

大中型塔机租赁龙头，市占率提升驱动成长

——建设机械深度报告

投资要点

□ 大中型塔机租赁龙头；大中型塔吊租赁未来5年复合增速19%

公司大股东为陕煤集团。全资子公司庞源租主要聚焦于大中型塔机租赁，贡献绝大部分业绩。2019年庞源租赁实现净利润6.2亿元，近5年复合增速高达61%。

装配式建筑发展带动大中型塔机租赁需求增长。国内装配式建筑渗透率有望从2019年不足15%提升至2025年的30%。2020年塔机租赁总规模为1036亿元，其中大中塔租赁市场规模为232亿元。未来5年房屋新开工面积零增长假设下，2025年塔机租赁需求将达1335亿元，年均增长5%；其中大中塔租赁需求将达543亿元，年均复合增速约19%。

□ 庞源租赁：未来5年收入复合增速超25%，市占率将从不到4%提升至10-15%

1) 市占率提升空间大。2020年庞源塔机台量市占率不足2%，总吨米数市占率约3.5%，收入规模市占率为3.7%。预计2025年庞源收入规模市占率有望提升至10-15%（工程机械租赁龙头美国联合租赁在美国超12%的市占率）。未来5年庞源租赁收入复合增速有望超25%。

2) 订单量高速增长，吨米利用率回升。2020年新增订单增长超20%；2021年1-2月新签订单量同比增长超25%。2019年庞源吨米利用率为72%，2020年受疫情影响下降到64%，2020年底到近期已逐步恢复，预计2021年全年有望超70%。

3) 资金、管理、规模优势凸显，未来5年产能年均增速超过24%。公司背靠陕煤集团，融资成本较低。目前庞源塔机存量8200多台，预计未来2年年设备投资额达20-25亿元，到2022年底塔机台量有望超1.3万台，对应总吨米数由2020年底约167万吨提升至2022年底约259万吨，年均增长超24%，增速高于行业平均水平。

□ 租赁价格：未来2年庞源指数中极有望在1000-1200点区间，公司将保持较好盈利

近期塔机设备供应增加，租赁市场竞争加剧，租赁价格有所下降。我们认为供给端扩产更多源于下游需求增长，市场尚存较大结构性增量需求，未来2年指数中极有望稳定在1000-1200点。塔机租赁服务的确认周期较长，订单执行价格初始锁定，公司存量订单平均价格相对平滑。根据我们测算，假设2022年庞源指数均值降至1100点情形下，庞源的毛利率水平仍将达37%左右。规模效应将进一步提升公司盈利能力。

盈利预测与估值

预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.7/8.0/10.0亿元，同比增长13%/41%/26%；PE为22/16/12倍。给予2021年PE22倍（行业平均PE），目标市值180亿元，维持“买入”评级。

风险提示

地产投资、装配式建筑发展不及预期；竞争格局恶化；应收账款坏账风险；母公司其他业务经营不善风险

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3251	4020	5165	6455
(+/-)	46%	24%	28%	25%
净利润	505	569	800	1005
(+/-)	209%	13%	41%	26%
每股收益(元)	0.52	0.59	0.83	1.04
P/E	25	22	16	12
P/B	3.3	2.1	1.9	1.6
ROE	14%	12%	13%	14%

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥12.83

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.20

3Q/2020 0.22

2Q/2020 0.23

1Q/2020 -0.07

公司简介

大中型塔机租赁龙头，市占率提升空间大。大中型塔吊租赁未来5年复合增速19%；公司旗下庞源租赁未来5年收入复合增速超25%；市占率将从不到4%提升至2025年的10-15%。

分析师：邱世梁

执业证书号：S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005

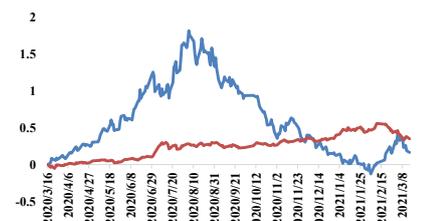
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：潘贻立

执业证书号：S1230518080002

panyili@stocke.com.cn

—建设机械 —沪深300



投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计公司 2020-2022 年收入为 40/52/65 亿元, 同比增长 24%/28%/25%; 归母净利润为 5.7/8.0/10.0 亿元, 同比增长 13%/41%/26%; 对应 PE 为 22/16/12 倍。

给予 2021 年 PE 22 倍(行业平均 PE), 目标市值 180 亿元, 维持“买入”评级。

● 关键假设、驱动因素与主要预测

- 1) 假设未来 5 年房屋新开工面积不增长, 装配式建筑从 2019 年不足 15% 提升至 2025 年的 30%。
- 2) 装配式建筑 PC 构件呈大型化趋势, 塔机租赁单台吨米数将上行。
- 3) 庞源指数未来 2 年基本保持平稳或略下滑, 维持在 1000-1200 点区间。
- 4) 假设 2021-2022 年庞源年新增设备采购计划为 20 亿元、25 亿元。
- 5) 2021 年吨米利用率有望恢复到 2019 年水平, 达到 70% 以上。

● 我们与市场的观点的差异

市场担心: 地产政策收紧; 回款难; 设备供给增加导致租赁价格持续走低。

我们认为:

- 1) 装配式建筑发展驱动塔机租赁中长期需求, 国内装配式渗透率有望从 2019 年不到 15% 提升至 2025 年的 30%, 公司在大中型塔机租赁市场中优势明显;
- 2) 回款难是地产资金链紧张短期现象, 公司已加大回收力度;
- 3) 公司规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响, 提升盈利能力;
- 4) 庞源价格指数下行空间有限, 未来市场竞争逐步趋于理性, 价格波动幅度有望减小。

● 催化因素

庞源价格指数回升; 吨米利用率提升; 新签订单量大幅增长; 公司加大设备采购提升市占率; 回款现金流改善

● 风险提示

地产新开工增速及装配式建筑发展不及预期; 设备供给端产能过剩导致行业竞争格局恶化; 应收账款难以回收造成坏账风险; 母公司其他业务经营不善

正文目录

1. 大中型塔机租赁龙头，庞源租赁近 5 年净利润年均增长 61%	5
1.1. 旗下庞源租赁为大中型塔机租赁龙头	5
1.2. 背靠世界 500 强陕煤集团，给予庞源租赁强力支持	6
2. 受益装配式建筑发展，大中塔吊租赁未来 5 年复合增速 19%	6
2.1. 装配式建筑大力发展，提升大中型塔吊租赁景气度	6
2.2. 2025 塔机租赁总规模将达 1335 亿元，复合增速 5%；大中塔租赁规模为 543 亿，复合增速 19%	7
3. 庞源租赁优势明显：市占率有望从近 4%提升至 10-15%	10
3.1. 资金、管理、规模优势助扩张，近 3 年塔机总吨米数年均增长 32%	10
3.2. 行业存较大优化空间，2025 年庞源市占率有望提升至 10%-15%	11
3.3. 订单量高增长，吨米利用率回升，未来 5 年收入年均增速将超 25%	15
4. 庞源指数：未来 2 年将维持 1000-1200 点，下行影响有限	16
4.1. 庞源指数周期波动趋缓，预计未来 2 年在 1000-1200 区间	16
4.2. 庞源指数下行对庞源租赁盈利能力影响有限	16
5. 盈利预测与投资建议	19
5.1. 盈利预测与估值	19
5.2. 核心风险	21

图表目录

图 1: 并购庞源后，建设机械收入年均增长 42%	5
图 2: 建设机械近三年扣非净利润年均增长 111%	5
图 3: 2019 年庞源租赁收入占比为 90%	5
图 4: 庞源净利润近 5 年复合增速高达 61%	5
图 5: 建设机械背靠世界 500 强陕煤集团	6
图 6: 2019 年我国装配式建筑渗透率仅为 13.4%，远低于发达国家水平	7
图 7: 塔机保有量增速与房屋新开工面积增速有一定相关度	7
图 8: 《庞源在线》设备概况大屏展示国内网点布局	10
图 9: 庞源租赁：近三年塔机总吨米数年均增速达 32%	11
图 10: 2019 年全球租赁企业前 10 强收入增速为 12.4%，高于前 100 强的 9.9%	11
图 11: 2019 年庞源租赁收入规模不足联合租赁的 5%	12
图 12: 2019 年庞源租赁收入、利润、设备规模分别为达丰设备的 4 倍、9 倍、6 倍	13
图 13: 2019 年庞源租赁 ROE 比达丰设备高 14pct	14
图 14: 2019 年庞源租赁净利率水平两倍于达丰设备	14
图 15: 庞源用于装配式建筑塔吊租赁产值占比呈提升趋势	14
图 16: 庞源塔机平均起重力矩超 200 吨米，远超行业单机平均	14
图 17: 庞源 2020 年新签订单同比增长 20%	15
图 18: 庞源 2020H1 在手合同订单同比增长 41%	15

图 19: 2021 年庞源吨米利用率有望达到 70%以上	15
图 20: 近 5 年庞源指数平滑后在 1000-1400 点之间波动	16
图 21: 近期庞源指数由 1 月下旬 1078 点回升至 1150 点以上	16
图 22: 庞源毛利率变动滞后于庞源指数, 且表现更为平滑	17
表 1: 庞源贡献了建设机械大部分利润	6
表 2: 2025 年大中型塔机租赁市场规模将达到 543 亿元, 未来 5 年 CAGR 为 19%	8
表 3: 按未来 5 年房屋新开工面积增速-5%的最悲观假设, 大中型塔吊租赁规模仍有 13%的年均增速	9
表 4: 联合租赁的规模扩张: 积极收购各类设备供应及租赁商	13
表 5: 湿租模式需更注重管理和服务	13
表 6: 假设 2020-2022 年设备折旧费分别为 4.7/6.0/7.5 亿元	18
表 7: 庞源指数敏感性测试: 庞源规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响	18
表 8: 建设机械细分业务收入和毛利率预测(中性)	20
表 9: 悲观情形下, 建设机械未来 2 年归母净利润复合增速仍有望达 21%	20
表 10: 与国内外可比公司相比, 考虑公司业绩成长性好, 公司估值水平具提升空间	21
表附录: 三大报表预测值	22

1. 大中型塔机租赁龙头，庞源租赁近5年净利润年均增长61%

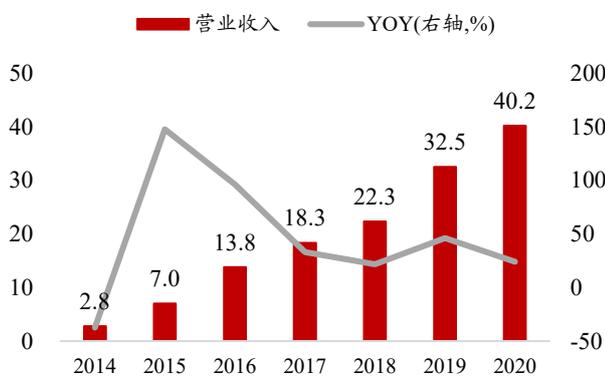
1.1. 旗下庞源租赁为大中型塔机租赁龙头

建设机械创建于1954年，传统业务为工程机械制造，包含塔式起重机、路面摊铺机械、桩工机械。

2015年收购上海庞源租赁和四川自贡天成工程机械(主营业务为中低端塔吊)后，从工程机械设备制造进入工程机械设备租赁行业。

并购庞源租赁后，公司业绩实现大幅增长，扣非归母净利润由2015年的亏损增长至2020年的5.6亿元。

图 1：并购庞源后，建设机械收入年均增长 42%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

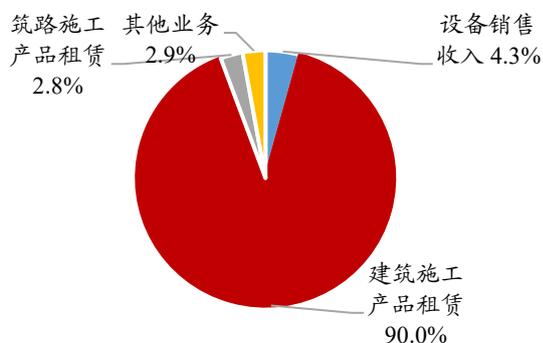
图 2：建设机械近三年扣非净利润年均增长 111%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

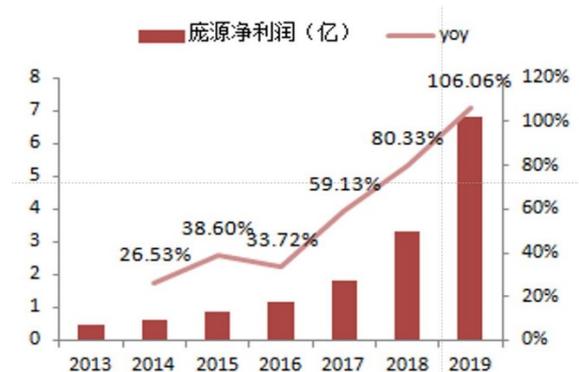
庞源租赁收入占比为90%，贡献了建设机械大部分利润。2019年建设机械总收入为32.5亿，同比增长46%，归母净利润为5.1亿元，同比增长209%。其中，建筑施工产品租赁收入为29亿元，占比90%，主要是庞源租赁塔吊设备租赁收入。庞源2019年实现净利润6.2亿元，近5年复合增速高达61%。

图 3：2019年庞源租赁收入占比为90%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 4：庞源净利润近5年复合增速高达61%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 1：庞源贡献了建设机械大部分利润

公司名称	持股比例 (%)	2019 年营收(亿元)	2019 年净利润(亿元)
庞源租赁	100	29.3	6.2
自贡天成	100	0.6	-0.9
建设钢构	100	0.9	-0.03
重装工程	100	0.9	-0.04
路机联盟	80	0.1	-0.02

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

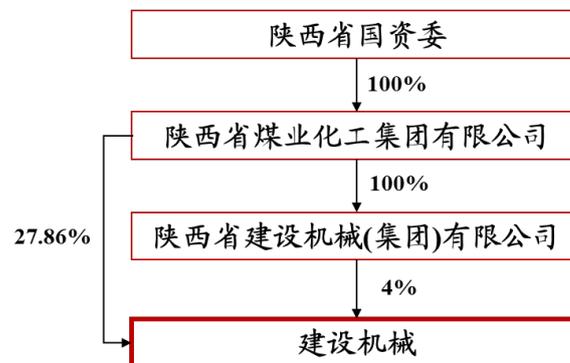
1.2. 背靠世界 500 强陕煤集团，给予庞源租赁强力支持

陕西煤业化工集团直接持股 28%，通过子公司陕西建设机械集团间接持股 4%，合计持股 32%。

陕煤集团资金实力雄厚，连续 6 年上榜《财富》世界 500 强，2020 年实现营业收入 3400 亿元，同比增长 12.4%；利润总额 173 亿元，同比增长 10.2%；全年固定资产投资 232 亿元，超额完成了陕西省国资委下达的任务目标。

陕煤集团利用其资金实力和公司地位，给予了庞源强有力的支持。

图 5：建设机械背靠世界 500 强陕煤集团



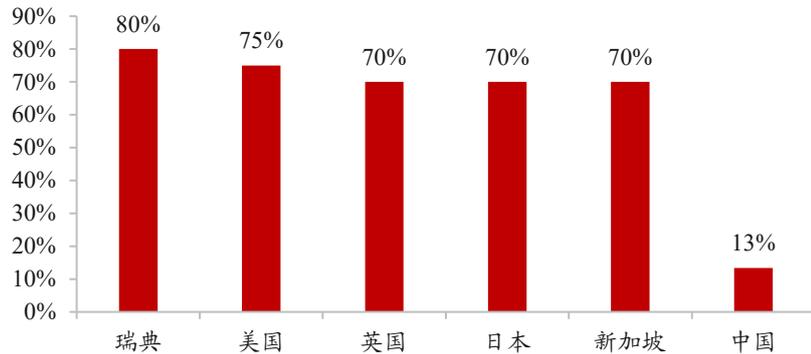
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 受益装配式建筑发展，大中塔吊租赁未来 5 年复合增速 19%

2.1. 装配式建筑大力发展，提升大中型塔吊租赁景气度

国内装配式建筑渗透率有望从 2019 年不足 15% 提升至 2025 年的 30%。根据我国国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作若干意见》，到 2025 年全国装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。住建部公布的《2019 装配式建筑发展概况》显示：2019 年装配式建筑新开工面积为 4.2 亿 m²，渗透率为 13.4%。其中，重点推进地区新开工装配式建筑占全国的 47.1%，积极推进地区和鼓励推进地区新开工装配式建筑占全国的总和为 52.9%；上海市 2019 年新开工装配式建筑面积 3444 万 m²，占新建建筑的比例达 86.4%。

图 6：2019 年我国装配式建筑渗透率仅为 13.4%，远低于发达国家水平



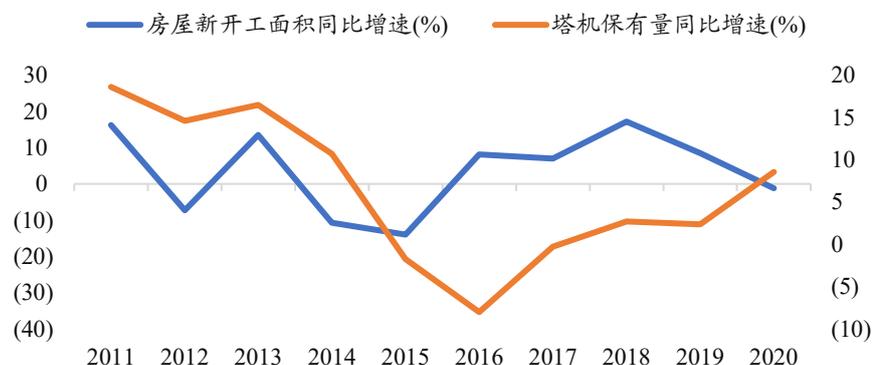
资料来源：中国装配式建筑网、浙商证券研究所

装配式建筑 PC 构件大型化长期趋势不变，塔机吨米数均值有望回归上行，租赁运输半径缩小。目前我国装配式建筑的预制件重量在 2-3 吨，大大超过传统散料运输重量，通常需要 150 吨米以上的大中型塔机。2020 年塔吊设备销量近 4 万台，市场销售总规模约 330 亿元，据统计估算庞源的设备采购份额约达 5% 以上。由于建筑工业化的经济性还未得到体现，设备供给为适应装配式建筑下沉渗透过程中的过渡性需求而呈现小型化的阶段性特点。长期来看，随着预制件规模化产能逐步实现，PC 构件大型化仍是必然趋势，塔机单台吨米数均值有望回归上行，租赁运输半径进一步缩小。中国装配式建筑渗透率远低于发达国家，存在较大提升空间，将催生大中型塔吊租赁长期景气度。

2.2. 2025 塔机租赁总规模将达 1335 亿元，复合增速 5%；大中塔租赁规模为 543 亿，复合增速 19%

塔机保有量增速与房屋新开工面积高度相关。2016-2017 年走势各异主要原因是塔机销量远低于淘汰数量使得塔机存量萎缩，2020 年房屋开工面积受疫情及地产政策收紧影响，而疫情后工程机械销售火爆。因此我们以房屋新开工面积增速为基础假设来预测未来 5 年塔机租赁总规模。

图 7：塔机保有量增速与房屋新开工面积增速有一定相关度



资料来源：wind、浙商证券研究所

预测思路: 将新建建筑拆为装配式建筑及其他建筑, 分别对应大中塔及小塔租赁市场; 以新开工建筑面积、单位面积所需吨米数、单位吨米年租赁价格测算出两类塔机租赁市场规模。

基本假设:

1) 新开工建筑面积与房屋新开工面积关系: 新开工建筑面积与房屋新开工面积统计口径不同, 为包含关系。2019 年房屋新开工面积为 22.7 亿平方米; 装配式建筑新开工面积为 4.2 亿平方米, 渗透率为 13.4%, 反算出新开工建筑面积为 31.2 亿平方米, 而 2019 年房屋新开工面积为 22.7 亿平方米。据此我们假设新开工建筑面积为房屋新开工面积的 1.4 倍。

2) 面积: 保守假设未来 5 年房屋新开工面积不增长; 装配式建筑渗透率到 2025 年达到 30%, 5 年间渗透率线性增长。

3) 小塔(150 吨米以下): 假设 2019 年小塔的覆盖面积为 4500 平方米/台, 覆盖面积每年缩小 2%; 2019-2021 年以租赁方式使用的比例分别为 78%、80%、81%, 此后逐年增长 1pct; 平均吨米数为 100 吨米。

4) 大中塔(150 吨米以上): 假设 2019 年大中塔的平均吨米数为 250 吨米, 并受 PC 构件大型化影响每年增长 4%; 覆盖面积为 8000 平方米/台, 吨米数增大将缩小运输半径, 因此假设覆盖面积每年缩小 2%; 2019 年以租赁方式使用的比例为 80%, 此后逐年增长 1pct。

5) 租赁价格(包含服务价格): 2019 年单位吨米每年租赁价格 0.3 万元/吨米, 是由庞源当年营收/(总吨米数*吨米利用率) 所得, 当年的庞源指数为 1525, 此后单位租赁价格以该比例计算; 假设 2021 年、2022 年的庞源指数分别为 1150 点、1100 点, 之后逐年回升 50 点。

表 2: 2025 年大中型塔机租赁市场规模将达到 543 亿元, 未来 5 年 CAGR 为 19%

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
房屋新开工面积(亿平方米)	22.7	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
YOY		-1%	0%	0%	0%	0%	0%
基准新开工建筑面积(亿平方米)	31.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
装配式建筑面积(亿平方米)	4.2	5.5	6.3	7.0	7.8	8.5	9.2
YOY		32.7%	13.3%	11.8%	10.5%	9.5%	8.7%
渗透率	13.4%	18.0%	20.4%	22.8%	25.2%	27.6%	30.0%
其他建筑新开工面积(亿平方米)	27.0	25.3	24.5	23.8	23.1	22.3	21.6
大中塔单台覆盖面积(平方米/台)	9000	8820	8644	8471	8301	8135	7973
需要大中塔数量(万台)	4.6	6.3	7.3	8.3	9.4	10.5	11.6
大中塔租赁渗透率	80%	81%	82%	83%	84%	85%	86%
用于租赁的大中塔数量(万台)	3.7	5.1	6.0	6.9	7.9	8.9	10.0
平均吨米数	250	260	270	281	292	304	316
大中塔总吨米数(万吨米)	929	1325	1613	1936	2298	2703	3155
吨米利用率	70%	68%	70%	70%	70%	70%	70%
庞源指数	1525	1310	1150	1100	1150	1200	1250
单位吨米每年租赁价格(万/吨米)	0.30	0.26	0.23	0.22	0.23	0.24	0.25
大中塔租赁规模(亿元)	195	232	255	293	364	447	543

YOY		19.0%	10.0%	14.8%	24.1%	22.7%	21.6%
小塔单台覆盖面积(平方米/台)	4500	4410	4322	4235	4151	4068	3986
需要小塔数量(万台)	60.0	57.3	56.8	56.2	55.5	54.9	54.1
小塔租赁渗透率	78%	80%	81%	82%	83%	84%	85%
用于租赁的小塔数量(万台)	46.8	45.8	46.0	46.1	46.1	46.1	46.0
平均吨米数	100	100	100	100	100	100	100
小塔总吨米数(万吨米)	4682	4585	4598	4606	4610	4608	4600
小塔租赁规模(亿元)	983	803	728	698	730	761	792
YOY		-18.3%	-9.4%	-4.2%	4.6%	4.3%	4.0%
塔机租赁总规模(亿元)	1178	1036	984	991	1094	1208	1335
YOY		-12.1%	-5.0%	0.8%	10.4%	10.4%	10.5%

资料来源: Wind、浙商证券研究所预测

根据预测,2019年塔机租赁规模为1178亿元,2020年由于房屋新开工面积负增长(-1.2%),塔机租赁总规模降至1036亿元,其中大中塔租赁市场规模为232亿元;在较为保守(未来5年新开工面积增速为0)的情况下,到2025年塔机租赁总规模将达1335亿元,年均增长5%,其中大中塔租赁规模将达543亿元,年均增速为19%。

预计未来大中型塔机供求将出现明显缺口,2025年需求缺口约9万台。目前我国塔机总量约40万台,其中150吨米以上大中塔机约4万台左右(庞源塔机总台量超8000台,其中大中塔台量超6000台,大中塔台量市占率超过15%),供给较为紧张;按照测算,到2025年中大塔的总需求量将达到13万台左右,需求缺口约9万台。在后5年房屋新开工面积增速为0的情况下,随着装配式建筑渗透率的提升,小塔的需求将逐渐被大中塔所替代,所需小塔数量呈现递减趋势。

敏感性分析:我们对房屋新开工面积增速分别做出3%、0%、-2%、-5%四种情形假设。乐观情况下,未来5年房屋新开工面积年增长3%;2025年国内塔机租赁总规模将达到1548亿元,CAGR为8%;大中型塔机租赁规模将达到630亿元,CAGR为22%。在极端悲观的情况下,假设未来5年房屋新开工面积每年下降5%,2025年中大型塔机租赁规模为420亿元,仍有13%的年均增速,进一步验证了装配式建筑的发展是中大型塔机租赁景气度提升的核心逻辑。

表 3: 按未来 5 年房屋新开工面积增速-5%的最悲观假设,大中型塔吊租赁规模仍有 13%的年均增速

未来 5 年房屋新开工 面积平均增速	2025 年塔机租赁 规模(亿元)	塔机租赁总规模 年均增速	2025 年中大塔机租赁 规模(亿元)	中大塔租赁规模 年均增速
3%	1548	8.4%	630	22.1%
0%	1335	5.2%	543	18.5%
-2%	1116	3.6%	552	18.8%
-5%	1033	-0.1%	420	12.6%

资料来源: 浙商证券研究所预测

3. 庞源租赁优势明显：市占率有望从近 4%提升至 10-15%

3.1. 资金、管理、规模优势助扩张，近 3 年塔机总吨米数年均增长 32%

资金及管理能力为行业核心进入壁垒。设备租赁行业属于资金推动型行业，实现规模扩张必须投入大量资金取得设备；塔机部件多、区域分散、危险度高，随着规模不断扩张，管理难度将加速显现，因此管理能力也是行业壁垒之一。

庞源资金优势：背靠国企上市公司，融资能力远超同行，资金成本利率低（实际融资成本不足 6%）。建设机械的实际控制人为陕西国资委下属的陕煤化集团。陕煤集团连续 6 年上榜《财富》世界 500 强，母公司授信担保+增资助力庞源快速扩张。

庞源管理优势：《庞源在线》系统可以根据已录入的设备基础数据，进行数据统计分析，实时展示整个庞源租赁设备动态概况，实现庞源租赁内部设备信息共享、经营决策支持，庞源的信息化管理水平行业领先，打开扩张天花板。此外，依托品牌和标准化经营，跟随大中型房地产开发商和建筑公司下沉三四线城市项目，目前庞源共有网点 40-50 个，每个网点 200 台塔机，随网点逐步下沉，庞源将进一步实现地方中小租赁商替代。

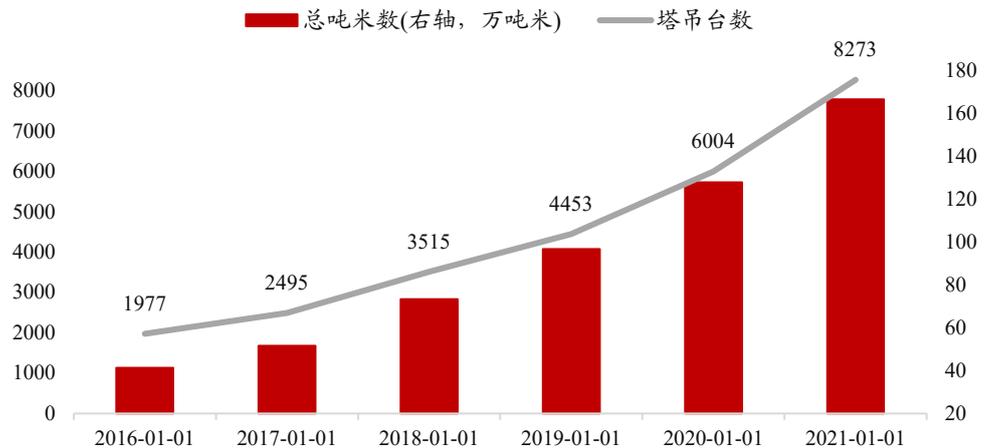
图 8：《庞源在线》设备概况大屏展示国内网点布局



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

庞源品牌规模优势不断凸显，塔机保有量达到 8237 台，近三年塔机总吨米数年均增速达 32%。依托资金及管理优势，庞源品牌规模优势不断凸显，实现加速扩张，继 2020 年 7 月 30 日塔机数量突破 7000 台后，11 月 19 日又突破 8000 台关口，最大起重力矩总量达到 162 万吨米。截至 2021 年 1 月 1 日，庞源塔吊数量达到 8237 台，总吨米数为 167 万吨米，近三年塔机总吨米数年均增速达 32%。

图 9：庞源租赁：近三年塔机总吨米数年均增速达 32%



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

3.2. 行业存较大优化空间，2025 年庞源市占率有望提升至 10%-15%

全球工程机械租赁行业仍呈集中度上升趋势。根据《International Rental News》发布榜单，2019 年全球租赁市场总值约为 875 亿欧元，同比增长 5.2%；排名前 5、前 10、前 50 的企业规模分别增长 11.4%、12.4%、10.6%，高于行业增速，呈现集中度上升趋势。排名第一的美国联合租赁在北美市场份额达到 13%。

图 10：2019 年全球租赁企业前 10 强收入增速为 12.4%，高于前 100 强的 9.9%

IRN100 Revenues							
	2019 (currency adjusted)	2019 Revenues (€ billion)	2019 % change (adjusted)	2018 Revenues (€ billion)	2017 Revenues (€ billion)	2016 Revenues (€ billion)	2015 Revenues (€ billion)
TOP 5	€ 19.6bn	€ 20.1bn	+11.4%	€ 17.6bn	€ 14.5bn	€ 13.7bn	€ 13.35bn
TOP 10	€ 26.2bn	€ 26.8bn	+12.4%	€ 23.3bn	€ 19.2bn	€ 18.5bn	€ 18.1bn
TOP 50	€ 44.8bn	€ 45.7bn	+10.6%	€ 40.5bn	€ 35.3bn	€ 34.5bn	€ 32.9bn
TOP 100	€ 52.3bn	€ 53.2bn	+9.9%	€ 47.6bn	€ 41.7bn	€ 41.1bn	€ 39.7bn
TOTAL WORLD MARKET	€ 87.5bn			€ 83.2bn (Est)	€ 79.2bn (Est)	€ 75bn (Est)	€ 73.5bn

资料来源：IRN、浙商证券研究所

庞源租赁稳居全球塔机租赁行业第一，大幅领先全球第二。根据《国际起重机和专业运输》数据显示，截至 2020 年 9 月，庞源租赁在全球塔机租赁公司中仍保持第一，IC 塔指数为 1462105，比第二名阿联酋 NFT 公司多出 6339 点。

国内塔机租赁行业高度分散，庞源租赁收入规模远超国内第二名。国内塔机租赁行业仍高度分散，2019 年庞源租赁作为全球塔机租赁龙头在国内塔机租赁市占率近 3%，国内第二大塔机租赁商达丰设备 2019 年国内塔机租赁市占率仅为 0.7%；国内前五大塔机租赁商仅占约 4% 的国内市场份额，庞源租赁收入规模远超国内第二名。

租赁设备品类有待扩张，对标联合租赁，成长空间较大。联合租赁为全球设备租赁龙头，目前市值 200 亿美元，约 1300 亿人民币，2020 年联合租赁的营业收入为 557 亿人民

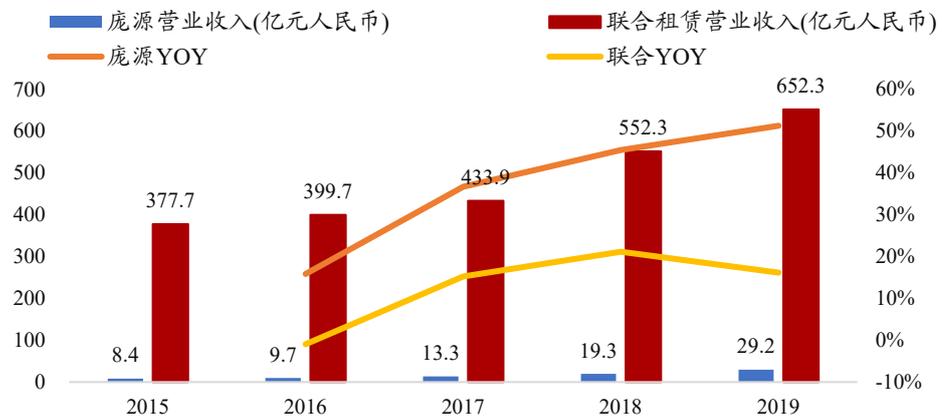
币，净利润为 58 亿。2019 年联合租赁的营业收入达 652.3 亿人民币，同期庞源租赁收入为 29.2 亿元，不足联合租赁的 5%，成长空间巨大。

从增长情况看，2010-2019 年联合租赁收入规模年均增长 15%，2017-2019 年年均增长 18%，仍维持较高水平；而 2017-2019 年庞源租赁增速 44%，远高于联合租赁，在国内塔机规模持续增长及竞争格局进一步优化的情况下，高增速有望得到维持。

从市占率水平看，美国设备租赁市场规模为 700 亿美元，联合租赁市占率超过 12%，而庞源在国内塔机租赁市场规模市占率仅有 3.7%，提升空间较大。

从业务品类来看，美国联合租赁的业务覆盖了近 4000 种各类设备机型，实现了规模扩张的同时有效对冲了经济周期。而庞源租赁目前的租赁收入贡献相对单一，对周期依赖性较强，约 1000 亿的塔机市场总规模远小于联合租赁所在美国设备租赁市场总容量。未来公司有计划往施工梯等多品类设备延申，做大体量同时强化抗风险能力，客户协同效益最大化。

图 11：2019 年庞源租赁收入规模不足联合租赁的 5%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

联合租赁创始人 Jacobs 喜好大并购战略。 Bradley Jacobs 在创建联合租赁之前，创办了“联合废品”(United Waste)，在 8 年之内完成 200 多次并购，在 1997 年以 25 亿美元的价格卖给了 USA Waste Services Inc. 随后带着“联合废品”人马，将大并购战略运用到设备租赁赛道（具备行业规模大、规模增速快、竞争格局分散三个条件）

联合租赁的成功很大程度上归功于整合了极度分散的租赁市场。 联合租赁在 1997 年 9 月刚成立时，只并购了 6 家企业；1998 年 6 月完成了 60 家公司的收购；该年底已经拥有了 103 家公司，期间还以 13.1 亿美元的高价收购了当时排名第二的 US Rental，问鼎租赁市场；截至 2019 年 12 月，已经完成了近 300 次左右的收购。1998 年北美租赁市场极其分散，CR100 只占约 30%，随着联合租赁入场整合，在 2019 年 CR10 约 40%，联合租赁市占率达到 13% 左右。凭借大量并购，联合租赁规模快速扩张（净资产由 1998 年 4.5 亿美元增至目前的 42 亿美元），设备种类极为丰富（近 4000 种类型设备），实现了规模经济的同时，也对冲了各类经济周期，获得最大化经营优势和最强的盈利能力。

表 4：联合租赁的规模扩张：积极收购各类设备供应及租赁商

时间	事件
1997	公司成立，收购 6 家设备租赁公司，拥有 12 个网点
1998	以 13.1 亿美元收购当时排名第二的 US Rental；收购 60 家公司，整合 400 多家分店
2012	以 19 亿美元收购 RSC 控股，收购沟渠设备供应商 Coble Trench Safety
2014	以 7.8 亿美元收购特种泵供应商 National Trump
2017	收购通用设备租赁商 NES 和 Neff Rentals
2018	收购设备租赁商 Blueline Rental 和泵送设备租赁公司 BakerCorp，进军 11 个欧洲国家

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

“干租”靠设备，“湿租”靠服务。联合租赁本质上是“干租模式”，随着社会分工的精细化，不同行业需要租赁的设备种类会更多更精细化，要想成为设备租赁龙头，就需要通过不断并购扩张，丰富设备品类。庞源租赁属于起重机单一赛道的“湿租模式”，企业竞争力更多体现在服务层面。两种租赁模式成长的必由之路皆为规模扩张，扩张壁垒皆为融资能力及运营能力，而“湿租”规模扩张要求更高的管理运营能力（包括操作工的管理），龙头企业护城河更深。

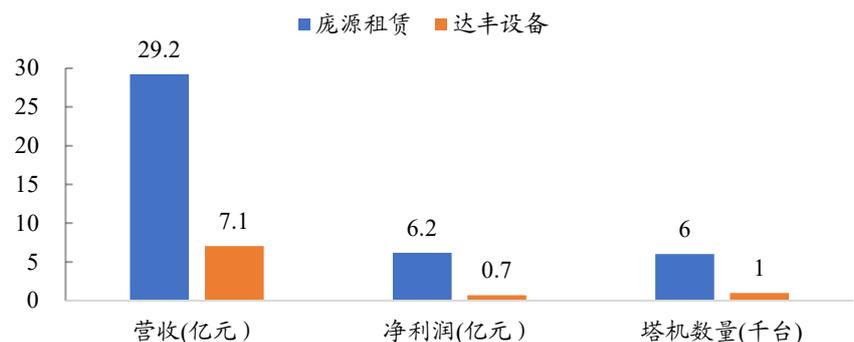
表 5：湿租模式需更注重管理和运营

区别	干租模式	湿租模式
提供的服务	设备	操作工+设备
本质	租赁设备	专业分包商、服务商
回报来源	全社会设备使用效率的提升	服务
是不同的产物	社会分工精细化的产物	产业链上下游协同的产物
扩张壁垒	1.全社会或自身设备使用效率的优化空间；2.数据分析能力及运营效率；3.融资能力	在“干租”的基础上加上服务能力及操作人员的管理能力，规模扩张更难实现

资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

与国内第二大塔机租赁商相比，庞源规模优势明显。达丰设备为国内第二大塔机租赁商，于 2021 年 1 月 13 日在港交所上市，目前市值约 16 亿人民币。2019 年收入规模为 7.1 亿元，仅为庞源租赁的 22%，市占率约 0.7%；截至 2019 年年末，达丰设备拥有塔机数量为 1008 台，仅约庞源的 1/6。

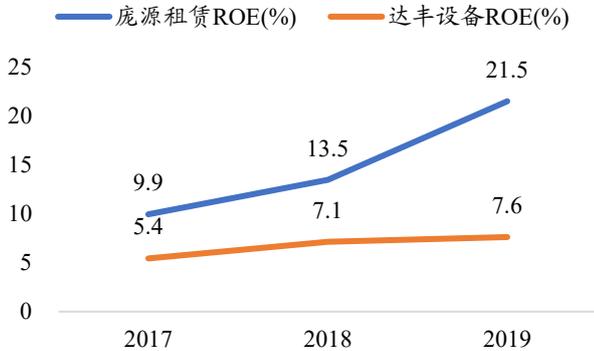
图 12：2019 年庞源租赁收入、利润、设备规模分别为达丰设备的 4 倍、9 倍、6 倍



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

得益于规模优势，庞源盈利能力大幅领先，且差距逐渐拉大。2019年庞源租赁的ROE、毛利率、净利率分别为21.5%、43.5%、21.2%，远高于达丰设备的7.6%、34.0%、10.2%。

图 13：2019 年庞源租赁 ROE 比达丰设备高 14pct



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 14：2019 年庞源租赁净利率水平两倍于达丰设备



资料来源：Wind、浙商证券研究所

庞源租赁在装配式建筑发展中具有先发优势。按照表 2 测算，2019 年、2020 年用于租赁的塔机平均单机吨米数分别为 111 吨米、116 吨米，而庞源租赁塔机平均起重力矩在 200 吨米以上，在大中型塔机租赁领域有较强比较优势，在装配式建筑发展中优先受益。自 2016 年以来庞源用于装配式建筑塔吊租赁产值占比不断攀升，目前处于 30% 水平（1、2 月份受过年停工等季节性影响，占比较低），高于行业装配式建筑塔吊租赁规模的占比。

图 15：庞源用于装配式建筑塔吊租赁产值占比呈提升趋势



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

图 16：庞源塔机平均起重力矩超 200 吨米，远超行业单机平均



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

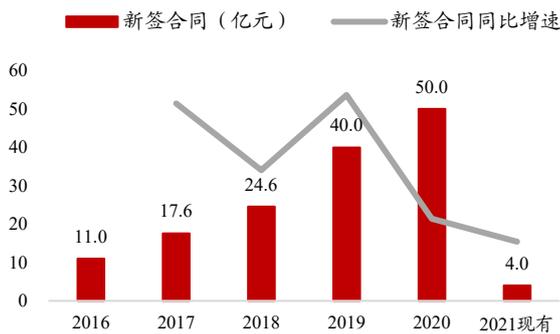
2025 庞源市占率有望提升至 10%-15%。庞源 2020 年国内塔机租赁市场收入规模占比为 3.7%，塔机设备量市占率不足 2%，塔机总吨米数市占率约 3.5%。庞源在装配式建筑塔机租赁领域收入规模市占率约 5%，提升快于整体，起到带动作用。随着装配式建筑进一步发展，庞源市占率将显著提高，我们预计 2021 年庞源在国内塔机租赁市场收入规模市占率有望达到 5%；2022 年有望突破 6%；未来 5 年内实现市占率 10%-15%。

3.3. 订单量高增长，吨米利用率回升，未来5年收入年均增速将超25%

庞源在手订单及新增订单保持较高增速将支撑2021年业绩增长。根据庞源官网，2020年新签合同总额约50亿元，在疫情影响下仍有20%增速；2021年截至3月12日新签合同4亿元，同比增长18%。

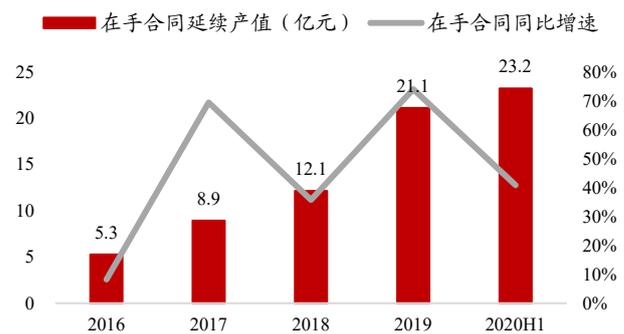
根据公司公告，2020H1在手合同延续产值23.2亿，同比增长41%。庞源在手订单及新增订单仍保持较高增速，将较好支撑2021年业绩增长。

图 17：庞源 2020 年新签订单同比增长 20%



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

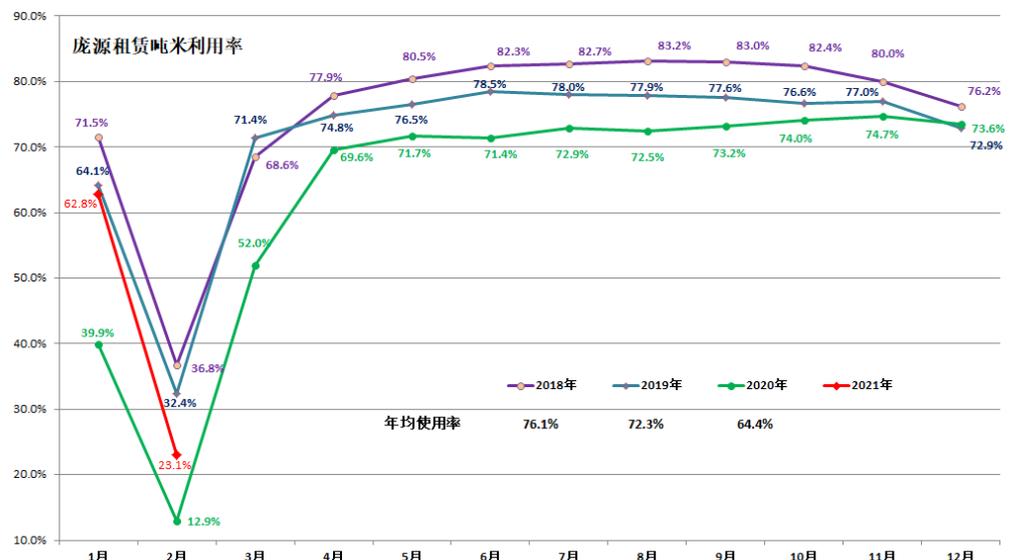
图 18：庞源 2020H1 在手合同订单同比增长 41%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

未来5年庞源收入规模年均增速有望超25%，判断庞源未来业绩主要跟踪三大指标：庞源指数、新签订单量、吨米利用率。根据上文分析，庞源指数下行空间不大，且对庞源业绩影响有限；新增订单2021年有望持续高增速；庞源吨米利用率方面，从2020年底至今已逐步恢复，2021年全年有望达到70%以上。三大指标，一个可控，两个向好。在装配式建筑发展大背景下，随着庞源设备规模持续扩张，未来5年庞源收入规模年均增速有望超25%。

图 19：2021 年庞源吨米利用率有望达到 70% 以上



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

4. 庞源指数：未来 2 年将维持 1000-1200 点，下行影响有限

4.1. 庞源指数周期波动趋缓，预计未来 2 年在 1000-1200 区间

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。此外，庞源指数也会根据设备采购价格进行调整，2020 年塔机采购均价在单吨米 4500 元左右。1000 点庞源指数相当于每吨米一个月裸机租金为 144 元，一天 4.8 元。

历史：2015-2020 年庞源指数平滑后在 1000-1400 点之间波动。2015 年 7 月庞源指数诞生之时设为 1000 点，到 2016 年 4 月下降到底部 784 点，随后缓慢上升到 2018 年四季度的 1400 点，2019 年一季度快速上升到 1731 点，2020 年庞源指数由 1400 点稳步下行至 1200 点。2016 年低点是由于租赁商信心崩塌，廉价出租造成踩踏；2019 年高点是因为 18 年底市场信心不足，租赁商投资意愿差，而地产向好，施工企业设备需求集中爆发，供小于求导致价格非理性急剧上升。将极端价格平滑后，庞源指数的价格合理回归区间在 1000 点-1400 点。近期庞源指数由 2021 年 1 月下旬 1078 点回升至 3 月上旬 1150 点以上。

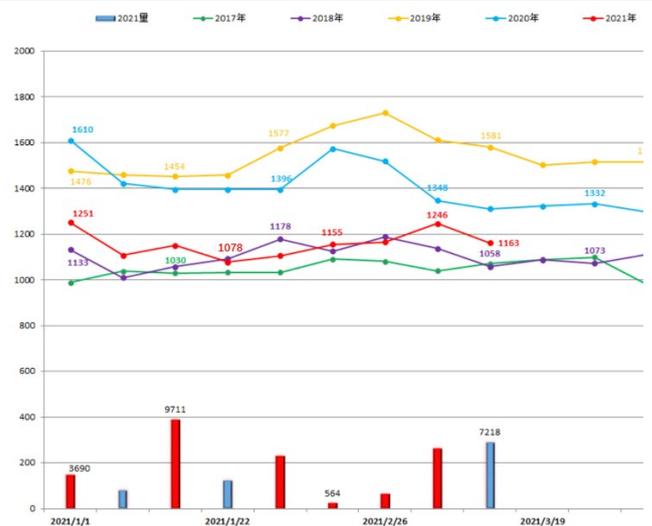
预计未来 2 年庞源指数将维持在 1000-1200 点区间。受上游产能增多影响，预计 2021 年将继续下行至 1100-1200 点区间。随着规模化效应增强，行业扩张和价格竞争将趋于理性，未来指数波动幅度会减弱，近 2 年内是区间平稳下行但走势趋于平滑，维持在 1000-1200 点区间。

图 20：近 5 年庞源指数平滑后在 1000-1400 点之间波动



资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

图 21：近期庞源指数由 1 月下旬 1078 点回升至 1150 点以上



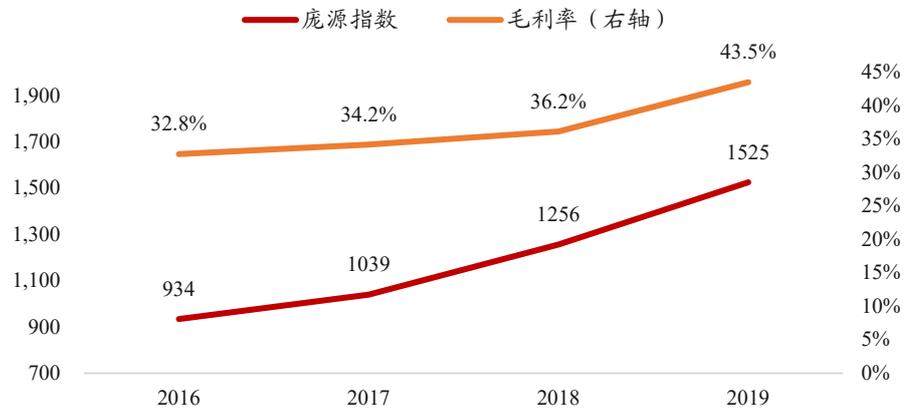
资料来源：庞源官网、浙商证券研究所

4.2. 庞源指数下行对庞源租赁盈利能力影响有限

租赁价格是租赁公司的业绩的关键因素。庞源指数为裸机租赁价格指标，与毛利率呈明显正相关关系。但是庞源指数反映新签单价格，与实际收入确认的存量订单价格不同，且塔机租赁服务周期较长，订单价格初始锁定，庞源存量订单平均价格变动较为平滑。

庞源订单执行时间在签单后 4-18 个月左右。庞源租赁订货时间比实际使用时间平均提前 120 天, 平均每个合同的执行时间是 420 天左右, 从签订单到执行结束平均 540 天。因此庞源指数可反应当前的设备租赁景气度, 确认收入时的订单执行价格对应签单时的锁定价格有明显滞后性。

图 22: 庞源毛利率变动滞后于庞源指数, 且表现更为平滑



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

我们将假设三种情形 (乐观、中性、悲观) 来分析租赁价格的变动对庞源收入及毛利率的影响。

基本假设:

1) 乐观假设: 2021 年、2022 年庞源指数为 1250 点、1200 点, 全年收入确认的订单价格分别为 1300 点、1220 点, 全年的吨米利用率分别为 71%、72%, 全年新增设备投资额为 25 亿元、28 亿元, 新增设备均价为 85 万元、90 万元。

2) 中性假设: 2021 年、2022 年庞源指数为 1150 点、1100 点, 全年收入确认的订单价格分别为 1255 点、1200 点, 全年的吨米利用率分别为 70%、71%, 全年新增设备投资额为 20 亿元、25 亿元, 新增设备均价为 85 万元、90 万元。

3) 悲观假设: 2021 年、2022 年庞源指数为 1050 点、1000 点, 全年收入确认的订单价格分别为 1200 点、1160 点, 全年的吨米利用率分别为 68%、70%, 全年新增设备投资额为 18 亿元、20 亿元, 新增设备均价为 85 万元、90 万元。2019 年、2020 年全年收入确认的订单价格中枢为 1308 点、1330 点。

4) 基本公式: 全年新增设备台数(台)=全年新增设备投资额(亿元)*10000/全年新增设备均价(万元); 全年新增吨米数(万吨)=全年新增设备台数(台)*全年新增设备平均单机吨米数(吨米)/10000; 庞源全年塔机总吨米数均值(万吨米)=(庞源期初塔机总吨米数+庞源期末塔机总吨米数)/2; 全年总使用吨米天(亿吨米天)=庞源全年塔机总吨米数均值*庞源全年吨米利用率*360/10000。

5) 营业收入: 营业收入包含裸机租金及服务费用, 庞源指数其仅与裸机租金相关。假设 2019 年裸机租金占营收比重为 50%, 可由单位裸机租金(吨米天/元)=裸机租金收入/全年总使用吨米天, 得出 2019 年庞源指数下的单位裸机租金(吨米天/元)。给出庞源指数假设值, 按照同比例增减, 就可以得到 2020-2022 年的单位裸机租金(吨米天/元)。2019 年另外 50% 为服务及其他相关收入, 可由单位服务租金(吨米天/元)=服务及其他收入/全年

总使用吨米天, 得出 2019 年庞源指数下的单位服务租金为 5.5 吨米天/元, 假设 2020-2022 年单位服务租金分别为 5.5、5.3、5.3 吨米天/元。2020-2022 年裸机租金/服务收入=当年单位年裸机/服务租金*当年总使用吨米天数。

6) 营业成本: 营业成本包含人工费用、设备折旧费、运输费、吊装费以及其他费用。其中设备折旧费按照年初塔机数量等比例推算, 其余费用按照全年总使用吨米天数以 2019 年为基准等比例计算(人工费用在此基础上每年增长 5%, 运输费用由于规模效应 2021-2022 年在此基础上下降 5%)。

7) 其他费用: 随着规模优势凸显, 除营业成本以外的成本费用率有望逐年下降。2019 年其他成本费用率为 22.4%, 假设 2020-2022 年该费用率为 21.3%、20.3%、19.5%。

表 6: 假设 2020-2022 年设备折旧费分别为 4.7/6.0/7.5 亿元

	设备折旧费(亿)	塔机吨米均值	系数(折旧费/吨米均值*100)
2018	2.7	85	3.2
2019	3.3	103	3.2
2020E	4.7	147	3.2
2021E	6.0	187	3.2
2022E	7.5	233	3.2

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所预测

表 7: 庞源指数敏感性测试: 庞源规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响

	2019	2020	2021			2022		
			乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
庞源指数(签单价格全年均值)	1525	1310	1250	1150	1050	1200	1100	1000
全年收入确认的订单价格中枢	1308	1330	1300	1250	1200	1220	1200	1160
营业收入(亿元)	29.3	38.1	52.6	49.5	46.6	66.9	61.9	57.6
YOY	51.5%	30.0%	38.2%	30.0%	22.4%	27.1%	25.0%	23.7%
裸机租金收入	14.6	19.0	26.8	24.7	22.8	32.7	30.0	27.5
服务及其他收入	14.6	19.0	25.8	24.8	23.8	34.1	31.9	30.2
单位裸机租金(吨米天/元)	5.5	5.6	5.5	5.2	5.0	5.1	5.0	4.9
单位服务租金(吨米天/元)	5.5	5.5	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
全年新增设备投资额(亿元)	15.6	20.0	25.0	20.0	18.0	28.0	25.0	20.0
全年新增设备均价(万元)	91	88	85	85	85	90	90	90
全年新增设备台数(台)	1719	2283	2927	2342	2108	3111	2778	2222
全年新增设备平均单机吨米数(吨米)	181	171	175	175	175	185	185	185
全年新增吨米数(万吨)	31	39	51	41	37	58	51	41
庞源期末塔机保有量(台)	5990	8273	11200	10615	10381	14312	13393	12603
庞源期末塔机总吨米数(万吨米)	128	167	218	208	204	275	259	245
庞源全年总吨米数均值(万吨米)	102	147	192	187	185	247	233	224
庞源全年吨米利用率	72.3%	64.4%	71%	70%	68%	72%	71%	70%
庞源全年总使用吨米天(亿吨米天)	2.7	3.4	4.9	4.7	4.5	6.4	6.0	5.6
庞源存量塔机单机平均吨米数(吨米)	213	201	195	196	196	192	193	194
营业成本(亿元)	16.5	22.5	31.6	30.5	29.6	41.4	39.0	37.2

人工费用	8.5	11.4	17.2	16.5	15.9	23.5	22.0	20.8
设备折旧费	3.3	4.7	6.2	6.0	5.9	7.9	7.5	7.2
运输费	1.5	1.9	2.6	2.5	2.4	3.4	3.2	3.0
吊装费	0.6	0.8	1.1	1.1	1.1	1.5	1.4	1.3
其他	2.6	3.7	4.5	4.4	4.3	5.1	5.0	4.9
毛利率	43.5%	40.9%	39.9%	38.3%	36.5%	38.1%	37.0%	35.5%
其他成本费用率	21.3%	20.3%	20.3%	20.3%	19.5%	19.5%	19.5%	21.3%
净利率	21.1%	19.6%	19.6%	18.0%	16.2%	18.6%	17.5%	16.0%
净利润(亿元)	6.2	7.5	10.3	8.9	7.6	12.4	10.8	9.2
YOY	115.5%	20.7%	38.0%	19.4%	1.5%	20.6%	21.7%	21.9%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所预测

乐观情况： 庞源 2021/2022 年可实现收入 53/67 亿元，同比增长 38%/27%；毛利率为 40%/38%，净利率为 20%/19%；实现净利润 10/12 亿元，同比增长 38%/21%。

中性情况： 庞源 2021/2022 年可实现收入 50/62 亿元，同比增长 30%/25%；毛利率为 38%/37%，净利率为 18%/18%；实现净利润 9/11 亿元，同比增长 19%/22%。

悲观情况： 庞源 2021/2022 年可实现收入 47/58 亿元，同比增长 22%/24%；毛利率为 37%/36%，净利率为 16%/16%；实现净利润 8/9 亿元，同比增长 2%/22%。

总体来看，庞源指数和吨米利用率的变动，对庞源收入和盈利能力会产生影响有限，2022 年庞源指数降至 1100 点情形下，庞源毛利率水平仍能达到 37%，净利率仍有 18%。此外，庞源指数仅与裸机租金相关，服务和其他收入占庞源总营收约 50%。人工费用和折旧成本随规模提升。庞源规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响，提升盈利能力。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测与估值

主要假设：

1) 将建设机械业务拆分为建筑及施工机械租赁、筑路设备及起重机械、钢结构产品、路面工程四大类。

2) 建筑及施工机械租赁：庞源租赁贡献其中绝大部分收入，我们引用表 7 中得出的中性情形下的庞源的收入增速及毛利率。假设 2020-2022 年该部分业务收入增速为 30%、30%、25%，毛利率为 40.9%、38.3%、37.0%。

3) 其他业务：假设筑路设备及起重机械 2020-2022 年收入增速为 6.8%、10%、10%，毛利率为 14%、14%、13%；假设钢结构产品 2020-2022 年收入增速为 5%、10%、10%，毛利率分别为 9%、9%、10%；假设路面工程 2020-2022 年收入增速为 5%、10%、10%，毛利率稳定在 12% 水平。

4) 分部间抵消：随建设机械规模增长，2020-2022 年分部间抵消分别为 8.9 亿元、9.8 亿元、10.3 亿元。

表 8：建设机械细分业务收入和毛利率预测（中性）

(百万元)		2019	2020E	2021E	2022E
建筑及施工机械租赁	营业收入	2,857	3,714	4,828	6,035
	YOY	48.7%	30.0%	30.0%	25.0%
	毛利率	44.4%	40.9%	38.3%	37.0%
筑路设备及起重机械	营业收入	874	933	1,026	1,129
	YOY	41.1%	6.8%	10.0%	10.0%
	毛利率	13.8%	14.0%	14.0%	13.0%
钢结构产品	营业收入	87	92	101	111
	YOY	-3.58%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	3.3%	9.0%	9.0%	10.0%
路面工程	营业收入	161.80	169.89	186.88	205.57
	YOY	165.9%	5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	11.1%	12.0%	12.0%	12.0%
分部间抵消		-729	-889	-977	-1026
营业总收入		3,251	4,020	5,165	6,455
YOY		46.0%	23.6%	28.5%	25.0%
毛利率		40.4%	38.6%	36.5%	35.4%

资料来源：Wind、浙商证券研究所预测

依照表 5 庞源租赁业绩预测的三种情形，分别测算并表后建设机械业绩。

乐观情形：建设机械 2021 年、2022 年分别实现收入 55 亿元、69 亿元，同比增长 36%、27%；实现归母净利润 9 亿元、14 亿元，同比增长 66%、24%。

中性情形：建设机械 2021 年、2022 年分别实现收入 52 亿元、65 亿元，同比增长 29%、25%；实现归母净利润 8 亿元、12 亿元，同比增长 41%、26%。

悲观情形：建设机械 2021 年、2022 年分别实现收入 49 亿元、60 亿元，同比增长 21%、24%；实现归母净利润 7 亿元、8 亿元，同比增长 16%、27%。

建设机械未来 2 年毛利率水平最悲观为 34%，达国内第二名 2019 年水平；净利率、ROE 最悲观仍有 14%、11%，超过国内第二名近 2 年 10%、7%左右水平。

表 9：悲观情形下，建设机械未来 2 年归母净利润复合增速仍有望达 21%

	2019	2020E	乐观		中性		悲观	
			2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
庞源指数	1525	1310	1250	1200	1150	1100	1050	1000
吨米利用率	72.3%	64.4%	71%	72%	70%	71%	68%	70%
新增设备投资额(亿元)	16	18	25	28	20	25	18	20
营业收入(百万元)	3251	4020	5470	6943	5165	6455	4883	6043
同比	46%	24%	36%	27%	28%	25%	21%	24%
归母净利润(百万元)	505	569	945	1176	800	1005	660	838
同比	209%	13%	66%	24%	41%	26%	16%	27%
毛利率	40%	39%	38%	37%	37%	35%	35%	34%

净利率	16%	14%	17%	17%	15%	16%	14%	14%
ROE	14%	12%	15%	16%	13%	14%	11%	12%
每股收益(元)	0.52	0.59	0.98	1.22	0.83	1.04	0.68	0.87
P/E	25	22	13	11	16	12	19	15

资料来源: Wind、浙商证券研究所预测(数据截至 2021.3.15)

子公司庞源租赁将持续发力,驱动建设机械业绩高速增长。按照中性情形假设,预计建设机械 2020~2022 年收入分别为 40/52/65 亿元,同比增长 24%/28%/25%;归母净利润分别为 5.7/8.0/10.0 亿元,同比增长 13%/41%/26%; ROE 为 12%/13%/14%; EPS 为 0.59/0.83/1.04 元,对应 PE 为 22/16/12 倍。庞源作为塔机租赁龙头,背靠世界 500 强企业,承压能力较强,在市场竞争激烈的情况下,优势更加明显,估值有望进一步提升。维持公司“买入”评级,给予 2021 年 PE 22 倍(行业平均估值),目标市值 180 亿元。

表 10: 与国内外可比公司相比,考虑公司业绩成长性好,公司估值水平具提升空间

	市值(亿人民币)	2019 营收(亿元)	2019 净利润(亿元)	PB(LYR)	PE(LYR)	PB(MRQ)	PE(TTM)
建设机械(A 股)	124	32.5	5.1	3.3	24.5	2.2	21.8
达丰设备(港股)	14	7.1	0.7	1.5	20.2	1.3	20.6
联合租赁(美股)	1492	652.3	81.9	5.0	25.8	5.0	25.8

资料来源: Wind、浙商证券研究所(数据截至 2021.3.15)

5.2. 核心风险

- 1) 地产新开工增速及装配式建筑发展不及预期
- 2) 设备供给端产能过剩导致行业竞争格局恶化
- 3) 应收账款难以回收造成坏账风险
- 4) 母公司其他业务经营不善

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4418	6645	7631	9269
现金	743	1786	1617	2014
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2804	3999	5098	6261
其它应收款	57	102	118	141
预付账款	37	49	66	83
存货	403	420	440	450
其他	375	288	293	319
非流动资产	5943	7249	8347	9206
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3814	4527	4983	5098
无形资产	142	161	189	219
在建工程	2	2	1	1
其他	1985	2559	3174	3888
资产总计	10361	13894	15978	18475
流动负债	4646	5661	6803	8207
短期借款	1211	1360	1300	1300
应付款项	2864	3504	4651	5977
预收账款	20	36	41	49
其他	551	761	811	880
非流动负债	1912	2403	2548	2637
长期借款	387	1387	1396	1406
其他	1525	1016	1152	1231
负债合计	6557	8064	9350	10844
少数股东权益	5	4	3	2
归属母公司股东权	3798	5825	6625	7630
负债和股东权益	10361	13894	15978	18475
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	673	59	855	1123
净利润	505	568	799	1003
折旧摊销	389	306	364	405
财务费用	200	229	233	232
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(82)	(513)	(39)	82
其它	(338)	(532)	(502)	(599)
投资活动现金流	(698)	(1026)	(833)	(564)
资本支出	(1)	(999)	(800)	(500)
长期投资	1	3	(2)	1
其他	(698)	(30)	(31)	(64)
筹资活动现金流	80	2010	(190)	(162)
短期借款	240	149	(60)	0
长期借款	381	1000	9	10
其他	(541)	862	(139)	(172)
现金净增加额	55	1043	(169)	397

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3251	4020	5165	6455
营业成本	1939	2467	3277	4172
营业税金及附加	20	23	28	33
营业费用	38	64	67	84
管理费用	264	362	439	542
研发费用	95	129	155	194
财务费用	200	229	233	232
资产减值损失	156	160	120	120
公允价值变动损益	0	10	10	10
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	29	25	19	24
营业利润	569	621	874	1112
营业外收支	(1)	3	3	3
利润总额	568	624	878	1115
所得税	63	56	79	111
净利润	505	568	799	1003
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	505	569	800	1005
EBITDA	1036	1093	1435	1712
EPS (最新摊薄)	0.52	0.59	0.83	1.04
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	45.98%	23.64%	28.48%	24.97%
营业利润	217.50%	9.16%	40.79%	27.13%
归属母公司净利润	208.65%	12.54%	40.58%	25.64%
获利能力				
毛利率	40.37%	38.63%	36.55%	35.36%
净利率	15.52%	14.13%	15.46%	15.54%
ROE	14.06%	11.81%	12.84%	14.09%
ROIC	7.47%	7.10%	8.82%	9.65%
偿债能力				
资产负债率	63.29%	58.04%	58.52%	58.69%
净负债比率	38.47%	41.09%	35.88%	31.56%
流动比率	0.95	1.17	1.12	1.13
速动比率	0.86	1.10	1.06	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.33	0.35	0.37
应收帐款周转率	1.45	1.23	1.15	1.14
应付帐款周转率	1.18	1.13	1.18	1.15
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.59	0.83	1.04
每股经营现金	0.70	0.06	0.88	1.16
每股净资产	4.59	6.02	6.85	7.89
估值比率				
P/E	24.54	21.81	15.51	12.35
P/B	3.27	2.13	1.87	1.63
EV/EBITDA	11.31	13.63	10.61	8.73

资料来源: Wind、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>