

行业景气度有望延续，塔机租赁龙头具备持续扩张潜质

增持（首次）

2020 年 06 月 09 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,251	4,421	5,843	7,432
同比（%）	46.0%	36.0%	32.2%	27.2%
归母净利润（百万元）	516	796	1,159	1,493
同比（%）	236.5%	54.4%	45.6%	28.8%
每股收益（元/股）	0.62	0.82	1.20	1.54
P/E（倍）	28.45	21.51	14.70	11.45

投资要点

■ 建设机械：受益行业景气度提升，2019 年塔机租赁龙头业绩高速增长

2015 年公司收购庞源租赁和天成机械，形成了工程机械生产制造和租赁服务“双主业”，子公司庞源租赁是全球最大的起重机械租赁商，是中国工程机械租赁第一品牌。2016 年以来国内塔机租赁行业触底回暖，订单“量”“价”齐升推动公司收入规模持续扩大，2016-2019 年 CAGR 达 33.19%；2019 年公司实现营收 32.51 亿元，同比增速 45.98%，实现归母净利润 5.16 亿元，同比增长 236%，业绩增速大幅提升。

■ 塔机租赁行业景气度有望延续，租金价格将回归合理水平

房地产降温将是大概率事件，但不会出现断崖式下跌，塔机需求仍有较强的支撑：①装配式建筑渗透率持续提升将带动大吨位塔机需求，我们测算到 2026 年国内适用于装配式建筑的大中型塔机需求可达 116978 台，当前保有量不足 2 万台，缺口较大；②下游承建商追求更高的施工效率，建筑工人人数减少以及用工成本提升，都会带动塔机使用密度的提升。

塔机租金价格是另一个市场比较关心的问题，我们认为塔机租金价格维持在 2019 年 1500 点（裸机每吨米日租金价格，见 2.1 节详细介绍）的高位不太现实，租金价格缓慢下降但不会出现断崖式下跌，并在未来维持在某一较高的水平：一方面，塔机需求有较强支撑；另一方面，供给端，塔机租赁商扩充设备更加谨慎、塔机主机厂扩产更加理性。

■ 公司当前市占率仍偏小，具备持续成长的潜质

工程机械设备租赁市场具有规模庞大等天然条件，这给孕育出大公司提供了契机，以联合租赁为例，2019 年营业收入达到 93.51 亿美元，北美市占份额达到 13%。庞源 2019 年收入 29.23 亿元，市占率仅为 3.1%，对比联合租赁，庞源收入体量、市占率均偏小，有较大提升空间。

中小型租赁商无论是管理还是资金都有压力，资金实力雄厚、品牌效应足够强的租赁商，将具有先天优势，我们判断强者恒强是我国塔机租赁行业发展的必然趋势。庞源依托上市公司平台，背靠陕煤集团，具备融资这方面的优势（融资渠道多+成本低）；此外，公司作为国内塔机租赁龙头，企业品牌形象持续提升，而广泛的营销网点为公司扩张提供便利，可见公司已经具备持续扩张的条件。

■ 盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.96 亿、11.59 亿、14.93 亿，分别同比增长 54.4%、45.6%、28.8%，当前股价对应动态 PE 分别为 21.51 倍、14.70 倍、11.45 倍。考虑到公司具有较好的成长性，未来两年业绩快速增长确定性较强，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：装配式建筑发展不及预期；租金价格大幅下降；新签订单合同量不及预期；天成机械亏损扩大；回款风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.64
一年最低/最高价	5.81/18.77
市净率(倍)	4.63
流通 A 股市值(百万元)	14071.47

基础数据

每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	63.18
总股本(百万股)	966.96
流通 A 股(百万股)	786.12

相关研究

内容目录

1. 收购庞源租赁，完善设备制造和租赁服务业务布局	5
2. 塔机租赁行业景气度提升，公司整体业绩高速增长	7
2.1. 受益塔机租赁“量”“价”齐升，2019 年公司收入规模加速扩张.....	7
2.2. 庞源净利润快速增长，本部拖累减弱，公司整体盈利能力大幅提升.....	8
3. 装配式建筑带动下，塔机租赁行业景气度有望延续	10
3.1. 复盘：房地产回暖+装配式建筑发展，推动塔机租赁行业景气度提升	10
3.1.1. 房地产复苏导致塔机供需缺口出现，是本轮行业景气度提升最重要原因.....	10
3.1.2. 装配式建筑发展，导致塔机需求结构发生改变，进一步提升行业景气度.....	11
3.2. 展望：塔机租赁行业景气度有望延续，租金价格将回归理性.....	14
3.2.1. 我国装配式建筑渗透率较低，大吨位塔机需求缺口仍将延续.....	14
3.2.2. 非装配式建筑塔机使用密度提升，将为塔机需求提供支撑.....	17
3.2.3. 租金价格难以维持在 2019 年高位，未来将回归至合理水平.....	18
4. 公司市占率依然较低，已经具备持续成长的潜质	20
4.1. 对标联合租赁，庞源收入规模偏小，有较大提升空间.....	20
4.2. 塔机租赁有较高行业壁垒，公司具备持续扩张的条件.....	22
4.2.1. 塔机租赁本质是服务行业，有较高的进入壁垒.....	22
4.2.2. 依托上市公司平台，背靠陕煤集团，庞源获得充足的资金支持.....	23
4.2.3. 品牌效应叠加完善的营销网点，助力庞源持续扩张.....	25
5. 盈利预测与投资建议	26
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 2014 年摊铺机是公司最大收入来源	5
图 2: 2013-2014 年公司连续两年亏损	5
图 3: 2015 年收购庞源租赁, 实现设备制造和租赁服务“双主业”	5
图 4: 2019 年建筑及施工机械租赁是公司收入的主要来源	6
图 5: 陕煤集团为公司控股股东	7
图 6: 2019 年陕煤集团为列世界 500 强 281 位	7
图 7: 2015 年以来公司营业收入稳步增长	7
图 8: 庞源租赁是公司营收主要来源, 且占比持续提升	7
图 9: 2016 年以来庞源塔机利用率持续提升	8
图 10: 庞源新单价格指数(年线)稳步提升	8
图 11: 庞源租赁年度签单金额持续提升	8
图 12: 2016-2018 年天成商誉减值压制公司净利润	9
图 13: 2017 年母公司亏损扩大至 1.15 亿元	9
图 14: 2018-2019 年公司归母净利润高速增长	9
图 15: 2018-2019 年公司净利率持续快速提升	9
图 16: 庞源租毛利率高于公司整体毛利率, 且稳步提升	10
图 17: 2018-2019 年庞源租赁净利润加速提升	10
图 18: 2016 年以来房地产投资完成额稳步提升	10
图 19: 2016 年以来房屋新开工面积稳中有升	10
图 20: 2014 年以来塔吊保有量持续下降, 供需缺口逐步出现	11
图 21: 2016-2019 年地方出台装配式建筑相关政策文件数量快速提升	13
图 22: 2016-2019 我国装配式建筑新开工面积 CAGR 达 54%	13
图 23: 我国装配式建筑新开工面积占房屋新开工面积的比重稳步提升	13
图 24: 中大型塔吊适用于装配式建筑	14
图 25: 我国用作装配式建筑塔机吨位将继续提升	14
图 26: 对比发达国家, 我国装配式建筑渗透率不高	15
图 27: 装配式建筑建设项目华东地区占比 48%	15
图 28: 2019 我国东部主要省市装配式建筑开工面积占比超过 20%	15
图 29: 我国塔机整体的使用密度呈现上升趋势	17
图 30: 建筑业农民工数量呈下行趋势	18
图 31: 建筑业农民工约平均工资稳步提升	18
图 32: 2019 年庞源非装配式建筑塔机保有量增加值高于装配式建筑塔机	18
图 33: 当前我国塔机租赁企业大幅下降	19
图 34: 大吨位塔机采购价格显著提升	19
图 35: 2017-2019 紫竹慧采购设备金额持续下降	19
图 36: 塔机销量较历史高点仍有明显差距	20
图 37: 2018 年我国塔机主机厂数量较 2012 年大幅下降	20
图 38: 2019 年联合租赁营业收入达到 93.51 亿美元	20
图 39: 2019 年联合租赁净利润达到 11.74 亿美元	20
图 40: 2019 年联合租赁市占率达到 13%	21
图 41: 2018 塔机租赁市场规模达到 932 亿	21
图 42: 2018 年庞源租赁市场份额仅为 1.90%	21

图 43: 塔机租赁本质是服务行业	22
图 44: 2018 年中小企业融资成本大于 10%	23
图 45: 2015 年以来公司设备采购规模稳步提升	24
图 46: 2015 年以来公司塔机保有量持续提升	24
图 47: 庞源租赁各类奖项评选中屡次上榜, 品牌形象持续提升	25
图 48: 2012-2014 联合租赁业绩快速增长, 整体估值在 20 倍以上	28
表 1: 公司主要业务包括工程机械制造和工程机械租赁两大板块	6
表 2: 装配式建筑具有绿色环保、节约资源等优点	11
表 3: 国家从 2016 年起力争用十年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%	12
表 4: 我国西部省市明确提出了装配式建筑的发展目标	16
表 5: 预计到 2026 年用作装配式建筑塔机需求超过 11 万台	17
表 6: 2020 年以来公司为子公司庞源授信担保情况	24
表 7: 公司分业务收入预测 (百万元)	27
表 8: 同类可比公司估值 (徐工盈利预测为 wind 一致预测)	27

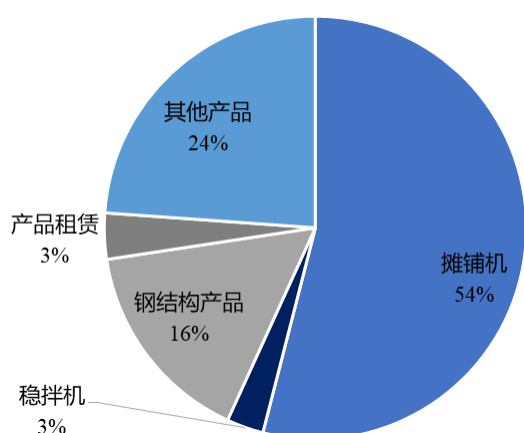
1. 收购庞源租赁，完善设备制造和租赁服务业务布局

公司前身是创建于1954年的西北金属结构工厂，经历了合并和改制，于2004年在上海证券交易所挂牌上市，公司的发展大概可以分为两个阶段。

①2015年之前，工程机械制造为主的龙头企业。1992年公司本着“引进、消化、吸收、发展、创新”的方针，采取技贸结合的方式开始引进开发沥青砼摊铺机，逐步成长为国内高端摊铺机的龙头企业之一。

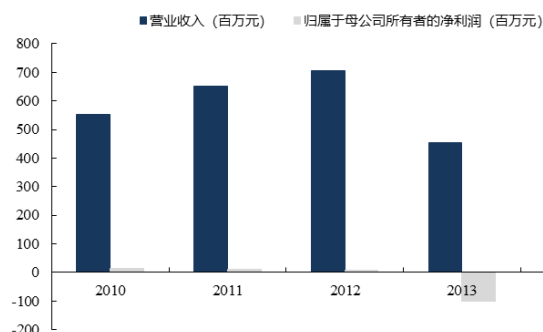
2014年公司收入的主要来源是以摊铺机械为主的路面机械、钢结构产品等，彼时工程机械行业景气度持续下行，公司的生产经营跌至谷底，2013-2014年连续两年亏损。

图1：2014年摊铺机是公司最大收入来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

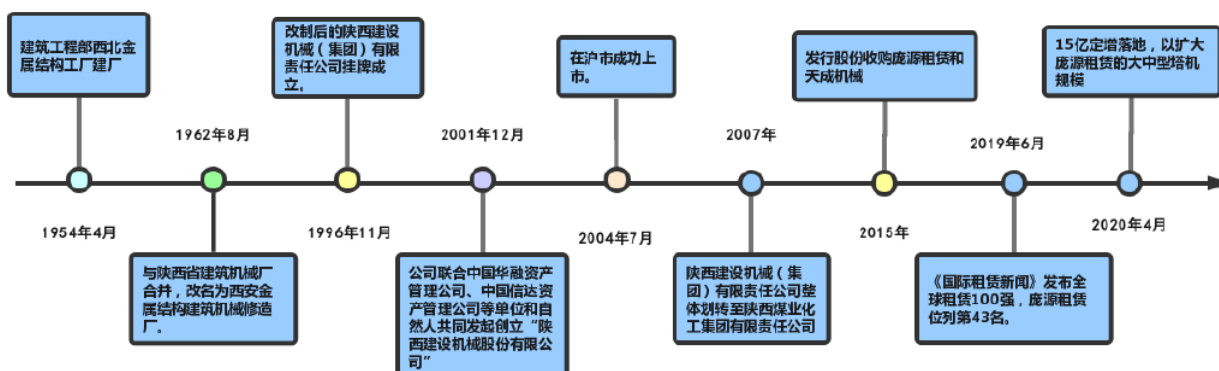
图2：2013-2014年公司连续两年亏损



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

②2015年，公司利用上市公司资本平台优势，推进业务拓展和业绩提升，成功收购了庞源租赁和天成机械，调整优化产品布局，形成了以工程机械生产制造和租赁服务为主的“双主业”。

图3：2015年收购庞源租赁，实现设备制造和租赁服务“双主业”



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

截止目前，公司主营业务包括工程机械制造和工程机械租赁两大板块，具体来看：

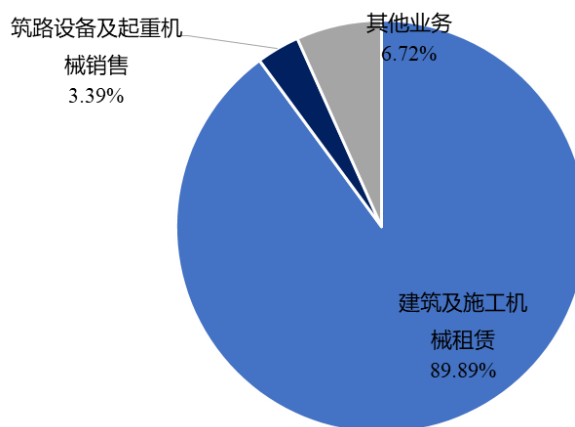
- ①在工程机械制造板块中，主要以路面施工机械和起重机械为主导产品，其中拳头产品大型沥青混凝土摊铺机在国内享有较高知名度，公司研发的高端塔式起重机已初步形成规模，实现了量产量销；②在工程机械租赁板块中，主要有工程机械设备租赁和起重机械租赁两项业务，子公司庞源租赁是全球最大的起重机械租赁商，是中国工程机械租赁第一品牌，在全国设有多家子公司，已涉足菲律宾、马来西亚、柬埔寨等海外市场；③此外，钢结构产品业务中，子公司建设钢构具有钢结构生产制造专业一级资质，在西北地区拥有较强的竞争实力。

表 1：公司主要业务包括工程机械制造和工程机械租赁两大板块

业务	细分业务	具体产品以及服务
工程机械制造	路面机械	摊铺机、铣刨机、稳拌机
	桩工机械	旋挖钻机
	建筑机械	塔式起重机
工程机械租赁	起重机械租赁	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起重机械设备的租赁、安拆和维修业务
	工程机械设备租赁	大型路面施工机械设备的租赁、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
其他	钢结构产品	工业厂房、多高层钢结构建筑、大跨度场馆、桥梁等轻、异型钢结构

数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

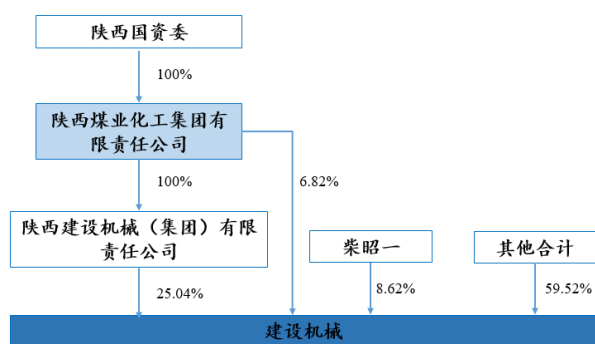
图 4：2019 年建筑及施工机械租赁是公司收入的主要来源



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

陕煤集团为公司控股股东，财力雄厚。股权结构上看，陕西煤业化工集团有限责任公司直接和间接合计持有公司股权 31.86%，为公司控股股东。2018 年陕煤集团营业收入 424.19 亿美元（2808 亿元人民币），位列世界 500 强企业第 281 位，控股股东财力雄厚，将为公司融资方面提供天然便利条件，在下文我们将作详细阐述。

图 5：陕煤集团为公司控股股东



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2019 年陕煤集团为列世界 500 强 281 位

280	283	怡和集团 (JARDINE MATHESON)	42,527	1,732	中国
281	294	陕西煤业化工集团 (SHAANXI COAL & CHEMICAL INDUSTRY)	42,418.8	90.8	中国
282	291	Talanx公司 (TALANX)	42,390.5	829.7	德国
283	371	中国航空油料集团公司 (CHINA NATIONAL AVIATION FUEL GROUP)	42,370.9	476.2	中国
284	277	汉莎集团 (LUFTHANSA GROUP)	42,302	2,552.7	德国
285	276	默沙东 (MERCK)	42,294	6,220	美国

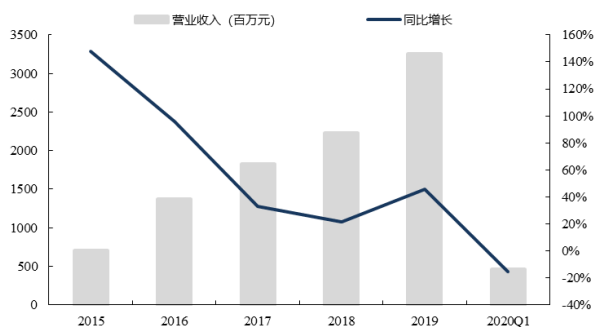
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2. 塔机租赁行业景气度提升，公司整体业绩高速增长

2.1. 受益塔机租赁“量”“价”齐升，2019 年公司收入规模加速扩张

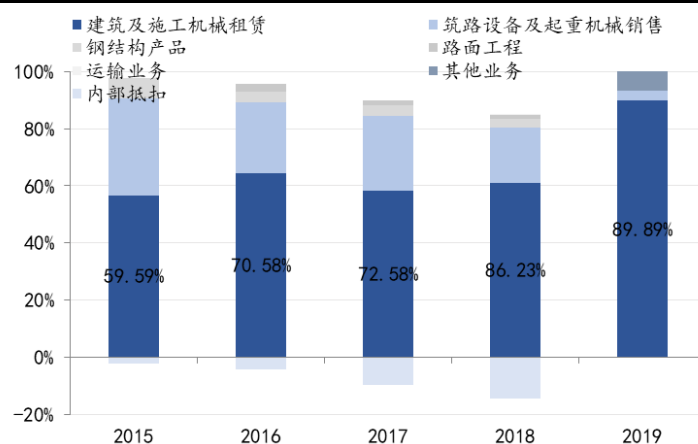
2015 年收购庞源租赁并表，公司经营业绩呈现明显改善，最直观的体现收入规模持续扩大。2015-2019 年公司分别实现了营业收入 7.01、13.76、18.29、22.27 和 32.51 亿元，2015-2019 年 CAGR 达到 46.75%，其中 2019 年营收同比增速 45.98%，收入增速较 2018 年进一步提升，在收入规模持续扩大的情况下公司收入加速增长，表现十分出色。

图 7：2015 年以来公司营业收入稳步增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：庞源租赁是公司营收主要来源，且占比持续提升



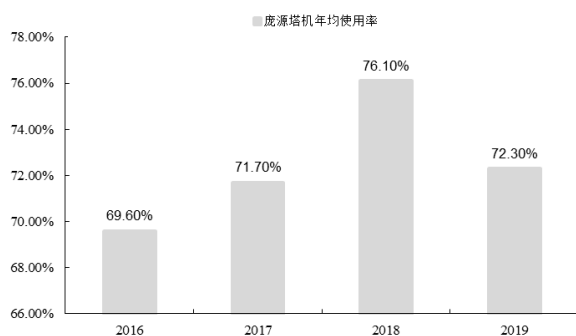
数据来源：wind，东吴证券研究所

拆分公司收入构成，“建筑及施工机械租赁”为子公司庞源租赁的营业收入，2015 年占公司营收比重 59.59%，2019 年占比提升至 89.89%。由此可见，公司虽形成工程机械生产制造和租赁服务“双主业”，但以庞源租赁为代表的建筑及施工机械租赁业务是公司过去几年收入快速增长的最大驱动力。

塔机租赁景气度持续提升，订单“量”“价”齐升，推动建筑及施工机械租赁业务

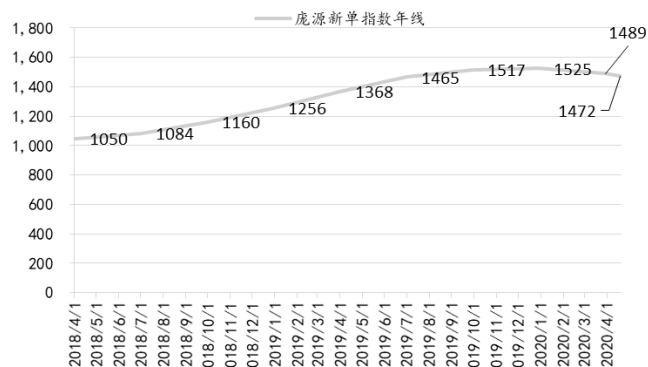
收入快速增长。2016年以来，国内塔机租赁行业触底回暖，行业景气度不断提升，庞源塔机租金价格（庞源新单价格指数实际为裸机每吨米日租金价格，以2015年7月租金价格为基准值1000，对应租售比约3.2%，即100万元的塔机每月租金收入为3.2万元，如果价格指数为1500点，月租金则为4.8万元/月）、利用率提升明显，同时庞源租赁新接订单总额稳步提升，2019年签单总金额超过40亿元，“量”“价”齐升有力地推动了庞源收入规模的加速扩张。

图 9：2016 年以来庞源塔机利用率持续提升



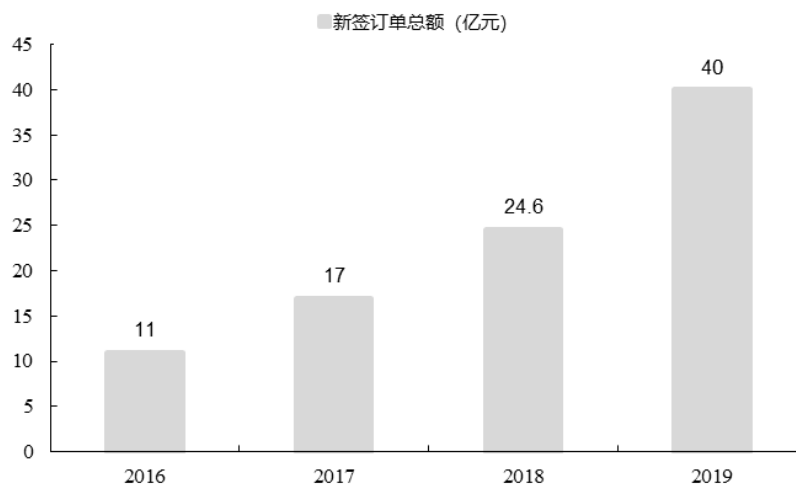
数据来源：庞源租赁官网，东吴证券研究所

图 10：庞源新单价格指数（年线）稳步提升



数据来源：庞源租赁官网，东吴证券研究所

图 11：庞源租赁年度签单金额持续提升



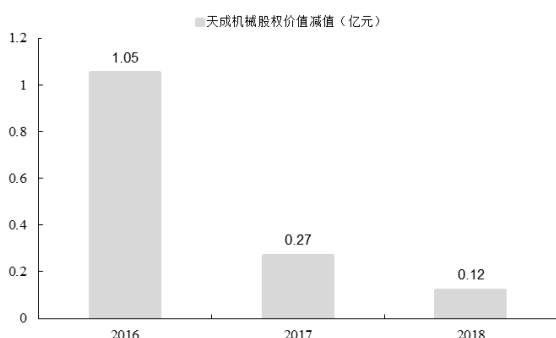
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 庞源净利润快速增长，本部拖累减弱，公司整体盈利能力大幅提升

虽然 2015 年公司在并表庞源后便实现了扭亏为盈，但 2015-2017 年归母净利润波动较大，其中 2017 年公司归母净利润仅为 0.23 亿元，同比下降 72%。2015-2017 公司

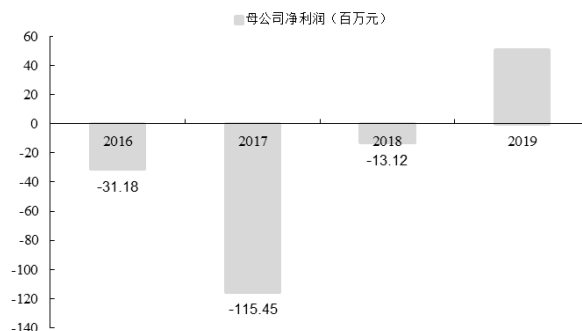
经营业绩较差：一方面天成机械未达到业绩承诺，并进行了相应的商誉减值；另一方面本部亏损扩大，2017 年亏损 1.15 亿元，严重拖累了公司整体盈利。

图 12： 2016-2018 年天成商誉减值压制公司净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

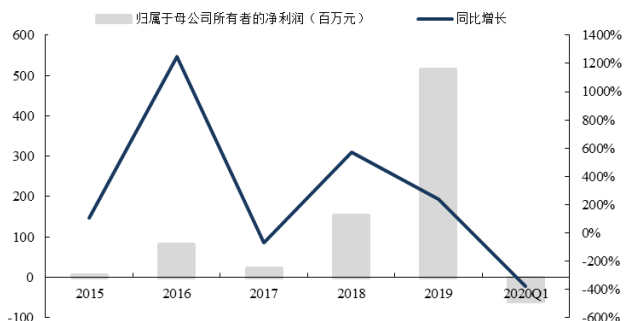
图 13： 2017 年母公司亏损扩大至 1.15 亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

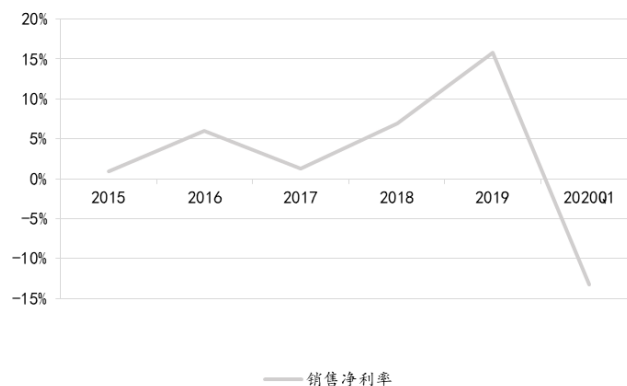
2018-2019 年公司分别实现归母净利润 1.53 亿元和 5.16 亿元，同比增速分别为 572% 和 236%，净利率分别为 6.88%、15.84%，较 2017 年分别提升 5.59 和 14.55 个百分点，公司整体盈利能力持续快速提升。

图 14： 2018-2019 年公司归母净利润高速增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

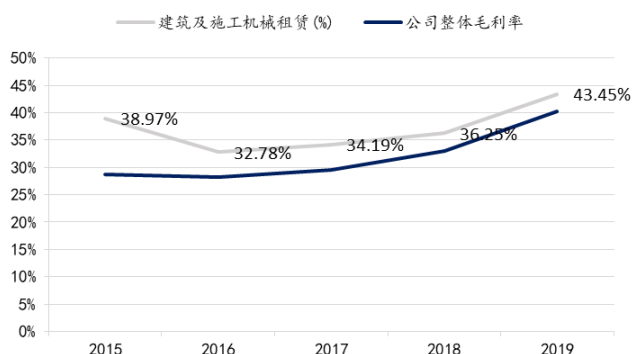
图 15： 2018-2019 年公司净利率持续快速提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

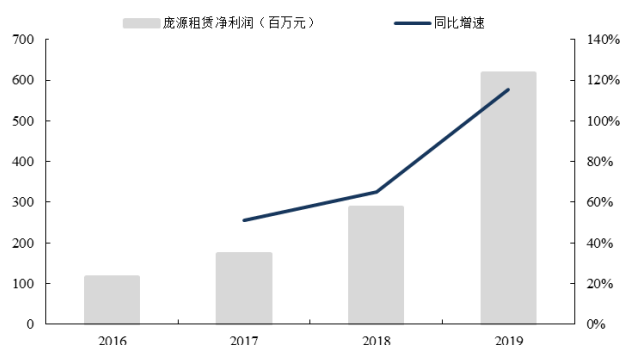
“量”“价”齐升，不仅带动了庞源租赁 2018-2019 年在收入端的强劲表现，同样使庞源租赁的盈利能力进一步提升，是公司过去两年净利润高速增长的最重要原因。①塔机租金价格提升，最直接的体现是公司建筑及施工机械租赁业务的毛利率 2018-2019 上升至 36.25%、43.45%，2017 年仅为 34.19%；②在收入规模扩大以及毛利率提升共振下，2018-2019 年庞源租赁分别实现净利润 2.87 亿元、6.18 亿元，占公司整体归母净利润 187%、120%，庞源租赁净利润贡献较收入贡献更为显著，是公司净利润高速增长的最主要驱动力。

图 16：庞源租毛利率高于公司整体毛利率，且稳步提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 17：2018-2019 年庞源租赁净利润加速提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

此外，我们注意到本部经营有所改善，对公司整体盈利拖累影响减弱。母公司 2018 年净利润-0.13 亿元，较 2017 年亏损大幅收窄，2019 年母公司净利润 0.51 亿元，扭亏为盈，本部经营逐步改善对公司过去两年净利润大幅提升起到了积极作用。

受新冠疫情影响，公司 2020 年 Q1 出现了亏损，但随着下游复工复产积极推进，庞源塔机利用率已经恢复至正常水平，公司全年业绩延续高增长仍具有确定性。

3. 装配式建筑带动下，塔机租赁行业景气度有望延续

2016 年以来国内塔机租赁行业触底回暖，租金价格、利用率持续提升。在未来房地产行业下行压力较大的不利局面下，不少投资者对于塔机租赁行业的景气度持续性比较担心，下面我们将进行重点分析。

3.1. 复盘：房地产回暖+装配式建筑发展，推动塔机租赁行业景气度提升

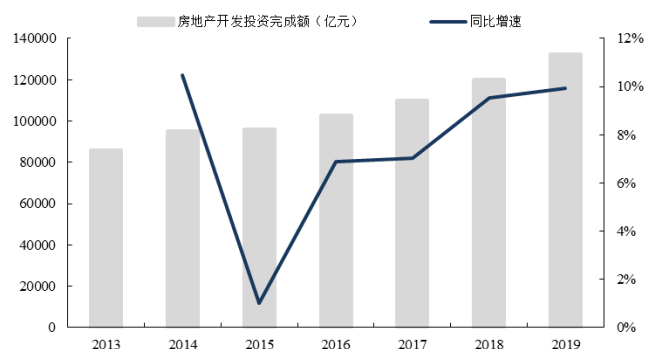
3.1.1. 房地产复苏导致塔机供需缺口出现，是本轮行业景气度提升最重要原因

塔机租赁下游为建筑行业，应用领域包括房地产和基础设施建设，其中房地产约占 90%，由此可见房地产业对塔机租赁行业影响较大。

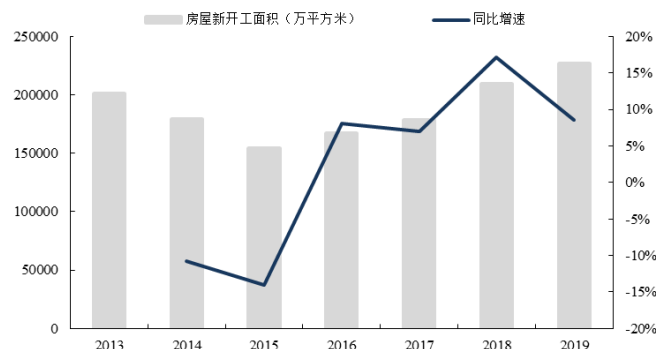
2015 年我国房地产投资完成额增速跌至谷底，房屋新开工面积同比下降 14%；2016 年无论是房地产投资完成额还是房屋新开工面积，均出现明显的反弹，随后稳步提升。由此可见，2016 年以来房地产行业复苏为塔机租赁创造了良好的环境，直接带动了相关设备的需求。

图 18：2016 年以来房地产投资完成额稳步提升

图 19：2016 年以来房屋新开工面积稳中有升



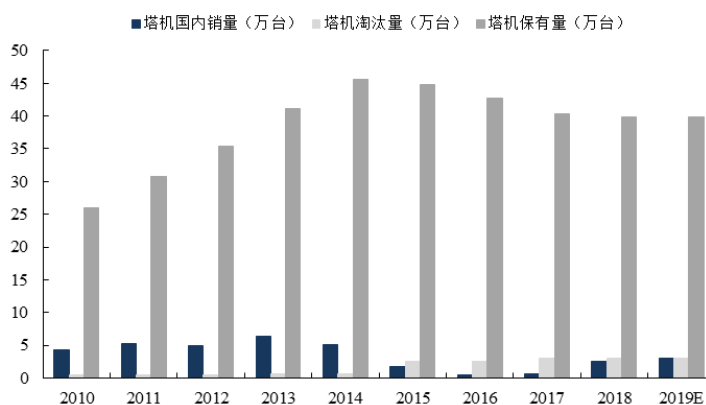
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

与此同时，2013-2016 年我国塔机销量持续下行，塔机租赁行业景气度持续下降，2015-2016 年庞源租赁新单指数、塔机利用率均处于较低水平，行业低迷导致大批中小塔机租赁商开始退出市场，我国塔机的保有量持续下降，导致国内塔机供需剪刀差出现，这是本轮塔机租赁行业景气度提升的最重要原因。

图 20：2014 年以来塔吊保有量持续下降，供需缺口逐步出现



数据来源：国家统计局，前瞻研究院，东吴证券研究所

3.1.2. 装配式建筑发展，导致塔机需求结构发生改变，进一步提升行业景气度

所谓装配式建筑，就是进行一体化综合设计之后，通过建筑工厂完成建筑所需零件的加工，然后借助先进的交通运输，将建筑材料运到建筑场地，根据相关要求，对这些建筑部件进行科学、严格的连接或者组合，进而使建筑任务得以完成的建筑施工模式。装配式建筑具有结构牢固、节能环保，施工进度快等优点，符合绿色建筑的要求，也符合我国建筑工业化的发展方向。

表 2：装配式建筑具有绿色环保、节约资源等优点

项目	PC 装配式建筑	现场浇筑建筑	节约和改善
水资源消耗	0.051-0.067 m ³ /m ²	0.085-0.09 m ³ /m ²	35-40%
能源消耗	7.0-7.1 kwh/m ²	8.9-9.0 kwh/m ²	20-25%
建筑废物处置量	7.34-7.35 kg/m ²	23.75-23.80 kg/m ²	65-70%

数据来源：远大住工招股书，东吴证券研究所（备注：以预制率为 35% 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项目比较）

从中央到地方纷纷出台相关政策，推动我国装配式建筑的发展。2016 年国务院出台《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确大力发展装配式建筑，并制定了相应的发展目标，后续国家相关发展装配式建筑的政策不断完善。

表 3：国家从 2016 年起力争用十年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%

时间	政策	主要内容
2016.02.21	《国务院关于加强城市规划建设管理工作的若干意见》	建设国家级装配式建筑生产基地力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%
2017.02.24	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例，力争用 10 年左右，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%
2017.03.01	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	加快建设装配式建筑生产基地；完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系；积极引导绿色施工，推广绿色物业管理模式
2017.03.23	《“十三五”装配式建筑行动方案》以及配套管理办法等三大文件	明确 2020 年前全国装配式建筑占新建比例达 15%，其中重点推进地区 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上；培育 50 个以上的装配式建筑示范城市、200 个以上产业基地和 500 个以上示范工程，建设 30 个以上科技创新基地；
2017.06.13	《贯彻落实<国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见>重点任务分工方案》	由住房城乡建设部协同 18 部委制定，重点分工方案分为 7 大部分 20 项内容
2017.04.26	《建筑业发展“十三五”规划》	到 2020 年，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%；建设装配式建筑产业基地，推动装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构发展
2017.11.09	《关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》	认定 30 个城市为第一批 PC 建筑示范城市，195 个企业为第一批 PC 建筑产业基地
2018.07	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	2018 年底前，各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。

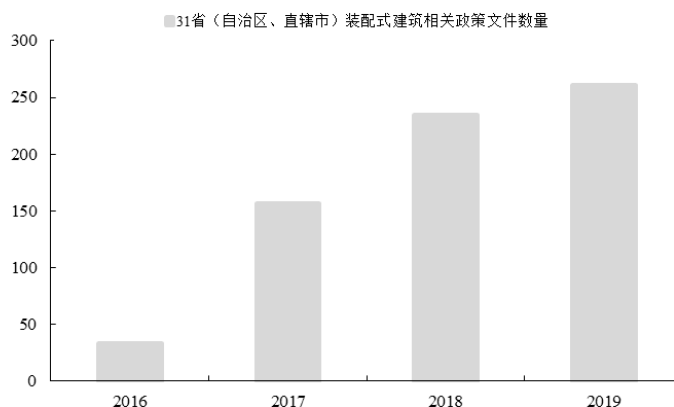
数据来源：住建部官网，中国政府网，东吴证券研究所

除了中央层面，全国 31 个省（自治区、直辖市）均出台了推进装配式建筑发展的相关政策文件。2016 年我国 31 省（自治区、直辖市）出台的装配式建筑发展的相关政

策文件为 33 个，到 2019 年提升到 261 个。

我们认为，从中央到地方，不断完善配套政策和细化落实措施，特别是各项经济激励政策和技术标准为推动装配式建筑发展提供了制度保障和技术支撑。

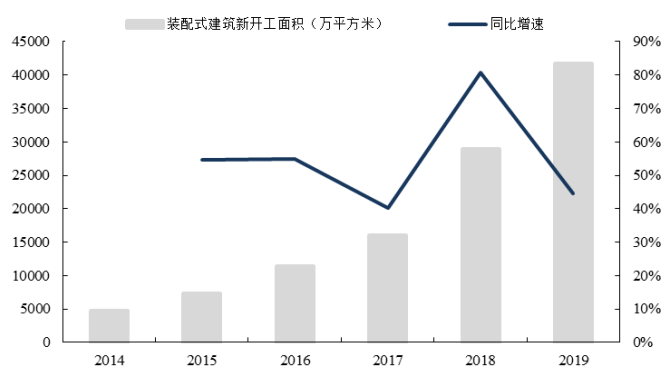
图 21：2016-2019 年地方出台装配式建筑相关政策文件数量快速提升



数据来源：住建部，东吴证券研究所

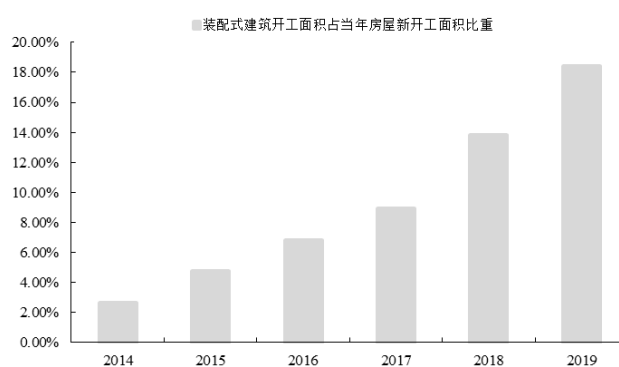
我国装配建筑新开工面积快速提升，2016-2019 年 CAGR 高达 54%。政策加码，相关产业配套不断完善共同推动了我国装配式建筑的快速发展。住建部数据显示，2016 我国装配式建筑新开工面积 1.14 亿平方米，2019 年提升至 4.18 亿平方米，2016-2019 年 CAGR 高达 54%，远高于同期我国房屋新开工面积增速，装配式建筑新开工面积占比也由 2016 年的 6.8% 提升至 2019 年的 18.4%（下文为占新开工建筑总面积的比重，故数据有所差异）。

图 22：2016-2019 我国装配式建筑新开工面积 CAGR 达 54%



数据来源：住建部，东吴证券研究所

图 23：我国装配式建筑新开工面积占房屋新开工面积的比重稳步提升



数据来源：国家统计局，住建部，东吴证券研究所

装配式建筑发展改变了原有的施工方式和施工机械的需求，推动了塔机需求结构的改变。

①首先，装配式建筑预制构件重量远高于传统建筑部件，对塔机起重量要求大幅提高，中大型塔式起重机的需求明显增加。当前中国主流的 PC 塔机吨位数介于 300-400tm，装配式建筑渗透较高的新加坡主流 PC 塔机吨位数介于 600-1000mt。从新加坡发展的经验来看，未来我国用作 PC 建筑塔机吨位将进一步提升。

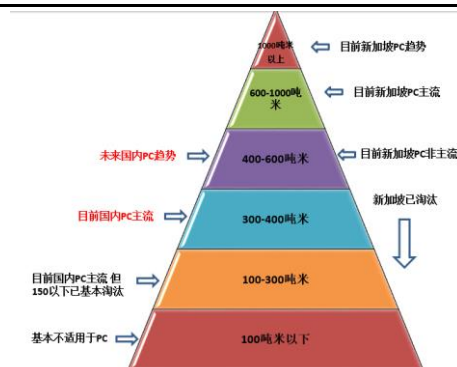
②装配式结构施工不仅要求塔机起重能力大，还对吊装精度要求高（对构件吊装的就位要求达 mm 级），制动灵敏并具有良好的慢就位功能，性能良好的塔机可保证吊装质量、提高吊装效率。装配式结构一般采用吊装精度相对较高的平头塔式起重机，由此可见当前用作非 PC 式建筑大吨位塔机并不能满足当前需求，装配式建筑发展将催生新的塔机需求。

图 24：中大型塔吊适用于装配式建筑

	小型塔吊	中型塔吊	大型塔吊
标准	小于等于 150 吨米	介于 150 吨米和 400 吨米之间	大于等于 400 吨米
优势	自重低、运输方便、造价低、台班费低、作业范围广调速性能好	起重性能较优、起升高度较高、起升速度较快	起重性能优、抗风性强、起升高度高、效率高、水平覆盖面广
适用范围	中低层民用建筑、旧住宅密集的县域地区进行的住宅区改造	多层工业厂房、较高层民用建筑、PC 建筑施工	较大跨度建筑、高层或超高层建筑、大型 PC、钢结构建筑施工

数据来源：《装配式建筑发展带动大型塔式起重机市场》，东吴证券研究所

图 25：我国用作装配式建筑塔机吨位将继续提升



数据来源：庞源租赁，东吴证券研究所

根据公司非公开定增公告披露数据，目前全国适用于装配式建筑施工的大中型塔机在 2 万台以内，占全国塔机设备保有量不足 5%。由此可见，装配式建筑促进塔机需求结构发生改变，用作 PC 建筑的大吨位塔机供不应求，进一步推动我国塔机租赁行业景气度提升。

3.2. 展望：塔机租赁行业景气度有望延续，租金价格将回归理性

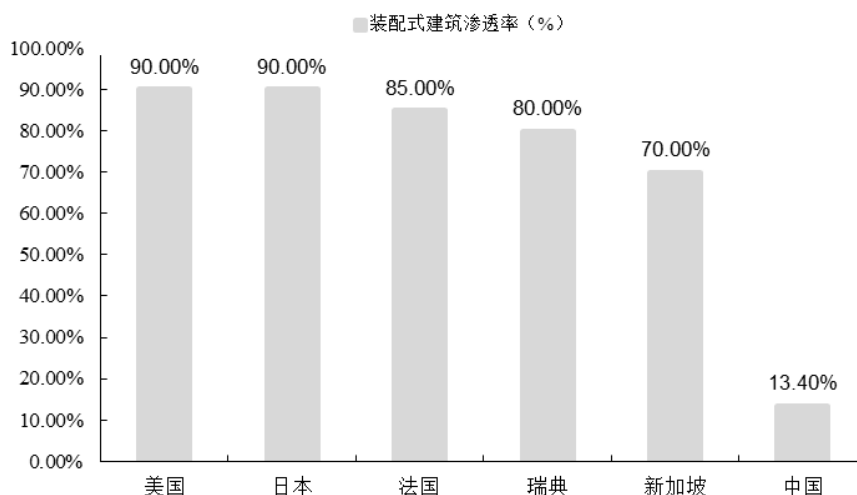
3.2.1. 我国装配式建筑渗透率较低，大吨位塔机需求缺口仍将延续

展望未来，房地产投资、新开工面积延续过去几年近两位数的增速不太现实，房地产降温将是大概率事件，但我们认为我国房地产行业不会出现断崖式下跌，装配式建筑渗透率持续提升将为大吨位塔机需求注入新的活力。

2019 年我国装配式建筑取得长足进步，但对比海外，我国装配式建筑渗透率依然较低且地区发展不均衡，我们判断很长一段时间我国装配式建筑仍处于黄金发展时期。

①相比发达国家，当前我国装配式建筑渗透率不足 15%。欧美发达国家装配式建筑起步早，装配式建筑发展成一套成熟的体系，渗透率高，相关数据显示，美国、日本的装配式建筑渗透率超过 90%，法国、瑞典超过 80%，新加坡超过 70%。2019 年我国装配式建筑的渗透率约为 13.4%，由此可见当前我国装配式建筑渗透率较低，仍有较大的成长空间。

图 26：对比发达国家，我国装配式建筑渗透率不高



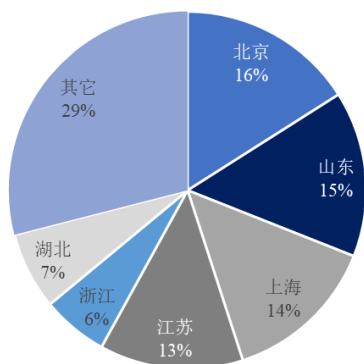
数据来源：前瞻产业研究院，住建部，东吴证券研究所

②我国装配式建筑发展不均衡，沿海东部省市占比较高。我国华东地区整体经济发展水平较高，同时拥有较为完善的交通运输网络，使得华东地区（上海、山东、江苏和浙江）成为我国装配式建筑建设项目最多的地区，占比达到 48%。

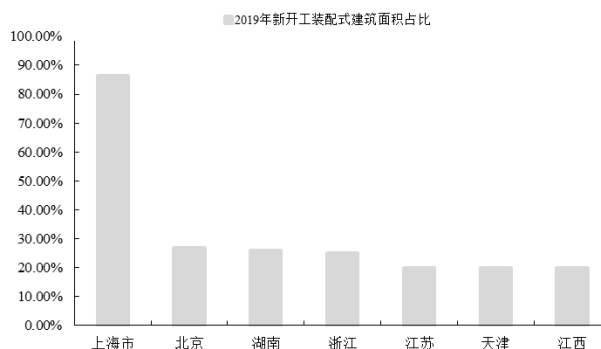
住建部统计的数据显示，2019 年上海新开工装配式建筑面积占新建建筑的比例达 86.4%，北京、湖南、浙江、江苏、天津、江西等地装配式建筑在新建建筑中占比均超过 20%，东部沿海省市装配式建筑渗透率大幅领先全国整体水平。

图 27：装配式建筑建设项目华东地区占比 48%

图 28：2019 我国东部主要省市装配式建筑开工面积占比超过 20%



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所



数据来源：住建部，东吴证券研究所

我国西部省市由于受到经济条件和发展基础的限制，装配式建筑发展水平较低，但当地政府出台相关政策文件并明确 2025 年装配式建筑发展的目标，后续有望成为我国装配式建筑快速发展的重要推动力。

表 4：我国西部省市明确提出了装配式建筑的发展目标

省市	装配式建筑发展目标
陕西	2020 年重点推进地区达 20% 以上，2025 年全省达 30% 以上
甘肃	2025 年全省达 30% 以上
宁夏	2020 年全省达 10%，2025 年全省达 25%
青海	2020 年全省达 10%
新疆	2020 年积极推进地区达 15% 以上，鼓励推进地区达 10% 以上，2025 年全省达 30% 以上
贵州	2020 年全省达 10% 以上，2025 年全省达 30%
西藏	2020 确保国家投资的项中占比不低于 30%

数据来源：前瞻产业研究院，住建部，东吴证券研究所

根据国家政策规划目标，2026 年我国装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。下面我们将测算到 2026 年，国内用作装配式建筑塔机的需求量。

首先我们作如下几点假设：①2019 年装配式建筑开工面积占比 13.40%（来自住建部），且每年线性提升至 2026 年的 30%；②2020-2026 年每年新建建筑面积假定不变；③塔机的使用密度为 8000 平米/一台。

测算结果显示：2026 年我国装配式建筑新开工面积将达到 93582 万平方米，相应的适用于装配式建筑的大中型塔机需求 116978 台，2019-2026 大中型塔机需求量的年均复合增长率将达到 12.20%。相较于庞大的市场需求，目前我国可用于装配式建筑的大中型塔机保有量不足 2 万台，市场有效供给相对不足，装配式建筑发展带来的大吨位塔机供需缺口有望延续。

表 5：预计到 2026 年用作装配式建筑塔机需求超过 11 万台

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
装配式建筑新开工面积（万平方米）	41800	49193	56586	63979	71372	78796	86189	93582
占新建建筑面积的比例	13.40%	15.77%	18.14%	20.51%	22.88%	25.26%	27.63%	30.00%
估算装配式建筑塔吊需求量（台）	52250	61491	70732	79974	89215	98495	107736	116978

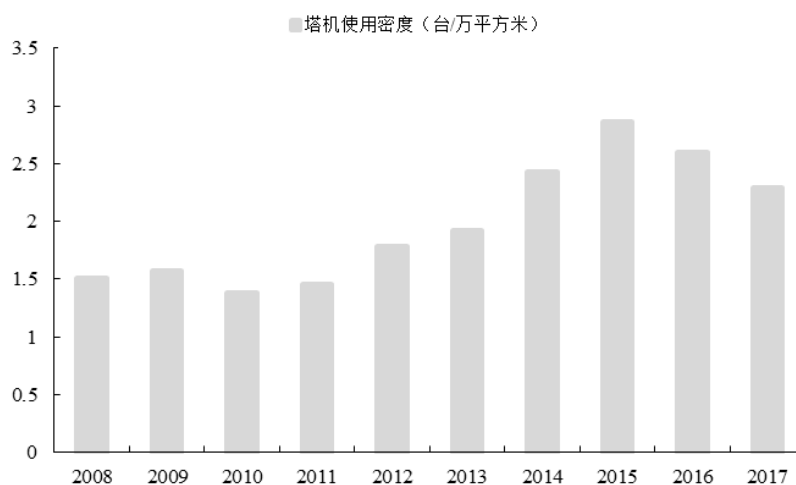
数据来源：住建部，公司公告，东吴证券研究所

3.2.2. 非装配式建筑塔机使用密度提升，将为塔机需求提供支撑

上文分析得出了我国装配式建筑的快速发展直接推动了我国塔机需求结构改变，带动中大型塔机需求提升，本章节我们主要对非装配式建筑塔机需求作简单分析。

回顾历史数据，我们以塔机保有量除以当年房屋新开工面积近似作为塔机使用密度指标（台/万平方米），计算结果表明：2008-2017 年虽然个别年份塔机使用密度出现波动，但整体呈现上升趋势（2015 年以后每万平方米房屋新开工面积塔机保有量下滑，跟塔机利用率持续提升以及塔机使用密度较低的装配式建筑占比上升有关）。

图 29：我国塔机整体的使用密度呈现上升趋势



数据来源：工程机械协会，国家统计局，东吴证券研究所

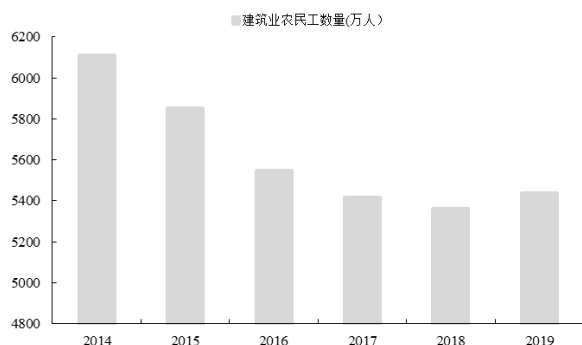
在非装配式建筑领域，我们认为塔机的使用密度仍有提升空间，进而对冲房地产新开工面积下行带来塔机需求减弱的风险。我们主要基于以下两点考虑：

①今后工程建设速度越来越快，投资者追求单位时间内的效益最大，塔机由买转租的已经成为行业发展的趋势，今后工程施工对塔机数量要求会越来越多。

②劳动力短缺越来越严重，劳动力成本越来越高。建筑施工属劳动密集型行业，但

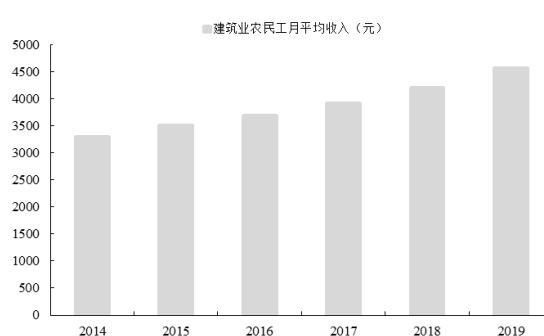
2014 年以来我国建筑业农民工呈现下降趋势，与房地产工程量稳步增加形成反差，此外相应的人力成本持续提升，将会加大对塔机需求的依赖。

图 30：建筑业农民工数量呈下行趋势



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

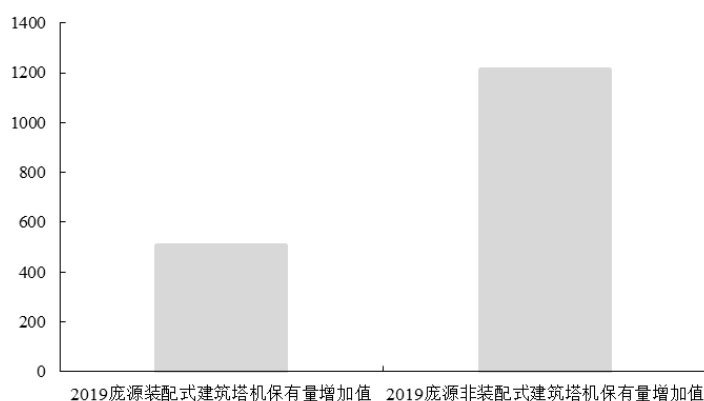
图 31：建筑业农民工约平均工资稳步提升



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

分析 2019 年公司塔机设备保有量发现，2019 年底公司塔机保有量达到 5990 台，较去年同期增加 1719 台，其中用作装配式建筑塔机保有量增加 507 台，近似求出用作非装配式建筑塔机保有量增加 1212 台，由此可见公司非装配式建筑塔机的采购量显著高于装配式建筑塔机，非装配式建筑塔机需求同样旺盛。

图 32：2019 年庞源非装配式建筑塔机保有量增加值高于装配式建筑塔机



数据来源：公司公告，庞源官网，东吴证券研究所

3.2.3. 租金价格难以维持在 2019 年高位，未来将回归至合理水平

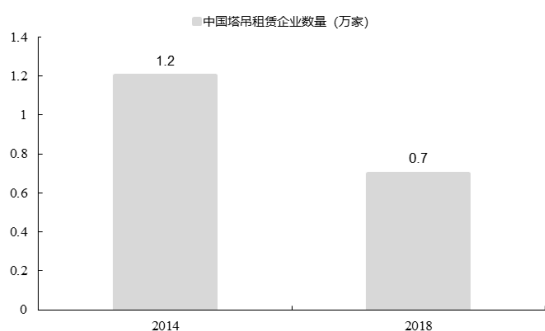
塔机租金价格同样是投资者关心的问题。我们始终认为塔机租金价格指数维持在 2019 年 1500 点的高位不太现实，租金价格缓慢下降但不会出现断崖下跌，并在未来维

持在某一较高的水平，主要基于以下两点：①需求端，装配式建筑发展、塔机使用密度提升共同推动塔机租赁需求景气延续；②供给端，塔机租赁商扩充设备更加谨慎、塔机主机厂扩产更加理性，供给将更加合理，接下来我们将作详细阐述。

经过上一轮周期，塔机租赁商扩充设备更加谨慎。2014 年我国塔机租赁企业数量为 1.2 万家，伴随着行业景气度下行，行业洗牌整合，租赁商纷纷退出市场，2018 年国内塔机租赁企业数量降至 0.7 万家。

同时，根据公司披露的采购清单，200 吨米以上的塔机设备采购单价超过 100 万，较小吨位采购金额提升明显，因此在塔机需求吨位逐步变大的趋势下，租赁商扩充设备的门槛将进一步提升，无疑会加重租赁商的成本负担。

图 33：当前我国塔机租赁企业大幅下降



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

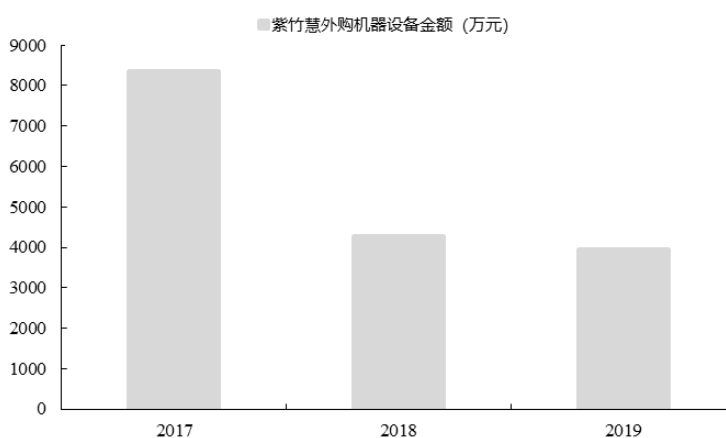
图 34：大吨位塔机采购价格显著提升

最大起重力矩 (吨米)	规格型号	购置台数	购置金额 (万元)	均价(万元)
100-200	6513或同等规格	226	16557.38	73.26
	6012或同等规格	16	921.1	57.57
	7013或同等规格	24	1774.5	73.94
	6020或同等规格	1	48.5	48.50
200-400	7020 或同等规格	5	574.71	114.94
	7035 或同等规格	6	1117.59	186.27
	7525 或同等规格	1	114.71	114.71
400-600	CM550 或同等规格	6	2089.4	348.23
	8039 或同等规格	1	328	328.00

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们以头部企业设备采购量数据可作进一步验证，2017-2019 年塔机行业景气度持续提升，行业排名靠前的紫竹慧外购机器设备金额持续下降，租赁商扩充设备将更加谨慎。

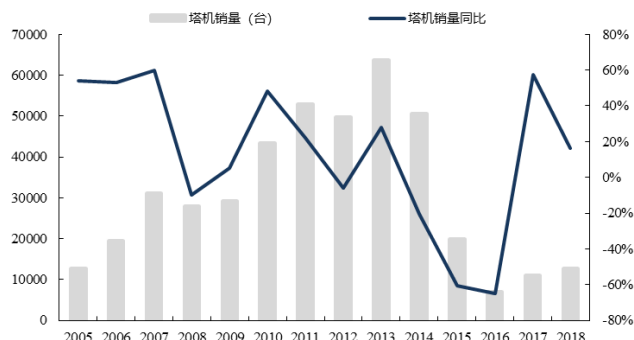
图 35：2017-2019 紫竹慧采购设备金额持续下降



数据来源：紫竹慧年报，东吴证券研究所

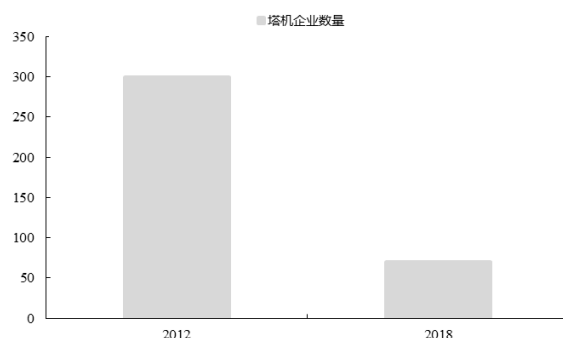
塔机主机厂制造环节，2012 年国内塔机企业数量超过 300 家，2013 年国内塔机销量达到历史高点，此后销量持续下降，2016 年跌至 7000 台，近两年行业景气度有所提升，但经过上一轮行业洗牌，不少企业退出市场，2018 年塔机企业数量已经降至 70 家。我们认为大吨位塔机更加注重品牌，且技术要求更高，目前国内产能明显不足，塔机主机厂格局相比上一轮周期有明显改善，主机厂竞争、扩产也会更加理性。

图 36：塔机销量较历史高点仍有明显差距



数据来源：工程机械协会，前瞻研究院，东吴证券研究所

图 37：2018 年我国塔机主机厂数量较 2012 年大幅下降



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

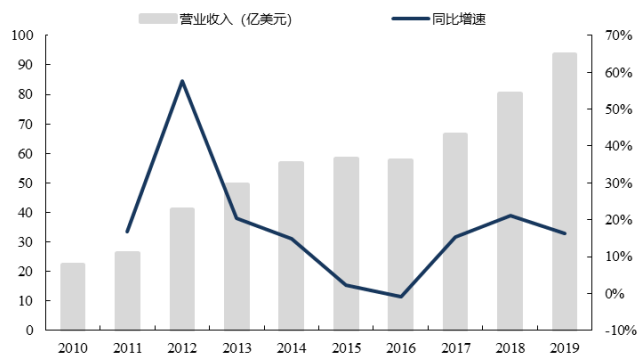
4. 公司市占率依然较低，已经具备持续成长的潜质

4.1. 对标联合租赁，庞源收入规模偏小，有较大提升空间

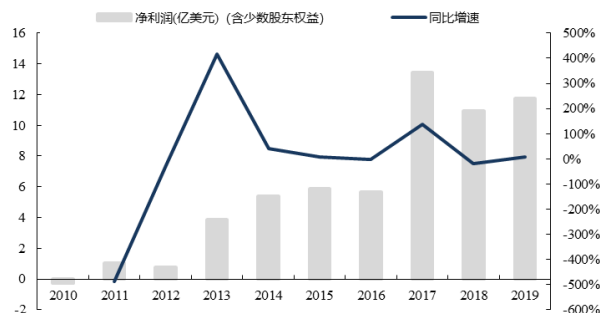
纵观全球成熟市场，工程机械设备租赁市场具有规模庞大等天然条件，这给孕育出大公司提供了契机。我们以北美最大的设备租赁商联合租赁为例，2010 年以来联合租赁收入规模持续扩大，2019 年营业收入达到 93.51 亿美元，实现净利润 11.74 亿美元；收入规模扩大直接推动联合租赁持续提升，2019 年联合租赁北美市占份额达到 13%。

图 38：2019 年联合租赁营业收入达到 93.51 亿美元

图 39：2019 年联合租赁净利润达到 11.74 亿美元

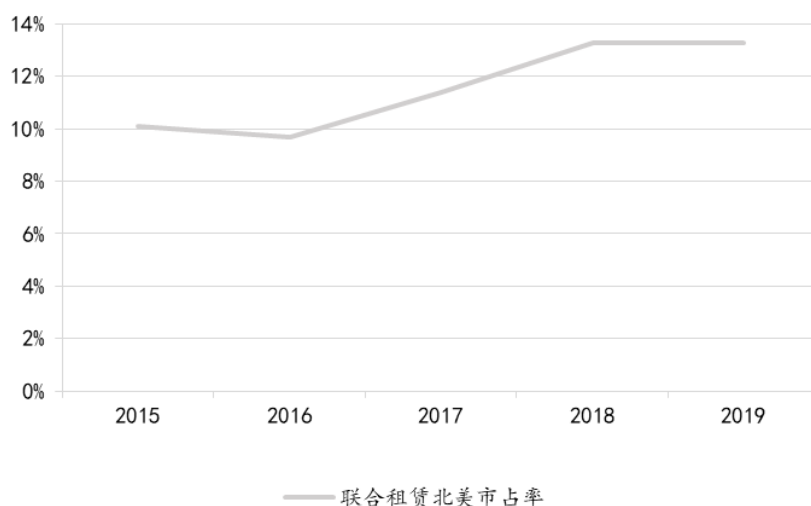


数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 40: 2019 年联合租赁市占率达到 13%

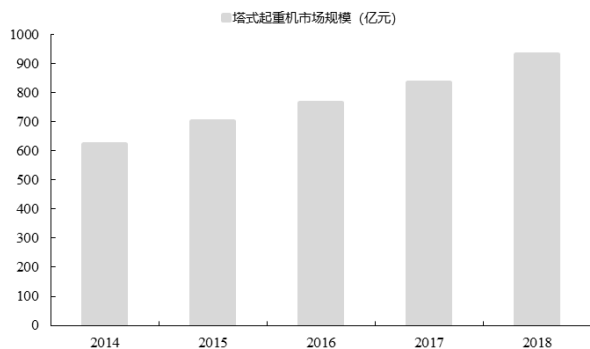


数据来源: 联合租赁年报、东吴证券研究所

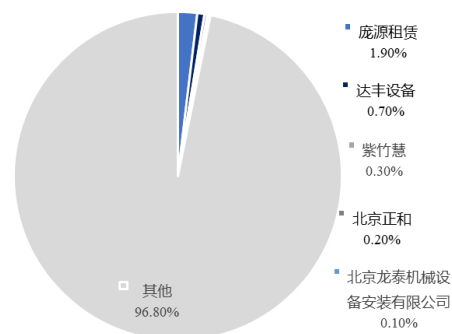
我国塔机租赁市场规模庞大，庞源租赁当前市占率仅为 3.1%。①2018 年我国塔吊租赁市场规模达到了 932 亿元，市场规模庞大。②2018 年前五大租赁商合计市占率仅为 3.2%，庞源租赁作为本土塔机租赁龙头，2018 年市占率仅为 1.90%，若以庞源租赁 2019 年收入 29.23 亿元口径计算，当前的市占率约为 3.1%。对标联合租赁，公司无论是收入体量还是市占率都差距明显，基于公司本身较强的阿尔法（下文展开分析），我们认为有较大提升空间。

图 41: 2018 塔机租赁市场规模达到 932 亿

图 42: 2018 年庞源租赁市场份额仅为 1.90%



数据来源：达丰设备招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：达丰设备招股说明书，东吴证券研究所

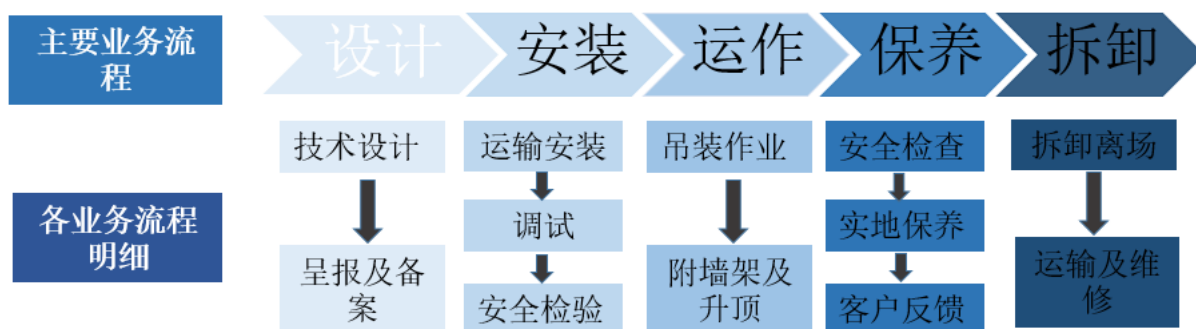
4.2. 塔机租赁有较高行业壁垒，公司具备持续扩张的条件

4.2.1. 塔机租赁本质是服务行业，有较高的进入壁垒

与简单的提供设备赚取租金的“干租”模式不同，塔机租赁除了向工程方提供设备，还提供包括塔机设计、安装、运作、保养和拆卸等一系列服务，我们认为塔机租赁本质上是服务行业。

塔机租赁服务性业务模式决定了，租赁商收入不仅包括塔机设备使用的租金，还包括期间塔机司机、引导员的人工费用以及塔机安装拆卸等一系列费用。

图 43：塔机租赁本质是服务行业



数据来源：达丰设备招股说明书，东吴证券研究所

塔机租赁作为服务行业有较强的进入壁垒，具体如下：

①**资质壁垒**，塔机作为特种设备，需要高空作业，危险性较大，出于安全考虑，相关政府对从事塔机租赁实行资质管理，塔机租赁商必须取得住建部颁发的起重设备安装

工程专业承包资质方可从事相关塔机租赁业务；

②**资金壁垒**，塔机租赁属于典型的重资产行业，租赁商不仅需要充足的资金购置设备，而且在日常经营中需要大量的资本开支；

③**品牌壁垒**，为了保证建筑项目的安全稳定，建筑承包方对塔机设计性能、安全性及施工技术要求较高，上述情况下更愿意选择知名品牌的塔机租赁商；

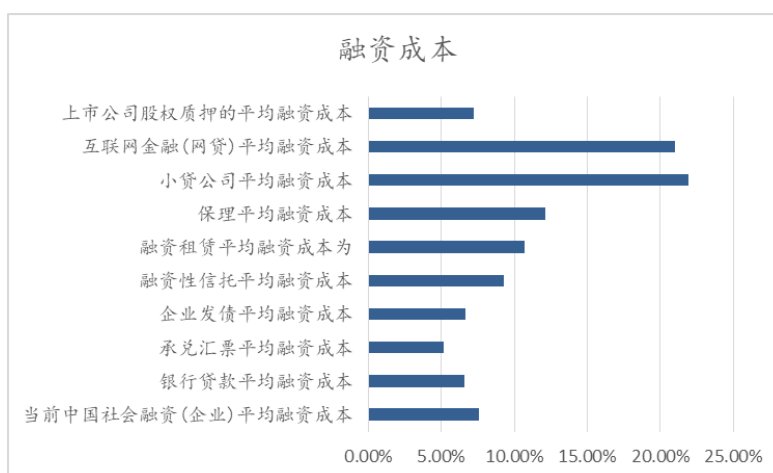
④**技术经验壁垒**；塔机租赁涉及个性化定制需求多，专业服务能力强，这就要求塔机租赁商具有丰富的行业及成熟的施工技术。

对于已经存在市场的塔机租赁商，虽不存在资质问题，但资金、品牌、技术经验将是制约其持续扩充的重要因素，中小型租赁商无论是管理还是资金都有压力，资金实力雄厚、品牌效应足够强的租赁商，将具有先天优势，我们判断强者恒强是我国塔机租赁发展的必然趋势。

4.2.2. 依托上市公司平台，背靠陕煤集团，庞源获得充足的资金支持

国内信用环境紧缩背景下，中小型租赁企业融资难度加大，2018年2月发布的中国社会融资成本指数显示：当前中国社会融资(企业)平均融资成本为7.60%，中小企业由于缺少抵押资产、经营不稳定等原因，往往较难获得银行贷款，这类企业融资成本大部分高于10%。

图 44：2018 年中小企业融资成本大于 10%



数据来源：前瞻研究院，东吴证券研究所

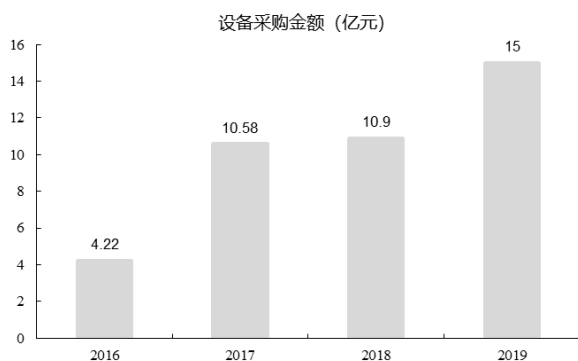
前文我们作过详细分析，塔吊租赁行业资金门槛较高，尤其大吨位塔机采购成本大幅提升，融资渠道以及融资成本直接决定塔机租赁商能否持续扩张。

庞源依托上市公司平台，背靠陕煤集团（营业收入规模超过 2000 亿，世界 500 强企业），显然具备融资这方面的优势（融资渠道多样性+成本低）。①2015 年庞源租赁被收购以来，公司塔机设备采购金额稳步提升，2019 年超过 15 亿元；持续的塔机设备采购使得庞源租赁塔机保有量快速提升，2019 年底达到 5990 台，是庞源收入规模不断扩

大，持续提升市占率的重要保障。

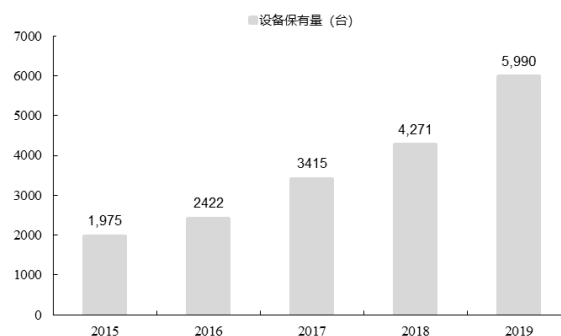
借助资本市场优势，2020 年 4 月公司完成非公开定增，共募集资金 15.06 亿元，本次扣除发行费用后的募集资金将用于新购 1500 台大中型塔式起重机，以扩大庞源租赁的大中型塔机规模并丰富设备型号，将完善公司建筑起重机械租赁业务的市场布局。

图 45：2015 年以来公司设备采购规模稳步提升



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 46：2015 年以来公司塔机保有量持续提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

②以 2020 年公司作为子公司庞源授信担保情况为例，26 次累计授信担保额度达 12.80 亿元（融资租赁或者贷款），年利率大部分位于 5-6%，低于中国社会融资(企业)平均融资成本，由此可见公司在融资成本方面有一定的优势。

表 6：2020 年以来公司作为子公司庞源授信担保情况

时间	资方	授信额度	期限	年利率
20200604	宁波通商银行股份有限公司上海分行	10,000 万元	1 年	5.39%
20200604	中国工商银行股份有限公司常熟五星支行牵头中信银行、常熟农商行	15,000 万元	8 年	5 年期贷款基准利率加 25BP
20200604	苏银金融租赁股份有限公司	2,000 万元	3 年	5%
20200604	北京国资融资租赁股份有限公司	5,000 万元	3 年	5.8%
20200604	广发银行上海分行	10,000 万元	1 年	5%
20200604	苏银金融租赁股份有限公司	1,500 万元	3 年	5%
20200513	中远海运租赁有限公司	5,000 万元	3 年	4.75%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	中国银行江北分行	1,000 万元	1 年	4.35%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%

20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200428	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.8%
20200314	澳门发展银行股份有限公司	4,800 万港元	1 年	3M Hibor+3%
20200314	华鑫思佰益融资租赁	10,000 万元	3 年	6.5%
20200314	深圳江铜融资租赁有限公司	11,000 万元	3 年	5.95%
20200314	自贡银行股份有限公司	3,500 万元	1 年	8.5%
20200314	中信银行股份有限公司上海分行	6,000 万元	1 年	1.2 倍基准利率
20200222	南京银行股份有限公司上海分行	8,000 万元	1 年	5.55%
	江苏银行股份有限公司上海分行长宁支行	2200 万元	1 年	5.4375%
20200104	陕西开源融资租赁有限责任公司	3,000 万元	5 年	5.94%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2.3. 品牌效应叠加完善的营销网点，助力庞源持续扩张

上文我们作过分析，建筑承包方对塔机设计性能、安全性及施工技术要求较高，上述情况下更愿意选择知名品牌的塔机租赁商，庞源租赁在收入规模持续扩大同时，企业品牌形象与日剧增。

庞源租赁自成立之初便注重品牌建设和形象的维护，作为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、上海世博轴阳光谷、国家博物馆、中国水利博物馆、广州电视台、杭州湾大桥观光塔、浙江北仑电厂、新疆会展中心、天津会展中心、黄石鄂东长江大桥、重庆朝天门长江大桥等一系列标志性工程建设项目，在工程施工领域积累了较高的品牌知名度。

庞源在各类奖项评选中屡次上榜，在全球机械租赁杂志《International Rental News》（2018 年）评选的“世界租赁企业 100 强”（IRN100）中，庞源租赁在 2016-2017 年度排名第 68 位，是中国唯一一家跻身百强的租赁企业，2019 年公司排名持续提升，位列 31 位，企业品牌形象可见一斑。

图 47：庞源租赁各类奖项评选中屡次上榜，品牌形象持续提升

日期	荣誉/奖项	评选机构
2020	《世界租赁企业100强》第31位	《International Rental News》
2019	《世界租赁企业100强》第43位	《International Rental News》
2018	《世界租赁企业100强》第68位	《International Rental News》
2012	全国建筑施工机械租赁50强排名第一	中国建筑业协会机械管理与租赁分会
2014	全国建筑施工机械租赁50强排名第一	中国建筑业协会机械管理与租赁分会
2015	全国建筑施工机械租赁50强排名第一	中国建筑业协会机械管理与租赁分会
2018	全国建筑施工机械租赁50强排名第一	中国建筑业协会机械管理与租赁分会
2017	中国工程机械租赁业最具竞争力品牌	中国建筑业协会机械管理与租赁分会
2018	中国年度吊装企业塔式起重机百强企业	全球起重机械峰会暨中国吊装百强大会

数据来源：公司公告，《International Rental News》，东吴证券研究所

最后，塔机租赁虽作为服务行业，但属于 ToB 的服务行业，庞源租赁的主要客户包括中国建筑股份有限公司、中国能源建设集团有限公司、中国建设中国中铁股份有限公司、中国电力建设集团有限公司以及上海建工集团股份有限公司等大型国有控股建筑企业及其下属机构。

以塔机租赁为代表的 ToB 服务行业，客户地域性差异相比于 ToC 要小很多，因此地域可复制性要更强一点，关键在于有没有完善的营销网点以满足客户及时的服务需求。庞源租赁经过多年努力，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，无疑会为公司不断扩张提供便利。

5. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) **订单价格**：我们判断塔机租金价格维持在 2019 年 1500 点的高位不太现实，租金价格缓慢下降但不会出现断崖下跌，并在未来维持在某一较高的水平。行业长租模式下，我们通常用前一年的新单价格算作当期的执行价格。考虑到 2019 年新单年线价格指数超过 1500 点，2020 年的执行订单价格较 2019 年有所提升，假定 2020 年订单执行价格 1400 点，2021-2022 年订单执行订单价格 1300、1300 点；

2) **塔机利用率**：2018 年国内塔机特别紧缺，租赁商在主机厂拿不到货，导致存量设备出租率特别高，2019 年供需相对平衡一点，加上大量新设备投放市场，出租率有所下降。从过去历史水平看，中性偏保守，塔机的出租率中等水平 65-70%。我们认为 2020 年庞源塔机利用率受疫情影响会有所下降，取 70%，2021-2022 年利用率 71%、70%；

3) **庞源塔机保有量**：庞源租赁塔机采购量受订单量影响，进入 5 月公司新接订单量持续走高，最新周签单金额达到 1.8 亿元，创历史新高，我们假定 2020 年公司设备采购数量 2700 台，2021-2022 设备采购量 3000、3000 台；2020 年平均执行订单设备数量 7350 台、2021-2022 平均执行订单设备数量 10200、13200 台；

4) **单台塔机收入**：实际租赁过程中，庞源塔机收入有三个部分组成：①塔机设备裸机租金，以 2015 年 7 月租金价格为基准值 1000，对应租售比约 3.2%，即 100 万元的塔机每月租金收入为 3.2 万元，如果价格指数为 1500 点，月租金则为 4.8 万元/月；②塔机设备进出场安装费用等，大约等于 1 个月租金；③人工费（塔机司机、引导员等），取 1.5 万元/月。2020 年执行价格 1400 点，利用率 70%，一台塔机带

来的年收入： $(1400/1000*3.2*12+1.5*12)*70\%+1400/1000*3.2=54.71$ 万元；2021-2022 年每台塔机收入 52.38、51.70 万元。

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 44.21 亿、58.43 亿、74.32 亿，分别同比增长 36.0%、32.2%、27.2%。公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.96 亿、11.59 亿、14.93 亿，分别同比增长 54.4%、45.6%、28.8%。

表 7：公司分业务收入预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
建筑及施工机械租赁	1920.68	2922.70	4021.18	5342.76	6824.40
YoY	44.68%	51.31%	37.58%	32.87%	27.73%
毛利率	36.25%	43.45%	41.00%	41.50%	41.00%
筑路设备及起重机械销售	619.25	110.19	126.72	158.40	198.00
YoY	3.11%	-16.76%	15.00%	25.00%	25.00%
毛利率	9.68%	11.24%	12.50%	19.00%	19.00%
其他业务		218.52	273.14	341.43	409.72
YoY			25.00%	25.00%	20.00%
毛利率		11.04%	12.50%	15.00%	15.00%
公司营业收入	2227.29	3251.41	4421.05	5842.59	7432.12
YoY	21.76%	45.98%	35.97%	32.15%	27.21%
毛利率	32.92%	40.18%	38.42%	39.34%	38.98%

数据来源：wind，东吴证券研究所

投资建议：

我们预计公司 2020-2022 EPS 分别为 0.82、1.20、1.54 元，当前股价对应动态 PE 分别为 21.51 倍、14.70 倍、11.45 倍，高于三大工程机械公司平均水平，但我们认为公司主营业务塔机租赁本身属于服务行业，应该给予更高的估值。若以 2012-2014 年业绩高速增长的联合租赁为例，期间整体估值超过 20 倍。考虑到公司具有较好的成长性，未来两年业绩高增长确定性较强，首次覆盖给予“增持”评级。

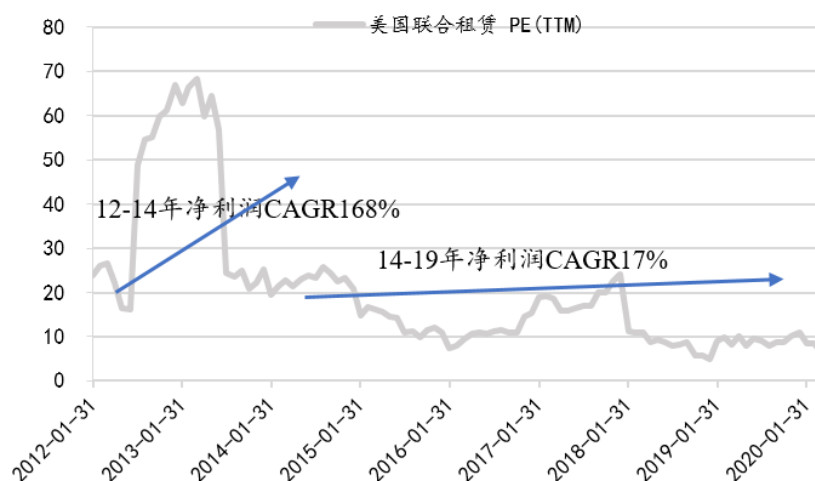
表 8：同类可比公司估值（徐工盈利预测为 wind 一致预测）

公司	市值 (亿元)	2020/06/07 股价	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
三一重工	1585	18.79	1.33	1.61	1.78	12.81	11.67	10.56
徐工机械	464	5.92	0.46	0.60	0.69	11.84	9.87	8.58
中联重科	493	6.35	0.56	0.66	0.75	12.82	9.62	8.47

可比公司平均	-	-	-	-	-	12.49	10.39	9.20
建设机械	173	17.90	0.62	0.82	1.20	28.45	21.51	14.70

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 48：2012-2014 联合租赁业绩快速增长，整体估值在 20 倍以上



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

6. 风险提示

- 1、装配式建筑发展不及预期：**虽然各地方出台了装配式建筑发展目标，但装配式建筑受产业配套影响，一旦不及预期，由此催生的大吨位塔机需求将减弱，进而影响公司装配式塔机租赁的业务持续扩张；
- 2、租金价格大幅下降：**国内租赁商众多，如企业之间竞争加剧，开启价格战，租金价格大幅下降，直接影响公司盈利水平；
- 3、新签订单合同量不及预期：**如果公司新签合同订单量不及预期，相关设备采购量也将打折扣，将影响到当年公司业绩增长；
- 4、天成机械亏损扩大：**2019 年天成亏损 0.94 亿元，如果亏损扩大，将继续加大对公司利润拖累。
- 5、回款风险：**公司应收账款较大、账期较长，如果不能及时回款，将影响公司经营。

建设机械三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4418	7316	9918	13166	营业收入	3251	4421	5843	7432
现金	743	2570	3869	5493	减:营业成本	1945	2722	3544	4535
应收账款	2881	3755	4802	6109	营业税金及附加	20	29	38	48
存货	403	559	709	907	营业费用	38	88	88	111
其他流动资产	391	432	538	657	管理费用	359	491	618	785
非流动资产	5943	6423	6673	6862	财务费用	200	98	122	132
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	90	110	110
固定资产	4854	5339	5594	5788	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	15	215	274	292	其他收益	-134	5	5	5
无形资产	142	137	132	127	营业利润	563	907	1328	1715
其他非流动资产	931	732	672	654	加:营业外净收支	16	15	15	15
资产总计	10361	13739	16591	20028	利润总额	578	922	1343	1730
流动负债	4646	6419	7345	8558	减:所得税费用	63	101	148	190
短期借款	2136	3000	3000	3000	少数股东损益	-1	25	36	46
应付账款	2074	2760	3495	4473	归属母公司净利润	516	796	1159	1493
其他流动负债	436	659	849	1085	EBIT	985	1095	1559	1957
非流动负债	1912	2812	3712	4612	EBITDA	1354	1628	2156	2624
长期借款	387	387	387	387					
其他非流动负债	1525	2425	3325	4225	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6557	9231	11056	13170	每股收益(元)	0.62	0.82	1.20	1.54
少数股东权益	5	26	56	96	每股净资产(元)	4.59	4.64	5.67	6.99
					发行在外股份(百万股)	828	967	967	967
归属母公司股东权益	3798	4483	5479	6762	ROIC(%)	15.9%	15.8%	23.4%	30.8%
负债和股东权益	10361	13739	16591	20028	ROE(%)	13.6%	17.8%	21.2%	22.1%
					毛利率(%)	40.2%	38.4%	39.3%	39.0%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.8%	18.6%	20.5%	20.7%
经营活动现金流	673	2033	2418	2800	资产负债率(%)	63.3%	67.2%	66.6%	65.8%
投资活动现金流	-698	-958	-956	-966	收入增长率(%)	46.0%	36.0%	32.2%	27.2%
筹资活动现金流	80	752	-163	-210	净利润增长率(%)	236.5%	54.4%	45.6%	28.8%
现金净增加额	55	1828	1299	1624	P/E	28.45	21.51	14.70	11.45
折旧和摊销	369	533	596	667	P/B	3.90	3.86	3.16	2.56
资本开支	-705	-950	-956	-966	EV/EBITDA	15.79	14.77	12.00	10.67
营运资本变动	-126	593	522	490					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>