

建筑装饰

深度复盘 URI 股价百倍之路，寻找中国租赁巨头

引言：08年后美股步入长牛，虽然引人注目的科技巨头 FAAMG 普遍实现几十倍涨幅，但设备租赁龙头 URI、ASHTREAD 实现更高涨幅，最高均上涨百倍以上，其发展轨迹、商业模式演变非常值得深入研究。

巨无霸企业成长肥沃土壤——北美设备租赁市场。随着北美城市化中后期人口红利逐渐消失、劳动力成本上升，“设备替人”需求持续增长，北美工程机械渗透率在近现代以来持续提升。而施工企业自持设备面临折旧、运输、维修管理等成本，不定点不定期使用情况下经济效益明显低于租赁模式，因此北美工程设备租赁行业自上世纪 50 年代起步后持续快速扩张，并呈现出规模大、发展快、集中度低三大特点，期间龙头租赁商通过整合分散的市场，提升市占率，打造出设备租赁行业巨头。

美国联合租赁（URI）：滚雪球之路，并购与内生增长共振。公司传奇创始人雅各布斯于 1997 年成立 URI 并将其在纽交所上市，1998-2001 年通过约 250 次密集的收购活动迅速成为北美最大的设备租赁公司，2002-2007 年进入整合阶段。2008 年之后，公司第二代管理层上任后提出“强化核心租赁业务、优化租赁设备管理能力、降低运营成本、提升高毛利大客户占比”等精细化管理战略，并通过系列超大型并购快速实现多元化设备租赁布局，系列改革举措叠加当时美国经济持续复苏，公司进入盈利快速增长期，驱动公司股价实现百倍成长之旅。公司股价于 2021 年 11 月份达到历史最高值 415 美元/股，是 2009 年最低值的 166 倍。

URI 经验总结：优质设备租赁商的四大特征。1) 拥有规模化的销售网络：积极铺设销售网点打造规模效益，缩短服务半径、提高响应速度，提升品牌影响力，实现高于行业均值的出租率。2) 具备上游低价采购及融资成本优势：依托规模效益，头部租赁商通常可以获得上游制造商给予的折扣或付款条款优惠，同时在融资渠道及资金成本上更具优势，使其在面对小型租赁商时具有一定价格优势。3) 合理设置设备结构以增厚利润和降低经营风险：头部设备租赁商倾向于在主业方向延伸布局多品类设备，实现交叉销售增厚利润，并降低单一行业周期波动导致的经营风险。4) 具备优异的业务全流程管控能力：使用数字工具提高业务效率、扩大管理半径，实时跟踪设备状况来降低资产灭失毁损及贬值风险，同时结合市场需求变动评估资产市值、下游景气度等指标，为最优化资产转售时点、出租价格奠定基础。

中国设备租赁市场：大水养大鱼。当前国内也已面临工地劳动力短缺、老龄化严重等问题，人口红利逐步消失，用工成本持续提升，机械替人趋势持续显现。我们测算 2021 年我国建筑设备租赁市场规模超 9000 亿元，行业呈高景气成长趋势。国内行业较为分散，若对标美国 URI 15% 的北美市占率匡算，中国设备租赁市场 15% 市占率可孕育年营收超过 1300 亿元的超大型设备租赁企业，是 URI 的 2 倍。寻找中国未来设备租赁巨头，可重点聚焦以下几个特征：1) 具备更强资本实力或上市融资平台；2) 聚焦规模化设备租赁主业，并围绕主业做多元化设备布局；3) 具备领先的管理体系可实现规模化扩张中的“熵减”；4) 能把握中国市场特征，灵活配置租赁资产。

投资建议：目前国内已涌现出较多成长潜力突出的龙头企业，其中重点推荐高空作业平台快速扩张的国内建筑设备租赁领军企业**华铁应急**、铝模板租赁领军者**志特新材**；重点关注拟于港股上市的设备租赁龙头**宏信建设**、起重机械租赁龙头**建设机械**等。

风险提示：主要设备租金下降超预期风险，行业竞争加剧风险等。

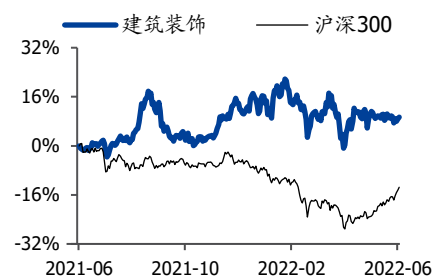
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603300.SH	华铁应急	买入	0.39	0.53	0.71	0.95	20.4	15.2	11.3	8.5
300986.SZ	志特新材	增持	1.00	1.33	1.82	2.41	38.3	28.9	21.2	16.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所，志特新材 EPS 数据取自 Wind 一致预期

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号：S0680122060010

邮箱：lifengting3@gszq.com

相关研究

- 1、《建筑装饰：当前 BIPV 落地情况如何？》2022-06-27
- 2、《建筑装饰：提升专项债统计颗粒度，挖掘细分景气行业》2022-06-25
- 3、《建筑装饰：中国电建与中国能建对比分析》2022-06-19

内容目录

1. 投资聚焦	5
2. 行业底层逻辑：建筑机械“买不如租”	6
3. 北美设备租赁市场：巨无霸企业成长的肥沃土壤	7
4. 美国联合租赁(URI)：滚雪球之路，并购与内生增长共振	11
4.1. 创始人：具备丰富的并购交易经验	11
4.2. 历史沿革：URI 的成长之旅	11
4.2.1. 雅各布斯时代 1997-2007：并购整合碎片市场，完成规模化扩张	12
4.2.2. 尼兰时代 2008-至今：精细管理、多元经营，构筑新业态	13
4.3. 规模：将规模效益运用至极致	16
4.3.1. 门店广覆盖：改善客户体验，提升周转率	16
4.3.2. 规模化采购：降低设备购入成本	17
4.3.3. 交叉销售：通用设备向专用设备引流，相互协同提升整体利润率	17
4.3.4. 品类丰富：抵抗各行业经济周期	18
4.4. 管理：体系优化带动公司“熵减”	19
4.4.1. 生命周期法：最低总持有成本法采购、大数据确认资产最佳处置寿命	19
4.4.2. 分区化管理：提升设备出租率	20
4.4.3. 数字化工具：助力客户与公司双重受益	21
4.5. 财务：股价百倍之路的财务表现	22
4.5.1. 盈利能力：2011 年后营收业绩明显放量，利润率持续提升	22
4.5.2. 资本支出：随经济周期波动，2012 年后租赁设备资产规模快速扩张	23
4.5.3. 债务控制：杠杆率逐年下降，经营性现金流充沛	24
4.5.4. 商誉规模：数额较大，存潜在计提风险	26
4.5.5. 杜邦分析：盈利与周转率提升驱动公司 ROE 稳步向上	27
4.6. 股价：百倍收益中的关键节点分析	28
5. 中国设备租赁市场：大水养大鱼	29
5.1. 市场概况：空间广阔，龙头市占率提升潜力充足	29
5.2. 中国设备租赁巨头应具备什么特征？	32
5.3. 龙头个股	33
5.3.1. 华铁应急：高空作业平台租赁快速扩张	33
5.3.2. 宏信建设：国内设备租赁龙头	34
5.3.3. 志特新材：铝模系统租赁领军者	36
5.3.4. 建设机械：旗下庞源租赁为起重机械租赁龙头	37
5.3.5. 达丰设备：国内首家外资台式起重机租赁商	38
6. 估值与投资建议	39
7. 风险提示	40

图表目录

图表 1：企业自购设备与租赁设备效益对比	6
图表 2：设备租赁商业模式的经营利润拆解	7
图表 3：美国固定资产投资及增速	7
图表 4：美国历年工程机械设备存量及增速	8

图表 5: 美国历年工程机械设备存量/当年固定资产投资.....	8
图表 6: 美国设备租赁行业规模及同比增速.....	9
图表 7: 美国出生率及老龄化率.....	9
图表 8: 美国建筑工人平均时薪.....	9
图表 9: 美国租赁市场前十大企业集中度.....	10
图表 10: 2020 年美国租赁市场竞争格局.....	10
图表 11: URI 2021 年营收构成.....	12
图表 12: URI 设备租赁业务覆盖范围.....	12
图表 13: URI 历年全国性客户收入占比.....	14
图表 14: URI 历年销售总务及管理开支费用率.....	14
图表 15: URI 2012 年后主要并购策略.....	15
图表 16: URI 2012 年后主要并购活动.....	15
图表 17: NES 公司交叉销售收入比例拆分.....	16
图表 18: Neff 公司交叉销售收入比例拆分.....	16
图表 19: 美国设备租赁行业竞争格局.....	16
图表 20: URI 北美门店分布情况.....	16
图表 21: 公司通用设备、专用设备租赁业务毛利率对比.....	17
图表 22: URI 专用设备租赁业务收入及增速.....	18
图表 23: URI 通用设备租赁业务收入及增速.....	18
图表 24: URI 专用设备租赁业务毛利及增速.....	18
图表 25: URI 通用设备租赁业务毛利及增速.....	18
图表 26: 公司各领域客户来源占比.....	19
图表 27: 美国建设支出、工业总产值同比增速走势对比.....	19
图表 28: 资产多元化带来的效益示意图.....	19
图表 30: URI 最低总持有成本案例.....	20
图表 31: URI 生命周期法管理资产主要考虑的因素.....	20
图表 29: URI 分区管理示意图.....	21
图表 32: URI 数字化建设的主要意义.....	21
图表 33: URI 历年营收及增速.....	22
图表 34: URI 历年净利润及增速.....	22
图表 35: URI 历年 EBITDA 利润率.....	23
图表 36: URI 历年净利润率.....	23
图表 37: URI 净利润率同业对比 (2021 年).....	23
图表 38: URI EBITDA 利润率同业对比 (2021 年).....	23
图表 39: URI 历年资本支出及占营收的比例.....	24
图表 40: URI 历年租赁资产规模.....	24
图表 41: URI 历年净资产负债率.....	25
图表 42: URI 历年债务中短债和长债占比.....	25
图表 43: URI 历年净杠杆率.....	25
图表 44: URI 历年经营性现金流量净额.....	26
图表 45: URI 历年应收账款证券化工具及 ABL 工具未偿付余额.....	26
图表 46: URI 历年商誉.....	27
图表 47: URI 杜邦分析.....	27
图表 48: URI 百倍收益之旅.....	28
图表 49: URI 历史 PE 走势.....	29
图表 50: 我国农民工数量及同比增速.....	29

图表 51: 我国农民工年龄结构.....	29
图表 52: 我国农民工所处行业结构.....	30
图表 53: 全国民工及建筑民工平均月收入.....	30
图表 54: 我国主要工程机械 15 年保有量及同比增速.....	30
图表 55: 建安投资工程机械渗透率.....	31
图表 56: 建筑设备租赁业规模估算表.....	31
图表 57: 北美租赁行业集中度.....	32
图表 58: 中国租赁行业集中度.....	32
图表 59: URI 的租赁设备结构.....	33
图表 60: 宏信建发业务区域布局情况.....	35
图表 61: 华铁应急业务区域布局情况.....	34
图表 62: 志特新材全国生产基地布局情况.....	37
图表 63: 庞源租赁塔吊吨米使用情况表.....	38
图表 64: 达丰设备业务区域布局情况.....	39
图表 65: 重点公司估值表.....	39

1. 投资聚焦

滚雪球之路，并购与内生增长共振。传奇创始人雅各布斯于 1997 年成立 URI 并将其在纽交所上市，1998-2001 年通过约 250 次密集的收购活动迅速成为北美最大的设备租赁公司，2002-2007 年进入整合阶段。2008 年之后，公司第二代管理层上任后提出“强化核心租赁业务、优化租赁设备管理能力、降低运营成本、提升高毛利大客户占比”等精细化管理战略，并通过系列超大型并购快速实现多元化设备租赁布局，系列改革举措叠加当时美国经济持续复苏，公司进入盈利快速增长期，驱动公司股价实现百倍成长之旅。公司股价于 2021 年 11 月份达到历史最高值 415 美元/股，是 2009 年最低值的 166 倍。

将规模效益运用至极致。URI 是设备租赁行业龙头，在北美占据 15% 市占率，拥有 1288 个门店，依托规模优势：1) 设备周转：公司通过减少客户服务半径，缩短提货时间，并实现门店间灵活调配设备，提升周转率；2) 采购成本：通过规模化采购，增强对上游供应商议价能力，获取折扣；3) 交叉销售：通用设备向高毛利专用设备引流，相互协同提升整体利润率；4) 分散风险：多元化扩张后公司可有效避免单个行业衰退而对公司整体经营产生过大的影响，增强应对应对各行业周期波动的能力。

精细化管理推动“熵减”。URI 在长期发展过程中积累了大量设备管理经验，持续为公司增长赋能，其中：1) 生命周期法：依托长期积累的大数据，使用最低总持有成本作为采购决策依据，并智能决策资产最佳处置时机，最大化资产持有效益；2) 分区管理：将全部门店合理设置分区，区域内多个门店共享设备资源，并将通用功能合并，提升出租率的同时降低运营成本；3) 数字化工具：自 2000 年起持续推动数字化建设，提升客户体验的同时助力公司运营提质增效。

股价百倍之路的财务表现。1) 盈利方面，2007 年之前由于行业需求减弱、商誉减值增多等因素，公司业绩表现较为疲软，2008 年之后随着经济复苏及公司战略转型成功，营收业绩明显放量，利润率上升一个台阶。2) 资本支出方面，2001-2021 年资产规模实现 5.4 倍增长，达到 158 亿美元，期间紧密跟随经济波动，灵活调整采购计划。3) 负债与现金流方面，早期经营过程中由于多次计提商誉减值导致公司资产负债率跳升至较高水平，2009 年后公司依托每年极为充沛的现金流，负债率、净杠杆率等指标持续下降。4) 杜邦分析方面，2012-2017 年随着公司盈利能力及周转率提升，驱动公司 ROE 持续上升，2018 年至今随着公司负债率持续压减，ROE 较前期有所回落，但整体仍处较高水平。

中国设备租赁市场：大水养大鱼。我国设备租赁市场持续发展，当前行业较为分散，若对标美国 URI 15% 的北美市占率匡算，中国设备租赁市场 15% 市占率可孕育年营收超过 1300 亿元的超大型设备租赁企业，是 URI 的 2 倍。寻找中国未来设备租赁巨头，可重点聚焦以下几个特征：1) 具备更强资本实力或上市融资平台；2) 聚焦规模化设备租赁主业，并围绕主业做多元化设备布局；3) 具备领先的管理体系可实现规模化扩张中的“熵减”；4) 能把握中国市场特征，灵活配置租赁资产。

投资建议：目前国内已涌现出较多成长潜力突出的龙头企业，其中重点推荐高空作业平台快速扩张的国内建筑设备租赁领军企业**华铁应急**、铝模板租赁领军者**志特新材**；重点关注拟在港股上市的设备租赁龙头**宏信建设**、起重机械租赁龙头**建设机械**等。

2. 行业底层逻辑：建筑机械“买不如租”

自购设备的经济效益较低，“买不如租”为建筑机械行业基本逻辑。成本收益拆解来看，建筑商自购机械设备的成本包括前期一次性购入设备的费用及使用期内定期的运营成本，如库存/管理成本、维修成本、跨地域施工导致的运输成本等。若改为租赁设备，企业仅需在项目使用期内支付该设备的租赁费用，可省去各类中间费用、巨额折旧摊销及前期投资费用，在一个发展成熟、规模优势逐步显现的租赁市场中，设备出租价将更具竞争力，“以租代买”的优势将进一步凸显。

除可量化的成本因素外，设备租赁能够有效规避潜在的经营风险：1) 资金端减少不必要的前期投入，降低后期项目施工过程中的现金流风险。2) 机械设备种类多、型号复杂且迭代速度较快，自购设备无法实现全品类，部分项目不适用设备闲置率较高，且随时面临技术淘汰风险。

图表 1: 企业自购设备与租赁设备效益对比

自购与租赁效益对比

$$NPV_{\text{Purchase}} = \text{项目购置费用} + \sum_{t=1}^T PV \begin{matrix} \text{库存/管理费用} \\ \text{维修/保养费用} \\ \text{运输成本等} \end{matrix} - \text{PV (期末残值处理收入)}$$

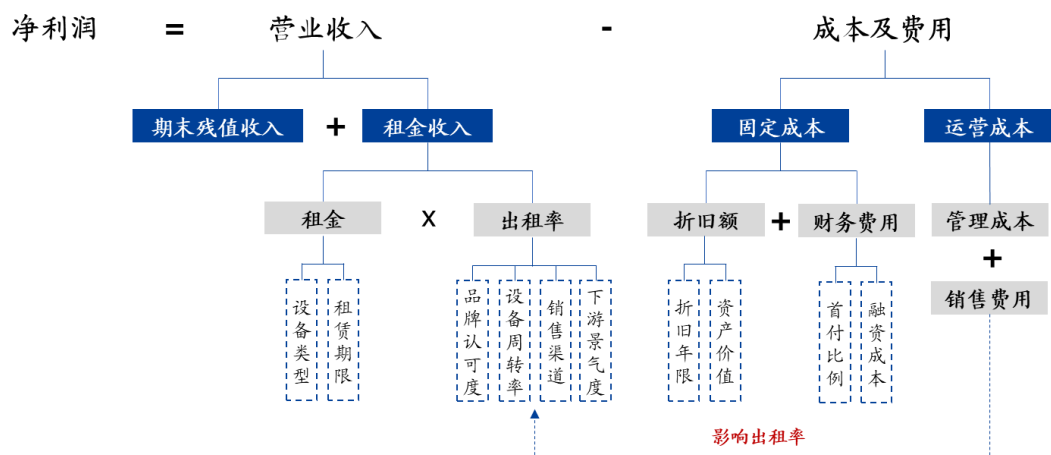
$$NPV_{\text{Rental}} = \sum_{t=1}^T PV \text{租赁费} - \begin{matrix} \text{降低风险的效益} \\ \bullet \text{减少前期投入, 降低现金流风险} \\ \bullet \text{降低产品技术淘汰风险及闲置风险} \end{matrix}$$

资料来源：国盛证券研究所

从设备商角度看，设备租赁为衔接上下游的重要润滑层。对施工企业等下游用户而言，其核心需求在于以较低的成本获得产品使用权，且业务模式以小批量、不定期使用为主。而上游设备生产商的业务模式为大批量、连续的生产与销售。设备租赁商是上下游产业精细化分工的产物，能够在保障下游客户利益的同时满足上游设备商大批量转移使用权的需求，且自身获得稳定客观的设备租赁回报。

设备租赁的商业模式：通过提高出租率、租金价格，降低运营成本来实现利润最大化。干租赁模式下，租赁商的利润=租金收入+残值处理收益-运营成本开支。进一步分解来看，1) 租金收入主要受到出租率、设备类型及租赁期限影响，通常使用频率偏低的专业化设备租金更高，长期租赁平均租金更低。出租率的影响因素较为广泛，与企业自身品牌认可度、销售渠道覆盖率、下游行业景气度、设备周转率等指标均有一定关联。2) 折旧成本：年限平均法下折旧额=设备购置总额/使用期限；3) 财务费用=(设备购置费-首付额)*融资成本率；4) 运营成本，主要为资产管理成本。资产管理质量将直接影响租赁商的设备周转率、出租率及设备保值率等重要指标。

图表 2: 设备租赁商业模式的经营利润拆解

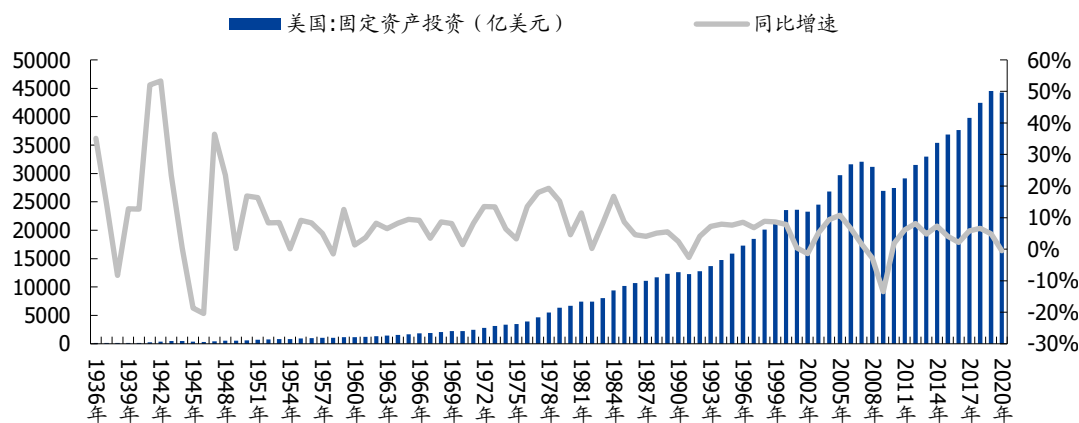


资料来源: 国盛证券研究所

3. 北美设备租赁市场: 巨无霸企业成长的肥沃土壤

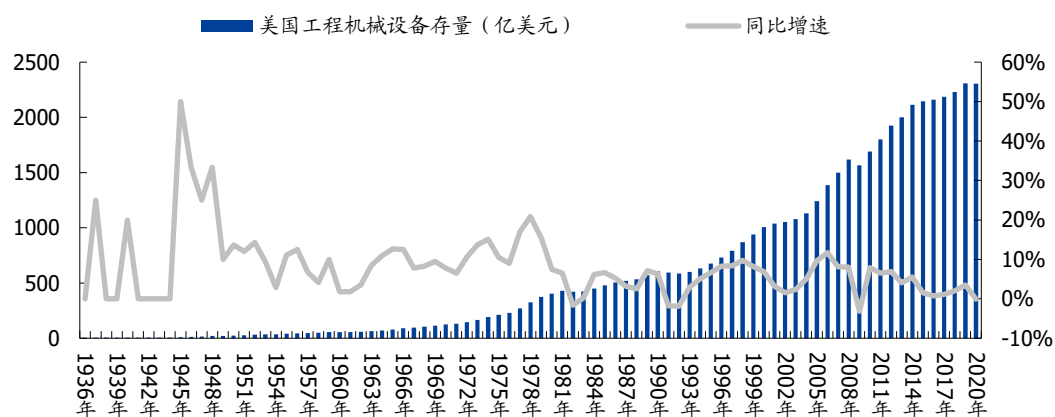
美国工程机械设备渗透率持续提升。北美建筑机械市场发展起步于上世纪 50 年代, 根据美国劳工统计局披露数据显示, 1975-1980 年间美国建筑工人平均时薪快速攀升。人工成本上涨驱动北美地区建筑机械化进程快速推进。随着美国每年固定资产投资规模持续增长, 美国工程机械设备存量也呈持续提升趋势, 且成长速度略高于固投增速。美国工程机械设备存量/当年固定资产投资的比呈现出向右上倾斜的曲线, 显示美国工程机械设备渗透率持续提升。

图表 3: 美国固定资产投资及增速



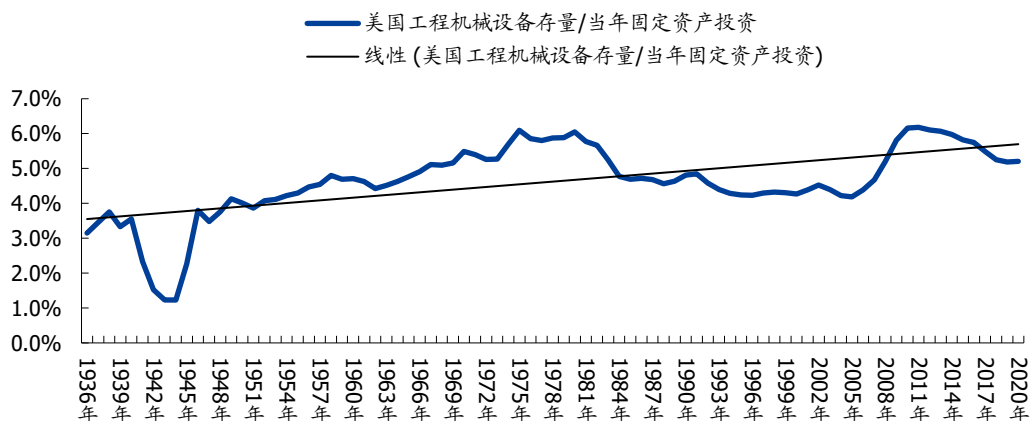
资料来源: BEA, 国盛证券研究所

图表 4: 美国历年工程机械设备存量及增速



资料来源: BEA, 国盛证券研究所

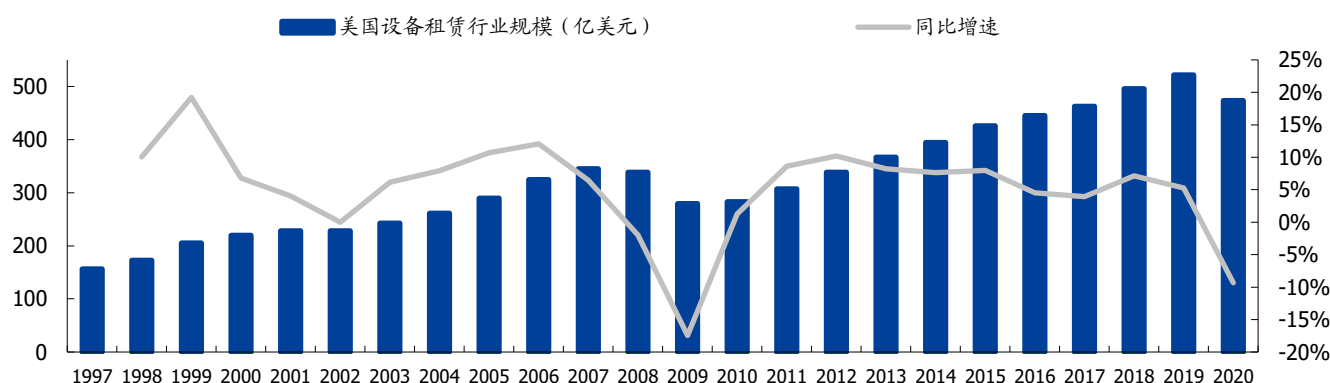
图表 5: 美国历年工程机械设备存量/当年固定资产投资



资料来源: Wind, BEA, 国盛证券研究所

北美建筑机械租赁起步早、规模大，资源整合空间广阔。由于美国政府自 20 世纪 50 年代起即积极鼓励租赁业发展，租赁行业的标准体系较为完善，因此在建筑机械渗透率提升的同时美国设备租赁行业也同步进入了快速成长期。根据美国租赁协会披露数据，1997 年美国建筑设备租赁市场规模已超百亿，高达 157 亿美元，在 1997-2007 年间行业复合增速约为 8.2%。虽然市场已初具规模，但行业竞争格局极其分散，CR100 的比例大约仅 30%。因此，从 90 年代末期的时点来看，美国的设备租赁行业同时具备规模大、发展快、格局分散三大特点，行业整合空间十分广阔。

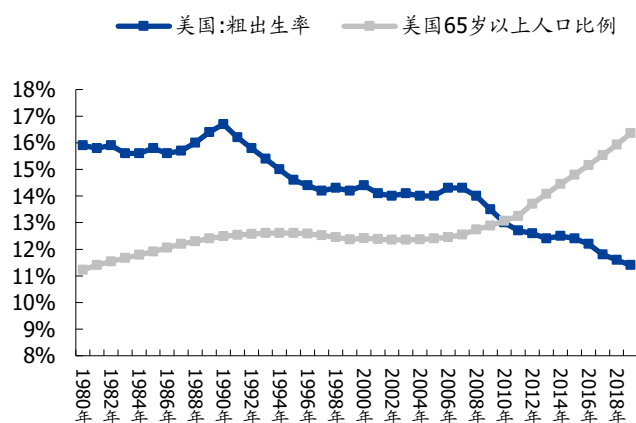
图表6: 美国设备租赁行业规模及同比增速



资料来源: URI, 国盛证券研究所

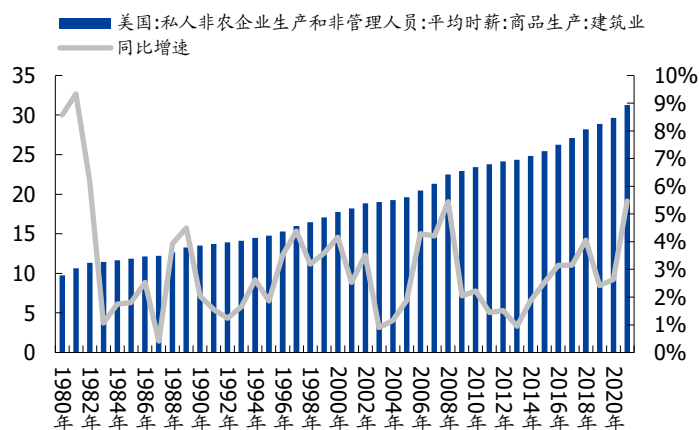
“设备替人”需求持续增长, 进一步提升工程机械渗透率。本世纪以来, 美国老龄化率加速上升, 出生率加速下降, 人口红利快速消失。同时建筑工人人力成本持续增长, 在工程机械产品趋于成熟、人工成本较高的背景下, “设备替人”需求持续增长, 持续提升美国机械渗透率。

图表7: 美国出生率及老龄化率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

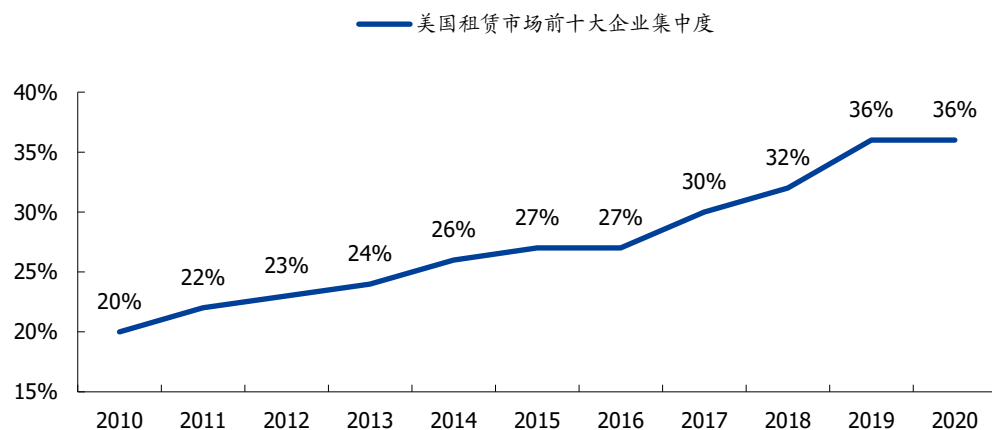
图表8: 美国建筑工人平均时薪 (美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

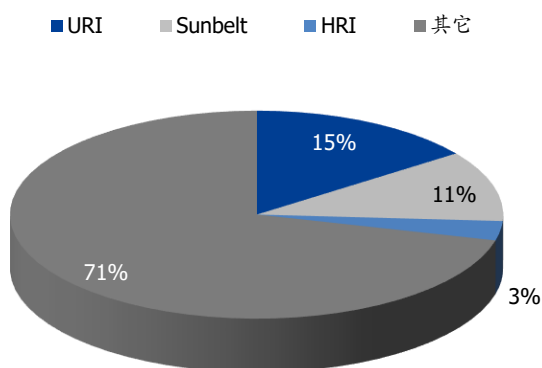
2010年以来行业市场集中度持续提升。2010-2020年, 美国租赁市场前十大企业集中度快速提升, 由20%提高至36%, 2020年前三大设备租赁商市占率合计高达29%, 其中URI/Sunbelt/HRI分别占比15%/11%/3%, 行业强者愈强的龙头效应已逐步彰显。

图表 9: 美国租赁市场前十大企业集中度



资料来源: URI, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年美国租赁市场竞争格局



资料来源: URI, 国盛证券研究所

4. 美国联合租赁(URI): 滚雪球之路, 并购与内生增长共振

4.1. 创始人: 具备丰富的并购交易经验

美国联合租赁的创始人是布拉德·雅各布斯 (Brad Jacobs), 1956 年出生于美国, 职业生涯中他从零开始建立了 3 家上市公司——United Waste Systems、United Rentals、XPO Logistics, 其中完成了大约 500 次收购, 筹集了超过 250 亿美元的债务和股权资本融资¹。

擅长行业: 高效转移物品

1) 石油经纪 (1984-1989): 早年雅各布斯在布朗大学学习钢琴和数学, 辍学后被 70 年代后期油价飙升带来的巨额利润所吸引而进入石油行业。1984 年雅各布斯移居伦敦, 创立了石油贸易公司 Hamilton Resources Ltd., 通过从俄罗斯和尼日利亚等地获取石油并租船将石油运往欧洲赚取了数百万美元。但到 1989 年后, 期货市场的发展挤压了雅各布斯这类环球套利商的利润, 雅各布斯随即离开²。

2) 废物管理 (1989-1997): 雅各布斯回到美国, 在看到当时北美废物管理龙头公司勃朗宁-摩天工业 (Browning-Ferris Industries) 丰厚的利润后, 决定选择废物管理行业作为下一个创业项目。雅各布斯选择了勃朗宁-摩天工业公司忽视的农村地区业务作为切入口, 开始在美国肯塔基州南部和密歇根州等地区并购整合了数百个废物管理行业夫妻店。1992 年雅各布斯将 United Waste 上市, 并于 1997 年以 22 亿美元的价格出售, 雅各布斯的早期 300 万美元投资净赚 1.2 亿美元。

3) 设备租赁 (1997-2007): 废物管理公司交易结束后, 雅各布斯开始关注到设备租赁行业较为分散, 且需求持续增长, 因为行业正处于从自持推土机、发电机、剪叉式升降机等设备转为租赁模式的浪潮中。雅各布斯因此成立了美国联合租赁公司 (United Rentals, URI), 1997 年 12 月将该公司上市, 到次年 3 月, 雅各布斯筹集了 2.85 亿美元, 开始寻找可以并购的设备租赁夫妻店。经过数百笔并购交易, URI 超越赫兹成为全球最大的设备租赁商。2007 年雅各布斯辞职离开。

4) 物流行业 (2011-至今): 当时雅各布斯观察到 Express-1 这类货运经纪商不拥有卡车, 而是连接托运人和卡车司机的中间人, 属于轻资本市场。2011 年, 雅各布斯向美国第三方物流和运输服务提供商 Express-1 Expedited Solutions 投资了约 1.5 亿美元, 获得了公司约 71% 股份, 并将公司改名为 XPO Logistic。次年雅各布斯宣布将通过并购使 XPO 的收入从 1.75 亿美元增加至 50 亿美元。后续通过约 80 亿美元的并购交易, XPO 陆续收购了 3PD、Pacer、New Breed 等公司, 持续提升送货上门、安装、多式联运、合同物流等业务能力, 并扩大优质客户群体。随着后续经济复苏, 卡车的短缺和价格上升使 XPO 持续受益。

4.2. 历史沿革: URI 的成长之旅

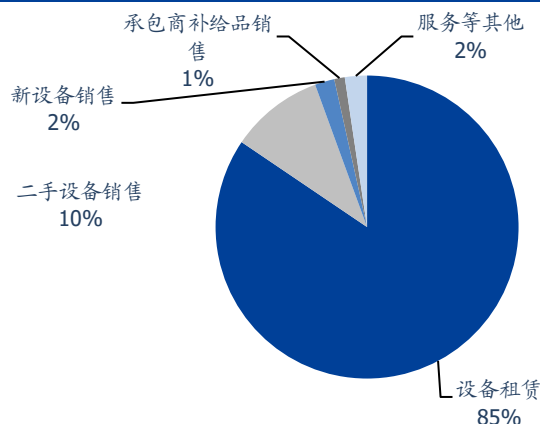
美国联合租赁 (United Rentals, URI) 由雅各布斯于 1997 年创立, 主要为建筑、工业公司提供卡车、高空作业平台、叉车、推土机、压缩机等通用或专用设备租赁, 同时也提供新旧设备的销售、维修和安全培训业务。目前公司在美国 49 个州拥有 1149 个分支

¹ [https://en.wikipedia.org/wiki/Brad_Jacobs_\(entrepreneur\)](https://en.wikipedia.org/wiki/Brad_Jacobs_(entrepreneur))

² <https://www.forbesindia.com/article/cross-border/bradley-jacobs-the-maestro-of-mergers/50127/1>

机构，在加拿大 10 个省拥有 139 个分支机构，在欧洲/澳大利亚/新西兰分别拥有 11/28/18 个分支机构。设备总量超 78 万台，租赁资产规模达 158 亿美元，并拥有 2 万名员工。2021 年公司实现总营收 97 亿美元，其中设备租赁/二手设备销售/新设备销售/承包商补给品销售/服务等其他分别实现营收 82/10/2/1/2 亿美元。³

图表 11: URI 2021 年营收构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: URI 设备租赁业务覆盖范围



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

80-90 年代美国税收政策变化及经济衰退促设备租赁行业开始繁荣。1986 年美国税法变更，消减了工程承包商将设备折旧作为税务抵扣的能力，同时 90 年代初期经济衰退破产事较多的工程承包商开始出售利用率较低的工程设备，两项因素均促使设备租赁行业开始崛起。

4.2.1. 雅各布斯时代 1997-2007：并购整合碎片市场，完成规模化扩张

1997-1998 年 URI 通过并购迅速成为北美最大设备租赁公司。1997 年雅各布斯在出售 United Waste 几周之后，雅各布斯成立了 United Rentals，12 月，在 URI 成立仅 3 个月，公司就登陆纽交所交易，发行股份 700 万股，发行价 13.5 美元/股。公司制定

³ https://en.wikipedia.org/wiki/United_Rentals

的增长战略主要包括 3 个方面：1) 收购优质租赁公司，无论大小；2) 开设新租赁地点；3) 增加设备类别和客户市场。到 1998 年 6 月，公司已在美国 20 个州收购了 38 家小型租赁公司，成为设备租赁行业的第五大公司；后仅过去 2 个月，8 月份公司已将业务开拓至美国 31 个州。1998 年 9 月，公司作价 13.1 亿美元收购了当时全美第二大设备租赁公司 US Rentals，成为北美最大、地域最广的设备租赁公司。至 1998 年年底，公司已收购 103 家公司，分布在美国 39 个州、加拿大 5 个省、墨西哥 439 个地区。⁴

1999 年继续完成 101 家公司收购。1999 年公司完成 101 家公司收购，在美国和加拿大增加了 295 个租赁地点布局。其中已经开始涉及到包括交通控制、交通安全设备（如路障、路障、警示灯）在内的专用设备租赁市场。到 1999 年底，公司已拥有 14 家交通安全公司，占总收入的约 10%。除收购外，公司也持续重视运营，通过将分支机构在同一区域内分组运营而建立了较强的区域竞争优势。

2000-2001 年开设互联网平台，并通过收购持续完善专业领域布局。2000 年 2 月，公司开设互联网在线设备租用和购买平台 E-Rental Store，客户可以随时查看设备规格、浏览代售二手设备列表、寻找就近分店。2000-2001 年公司继续进行收购活动，其中有较多比例在交通控制等专用设备租赁领域。1998-2001 年公司通过约 250 次收购，大幅减少自我成长所需耗费的时间，迅速成为了行业内最大、最全面的设备租赁公司，可为各类客户提供一站式服务，持续减少单一品类客户的依赖。

2002-2007 年进入整合阶段。在 1998-2001 年高密度并购活动之后，公司进入整合和内生增长阶段。但由于行业需求开始有所下降，2001 年公司通过了重组计划，将 31 个表现不佳的门店和 5 个行政办公室关闭或合并；2002 年公司再度通过第二次重组计划，将 42 个表现不佳的门店和 5 个行政办公室关闭或合并。2004 年公司面临美国证券交易委员会（SEC）操纵报表的指控，后并购活动明显减少，甚至有资产进行剥离。其中高速公路设备租赁板块因行业需求不佳、且未能与公司原有主业产生协同而经营不善，2006 年公司将高速公路相关业务作价 6800 万美元出售给了 HTS Acquisition, Inc.。2007 年公司拟将自己出售给 Cerberus Capital Management，交易价值约 66 亿美元（含 26 亿美元债务义务），但交易后续因信贷市场收紧，Cerberus 失去融资而未成功实施。SEC 对公司的系列调查于 2007 年尘埃落定，公司支付 1400 万美元民事罚款，CFO 和财务总监入狱三年，创始人雅各布斯也于 2007 年离开公司。

4.2.2. 尼兰时代 2008-至今：精细管理、多元经营，构筑新业态

2008-2011 年：精细化管理，持续推动提质增效

尼兰（Michael J. Kneeland）2007 年继任，当时经济面临下行，市场需求放缓，前期 SEC 对公司报表的调查及出售给 Cerberus Capital Management 计划流产都暴露出公司此前业务发展模式的较多问题。对此，在尼兰的领导下，公司提出了 3 大核心战略：强化核心租赁业务，优化租赁设备管理能力，降低运营成本。并提出 5 项具体实现措施：

1) 优化门店运营：将设备从低回报率的地点转移到高回报率地点，关闭部分门店，整合部分行政和后台职能，以提升设备利用率、降低运营成本

2) 降低运营成本：彻底审查各环节职能，减少功能重复以及可以自动化的部门，实施裁员计划，提升效率。

3) 提升集中采购：在租赁设备集中采购的基础上，增加非设备集中采购，2007 年通过此计划节省了约 2200 万美元。

4) 提升出租率：制定考核出租率的激励计划，并分配更多的设备到需求更好的地区，提

⁴ <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/united-rentals-inc-history/>

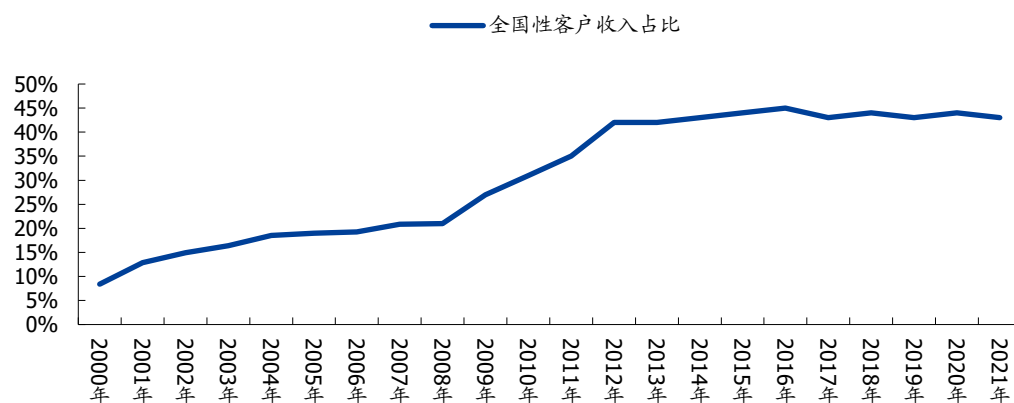
升周转率。

5) 重新重视承包商补给品销售业务: 如建筑耗材、工具、小型设备和安全用品等。

2008 年, 公司在上述精细化管理的战略指引下取得了较为不错的成绩: 资产周转情况大幅好转, 员工人数缩减 9%, 分支机构从 697 个减少为 628 个, 期间费用率同比减少 8400 万 (减少 14%), 承包商补给品销售毛利率提升至 23.6% (上年仅 19%), 自由现金流 3.35 亿美元 (同增 38%)。

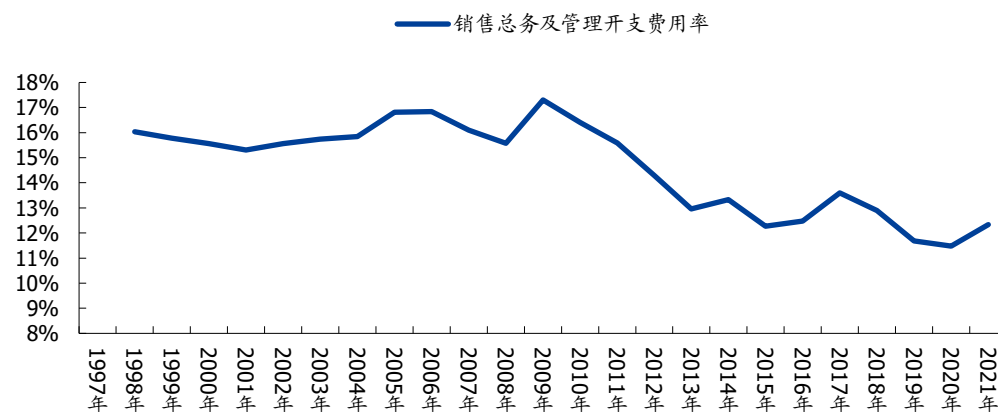
2009-2011 年持续提升高毛利大客户占比, 开拓工业租赁业务。2009 年后, 公司继续践行前期精细化管理战略, 同时提出: 1) 要增加来自全国性客户 (National Accounts) 等大客户的收入比例, 这些客户每年设备租赁支出至少达 50 万美元, 且在全国多区域开展业务, 他们往往有较强的设备持续租用需求, 且可以让公司更有效地提供服务, 帮助公司提升设备租赁整体毛利率; 2) 开拓工业租赁业务, 依托公司当前设备资源和区域布局优势, 开拓工业设备租赁业务, 减少建筑业务经济周期的影响。

图表 13: URI 历年全国性客户收入占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 14: URI 历年销售总务及管理开支费用率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

2012-至今: 并购活动增多, 聚焦增强主业和价值实现

2012 年后公司的收购活动单体规模大, 快速提升专用设备租赁规模。2012 年之后公司并购活动有所增多, 但并购策略与雅各布斯时代的并购策略有明显不同, 期间并购主要

特征为低频且单体规模大。公司当时已占据全球最大设备租赁商地位，因此后续的并购更加注重与公司原业务相互协调，在强化公司租赁主业行业地位的同时，要增强公司整体盈利能力，以实现公司内生增长（organic growth）。因此公司在选择并购标的的时候，除了要求行业增速比较快、标的难以复制、提升区域覆盖面，同时要求投资回报率高，且能帮助公司增加新客户、增强交叉销售能力。

图表 15: URI 2012 年后主要并购策略

策略	财务	文化
- 市场增速快 - 难以复制 - 帮助接触新客户 - 强化交叉销售 - 整合难度小 - 增强区域覆盖面 - 多元化	- 生命周期内回报率高 - 收入增速 - 盈利机会 - 管理杠杆 - 内部收益率 - 投资回报率 - 波动性	- 安全 - 有才能 - 道德和诚信 - 管理理念 - 以客户为中心 - 社区

资料来源：2021 年投资者日资料，国盛证券研究所

2012 年至今，公司陆续完成多项并购，但频率较低、单体规模较大，其中 2012 年 4 月公司作价 42 亿美元完成工业设备租赁公司 RSC Holdings, Inc. 的收购，成为设备租赁行业历史上最大一笔收购。完成 RSC 收购之后，公司工业租赁业务占比从 2011 年的 22% 提升至 2012 年的 50%，成为公司核心业务板块。

整体看，这些并购的逻辑和价值方面都具备相似特征：1）强化公司主业优势，提升内生增长能力；2）降本增效，促进交叉销售，提升公司盈利能力。

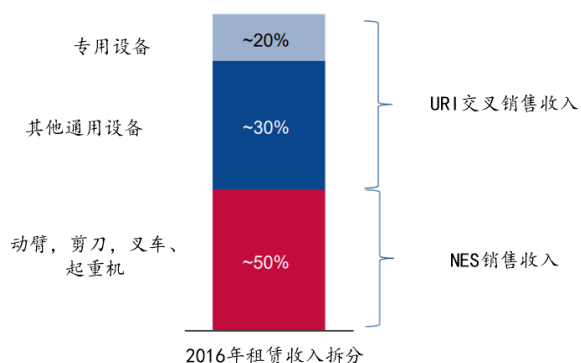
图表 16: URI 2012 年后主要并购活动

RSC (2012)	National Pump (2014)	NES (2017)	Neff Rentals (2017)	BakerCorp (2018)	BlueLine (2018)	General Finance (2021)
- Size: \$4.2B transaction value (cash and stock) - Type: 'Grow-the-core' gen rent acquisition	- Size: \$780M transaction value (cash) - Type: Specialty adjacency in the pump rental sector	- Size: \$965M transaction value (cash) - Type: 'Grow-the-core' gen rent acquisition	- Size: \$1.3B transaction value (cash) - Type: 'Grow-the-core' gen rent acquisition	- Size: \$720M transaction value (cash) - Type: Specialty adjacency in the fluid control sector	- Size: \$2.1B transaction value (cash) - Type: 'Grow-the-core' gen rent acquisition	- Size: \$1.0B transaction value (cash) - Type: Specialty adjacency in the mobile storage and

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

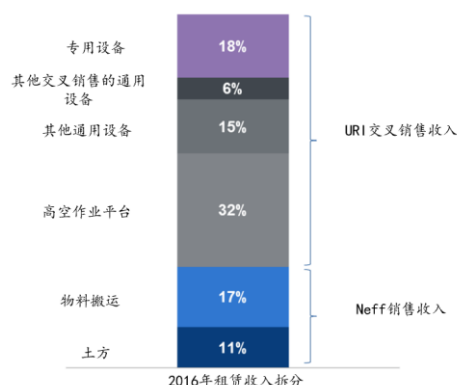
多元化发展打造交叉销售业务模式，提升客户价值。公司吸取了此前高速公路设备租赁业务的失败经验，在该阶段虽然进行多元化业务扩张，但各多元化业务之间始终保持较强的相关度，使板块之间的客户重合度高，可对被并购的原客户实行交叉销售，提升并购后整体客户价值。运用交叉销售模式后，公司模拟测算并购的 NES 公司销售收入可翻倍，并购的 Neff 公司总收入可翻 3.6 倍。

图表 17: NES 公司交叉销售收入比例拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: Neff 公司交叉销售收入比例拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

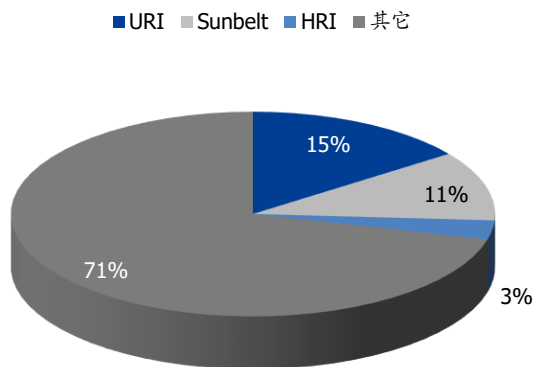
4.3. 规模: 将规模效益运用至极致

4.3.1. 门店广覆盖: 改善客户体验, 提升周转率

截至 2021 年, 公司在北美拥有 1288 个门店, 北美市场占有率达 15%, 区域覆盖面广。通过较广的区域覆盖面, 公司可建立较多优势:

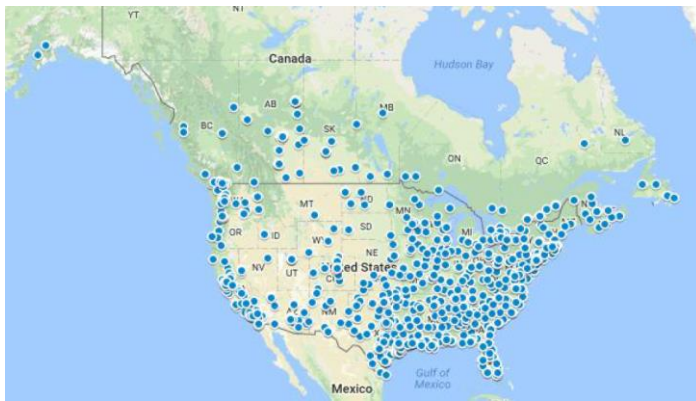
- 1) 客户体验方面: 公司可将服务半径明显缩短, 减少客户提取、交付设备的时间, 快速响应客户需求, 改善客户体验。
- 2) 订单获取方面: 较广的区域覆盖面可提升公司订单获取能力, 尤其是利润率更大的大单、急单项目。
- 3) 周转率方面: 通过区域间设备灵活调配, 减少区域设备需求波动对当地门店设备出租率的影响, 提升设备周转效率, 减少折旧摊销风险。

图表 19: 美国设备租赁行业竞争格局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: URI 北美门店分布情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3.2. 规模化采购：降低设备购入成本

上游设备供应商可给规模化采购的租赁商较多折扣。每年公司从上游供应商处采购大量的设备、承包商补给用品等物资，使公司可在供应商处获得更加优惠的售价，以及更好的保修服务。据 1998 年《福布斯》杂志报道，当时较大的公司可以获得售价 5 万美元以上设备 40% 的折扣⁵。公司对于供应商的策略为“保持每类设备的供应商数量最少”，让公司能够在特定供应商处有足够的采购数量，使商务条件更加具备有利。选择供应商的时候，公司主要考虑其产品能力、行业地位、商业条款、客户接受度和财务综合实力，且每种主要设备供应商类别都具备一定的替代来源，以获得长期优惠的采购价格。2021 年，URI 设备采购支出（含租赁设备和非租赁设备）达 32 亿美元，净增加 16.5 万台设备，采购量巨大。

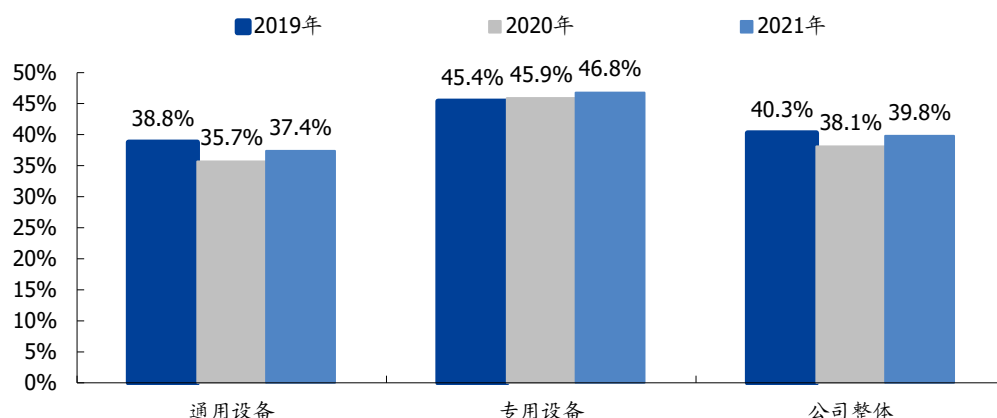
折扣是补贴规模设备租赁商出租率劣势的重要渠道。一般来说，设备租赁行业往往随着经营规模的提升而呈现出租率下降的趋势，如小型夫妻店由于对管理难度小、获客难度低，对手中的设备也较为熟悉，维护起来方便快捷，其设备出租率可能达到 90% 以上；而大型设备租赁公司的出租率往往低得多，URI 平均出租率也仅约 80%（其他大型租赁公司往往更低）。在低出租率下，大型设备租赁公司则可以通过规模化优势来反哺出租率更低所带来的劣势，其中折扣补贴就是其中重要组成部分，使大型设备租赁公司在面对小型夫妻店时，在利润率方面同样具备竞争力。

4.3.3. 交叉销售：通用设备向专用设备引流，相互协同提升整体利润率

专用设备利润率往往更高。专用设备往往具备稀缺性，竞争环境并不像通用设备租赁一样激烈，因而往往具备更高的利润率。根据公司公告，2021 年公司整体毛利率 39.8%，其中通用设备租赁业务毛利率 37.4%，专用设备租赁毛利率 46.8%，二者差距约 10 个百分点。

公司持续依托通用设备向专用设备租赁业务引流。通用设备是公司业务开展的基础，专用设备可带来高附加值，两项业务相互依赖，实现公司整体高利润率。公司开拓专用设备的方式主要包括：1）整体解决方案，将专用设备租赁业务打包放入整体解决方案中带动，此方式对于全国性大客户较为适用；2）交叉销售，对通用设备租赁原客户进行专用设备交叉销售，提升整体客户价值；3）多元化并购，持续并购专用设备领域标的，增强公司专用设备业务覆盖面。

图表 21：公司通用设备、专用设备租赁业务毛利率对比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

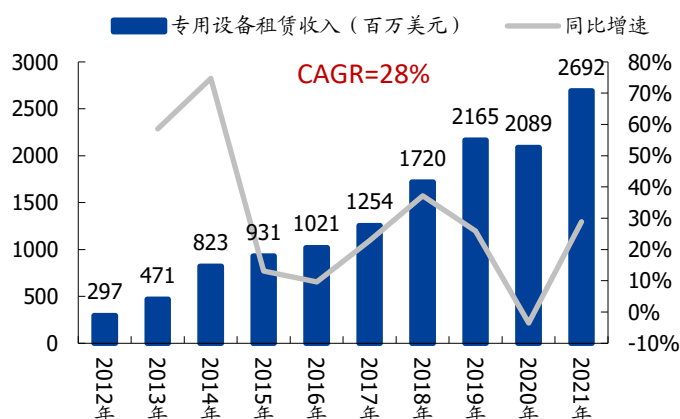
⁵ <http://www.fundinguniverse.com/company-histories/united-rentals-inc-history/>

专用设备业务收入及利润均呈快速成长趋势:

1) 收入方面: 2012 年公司专用设备租赁业务收入仅约 3 亿美元, 占公司总营收的 7%, 但后续呈快速成长趋势, 至 2021 年公司专用设备租赁业务收入已达 26.9 亿美元, 10 年复合增速达 28%, 占公司总营收的比例达 28%。而同期公司通用设备营收复合增速仅 7%, 总营收复合增速仅 10%。

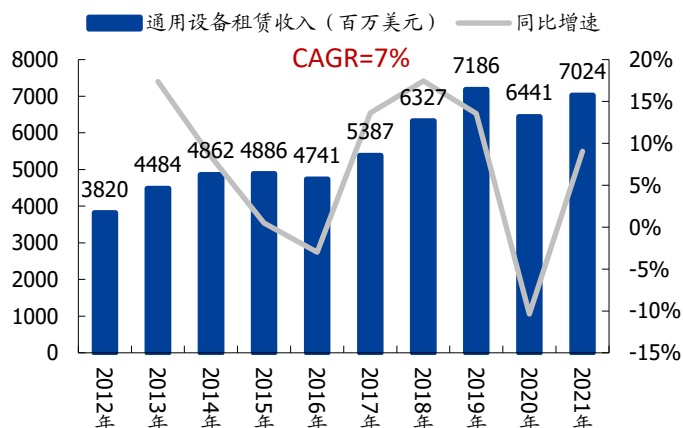
2) 毛利方面: 2012 年公司专用设备租赁业务毛利 1.2 亿美元, 占公司总营收的 8%, 至 2021 年公司专用设备租赁业务毛利已近 10 亿美元, 10 年复合增速达 26%, 占公司总毛利的比例达 31%。而同期公司通用设备毛利复合增速仅 7%, 总营收复合增速仅 8%。

图表 22: URI 专用设备租赁业务收入及增速



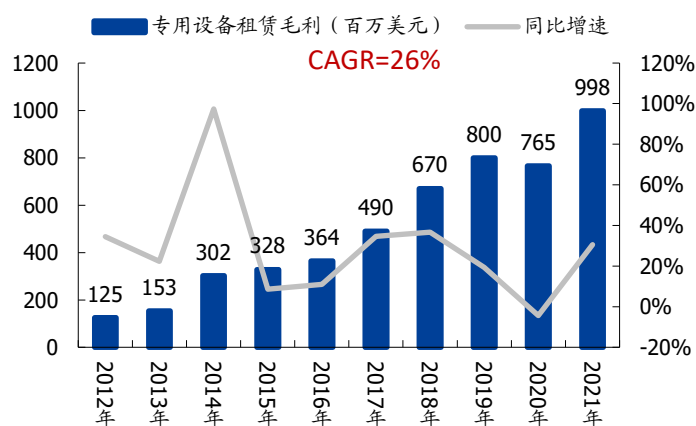
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: URI 通用设备租赁业务收入及增速



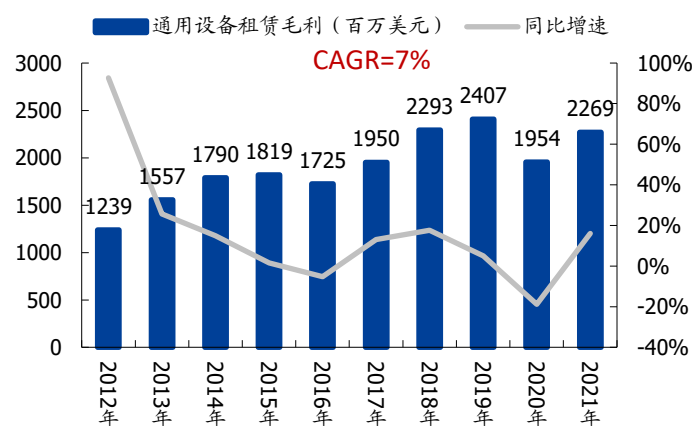
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: URI 专用设备租赁业务毛利及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: URI 通用设备租赁业务毛利及增速

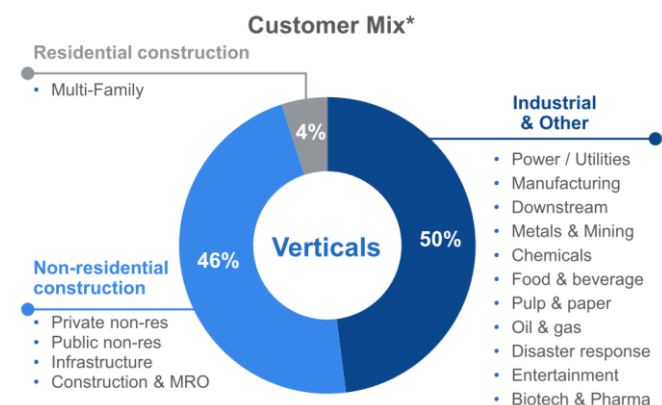


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.3.4. 品类丰富: 抵抗各行业经济周期

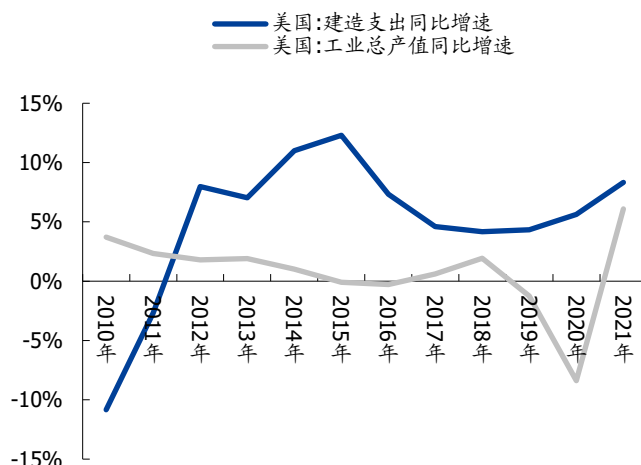
客户来源分为建筑和工业两大类, 并延伸至十六个细分行业。从客户来源来看, 公司业务主要来源于建筑和工业两大类, 各占约 50%, 其中建筑包括非住宅类和住宅类, 占比分别为 46%/4%。进一步地, 公司客户来源可延伸至十六个细分行业, 包括住宅/非住宅/工业分别 4/1/11 类。在建筑和工业两个大的行业框架内, 客户的需求具备相似性, 在细分方向进行多元化布局后可以实现: 1) 管理边际成本较低; 2) 依托原有规模和销售网络优势而具备更强市场竞争力; 3) 抵御经济周期影响, 避免某单个细分行业衰退而对公司整体经营造成过大影响。

图表 26: 公司各领域客户来源占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 美国建设支出、工业总产值同比增速走势对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资产多元化可使资金获得更高的应用效率, 提升盈利能力。公司致力于提供客户工程建设所需要的全套设备租赁服务, 相比于仅提供单一品类的租赁资产配置策略而言, 投资收益率可以明显更高。根据公司测算, 假设一笔 17.8 万美元的资产仅用于购买一台挖掘机用于租赁, 则每年收益约 4.9 万美元, 对应 ROI 约 27.3%; 而如果将这 17.8 万美元用于购买叉车、铲车、小挖等各类设备组合用于租赁, 则对应每年收益可达 12.3 万美元, ROI 可达 69.2%。

图表 28: 资产多元化带来的效益示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

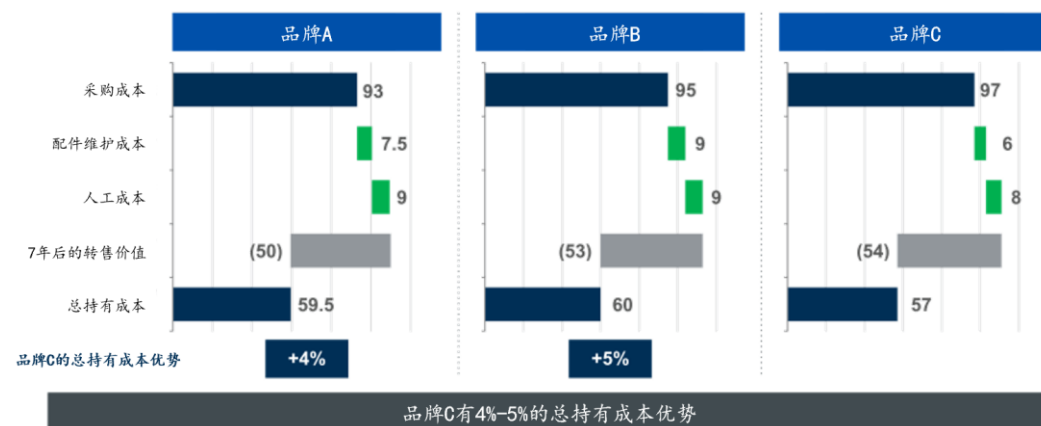
4.4. 管理: 体系优化带动公司“熵减”

4.4.1. 生命周期法: 最低总持有成本法采购、大数据确认资产最佳处置寿命

采购选择时, 以最低总持有成本作为决策依据, 而非最低采购成本。总持有成本 (Total Cost of Ownership, TCO) = 采购成本 + 维护成本 (配件、人工) - 处置价值。其中处置价值并非最终残值, 而是根据需要择机进行二手转卖。公司以总持有成本作为采购决策主要依据, 避免了早期采购时过于注重短期利益而使后期蒙受更多损失的风险, 且其设备成本更能真实地衡量公司资产回报率。

以公司某采购活动为例，品牌 A/B/C 期初采购成本分别为 9.3/9.5/9.7 万美元，品牌 C 并没有价格优势；但通过计算之后，品牌 A/B/C 的总持有成本分别为 5.95/6.0/5.7 万美元，品牌 C 相对于 A/B 在价格上分别有 4%/5% 的优势，支撑采购品牌 C 的决策。

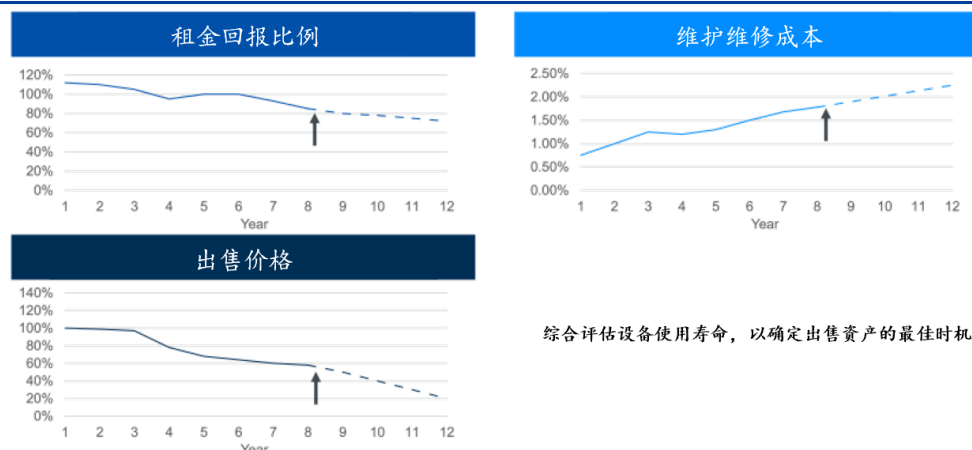
图表 29: URI 最低总持有成本案例



资料来源: 2018 年投资者日资料, 国盛证券研究所

公司使用生命周期法 (life-cycle approach) 来管理公司设备资产, 选择最佳处置时机。该方式综合考虑设备使用年限、租金水平、新设备市场价格、使用率、维护维修成本等因素, 基于公司庞大的租赁资产运营数据, 做最优化分析, 确定各项资产何时进行二手处置。例如: 单项设备的租金会随着使用年限的增加而逐渐下降; 二手处置价格会随着使用年限的增加而下降; 维护维修的费用会随着使用年限的增加而提升。

图表 30: URI 生命周期法管理资产主要考虑的因素



资料来源: 2018 年投资者日资料, 国盛证券研究所

4.4.2. 分区化管理: 提升设备出租率

设备分区管理, 区域内共享。截至 2021 年, 公司有 158 亿美元设备资产, 分布在 1288 个门店内, 平均每个门店的设备资产约 1200 万美元。但客户的需求往往随时会发生变化, 单个门店很难照顾到客户实时且个性化的需求, 为了优化客户体验, 提升客户价值, 公司采用了分区 (Metro) 资产管理模式。在该模式下, 通过合理设置分区, 每个分区至少由 3 个门店组成, 客户可以在所属分区内的所有门店根据需求租赁公司设备。以流体设备为例, 通过使用分区租赁方式, 2017 年的使用率较上年提升了 30%。

门店通用功能合并管理，降本增效。公司通过将门店的通用功能进行整合管理来促进降本增效，如款项支付、工资福利支付、风险管控、信息化技术、贷款收款等。

设置具备直接处理客户需求的电话客户服务中心。公司在北卡罗来纳州设置了客户服务中心（Customer Care Center, CCC），负责处理客户电话，CCC 除接听电话、记录客户需求外，还可以直接处理客户需求，而无需转接到各个分店，提升客户体验及公司资产管理效率。

图表 31: URI 分区管理示意图



资料来源：2018 年投资者日资料，国盛证券研究所

4.4.3. 数字化工具：助力客户与公司双重受益

持续推动公司数字化建设，管理工具持续完善。公司在 2000 年 2 月就开设了互联网在线设备租用和购买平台 E-Rental Store，客户可以随时查看设备规格、浏览代售二手设备列表、寻找就近分店。后续在数字化建设上持续投入，不仅为客户提供更好的服务，也提升了自身经营管理效率。据公司 2018 年投资者报告，每年公司从数字渠道获得的收入过 2 亿美元。

其中公司打造出的“Total Control”租赁资产管理平台可实现租赁合同管理、账单管理、定位设备、报警、利用率管理、KPI 考核等功能。同时客户可以在手机 APP “United Rentals Mobile App” 上随时浏览设备、查看货物交付进度、合同管理、设备定位、以及进行设备利用率管理。

图表 32: URI 数字化建设的主要意义

对客户而言	对公司而言
- 提高效率 - 消费管理 - 提高可用性 - 改进体验 - 连续互动 - 功能齐全 - 智能化工作 - 操作安全 - 扩展视野与能力	- 提高市占率 - 新领域 - 新客户 - 提高效率 - 降低服务成本 - 提升沟通效果 - 维护客户关系 - 减少摩擦 - 促进交叉销售

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

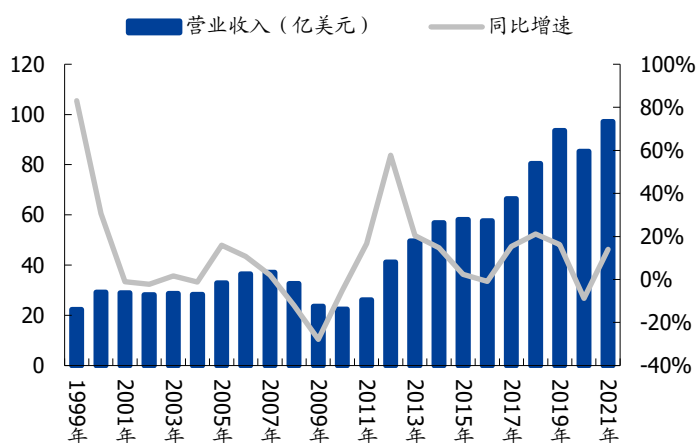
4.5. 财务：股价百倍之路的财务表现

4.5.1. 盈利能力：2011年后营收业绩明显放量，利润率持续提升

1997-2007年：密集并购结束后营收进入平稳期，业绩波动较大。在1997-2007年雅各布斯时代，公司自在1998-2001年高密度并购活动之后，营收快速提升至较高水平，后续年份均保持平稳增长趋势；但业绩波动较大，其中2002-2004年均有一定幅度亏损，主要因：1）前期密集并购积累了较多商誉，在当时行业景气度不佳环境下，公司分别计提了2.5/3亿美元商誉减值；2）公司通过重组计划持续关闭经营效益较差的门店，产生一定重组费用；3）融资增加后公司财务费用明显提升。

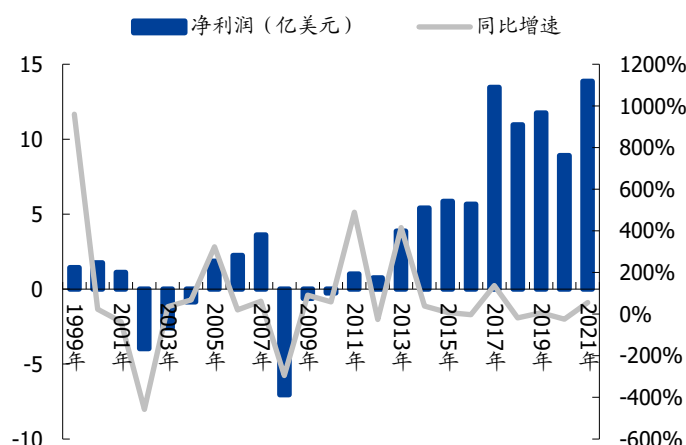
2008-至今：随着金融危机后美国经济复苏+公司战略转型成功，营收业绩明显放量。2008金融危机对公司需求造成较大影响，公司计提了11.5亿美元商誉减值，但后续不再出现商誉计提的年份。后续随着美国经济复苏，行业需求逐渐好转，公司在此期间更换了管理层，提出各项提质增效举措，并持续进行大体量外延并购活动，公司营收与业绩均呈现出快速放量趋势。

图表 33: URI 历年营收及增速



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

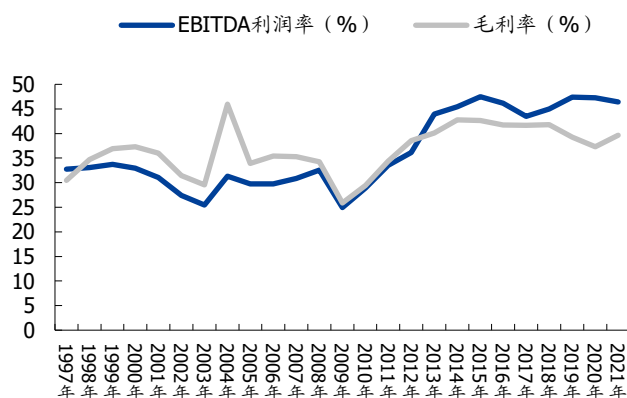
图表 34: URI 历年净利润及增速



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

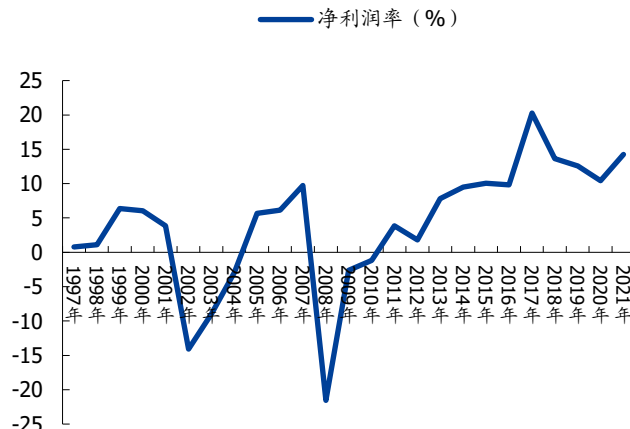
2009年之后公司盈利能力明显提升一个台阶。利润率方面，公司 EBITDA 利润率和毛利率常年处于较高水平，尤其是2009年之后，公司 EBITDA 利润率从30%-35%区间快速提升并稳定在45%左右水平，毛利率从30%-35%区间快速提升并稳定在40%左右水平。公司净利率在2009年之后也呈快速提升趋势，当前已稳定在12%-15%区间。公司2009年之后盈利能力明显提升一个台阶，主要得益于尼兰等新管理层接任之后所制定的一系列精细化管理、多元化扩张战略。

图表 35: URI 历年 EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

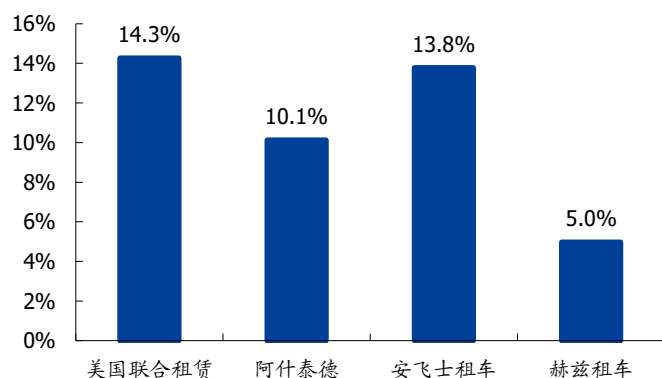
图表 36: URI 历年净利润率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

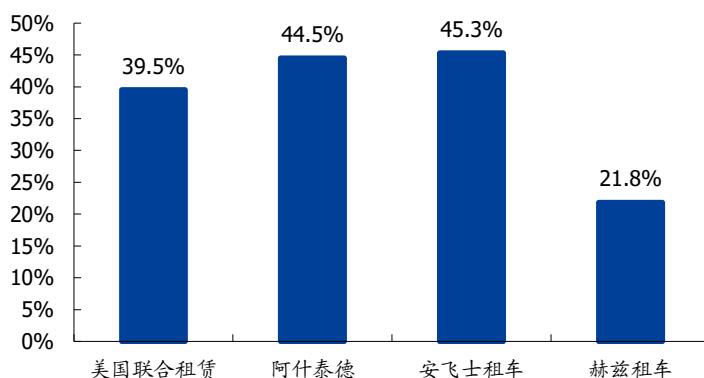
同业对比, **URI 利润率水平居前**。与英国设备租赁行业龙头阿什泰德、美国租车龙头赫兹租车、安飞士租车公司相比, 公司 2021 年净利润率 14.3% 已处行业领军地位, 同时公司的 EBITDA 利润率 39.5% 也与阿什泰德、安飞士租车差距不大。

图表 37: URI 净利润率同业对比 (2021 年)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 38: URI EBITDA 利润率同业对比 (2021 年)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

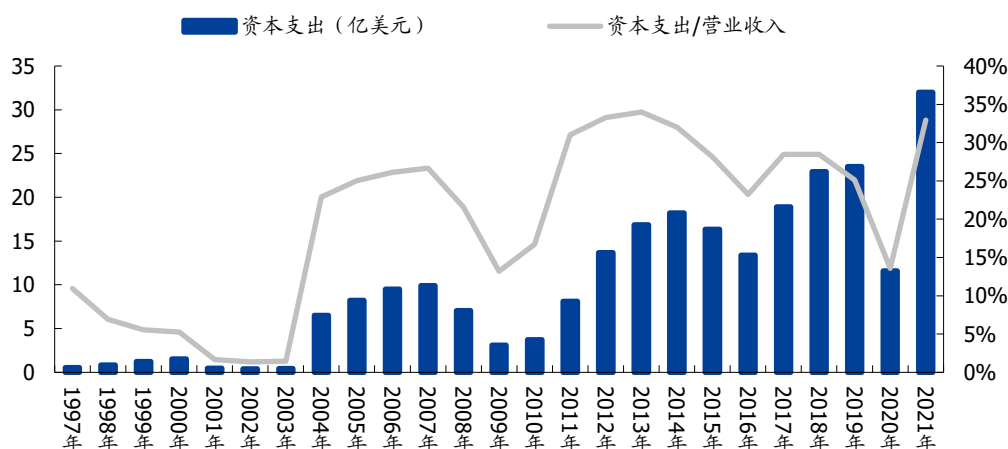
4.5.2. 资本支出: 随经济周期波动, 2012 年后租赁设备资产规模快速扩张

资本支出跟随经济周期灵活调整。公司在成长初期通过系列小规模兼并收购后, 2001-2003 年行业需求较为疲软, 每年资本支出的规模较小。2004 年后, 随着经济回暖, 设备租赁行业景气度开始明显回升, 公司开始积极采购租赁设备, 资本支出规模有所放量, 但随着 2008 年后的经济衰退, 公司资本支出规模明显减少。2011 年后, 随着经济持续复苏, 公司资本支出规模开始放量, 2020 年受疫情影响而有所减小, 2021 年疫后快速恢复, 资本支出规模达 32 亿美元, 占营收的 33%。整体看, 公司的历年资本支出规模紧密跟随经济周期波动, 灵活调整。

2012 年之后租赁资产规模持续扩大。2004 年公司资本支出规模提升后, 公司租赁资产规模也有所上升, 2003 年仅 35 亿美元, 2007 年则达 42 亿美元。2012 年之后, 公司一方面随着经济复苏而加大设备采购计划, 另一方面也通过大型兼并收购活动而迅速扩张

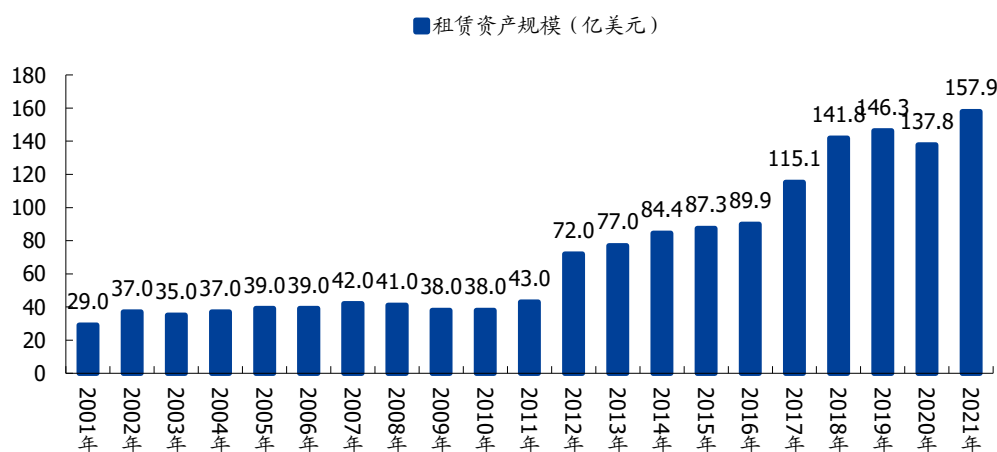
租赁设备体量，2012 年作价 42 亿美元收购工业设备租赁公司 RSC Holdings 后，租赁设备资产达 72 亿美元，同增 67%。截至 2021 年公司租赁设备规模 157.9 亿美元，是 2001 年的 5.4 倍。

图表 39: URI 历年资本支出及占营收的比例



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 40: URI 历年租赁资产规模

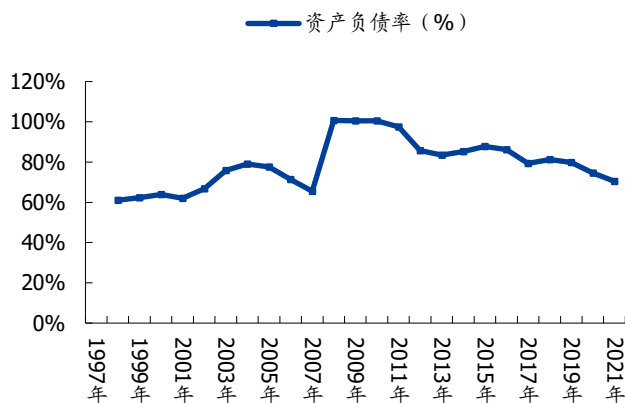


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.5.3. 债务控制: 杠杆率逐年下降, 经营性现金流充沛

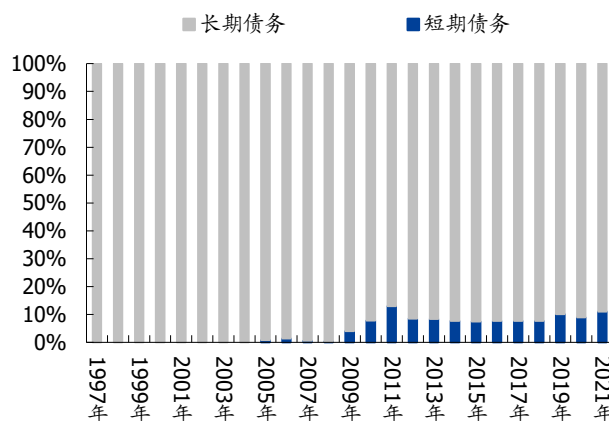
公司资产负债率逐年下降, 且以长债为主。公司早期经营阶段资产负债率呈逐年提升趋势, 2008 年资产负债率有一次跳升 (从 65% 跳升到 101%), 主要系当年计提了 11.5 亿美元商誉减值, 资产总额快速减少所致。2009 年后随着公司经营情况持续改善, 公司资产负债率持续下降, 2021 年资产负债率 70%, 净杠杆率 (总债务去除现金后除以近 12 个月的 EBITDA) 仅 2.2 倍, 已进入较为健康负债结构区间。从债务结构上看, 公司常年几乎没有短期债务, 长期债务占比较高, 2021 年长期债务占比达 87%。

图表 41: URI 历年净资产负债率



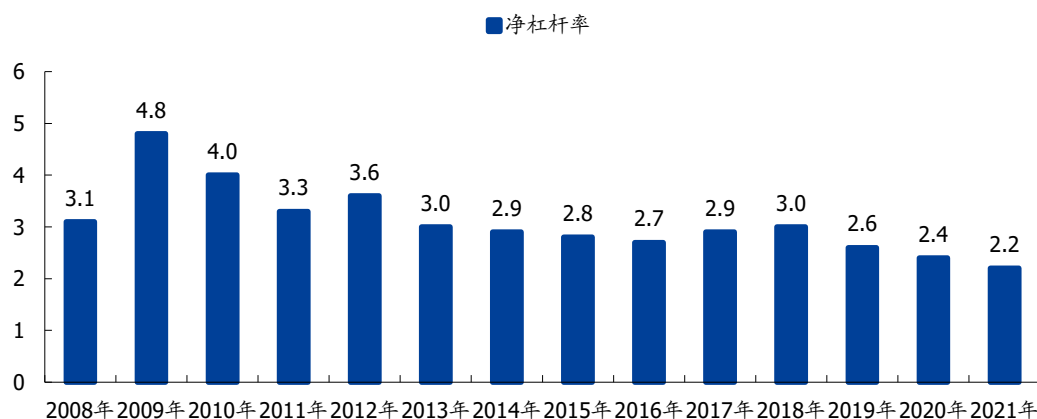
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 42: URI 历年债务中短债和长债占比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

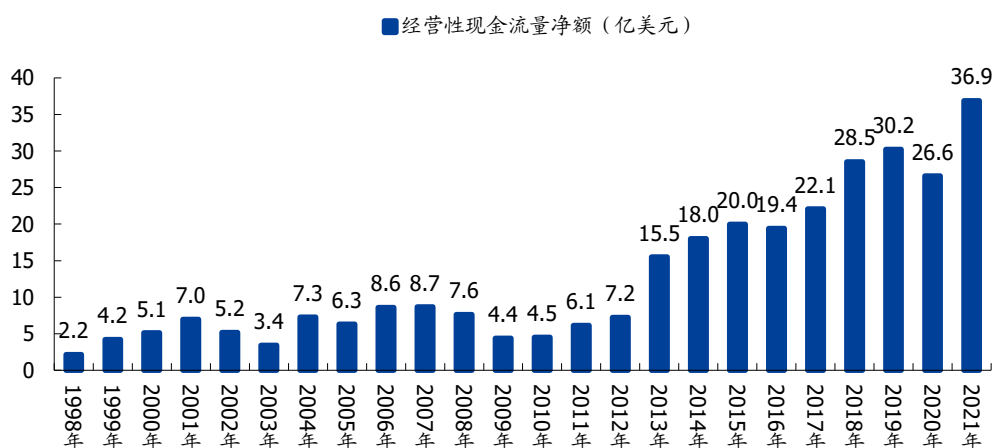
图表 43: URI 历年净杠杆率



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

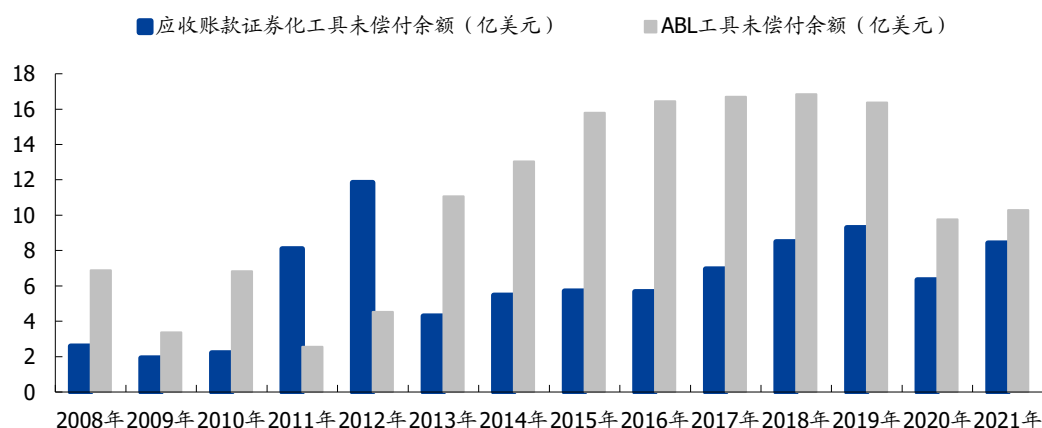
经营性现金流量净额充沛, 为公司各项现金支出提供支撑力量。公司目前每年现金流来源包括经营性现金流、基于资产的高级担保循环信贷工具 (ABL facility)、应收账款证券化工具等。其中: 1) 经营性现金流是公司资金核心来源, 常年为正, 2012 年后随着公司营收业绩进入加速成长阶段, 公司现金流也快速放量, 2021 年公司实现经营性现金流净额 37 亿美元, 是当年资本支出的 115%, 是当年净利润的 266%。2) ABL 工具是 2008 年之后, 公司及部分子公司所制定的一项基于资产抵押担保的循环信贷工具, 应收账款证券化工具则是公司将应收账款证券化进行融资的工具, 这两项在 2008 年之后阶段性为公司提供了一定的现金流, 但近年来使用较少, 其中 ABL 工具余额有收缩趋势。

图表 44: URI 历年经营性现金流量净额



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 45: URI 历年应收账款证券化工具及 ABL 工具未偿付余额



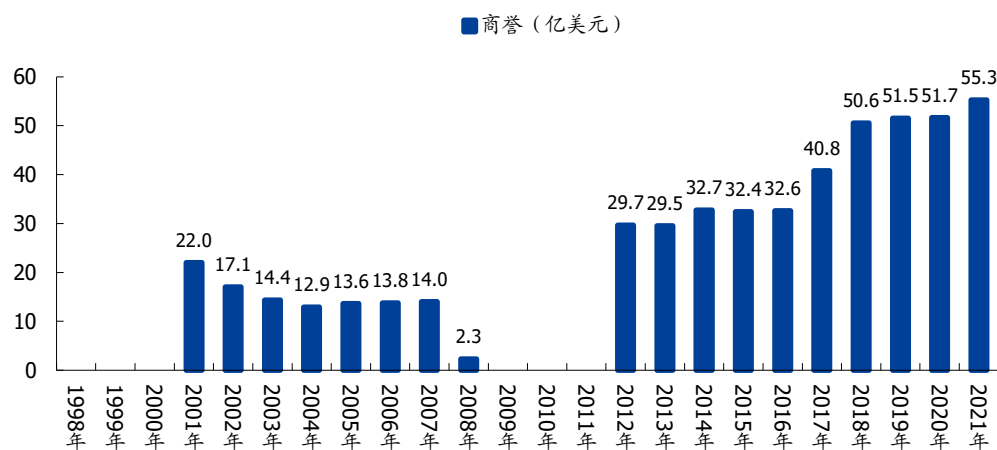
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

4.5.4. 商誉规模: 数额较大, 存潜在计提风险

截至 2021 年, 公司有 55 亿美元商誉, 这些商誉来自公司长期并购活动中的积累, 公司目前每年都会对商誉进行减值评估, 重点评估并购资产是否出现重大变化、行业是否出现负面变化、以及公司是否会预计经营业绩严重不佳。历史上公司在 2002/2003/2008 年分别计提了 2.5/3.0/11.5 亿元商誉减值, 其余年份未计提减值。

55 亿元商誉相当于公司目前总资产 203 亿美元的 27%, 是公司目前股东权益 60 亿元的 92%, 若商誉后续进行减值, 则一方面公司当期利润会受到较大影响, 同时公司资产负债率可能会明显抬升。

图表 46: URI 历年商誉



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

4.5.5. 杜邦分析: 盈利与周转率提升驱动公司 ROE 稳步向上

由于公司早期发展中出现较多亏损年份, 导致 ROE 波动较大, 我们重点分析公司 2012 年之后进入加速成长期的 ROE 变化趋势。其中大致可以分为两个阶段:

1) 2012-2017 年, 随着公司盈利情况不断好转, 销售净利率持续提升, 且资产周转率也呈提升趋势, 驱动公司 ROE 持续上升。其中 2017 年有一次 ROE 跳升, 主要系当期美国颁布《减税和就业法案》, 对公司的净递延所得税负债进行了一次重估, 产生较多税收收益, 使公司净利润明显高于利润总额, 同时驱动公司销售净利率大幅提升。

2) 2018 年至今, 期间公司净利率与资产周转率呈缓步上升趋势, 但权益乘数随着公司持续压减负债率而连续下降, 使公司 ROE 较前期有所减小。但整体看当前公司负债水平较为健康, 经营情况更为稳健, 同时 ROE 水平 2021 年为 26%, 依然处于较高水平。

图表 47: URI 杜邦分析

年份	权益净利率 (ROE) (%)	销售净利率	净利润/利润总额	利润总额/息税前利润	息税前利润/营业总收入	资产周转率	权益乘数
2012年	8.9%	1.8%	0.85	100%	2.1	0.54	9.1
2013年	22.6%	7.8%	0.64	100%	12.2	0.45	6.5
2014年	29.6%	9.5%	0.64	100%	15.0	0.48	6.5
2015年	35.7%	10.1%	0.61	100%	16.6	0.47	7.5
2016年	36.2%	9.8%	0.62	100%	15.8	0.48	7.7
2017年	56.6%	20.3%	1.28	100%	15.8	0.49	5.7
2018年	33.7%	13.6%	0.74	100%	18.3	0.49	5.1
2019年	32.5%	12.6%	0.78	100%	16.2	0.50	5.1
2020年	21.3%	10.4%	0.78	100%	13.4	0.46	4.4
2021年	26.3%	14.3%	0.75	100%	19.0	0.51	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

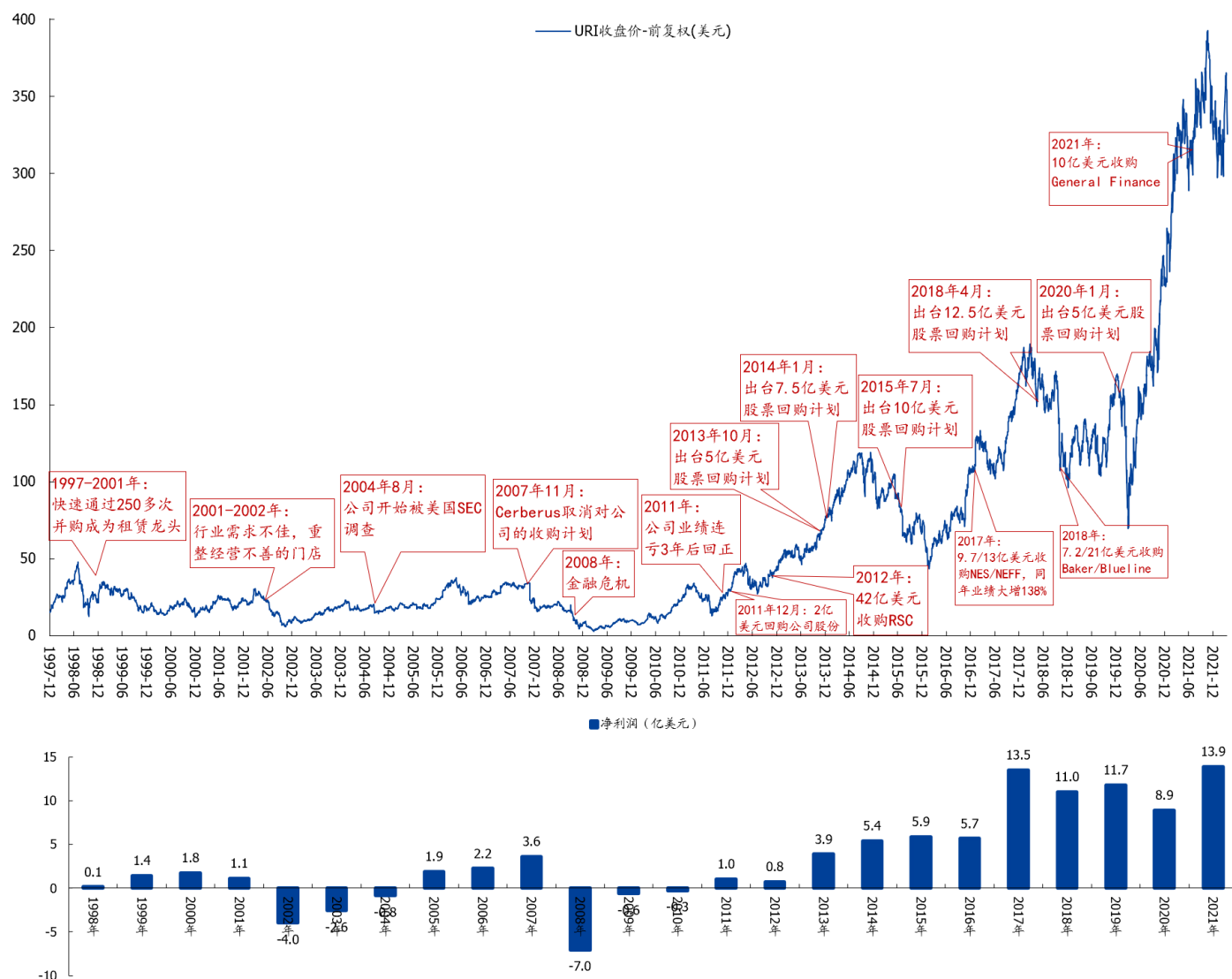
4.6. 股价：百倍收益中的关键节点分析

从股价走势复盘上看，公司发展早期通过密集收购成为行业龙头的过程中，虽然有一次较大幅度上涨，但后续随着公司较长期间内部重整消化，公司并未有较大的行情表现。2007-2008年随着 Cerberus 取消对公司的收购计划，创始人被迫离开公司，以及 2008 年金融危机下行业需求大幅收缩，公司股价创历史以来的最低值 2.52 美元/股。

金融危机过后，经济持续复苏，公司第二任领导层也制定出一系列成长计划，公司业绩很快实现扭亏，后续业绩持续表现亮眼。在此期间，基于公司优异的业绩和充沛的现金流，公司一方面大规模并购公司，实现多元化扩张；另一方面持续出台股票回购计划，为股东持续提供回报。公司股价于 2021 年 11 月份达到历史最高值 415 美元/股，是 2009 年最低值的 166 倍。

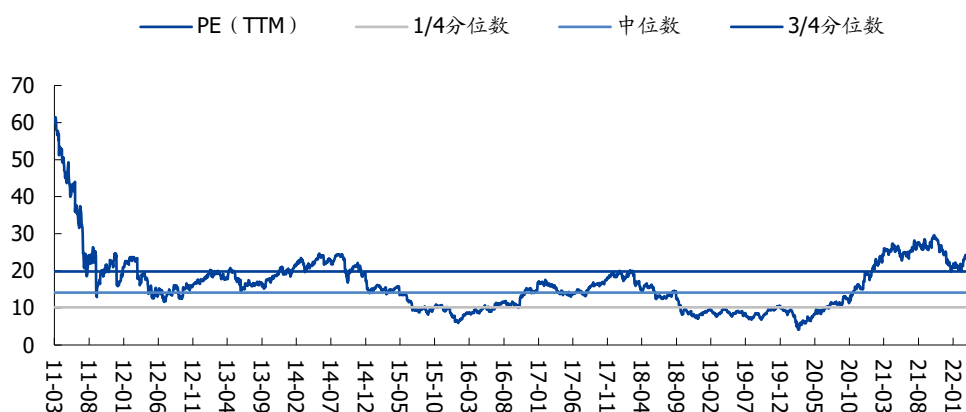
估值方面看，2011 年之前公司的估值随业绩波动较大，2012 年之后 PE 估值走势较为稳定。公司历史以来 PE（TTM）中位数 14.1 倍，1/4 和 3/4 分位数分别为 10.2/19.8 倍。

图表 48: URI 百倍收益之旅



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 49: URI 历史 PE 走势



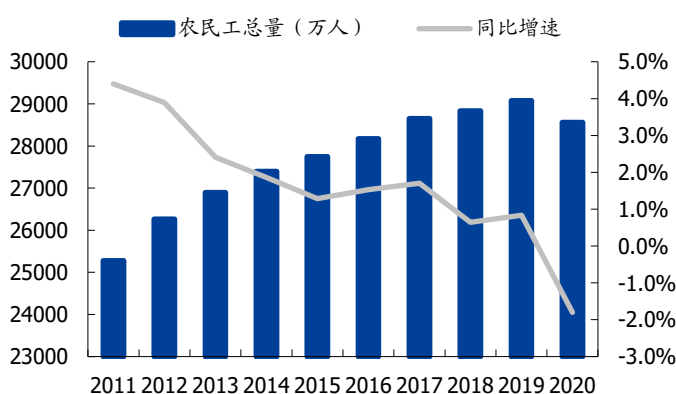
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

5. 中国设备租赁市场: 大水养大鱼

5.1. 市场概况: 空间广阔, 龙头市占率提升潜力充足

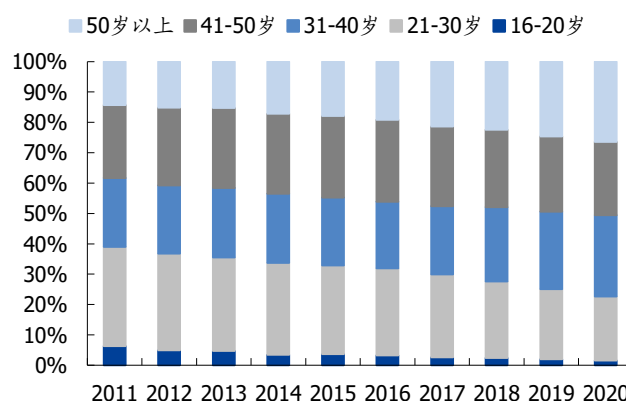
国内劳动力短缺、老龄化问题日益突出, 用工成本持续攀升。根据统计局披露的农民工监测数据显示, 2020 年我国民工总数首次负增长, 同比降幅达 1.8%, 总量下滑的同时结构逐步向餐饮、物流等第三产业倾斜, 建筑业占比逐步降低。其中 50 岁以上民工占比 26.4%, 较 2011 年提高约 12 个 pct, 老龄化问题凸显, 后续若高龄民工逐步进入退休期, 劳动力缺口预计将持续扩张。民工短缺、老龄化、社会福利提升等诸多因素致使人力成本逐年攀升, 其中建筑民工的月均收入常年高于平均水平, 2020 年建筑工平均月收入 4699 元, 同比增长 3%, 相较平均值高出 15%。

图表 50: 我国农民工数量及同比增速



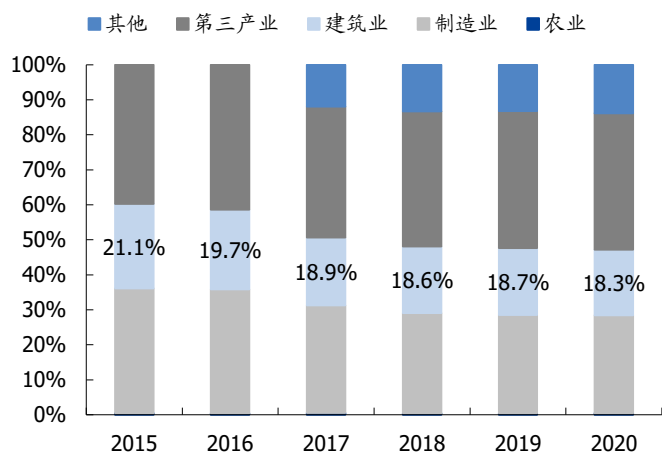
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 51: 我国农民工年龄结构



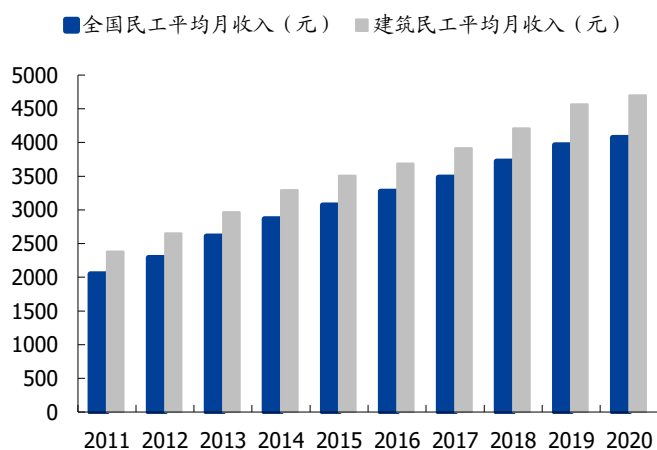
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 52: 我国农民工所处行业结构



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 53: 全国民工及建筑民工平均月收入

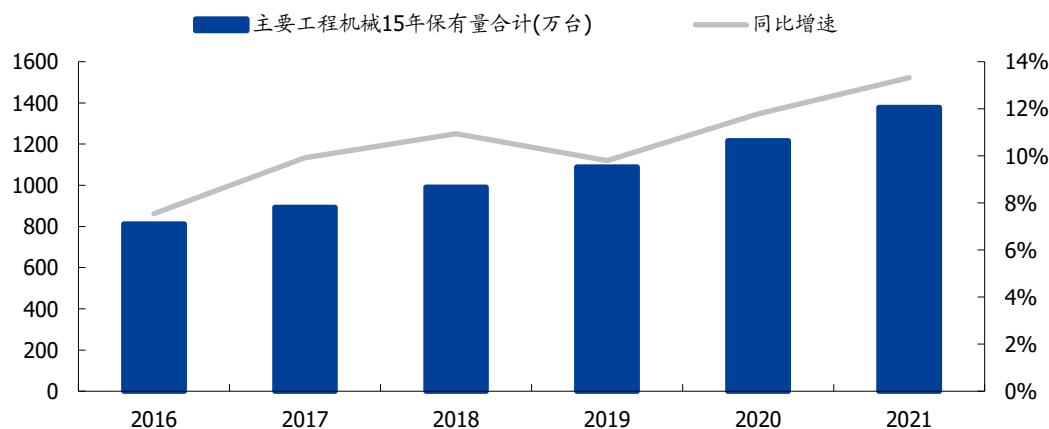


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

劳动力供给承压背景下,“机械替人”为大势所趋。建筑业人口红利的消退大幅掣肘了行业传统的劳动驱动型增长模式,为控制成本、提升效率,近年来部分工种已逐步被机械设备替代。针对部分目前无法完全实现机械化的工种,建筑机械可通过辅助人工以提升效率、压缩综合成本。长期看,发展以机械化、信息化为核心的智能建造是行业大势所趋,随相关技术持续迭代优化,建筑作业机械化占比预计将持续提升,人工依赖度相应降低,从而解决劳动力短缺导致的成本高企问题。

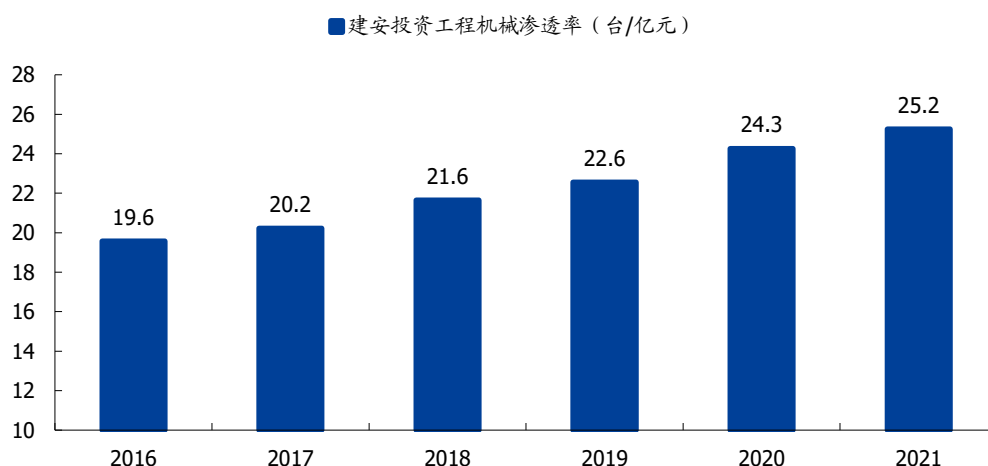
2021 年我国主要工程机械十五年保有量约 1378 万台,机械渗透率逐年提升。参考工程机械协会计算方式,市场保有量等于统计周期内市场需求量的总和加上统计周期(假设为 15 年)起始年份上一年销量的一半,同时考虑存在未纳入统计的销量及部分机器未在寿命周期内更换(部分设备可能使用超过 15 年,甚至超过 20 年),我们假设实际保有量为在计算保有量的基础上增加 20%。按上述方式估算,截至 2021 年,挖掘机、装载机、平地机、推土机、压路机、摊铺机、叉车等主要工程机械的保有量约为 1378 万台,近五年复合增速为 11%。进一步地,我们定义建筑机械渗透率=主要工程机械 15 年保有量/建安投资规模,可以发现近年来我国建安投资工程机械渗透率呈明显提升趋势,2021 年达到 25.2 台/亿元,较 2016 年提升 5.7 台/亿元。

图表 54: 我国主要工程机械 15 年保有量及同比增速



资料来源: 中国工程机械协会, 国盛证券研究所

图表 55: 建安投资工程机械渗透率



资料来源: 中国工程机械协会、国家统计局、国盛证券研究所

我国建筑设备租赁行业空间广阔。从构成上来说, 与建筑业相关的租赁主要包括工程机械租赁和建筑安全支护设备租赁, 归属于租赁和商务服务业, 因此可以采用租赁和商务服务业增加值占国内生产总值的比例来推算各年度对应建筑业的租赁业的租赁额。

估算的公式为: 建筑设备租赁市场规模 $\approx$ 工程机械租赁额 + 建筑安全支护设备租赁额 $\approx$ 建筑业总产值 $\times$ (租赁和商务服务业增加值 $\div$ 国内生产总值)

2021 年我国建筑设备租赁市场规模超 9000 亿, 2015 年以来行业规模复合增速约 11%。近年来随着建筑行业规模增速的放缓, 相关设备租赁行业规模增速也有所放缓, 但 2015 年以来行业复合增速仍有 11%, 景气度仍高。

图表 56: 建筑设备租赁业规模估算表

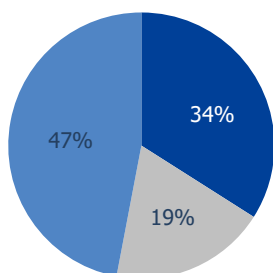
年份	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
租赁和商务服务业产值	亿元	18090	21529	25273	29469	32638	32468	35350
国内生产总值	亿元	688858	746395	832036	919281	986515	1013567	1143670
建筑业总产值	亿元	180757	193567	213944	235086	248446	263947	293079
对应建筑业的租赁额	亿元	4747	5583	6499	7536	8220	8455	9059
同比增速	--	13.2%	17.6%	16.4%	16.0%	9.1%	2.9%	7.1%

资料来源: Wind, 华铁应急招股说明书, 国盛证券研究所

我国设备租赁龙头市占率低, 对标海外龙头企业提升空间广阔。我国设备租赁市场近年来渗透率虽稳步提升, 但前 100 强租赁商市场占比仅 3%, 对标美国市场, 前 10 大北美租赁商的市场占比在 34%, 国内机械租赁龙头市占率有较大提升空间。若按照美国联合租赁在北美市占率 15% 匡算, 中国设备租赁市场 15% 市占率对应年营收超 1300 亿元, 是 URI2021 年营收的 2 倍, 是当前国内设备租赁头部企业宏信建设 2021 年营收的 21 倍, 华铁应急的 50 倍。

图表 57: 北美租赁行业集中度

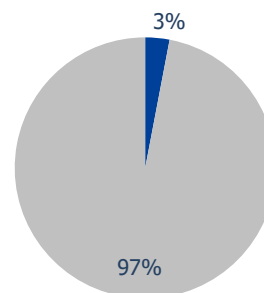
■ 前10大设备租赁商 ■ 11-100大租赁商 ■ 其他



资料来源: ASHTEAD 年报, 国盛证券研究所

图表 58: 中国租赁行业集中度

■ 前100强租赁企业 ■ 其他



资料来源: 中为咨询, 国盛证券研究所

5.2. 中国设备租赁巨头应具备什么特征?

1) 具备更强资本实力或上市融资平台

URI 在 1997 年成立初期就登陆纽交所上市, 发行股份 700 万股, 发行价 13.5 美元/股, 募资超 9000 万美元; 后续公司 1999 年、2002 年分别增发 800/800 万股, 募资 2.4/2.2 亿美元, 为公司早期发展提供重要资金支持。

设备租赁企业需要大量的资金以购买设备和日常运营, 需综合考虑股权和债权融资, 而上市平台能让股权融资更为方便快捷, 在持续充实资本实力的同时也能帮助设备租赁企业更好地控制资产负债率, 更加具备快速扩张能力。因此我们认为未来中国设备租赁巨头更有可能是一家上市企业。

2) 聚焦规模化设备租赁主业, 并围绕主业做多元化设备布局

URI 将业务领域聚焦在建筑和工业两大类, 各占约 50%, 同时往下可延伸至十六个细分行业。公司早年也曾涉足高速公路设备租赁业务, 后因行业需求不佳、且未能与公司原有主业产生协同, 经营未达预期, 2006 年公司将高速公路相关业务作价 6800 万美元出售给了 HTS Acquisition, Inc.。后公司积极吸取失败经验, 新开拓的业务领域均围绕建筑、工业领域, 且新进入的领域要能与原来业务具备较强相关性, 依靠原有“引流类”通用设备租赁业务, 能够产生较多“交叉销售”收入, 提升高毛利专用设备收入规模, 最大化客户价值。

因此我们认为中国设备租赁巨头应该有某类通用设备租赁业务已完成全国化扩张, 形成规模效应, 并持续围绕该项“引流类”设备租赁持续进行多元化专用设备业务扩张, 为客户提供流程一体化服务, 最大化客户价值。

3) 具备领先的管理体系可实现规模化扩张中的“熵减”

URI 在进行多元化、规模化扩张的同时, 也在持续提升精细化管理能力, 包括分区资产管理提升出租率、最低总持有成本法进行采购管理、运用大数据确认资产生命周期最佳处置时机、以及运用数字化运营管理工具等。通过这些精细化管理手段, 不仅提升客户的体验, 同时也为公司创造巨大的经济效益, 是公司持续快速成长的重要软实力。

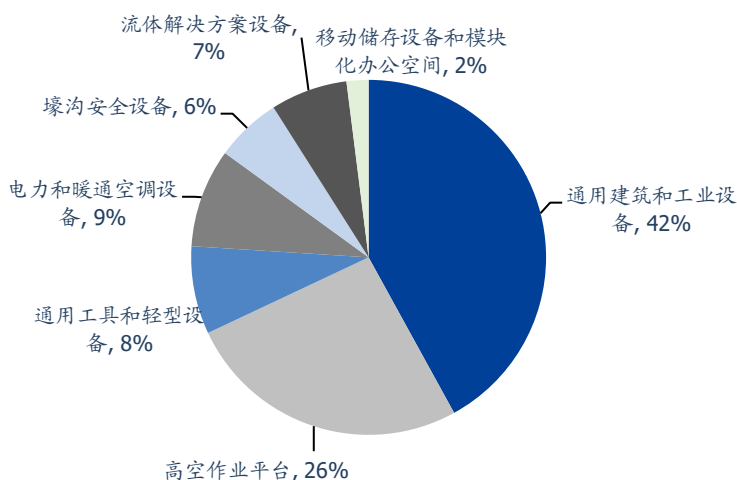
从 URI 的经验上看，在规模化扩张的同时，一定要配套打造强大的管理能力来适应大规模、多类型资产管理需求，持续促进公司内部提质增效，放大规模效益。

4) 把握中国市场特征，灵活配置租赁资产

URI 的租赁设备包括通用设备和专用设备，通用设备包括通用建筑和工业设备（如挖掘机、装载机、叉车等，42%）、高空作业平台（26%）、通用工具和轻型设备（如清洗机、水泵、电动工具等，8%）；专用设备包括电力和暖通空调设备（9%）、壕沟安全设备（6%）、流体解决方案设备（7%）、移动储存设备和模块化办公空间（2%）。

URI 的设备结构是 20 多年连续积累的结果，比较适用于美国等发达国家当前以存量维护为主要市场的设备租赁需求。而我国目前每年新建市场仍然巨大，存量维护市场刚刚起步，URI 的设备结构有一定的借鉴意义但无需按比例复制。未来能适应中国各阶段设备租赁市场需求、灵活配置资产结构的设备租赁企业才有望获得更强生命力。

图表 59: URI 的租赁设备结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3. 龙头个股

5.3.1. 华铁应急：高空作业平台租赁快速扩张

依托建筑支护业务，发力高空作业平台及地下维护蓝海市场。公司是国内少数独立上市的建筑设备租赁龙头，初期以建筑支护设备起家，近年来亦进入到地下维护设备、高空作业平台等领域，呈快速发展趋势。公司地下维护采用微创工法（部分为全国独有），在轨道交通、旧城改造、市政维修等领域极具潜力。高空作业平台是公司未来增长的重要方向，2021 年公司拥有高空作业平台 4.7 万台，据全国第二，出租率达 86%，管理效率突出。

专业、渠道、管理共筑优势，资产管理效率远高于同业。**建筑专业性：**公司长期扎根于建筑行业，对建筑施工理解深刻、服务细致。**渠道优势：**公司当前已建立完善的线上+线下网络布局，线下公司目前已在北京、南京、杭州、成都等全国重点城市设立了 50 个大型仓储基地，150 余个运营中心，同增 150%，服务 400 余个城市；线上公司通过开发小程序等方式创设线上获客渠道，其中高空作业平台电子合同签约率已达 99%，获客和客户服务能力持续提升，促持续较快成长。**管理优势：**一方面，公司民企背景使得其激励机制较业内国企同行更为灵活，执行力更强；另一方面，公司通过持续迭代升级

“擎天”数字化管理系统，提升设备出租率，密切跟踪设备流向，提升资产盈利能力的同时保障资产安全。

转型城市运维，区域、品类扩张与轻资产模式共驱未来成长。
1) 转型城市运维，由新建设备租赁商逐步转为城市运维设备租赁商，跟随存量建筑市场持续增长；**2) 渠道下沉**，完善全国化网点，并向三四线城市及区县级地区持续下沉；**3) 多品类扩张**，精选潜力产品，设备品类扩张打造更多业务增长点；**4) 轻资产模式**，当前公司资产管理规模超过 70 亿元，近年来持续战略转向轻资产运营模式（2021 年创收 1.2 亿），扩大管理资产规模的同时可降低对资金投入的依赖，加速规模扩张；同时公司持续推进数字化建设，通过与蚂蚁链合作，打造工程机械可信终端 T-box，不仅提升资方参与公司轻资产运营的信赖度，同时也为公司二手设备处理和建立行业维修保养标准提供重要支撑。

高机租赁快速放量，驱动公司营收业绩快速增长。公司 2021 年实现营收 26.1 亿元，同增 71%；实现归母净利润 5.0 亿元，同增 54%。其中，高空作业平台/建筑支护设备/地下维修维护分别实现营收 10.9/12.4/2.5 亿元，同增 131%/47%/36%；分别实现净利润 2.6/2.7/0.7 亿元，同增 159%/11%/23%。公司高机租赁战略业务已成为规模扩张、利润增长主要驱动力。

图表 60：华铁应急业务区域布局情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3.2. 宏信建设：国内设备租赁龙头

国内最大设备运营服务提供商，新型支护、新型模架、高空作业平台市占率第一。公司是远东宏信（3360.HK）旗下子公司，近期中报拟登陆港交所上市（1626.HK）。公司是国内最大的设备运营服务提供商，其中在新型支护系统、新型模架系统及高空作业平台设备运营服务市场设备保有量排名第一，可提供覆盖项目全周期服务。公司旗下拥有宏信建发、宏信设备、宏金设备等主要品牌，拥有钢支护系统保有量 154 万吨，市占率 5.1%；拥有盘扣式脚手架设备保有量 53 万吨，市占率 3.2%；拥有高空作业平台 9.72 万台，市占率 30%。当前公司已在国内 182 个城市建立 299 家服务网点，服务网点数在国内设备租赁服务提供商中排名第一。

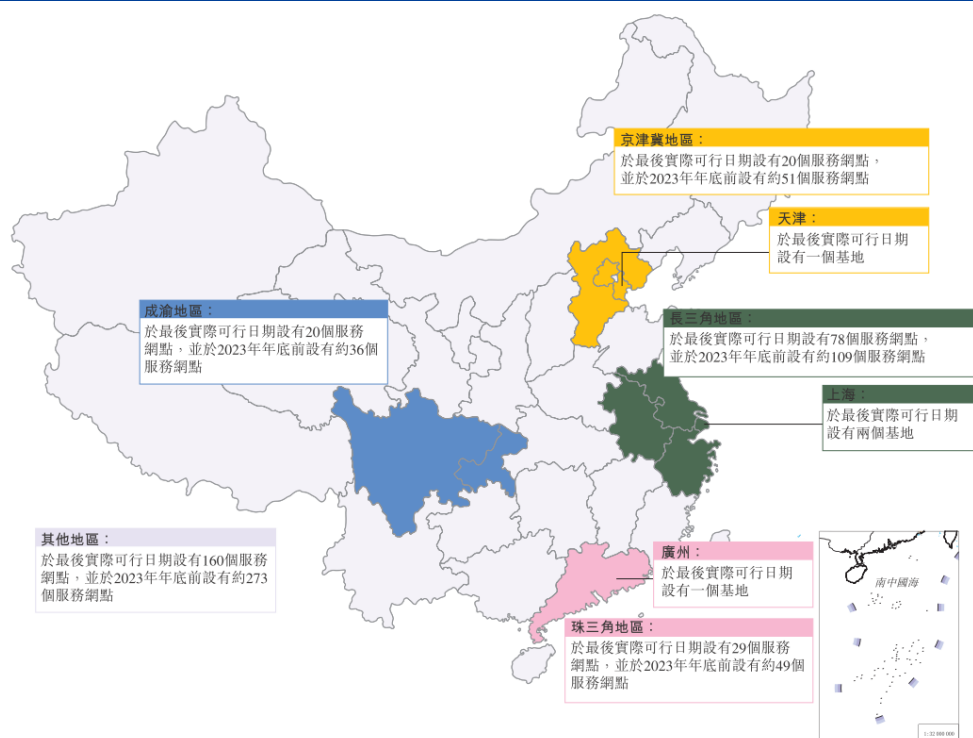
经营租赁为公司核心主业，全国主要城市群业务已覆盖。营收结构上看，公司主要分为三类业务：1) 经营租赁服务，各类型设备及材料租赁，包括新型支护系统、新型模架系统、高空作业平台，以及道路设备、电力设备、叉车等其他设备；2) 工程技术服务，为具体业务或运营场景定制一站式解决方案；3) 平台及其他服务，聚焦转租设备材料及销售设备、材料及配件。2021年三类业务占比分别为78%/18%/4%。区域布局上看，公司当前服务网点主要布局在长三角、珠三角、京津冀、成渝、长江等城市群地区，后续公司还将持续布局全国化经营网络，并积极下沉至三四线城市。

客户类型丰富、数量持续增长，助力抵抗经济周期波动。公司当前已建立较为优质的客户群，包括大型央企、国企、公共事业机构、民企、个人等，大部分来自建筑业，同时也覆盖制造业、工商业、地产业、文娱业等消费行业，客户数量从2019年的2.1万家快速增长至2021年的9.7万家，2021年前十大建筑企业中有8家与公司合作长达3年以上，6家合作长达5年以上，客户资源优质。同时前五大客户收入占比持续下降，从2019年的34%下降到2021年的19%，客户多元化与分散化大幅提升公司抵抗客户风险及经济周期风险能力。

背靠大股东远东宏信，品牌优势突出、业务协同潜力充足。控股股东远东宏信是国内领先的“金融+产业”服务提供商，为医疗健康、文化旅游、工程建设、机械制造、化工医药、电子信息、民生消费、交通物流、城市公用设施等领域提供定制化产业综合服务。公司背靠大股东远东宏信：1) 品牌优势突出，依托远东宏信多年来与央国企等企业深度合作关系，可高效快速获取优质客户；2) 业务协同，借助远东宏信多产业、多业务模式战略布局，公司可以与其旗下融资租赁、投资运营等板块产生协同效应，为大型客户展开整体营销战略，提供整体解决方案。

营收业绩快速扩张，现金流优异。2021年公司实现营收61.5亿元，同增67%；实现净利润7.1亿元，同增58%，近三年来营收与业绩均呈现出快速增长态势。毛利率较高，2021年为46%，YoY+1.4个pct；2021年ROE为12.6%，ROA为3.3%。现金流表现优异，2021年实现经营性现金流量净额24.5亿元，同增139%，覆盖净利润的3.5倍。

图表 61: 宏信建发业务区域布局情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3.3. 志特新材：铝模系统租赁领军者

铝模系统领军者，展现优异成长性。公司主营为铝模板的生产、销售、租赁一体化服务，在产品精度、服务效率上具备显著优势，业内具备较强品牌影响力。受益于建筑模板行业“以铝代木”趋势，公司营收业绩快速增长，近五年营收/业绩复合增速分别达 63%/79%，同时盈利能力显著优于同业，费用率管控能力突出，现金流持续好转，盈利质量不断改善，展现了优异的成长能力。

“以铝代木”趋势明确，头部优质企业集中度提升空间大。此前我国建筑模板主要采取木模板形式，2000 年后随着技术升级，具备经济高效、安全可靠、绿色环保等优势铝模系统逐步得到推广应用，渗透率由 2016 年的 5% 快速提升至 2020 年的 20%，**“以铝代木”趋势明确。****从行业成长性看，**当前建筑工业化、绿色化持续深化，铝模行业有望延续较好景气度，我们预计 2025 年铝模板市场规模有望达 625 亿元，五年 CAGR 达 11.4%。**从竞争格局看，**当前铝模板市场竞争趋于激烈，行业集中度偏低，考虑到铝模板购置成本高、非标需求多、服务流程长，在当前地产调控趋严、原材料价格波动加大背景下，头部优质企业有望凭借规模成本、精益化管理优势，不断整合市场份额。

规模、渠道优势突出，信息化管控持续赋能。产能方面，公司四大生产基地辐射全国，总产能已达 220 万平米，并呈快速扩张态势，产能持续释放有望促公司采购成本下降、接单能力提升，夯实公司规模成本优势。渠道方面，公司在深耕国内市场基础上，积极推动海外扩张，已初步建立较为完善的境内外销售网络，同时优质客户资源丰富、对客户粘性强。信息化管控方面，公司于 2016 年自建信息化研发团队，针对租赁管理链条长且复杂的特征，开发了行业领先的信息化管控系统，以打通售前、售中、售后业务全链条，在快速跟进客户需求的同时，大幅提升了物资安全性与周转效率，保障公司较高盈利能力。

产能、渠道有望持续扩张，品类多元化发展可期。未来公司成长动力充足：**1) 产能建设：**公司通过“自建+加盟”双轮扩产，目前共有五个在建产能基地，投产后公司总产能有望大幅提升，打开长期成长空间。**2) 渠道开拓：**公司强化境内外销售网络的同时，有望充分挖掘存量客户增值服务，与优质开发商、建筑总包方签订战略集采协议，持续提升市场份额。**3) 品类多元化：**此前公司开拓了与铝模系统配套使用的爬架产品，提升了单项目附加值，基于该思路，公司计划试点装配式 PC 构件、PPVC 等协同产品，同时延伸应用领域，推进如地铁、桥梁、油罐、大坝等具有高附加值的公建产品，打造多个盈利增长点。

图表 62: 志特新材全国生产基地布局情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

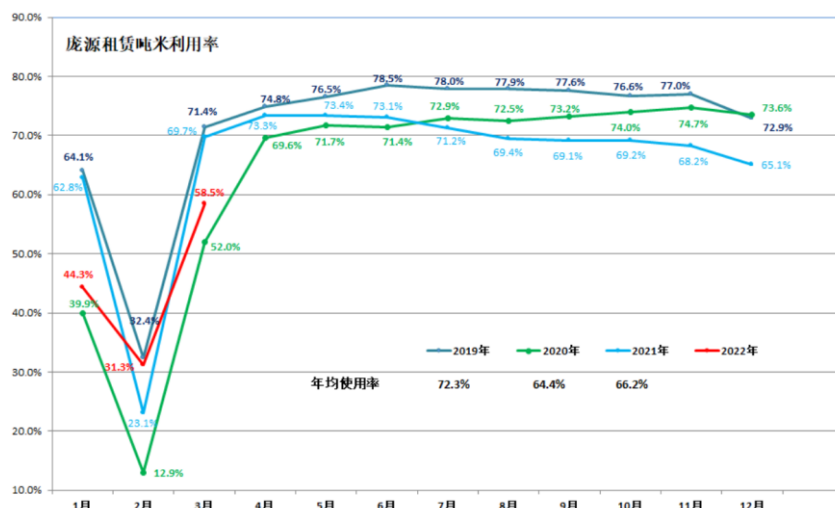
5.3.4. 建设机械: 旗下庞源租赁为起重机械租赁龙头

旗下庞源租赁为全球起重机械租赁龙头。建设机械 2020 年工程设备销售/租赁业分别实现营收 1.6/37 亿元, 租赁业务为公司核心主业, 该业务主要由公司位于上海的全资子公司庞源租赁开展。庞源租赁是全球最大的起重机械租赁商, 主要从事建筑工程、能源工程、交通工程等国家和地方重点基础设施建设所需工程机械设备的租赁服务、安拆和维修等业务, 长期服务于中国建筑、中国电建、中国能建、中铁、中交、中核、上海建工、北京建工、陕西建工等大型央企、国企及上市公司。2020 年末庞源塔机保有量达 8261 台, 共计 167 万吨米, 总吨米数同比增加 31%, 在国内塔机租赁市占率约 3.5%。2020 年实现营业收入 35.31 亿元, 同增 21%。2019-2021 年庞源租赁塔吊吨米年均使用率分别为 72%/64%/66%。

技术实力强劲, 品牌实力突出。技术方面, 公司拥有完整的科研开发体系和技术团队, 先后成功开发了 7200 和 8200 系列多种型号的摊铺机, STC100、STC125、STC250、STC7528 以及 STC600 等多种型号的塔机具有国内先进水平的工程机械产品。其中公司自主品牌 SUM 系列摊铺机, 具备简洁易学的操控系统, 超强刚性的摊铺系统, 节能环保的动力系统, 确保整个摊铺层的平整度, 并具备超高海拔地区摊铺作业能力。品牌方面, 公司是中国工程机械工业协会工程机械租赁分会副理事长单位, 曾参与奥运会鸟巢体育场馆、上海环球金融中心等一系列标志性工程建设项目, 2021 年 3 月 23 日公布的 IC Tower 指数排名中, 2020 年底庞源租赁拥有的塔式起重机总吨*米数达到 146 万吨*米, 居世界第一位。

服务网络健全, 大客户资源丰富。服务网络方面, 公司已在上海、北京、广东、浙江、江苏等地设立了多家子公司, 业务区域广泛辐射到东北、华北、华东、华中、华南、西南和西北地区, 初步形成了遍布全国的业务网络, 对核心地区的重点城市实现初步覆盖。同时, 庞源租赁建立了较为严格的服务质量控制体系, 对项目招投标、合同签订、项目策划组织、现场施工、售后服务等不同服务环节进行管理与控制, 持续提升客户体验。下游客户方面, 公司客户以中国建筑、中国能建等大型 EPC 优质客户为主, 大客户占比比较高, 2020 年前五客户销售合同额占比 49%。

图表 63: 鹿源租赁塔吊吨米使用情况表



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

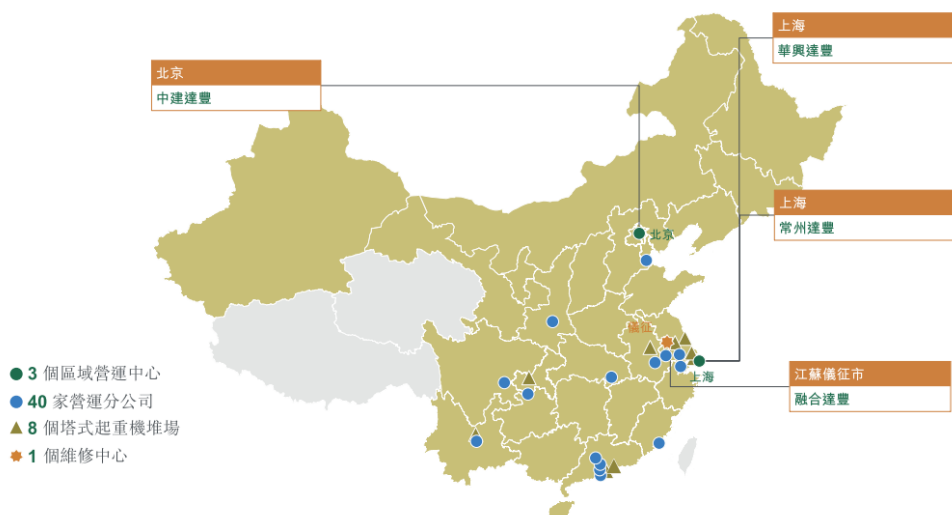
5.3.5. 达丰设备: 国内首家外资台式起重机租赁商

国内首家外资台式起重机租赁商。公司控股股东是新加坡从事工程机械买卖及租赁的达丰集团, 达丰设备是在国内首家设立的外资台式起重机服务供应商, 总部位于上海, 国内市占率约 0.7%。公司定位为塔式起重机服务供应商, 主要向国内特级及以及 EPC 总包商提供咨询、技术设计、调试、施工及售后服务等一站式塔式起重机解决方案服务。服务领域涵盖基建、能源、商业及住宅客户。截至 2021 年, 公司管理 1090 台塔式起重机, 是公司第二大塔式起重机服务供应商, 其中在核电站及 LNG 接收站领域塔式起重机租赁市场较为领先(截至 2019 年, 公司在国内参与了 50%以上的核电站项目及约 60% 的 LNG 接收站项目)。

全国化网络铺开, 客户优质。区域布局方面, 公司于 2007 年进入华东市场, 目前已在上海拥有 3 个区域运营中心, 在国内有 15 个运营基地, 同时在合肥、无锡、太仓、重庆、东莞的租赁物业运营八个起重机堆场, 并在扬州成立了维修中心, 全国化业务布局已初步搭建。客户资源方面, 公司客户主要为国内各大特级及一级 EPC 承包商, 五大客户平均拥有超过 10 年的业务合作, 2021 年前五大客户业务占比 48%。

自研系列信息化管理系统, 促管理提质增效。项目管理方面, 公司自主开发了用于信息管理的开放平台手机软件“爱建通”, 用于提升运营效率、满足维修维护要求以及安全控制。采购方面, 公司通过内部开发的 LEAP 系统来管理采购, 使公司能够追踪塔式起重机及相关零部件的采购周期以及配置和利用率。财务方面, 公司内部开发了开支系统控制项目开支, 实现严格、全面、合理的成本控制目标, 确保项目进度按照计划执行。此外公司还资质开发了保险管理系统追、TOP 行政管理平台等。系列信息化管理系统持续改善客户体验, 提升公司运营效率。

图表 64: 达丰设备业务区域布局情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 估值与投资建议

参考国际发展经验, 建筑机械化发展浪潮势不可挡, 美国联合租赁为中国设备租赁企业提供较好的借鉴意义。中国设备租赁市场空间广阔, 且已涌现出较多成长潜力突出的龙头企业, 其中重点推荐高空作业平台快速扩张的国内建筑设备租赁领军企业**华铁应急**、铝模板租赁领军者**志特新材**; 重点关注拟在港股上市的设备租赁龙头**宏信建设**、起重机械租赁龙头**建设机械**等。

图表 65: 重点公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
华铁应急	8.05	0.39	0.53	0.71	0.95	20.4	15.2	11.3	8.5	2.64
志特新材	38.44	1.00	1.33	1.82	2.41	38.3	28.9	21.2	16.0	4.30
建设机械	6.22	0.30	0.32	0.61	0.78	20.9	19.7	10.2	7.9	1.29
宏信建设	待上市									

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022 年 6 月 29 日收盘价, 志特新材、建设机械 EPS 数据取自 Wind 一致预期

7. 风险提示

主要设备租金下降超预期风险，行业竞争加剧风险等。

主要设备租金下降超预期风险

建筑设备租赁行业景气度受基建、地产行业投资强度影响，如若建筑行业投资放缓，可能造成主要设备租金持续下降，行业景气度下滑。

行业竞争加剧风险

拓展设备租赁业务需持续加大相关设备采购力度，若建筑机械租赁行业竞争加剧，越来越多的设备租赁商进入后可能会对行业竞争环境造成重大影响，导致行业毛利率下滑，对经营产生负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com