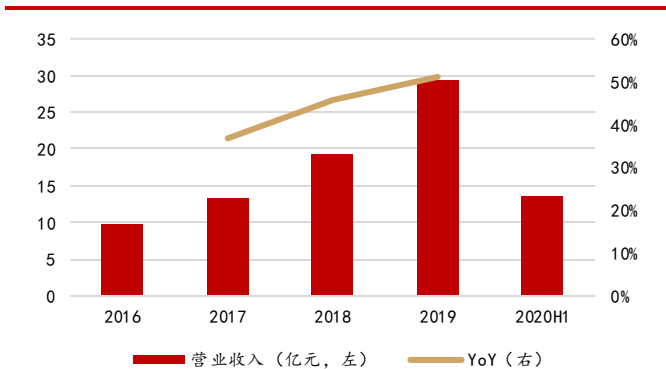
3.1. 业绩增长稳健，经营持续向好

庞源租赁是工程机械租赁服务商。庞源租赁对外租赁的建筑起重机械主要包括塔式起重机、施工升降机、履带式起重机、架桥机等，是国内规模最大、设备种类最为齐备的建筑起重机械经营租赁企业之一，可以满足不同工程的施工要求，与同行业竞争对手相比具有明显的规模优势。

业绩和营收均实现了高速增长。庞源租赁与母公司建设机械整合后，实现了资源互补，营收和业绩实现了快速增长。2019年，庞源租赁营收达到29.27亿元，同

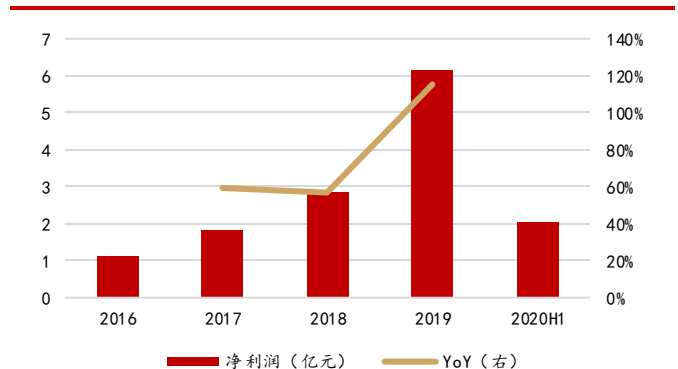
比增长了 51.11%，2017-2019 年复合增长率高达 45.16%，净利润达到了 6.18 亿元，同比增长 115.33%，2017-2019 年复合增长率更是高达 75.16%。

图 24 庞源租赁营收不断增长



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

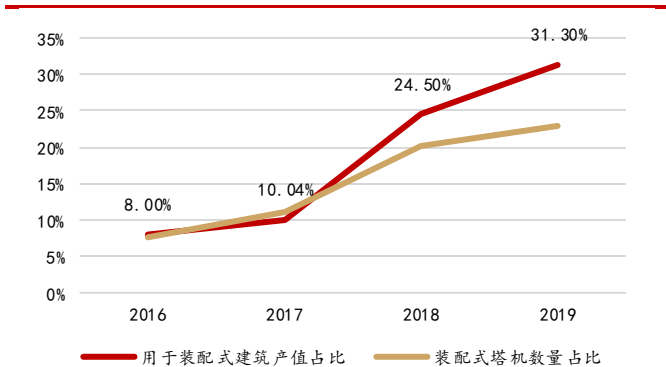
图 25 庞源租赁净利润不断增长



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

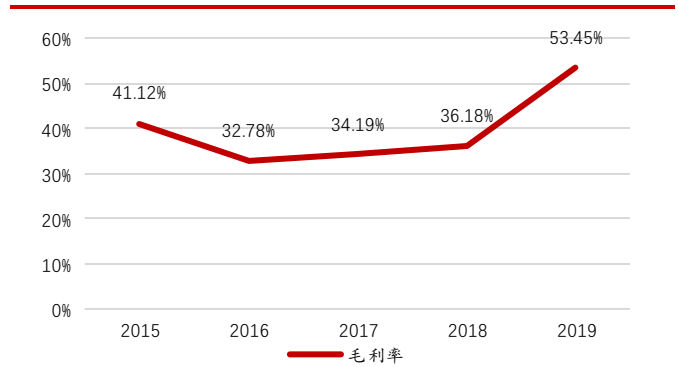
大中型塔机产值提升，毛利率表现优异。庞源租赁顺应国家推动建筑产业化转型和装配式建筑的发展趋势，通过增加大中型塔机数量降低小型塔机比重，2019 年平均每台吨米数达到 213，比 2016 年提升了 34.72%。2019 年，庞源租赁用于装配式建筑的塔机数量占比和产值占比分别达到 22.92% 和 31.30%，相对于 2016 年分别提升了 15.29 和 23.30 个百分点，每台平均吨米数在 250 以上（根据庞源官网公布数据测算）。得益于用于装配式建筑的塔机数量占比的提升，庞源租赁主营业务毛利率达到 53.45%，相对于 2016 年提升了 20.67 个百分点。

图 26 庞源租赁用于装配式建筑的塔机规模提升



资料来源：庞源租赁官网，华西证券研究所

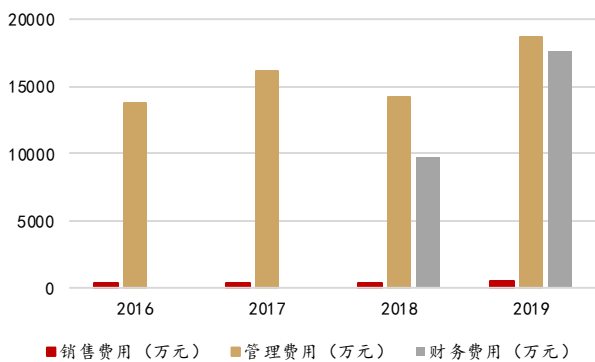
图 27 庞源租赁毛利率稳步上涨



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

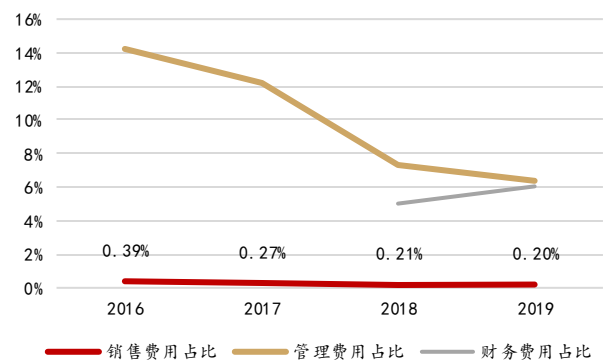
随着公司规模的扩大，庞源租赁费用率有望下降。庞源租赁销售费用较低，近两年规模虽有增长但占营收的比例持续下降，2019 年庞源租赁的销售费用仅占其营收 0.2%。主要原因是除了行业本身属性以外，庞源租赁的龙头地位和庞源指数的编制也进一步扩大了其品牌知名度。庞源租赁管理费用占营收的比例下降较快，2019 年约为 6%，相对于 2016 年下降了 7 个百分点，财务费用占应收比例略有增长，2019 年同比增加了 1 个百分点，达到 6%。未来随着庞源租赁资产规模的扩大，有望进一步摊薄各种费用。

图 28 庞源租赁塔机销售/管理/财务费用规模扩大



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

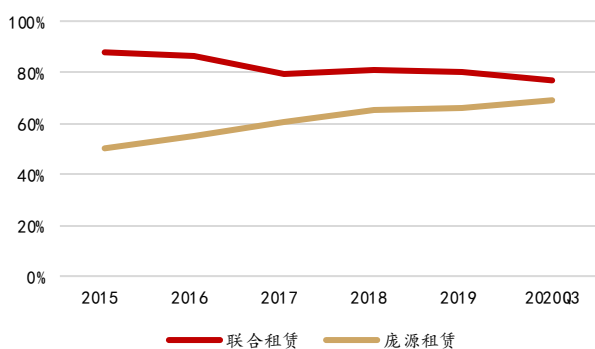
图 29 庞源租赁销售/管理占营收比重下降



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

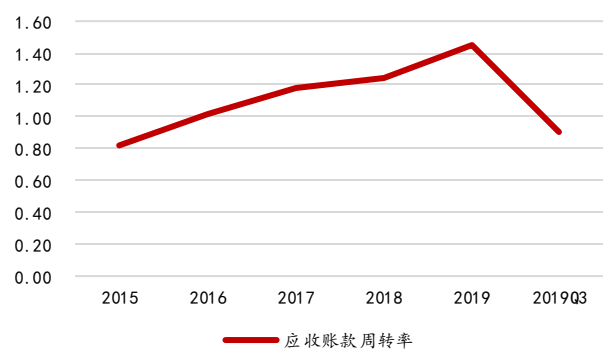
资金负债率有上升趋势，应收账款周转率整体向好。由于租赁行业需要重资撬动，因此行业资产负债率普遍较高。2019年庞源租赁资产负债率达到65.9%，2020年前三季度达到68.98%，又有所增加，但仍低于国际工程机械租赁巨头联合租赁资产负债率约8个百分点。由于庞源租赁规模扩张加快，未来资产负债率预计将会进一步增长。应收账款方面，由于是重资产行业，应收账款周转率越高，对公司的扩张更加有利。因为庞源租赁数据没有在年报中公布，这里用母公司建设机械的数据进行分析。2015-2019年建设机械应收账款周转率从0.82提升到1.45，表现优异。但受到新冠疫情影响，2020年预计会有所回落。

图 30 庞源租赁资金负债率有上升趋势



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

图 31 庞源租赁应收账款周转率整体向好

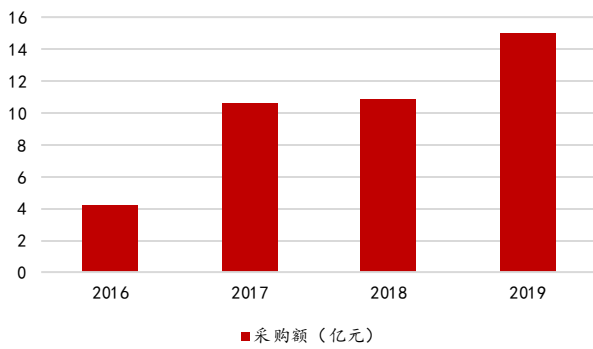


资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

3.2. 资本优势显著，市场占有率稳居行业第一

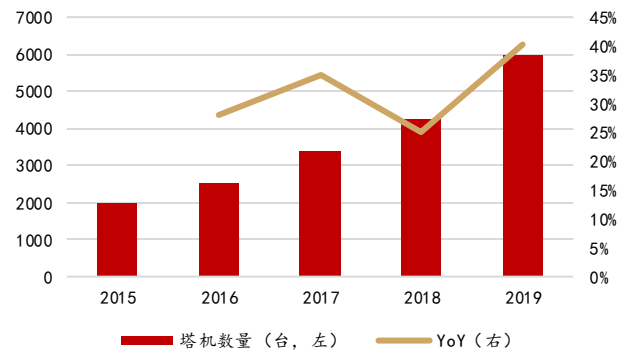
资金和渠道支持使得庞源租赁规模迅速扩大。资源整合完成后，庞源租赁充分享受了母公司在资源和渠道的优势。截至2020年11月底，母公司建设机械为子公司及其下属子公司提供担保金额为人民币22.39亿元，其中大部分是为庞源租赁提供担保用于购置塔机设备。根据建设机械年报显示，庞源租赁采购额从2016年的4.22亿元增长到2019年的15亿元，塔机数量也从2015年的1975台增长到2019年的5990台，2020年已经超过7000台，规模扩张迅猛。

图 32 2019 年庞源租赁设备采购额达到 15 亿元



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

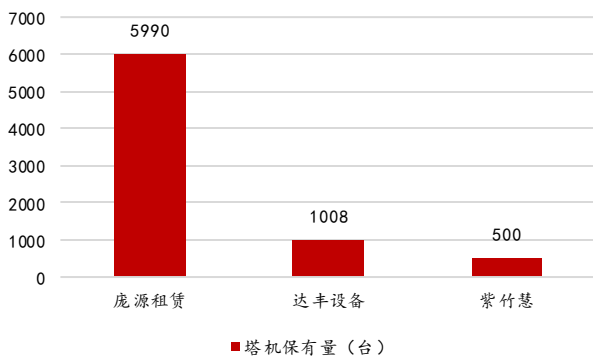
图 33 2019 年庞源租赁塔机数量接近 6000 台



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

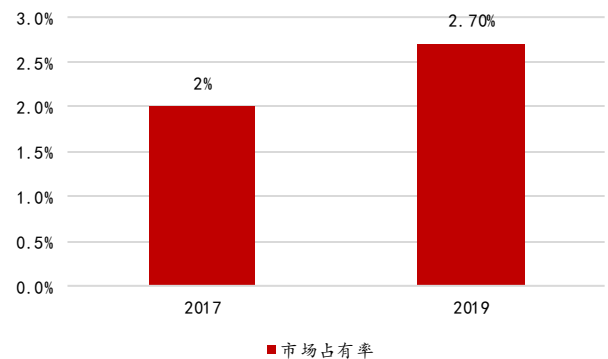
庞源租赁市场占有率不断提升，营收增长空间巨大。庞源租赁塔机保有量已经远高于行业第二的达丰设备塔机保有量 1008 台，并且市占率稳居行业第一。但从市占率数据来看，行业竞争格局十分分散，行业前五名市场占有率仅为 4%，其中庞源租赁达 2.7%，超过 2、3、4、5 名的市占率的总和。而庞源租赁本身市占率较 2017 年已经大幅提升了 0.7 个百分点。此外，2014 年，我国塔机租赁企业数量为 1.2 万家，经历一轮周期调整后，到 2018 年企业数量只剩下约 7000 多家，行业集中度也在逐渐提升。假设 2025 年庞源租赁市占率达到 5%，其塔机租赁带来的营收就有 90 亿元，规模远超现在。

图 34 2019 年庞源塔机租塔机保有量高于竞争对手



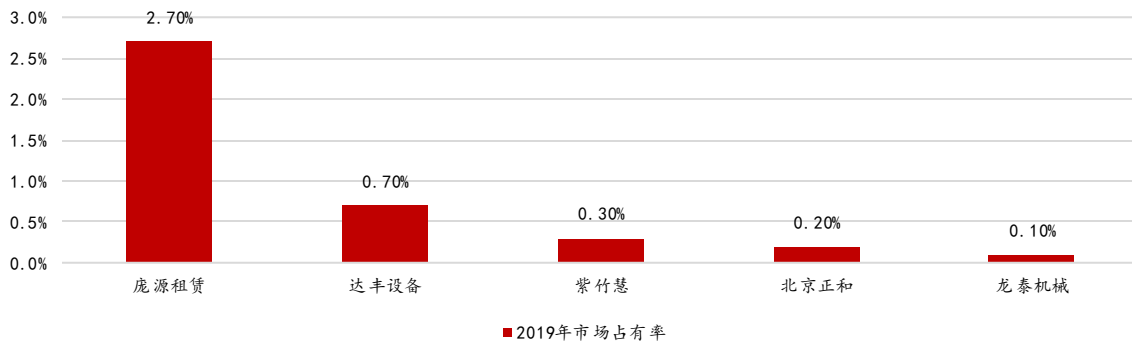
资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

图 35 庞源租赁市占率不断提升



资料来源：庞源租赁官网，华西证券研究所

图 36 2019 年庞源塔机租赁市占率远远高于竞争对手



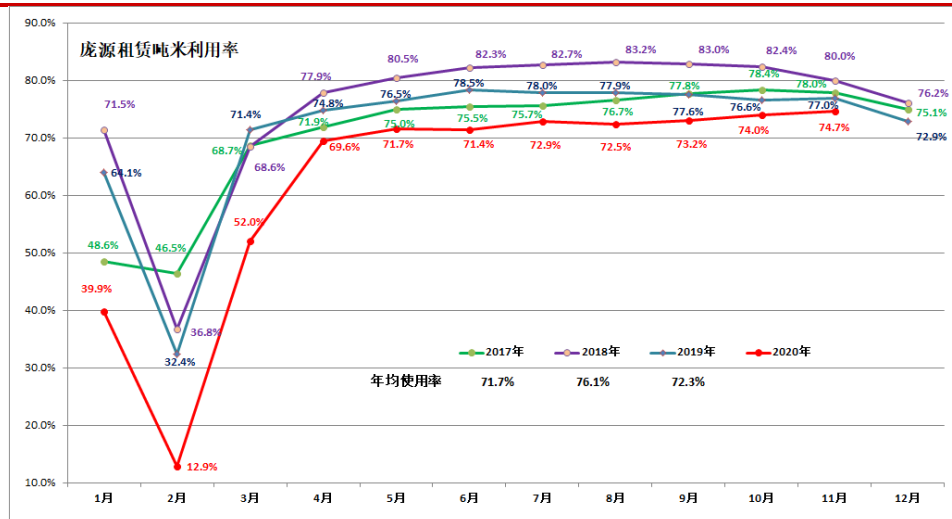
资料来源：达丰设备招股书，华西证券研究所

3.3. 产品结构优化，设备出租率有望进一步提高

设备利用率是保障工程机械租赁行业发展主要驱动因素。利用率的高低直接影响着租赁企业的营收和利润水平。目前行业平均利用率约为 60%。根据庞源租赁官网显示，2017-2019 年庞源租赁塔机的年均利用率虽然会小幅波动，但均保持在 70%以上。

随着塔机设备结构持续优化，塔机平均使用率有望进一步提升。达丰设备塔机的使用率接近 80%，我们认为主要的因素是由于庞源租赁塔机保有量基数较大，老旧塔机（特别是小型塔机）数量占比较高。随着庞源租赁设备结构的持续优化，未来使用率还有进一步的上升空间。

图 37 庞源租赁塔机平均使用率在 70%以上

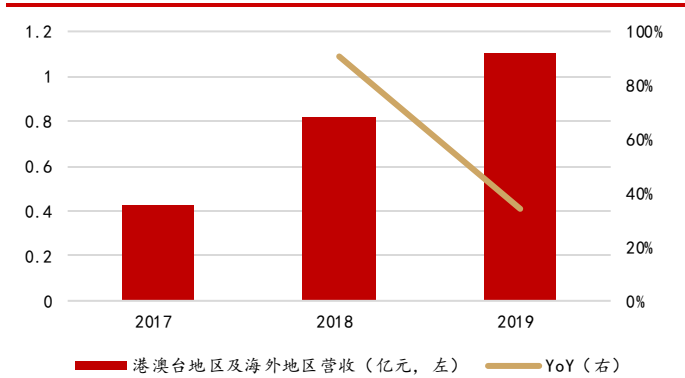


资料来源：庞源租赁官网，华西证券研究所

3.4. 东南亚市场逐渐打开，海外拓展初显成效

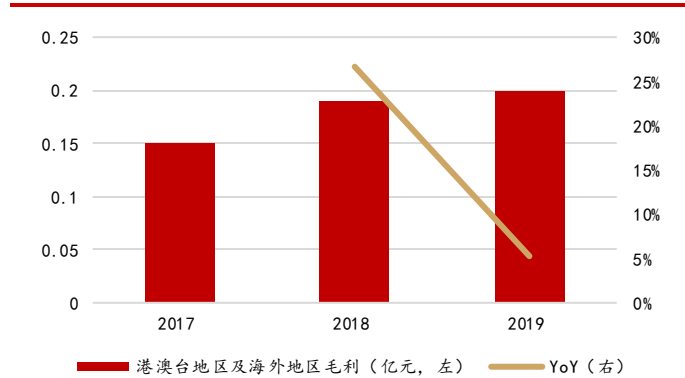
积极海外拓展，消化落后产能。目前庞源租赁已涉足菲律宾、马来西亚、柬埔寨等海外市场，并于2017年开始贡献营收和利润。2019年，庞源租赁海外营收达到1.10亿元，同比增长34.15%，贡献毛利润0.2亿元，同比增长5.26%。海外业务拓展，既增加了业绩来源渠道，消化存量老旧设备，同时也实现了塔机利用率的提高。

图 38 庞源租赁海外营收逐年增长



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

图 39 庞源租赁海外毛利润增长

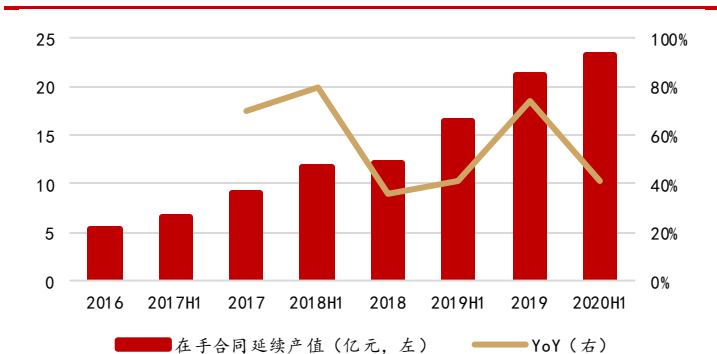


资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

3.5. 在手合同充裕，未来业绩高增有保障

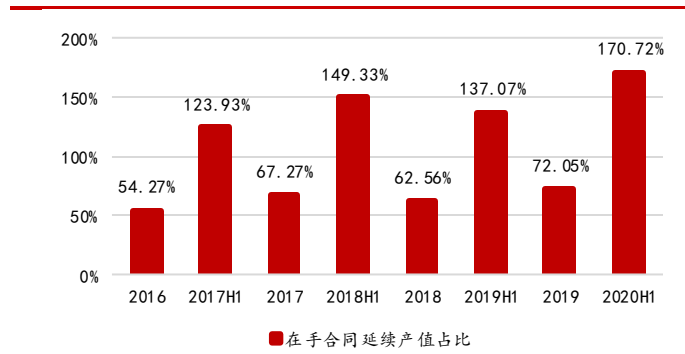
在手合同延续产值和新增合同金额均创新高，未来业绩有较强的保障。2016-2019年年末，庞源租赁在手合同延续产值持续走高，分别为5.27亿元、8.93亿元、12.12亿元、21.09亿元，年复合增长率高达58.77%，这期间庞源租赁每年在手订单延续产值与其营收占比一直维持在70%左右，较为稳定。而每年年中时的这一比例会比较高，2020上半年在手订单延续产值占比达到170.72%，同比大幅增长33.66个百分点，创下新高。随着庞源租赁下半年充分消化在手延续合同，对2020年的业绩有强力的支撑。此外，2019年新增合同金额已超过40亿元，创下新高，未来业绩高增的确定性进一步增强。

图 40 庞源租赁在手订单延续产值不断提高



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

图 41 庞源租赁在手订单延续产值/营收有所提高



资料来源：建设机械年报，华西证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 收入预测

对主营业务收入预测主要采用两种方法：

主营收入预测方法一

建筑施工产品租赁预测：公司这块业务收入来源于是庞源租赁的贡献。2016-2019 年营收增长率分别为 151.54%、36.74%、45.51%和 51.31%。营收贡献由 2015 年的 55.27%增长到 2019 年的 90.20%，随着塔机租赁行业市场规模的扩大，未来这一占比可能会继续提升。由于疫情影响，2020 年营收增速预计减缓为 25%，保守估计，2021-2022 年营收增速分别为 35%和 30%。

筑路施工产品租赁：营收占比较小，仅为 2%-3%，且营收增速波动较大。保守估计 2020-2022 年复合增速为 40%。

筑路设备及配件销售：营收占比较小，且下降较快，由 2015 年 25.16%下降到 2019 年的 3.39%。保守估计 2020-2022 年复合增速为 10%。

塔机设备及配件销售：营收占比较小，且下降较快，由 2015 年 7.60%下降到 2019 年的 0.93%。保守估计 2020-2022 年复合增速为 10%。

钢结构施工产品：营收占比较小，由 2015 年 7.40%下降到 2019 年的 2.66%。但营收规模稳定在 0.5-0.9 亿元之间。2020-2022 年预计维持 2019 年的 0.89 亿元不变。

以此方法测算，2020-2022 年营收分别为 40.24 亿元、59.61 亿元和 77.07 亿元。

表 8 营收预测方法一

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
建筑施工产品租赁 (亿元)	3.86	9.71	13.27	19.32	29.23	36.54	55.24	71.81
YOY		151.54%	36.74%	45.51%	51.31%	25%	35%	30%
筑路施工产品租赁 (亿元)	0.32	0.40	0.40	0.44	0.91	1.28	1.79	2.51
YOY		25.27%	-1.04%	11.80%	106.28%	40%	40%	40%
租赁业务销售合计 (亿元)	4.18	10.11	13.67	19.76	30.14	37.82	57.03	74.32
筑路设备及配件销售 (亿元)	1.76	1.66	1.30	1.32	1.10	1.21	1.33	1.46
YOY		-5.66%	-21.81%	2.14%	-16.91%	10%	10%	10%
塔机设备及配件销售 (亿元)	0.53	1.36	2.38	0.25	0.30	0.33	0.36	0.40
YOY		155.94%	75.34%	-89.70%	22.40%	10%	10%	10%
设备及配件销售合计 (亿元)	2.29	3.02	3.68	1.57	1.40	1.54	1.69	1.86
钢结构施工产品 (亿元)	0.52	0.58	0.89	0.89	0.86	0.88	0.89	0.89
主营业务总收入 (亿元)	6.98	13.70	18.23	22.22	32.40	40.24	59.61	77.07

资料来源：wind，华西证券研究所

主营业务预测方法二

根据前文论述，预计 2020-2022 年塔机租赁行业市场规模分别为 1109 亿元、1164 亿元和 1299 亿元。由于规模优势比较大，预计庞源租赁 2020-2022 年市场占有率分别为 3%、3.5%和 4%，则庞源租赁 2020-2022 年主营业收入分别为 35.49 亿元、40.74 亿元和 51.96 亿元。庞源租赁营收占公司营收占比有逐年增大的优势，因此保守预计 2020-2022 年庞源租赁营收占公司营收的比例分别为 90%、91%和 92%。

以此方法测算，2020-2022年营收分别为39.34亿元、44.77亿元和56.48亿元。

表9 营收预测方法二

	2020E	2021E	2022E
塔机租赁市场规模 (亿元)	1109	1164	1299
鹿源租赁市场占有率	3%	3.50%	4.00%
鹿源租赁营收 (亿元)	35.49	40.74	51.96
鹿源租赁营收在公司主营比例	90%	91%	92%
公司主营收入 (亿元)	39.34	44.77	56.48

资料来源：华西证券研究所

综合两种方法的数据取平均值，预计公司2020-2022年营收分别为39.79亿元、52.19亿元和66.77亿元。

4.2. 净利润率预测

公司净利润率增长较快，由2017年的1.27%增长到2019年的15.52%。受新冠疫情影响拖累，2020年第一季度净利润率为-13.27%，使得2020年前三季度净利率达到13.91%，随着行业景气度反弹，保守预计2020年净利率为15.35%，略低于2019年。疫情影响消退后，净利率水平大概率会有所反弹，保守预计2021和2022年净利率分别为16.51%和18.28%。

综上，预计2020-2022年公司归母净利润分别为6.04亿元、8.53亿元和12.08亿元。

4.3. 估值

预计公司2020-2022年公司收入为39.79亿元、52.19亿元、66.77亿元，同比增长22.38%、31.16%、27.94%，实现归母净利润6.04亿元、8.53亿元和12.08亿元，同比增长19.56%、41.10%、41.67%。对应EPS分别为0.63、0.88、1.25元，对应PE估值水平为21.36倍、15.14倍、10.68倍。考虑到塔机租赁行业未来市场空间巨大，公司市占率不断提高，龙头地位稳固，给予公司2021年23倍PE估值，目标价格为20.24元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表10 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	EPS (元/股)			市盈率 PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603338	浙江鼎力	2.00	1.89	2.65	35.72	66.48	47.34
000157	中联重科	0.56	0.83	1.02	12.03	16.87	13.66
603300	华铁应急	0.41	0.36	0.44	19.19	19.45	15.75
平均值		0.99	1.03	1.37	22.31	34.27	25.58

资料来源：wind，华西证券研究所 注：预测部分为wind一致预期

5. 风险提示

地产行业景气度不及预期。塔机租赁产业受到下游地产行业影响比较大，若地产行业景气度下滑，则会对塔机的需求量产生较大的负面影响，进而拖累公司业绩。

装配式建筑规模不及预期。装配式建筑对大中型塔机的需求较高，庞源租赁目前正提高大中型塔机的数量及占比，若装配式建筑规模增长较慢，会导致庞源租赁设备利用率下降。

融资成本上升。塔机租赁行业对资金需求较多，若贷款利率上升，将加大公司的融资成本，对公司的扩张不利。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,251	3,979	5,219	6,677	净利润	505	611	862	1,221
YoY (%)	46.0%	22.4%	31.2%	27.9%	折旧和摊销	389	623	414	458
营业成本	1,939	2,666	3,184	4,006	营运资金变动	-586	284	-537	-449
营业税金及附加	20	23	31	40	经营活动现金流	673	1,699	963	1,430
销售费用	38	40	94	134	资本开支	-698	-1,421	-1,052	-1,058
管理费用	264	239	418	534	投资	0	0	0	0
财务费用	200	175	220	195	投资活动现金流	-698	-1,421	-1,052	-1,058
资产减值损失	-8	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	1,422	0	0	0
营业利润	569	727	1,026	1,453	筹资活动现金流	80	-180	-225	-200
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	55	98	-314	172
利润总额	568	727	1,026	1,453					
所得税	63	116	164	233	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	505	611	862	1,221	成长能力				
归属于母公司净利润	505	604	853	1,208	营业收入增长率	46.0%	22.4%	31.2%	27.9%
YoY (%)	208.7%	19.6%	41.1%	41.7%	净利润增长率	208.7%	19.6%	41.1%	41.7%
每股收益	0.52	0.63	0.88	1.25	盈利能力				
					毛利率	40.4%	33.0%	39.0%	40.0%
					净利率率	15.5%	15.3%	16.5%	18.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	4.9%	4.9%	6.2%	7.5%
货币资金	743	840	527	699	净资产收益率 ROE	13.3%	13.7%	16.2%	18.7%
预付款项	37	93	88	109	偿债能力				
存货	403	569	686	850	流动比率	0.95	0.93	0.97	1.06
其他流动资产	3,236	4,091	5,134	6,455	速动比率	0.86	0.82	0.85	0.93
流动资产合计	4,418	5,594	6,435	8,113	现金比率	0.16	0.14	0.08	0.09
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	63.3%	64.2%	61.8%	59.6%
固定资产	4,839	5,584	6,177	6,725	经营效率				
无形资产	142	189	229	273	总资产周转率	0.31	0.32	0.38	0.41
非流动资产合计	5,943	6,740	7,378	7,978	每股指标 (元)				
资产合计	10,361	12,333	13,813	16,091	每股收益	0.52	0.63	0.88	1.25
短期借款	1,211	1,211	1,211	1,211	每股净资产	3.93	4.55	5.44	6.68
应付账款及票据	2,074	3,305	3,855	4,701	每股经营现金流	0.70	1.76	1.00	1.48
其他流动负债	1,361	1,491	1,559	1,770	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,646	6,008	6,625	7,682	估值分析				
长期借款	387	387	387	387	PE	25.54	21.36	15.14	10.68
其他长期负债	1,525	1,525	1,525	1,525	PB	2.63	2.71	2.27	1.85
非流动负债合计	1,912	1,912	1,912	1,912					
负债合计	6,557	7,919	8,537	9,594					
股本	828	828	828	828					
少数股东权益	5	11	20	33					
股东权益合计	3,803	4,414	5,276	6,497					
负债和股东权益合计	10,361	12,333	13,813	16,091					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，工学硕士，能源动力方向；专注于高端制造研究，重点覆盖光伏设备、锂电设备、激光、油服板块。

毛冠锦：复旦大学金融硕士，2021年加入华西证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。