

建设机械 (600984)

证券研究报告

2020 年 05 月 07 日

如何看待塔机租赁龙头的竞争壁垒和成长驱动力？

19 年业绩高速增长，毛利显著提升

2019 年公司实现营业收入 32.51 亿元，同比提升 45.98%，近 5 年的 CAGR 为 46.75%，其中子公司庞源租赁收入为 29.23 亿元，同比增长 51.31%。2019 年公司实现归母净利润 5.16 亿元，同比增长 236.47%，大幅领先营收增速。随着 2019 年塔机行业租金价格进一步提升，建筑施工产品租赁毛利率提升 7.27%至 43.45%，带动公司整体毛利率提升 7.26%至 40.18%。销售费用率、管理费用率分别为 1.17%、8.11%，同比下降 0.74%和 1.8%，进一步提升公司盈利水平。身为重资产行业，公司 2019 年固定资产和在建工程共增加 10.38 亿，成长性有望保持。

品牌+管理+持续扩张能力助力公司高成长

塔式起重机天然具有“高危+重资产”特征，庞源租赁凭借多年积累的口碑和极低的安全事故发生率稳坐行业第一的位置，塔机租赁行业市场空间超过 700 亿，公司市占率不足 4%，未来有提升空间。公司机械设备保有量远高于其他公司，截至 2018 年底，公司塔机保有量 3754 台，几乎等于行业 2-10 名公司保有量之和。2019 年底更是快速扩张至超过 6000 台。2020 年 1 月 3 日公司发布的定增公告表示：本次募资欲新购 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。预计 2020 年公司大中型起重机数量至少增加 1500 台。融资方面，建设机械及其母公司陕煤集团不断为庞源租赁提供担保，降低融资成本。建设机械作为上市企业，为庞源租赁股权融资提供可能。此外，全国布局策略也有望帮助庞源租赁占据更高市场份额。

装配式建筑大趋势下，庞源租赁龙头地位进一步加强

近年我国装配式建筑进入快速增长期，但整体上装配式建筑占新建建筑比例不足 10%，距离“2025 年左右比例达到 30%”的目标增量尚有很大空间。随着中央与地方政策层面的持续推进，我国装配式建筑渗透率将加速提升。装配式建筑的预制构件重量远高于传统建筑部件，对大中型塔机的需求显著增加。未来装配式建筑占比提高有望带来塔机租赁行业市场增量，推动塔机内部结构调整。2019 年，庞源用于装配式建筑的产值占总产值的比例已经超过 30%，预计将跟随装配式建筑趋势进一步巩固竞争地位。

盈利预测

考虑到装配式建筑的推进，我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 7.83 亿元、10.82 亿元、13.12 亿元，对应目前估值 18X、13X、11X。按照相对估值，我们给与公司 17.27 元的目标价格，给予“买入”评级。

风险提示：装配式建筑拓展不及预期、下游复工不及预期、疫情控制速度不及预期、应收账款回收不足。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,227.30	3,251.41	3,755.10	4,877.03	5,957.41
增长率(%)	21.77	45.98	15.49	29.88	22.15
EBITDA(百万元)	660.21	1,361.50	1,438.04	1,988.44	2,472.85
净利润(百万元)	153.26	515.68	782.90	1,082.26	1,311.53
增长率(%)	571.94	236.47	51.82	38.24	21.18
EPS(元/股)	0.16	0.53	0.81	1.12	1.36
市盈率(P/E)	93.63	27.83	18.33	13.26	10.94
市净率(P/B)	4.26	3.78	2.62	1.87	1.50
市销率(P/S)	6.44	4.41	3.82	2.94	2.41
EV/EBITDA	7.10	7.15	10.82	7.96	6.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.39 元
目标价格	17.27 元

基本数据

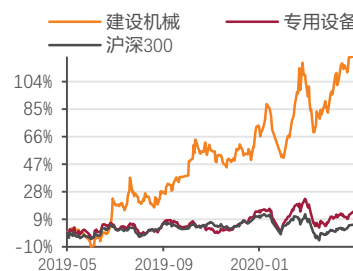
A 股总股本(百万股)	966.96
流通 A 股股本(百万股)	786.12
A 股总市值(百万元)	13,914.51
流通 A 股市值(百万元)	11,312.20
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	63.18
一年内最高/最低(元)	14.75/5.81

作者

崔宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060002
cuiyu@tfzq.com

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建设机械-首次覆盖报告:装配式建筑带来新机遇，塔机租赁龙头强者恒强》
2018-06-27



内容目录

1. 建设机械概况	5
1.1. 建设机械简介	5
1.2. 股权结构	5
1.3. 主营业务及经营状况：租赁业务贡献持续增高、资产管理能力攀升	6
2. 塔机租赁行业内部竞争逻辑：“高危+重资产”决定公司“安全+资产运营”护城河 ...	9
2.1. 安全壁垒具体体现	10
2.2. 资产运营效率具体体现	11
3. 塔机租赁行业未来成长逻辑：装配式建筑推动租赁产业内部结构调整“由小变大” .	11
3.1. 装配式建筑推进大势所趋，国家层面制定目标，各省市积极响应	11
3.2. 装配式建筑所需塔机规模测算	13
4. 装配式建筑推进下，庞源租赁必将分得更多蛋糕	19
4.1. 塔机租赁行业竞争格局	19
4.2. 庞源租赁能够分得更多蛋糕的是必然：资金+设备+全国布局铸就庞源租赁核心竞争力	20
4.2.1. 塔机租赁行业龙头稳固，品牌知名度较高	20
4.2.2. 背靠上市企业陕建机，资金实力雄厚，提供设备支持	22
4.2.3. 全国布局策略为庞源进一步拓展市场打下基础	26
5. 盈利预测与估值	27
5.1. 核心假设	27
5.2. 相对估值	29
5.3. 风险提示	29

图表目录

图 1：建设机械实际控制人	5
图 2：建设机械主要控股公司	6
图 3：机械建设营业收入	6
图 4：建设机械归母净利润	6
图 5：建设机械主营业务构成	7
图 6：建设机械应收账款周转天数	8
图 7：紫竹慧应收账款周转天数	8
图 8：起重设备租赁行业上下游以及经营方式辨析	9
图 9：庞源在线——大屏展示功能	11
图 10：装配式建筑各国对比	11
图 11：塔机需求量（单位：台）	15
图 12：中国与新加坡装配式建筑塔机需求对比	15
图 13：庞源指数	17

图 14: 庞源指数 (年均)	17
图 15: 装配式建筑与非装配式建筑对应的塔机租赁市场规模 (亿元)	18
图 16: 2018A 年装配式与非装配式塔机租赁市场占比	19
图 17: 2025E 装配式与非装配式建筑对应塔机租赁市场占比	19
图 18: 塔机租赁行业企业数量	20
图 19: IRN2019 全球租赁企业排名	21
图 20: IRN2018 收入增速排名	21
图 21: 各年庞源租赁新签合同对应产值 (单位: 万元)	21
图 22: 庞源租赁与紫竹慧净利润率对比	22
图 23: 紫竹慧近期 ROA 与 ROE	23
图 24: 2018 年中国社会融资成本	23
表 1: 建设机械发展历程	5
表 2: 建设机械主要业务以及对应负责子公司	7
表 3: 租赁业务毛利贡献占比 (单位: 万元、%)	7
表 4: 建设机械主要欠款人	8
表 5: 2016-2018 年庞源租赁具体租金以及进出场费用 (单位: 元)	9
表 6: 与安装拆卸安全相关的专利	10
表 7: 装配式建筑国家相关政策支持	12
表 8: 主要省市地区装配式建筑目标和政策优惠	12
表 9: 2019-2025 年新开工房屋面积、装配式建筑面积以及非装配式建筑面积	14
表 10: 装配式建筑和非装配式建筑每 10000 平方米建筑面积的塔式起重机配比	14
表 11: 2019-2025 年装配式建筑与非装配式建筑塔机保有量预测值	14
表 12: 装配式建筑用塔吊渗透率	15
表 13: 非装配式建筑用塔吊渗透率	16
表 14: 2018-2025 年总起重能力测算 (吨米)	16
表 15: 塔机租赁的优势	17
表 16: 市场规模测算	18
表 17: 2018 年塔机租赁企业前十名塔机保有量及合计功率	20
表 18: 庞源租赁塔机保有量具体结构	22
表 19: 庞源租赁 2019-2020 年采购计划	22
表 20: 2018 年庞源租赁和紫竹慧的塔机设备采购额	23
表 21: 庞源租赁对外采购 7020 号塔机平均单价 (单位: 万元/台)	23
表 22: 2019 年 3 月-2020 年 3 月建设机械为庞源租赁具体担保支持情况	24
表 23: 紫竹慧公司公告披露	25
表 24: 建设机械主要塔式起重机型	25
表 25: 7020 型号内部购置价格和外部购置价格	26
表 26: 2020 年 3 月庞源租赁中标情况	26
表 27: 庞源租赁大中型塔机保有量以及占比	27

表 28：建设机械 2020-2022 年营业总收入及总成本预测（亿元）	27
表 29：建设机械 2020-2022 业务细分预测（亿元）	28
表 30：可比公司 PE.....	29

1. 建设机械概况

1.1. 建设机械简介

建设机械，全称陕西建设机械股份有限公司，前身是 1954 年建筑工程部西北金属结构工厂。2004 年，公司股票“建设机械”在沪市成功上市，实际控制人为陕西国资委。2015 年全资收购庞源租赁，布局塔机租赁行业，公司战略由“构建工程机械为核心、钢结构为辅助、设备租赁为补充的业务格局”变为“打造行业引领的路面机械制造商，打造国际知名品牌的工程机械租赁商；坚持以市场为导向，培育和发展塔机制造和钢结构业务，成为工程机械制造和租赁两翼齐飞的国际知名企业”。

表 1：建设机械发展历程

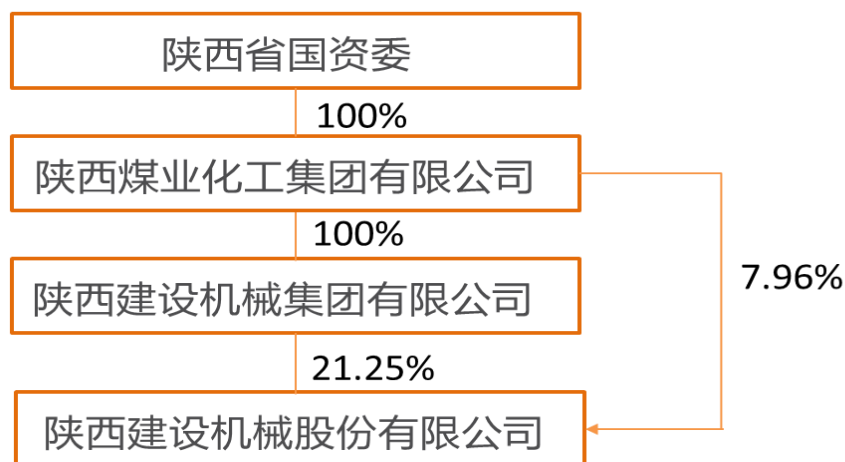
年份	发展历程
1954 年	建筑工程部西北金属结构工厂建厂
1996 年	改制后的陕西建设机械（集团）有限责任公司挂牌成立。
2001 年	公司联合中国华融资产管理公司、中国信达资产管理公司等单位和自然人共同发起创立“陕西建设机械股份有限公司”
2004 年	公司股票“建设机械”（600984）在沪市成功上市
2012 年	定向增发 1 亿股募集资金 5.23 亿元的融资计划
2015 年	发行股份收购庞源租赁和天成机械、并募集配套资金的重大资产重组
2016 年	庞源租赁被评为“2015 年中国工程机械租赁业最具竞争力品牌”企业
2018 年	募资 15 亿，布局工程机械租赁，进行租赁设备扩容建设
2019 年	庞源租赁进入全球设备租赁百强企业，位列第 43 位

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构

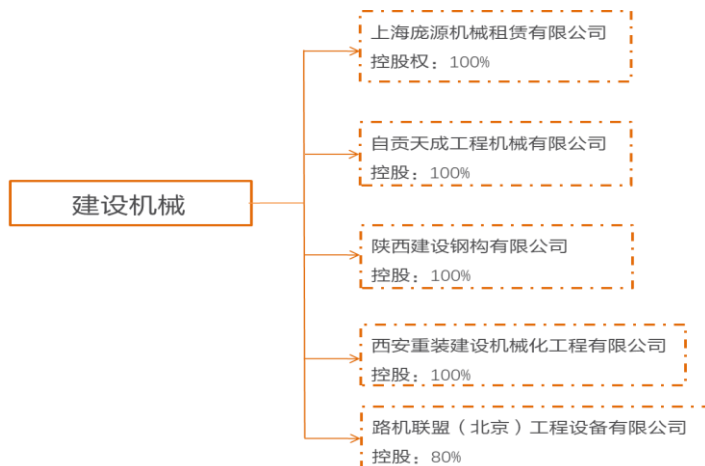
建设机械实际控制人为陕西省国资委。且公司共拥有四家全资子公司，分别为上海庞源机械租赁有限公司、自贡天成工程机械有限公司、陕西建设钢构有限公司、西安重装建设机械工程有限公司；公司拥有一家控股子公司，为路机联盟（北京）工程设备有限公司，公司持有其 80%的股权。

图 1：建设机械实际控制人



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：建设机械主要控股公司

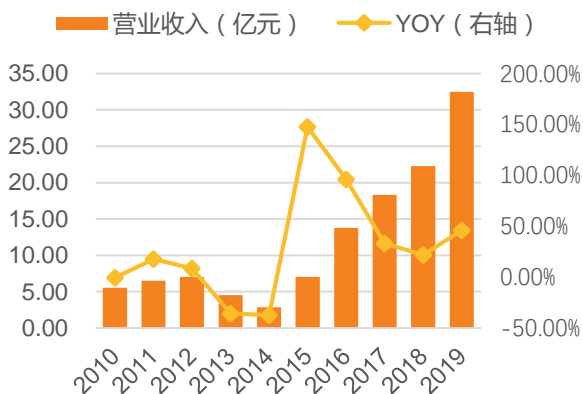


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 主营业务及经营状况：租赁业务贡献持续增高、资产管理能力攀升

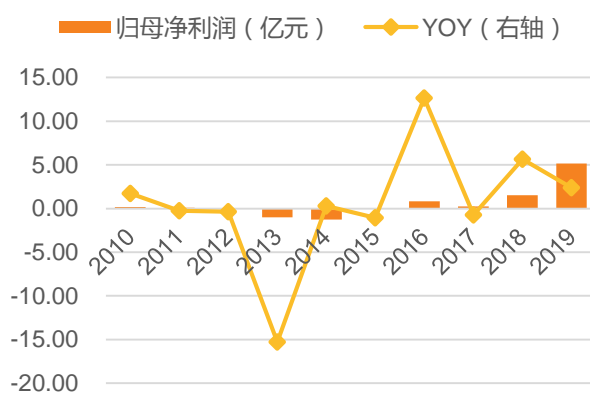
2015 年融资收购庞源租赁与天成机械是建设机械转型的关键一步，经营模式也由铺路机制造转向塔机租赁制造和租赁上下游联动，自此营业收入和归母净利润等盈利指标得到明显改善，扭亏为盈。2015 年之前，固定资产投资增速持续回落，工程机械行业经营形势较为严峻。在需求趋缓、产能过剩等市场条件作用下，上市公司面临经营困难的局面。2013、2014 年度，公司的净利润分别为-9,985.15 万元、-12,784.35 万元，连续两个年度出现亏损。为扭转上市公司经营困境，建设机械大多阔斧进行改革，收购庞源租赁，拓展租赁业务。事后证明这一收购可以说拯救建设机械于水火之中。自 2015 年后，营业收入呈现逐年增长趋势，2018 年和 2019 年实现营收 22.27 亿、32.51 亿元，同比增速分别为 21.77% 和 45.98%。而归母净利润在 2015-2017 年出现波动的原因是，2015 年另一收购标的天成机械未达到业绩承诺，因此在 2017 前进行了相应的商誉减值损失和补偿款挂账等减值损失，对建设机械业绩造成较大幅度影响；反观 2018 年后，天成机械业绩承诺期已过，公司归母净利润高速增长。

图 3：机械建设营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：建设机械归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

从业务细分角度来看，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，建设机械母公司以及其主要控股的五家子公司各司其职。

工程机械制造板块中，建设机械主要以路面施工机械和高端起重机械为主导产品，在行业中处于中等地位，其中主导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，实现了量产销售；子公司天成机械生产的中低端塔式起重机在西南地区具有区域竞争优势。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。

工程机械租赁版块中，庞源租赁主要负责起重机租赁业务，贡献建设机械绝大部分营业收入，以 2019 年为例，庞源租赁贡献了公司 89.89% 的营业收入，从公司发展重心转移来看，这一比例还会继续增加。目前建设机械本部与天成机械制造的塔式起重机的 90% 左右产能供应给庞源租赁，形成产业链上下游联动。子公司路机联盟主要负责路面机械设备的租赁，路面机械设备租赁业务依托制造企业的优势，是西部地区较为知名的工程机械设备租赁商。

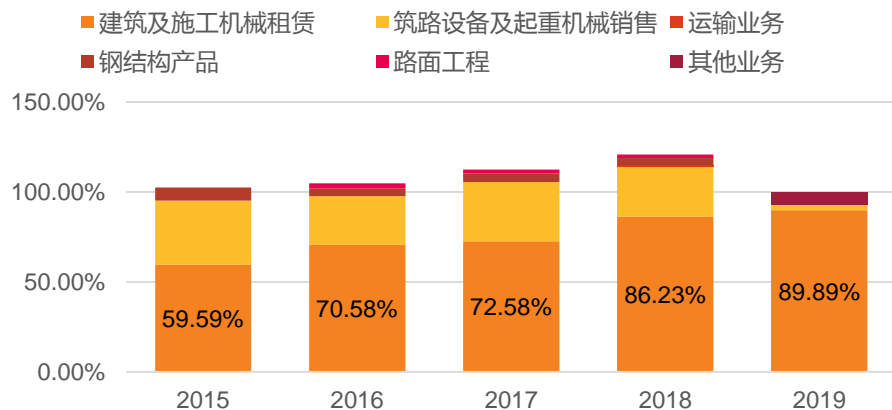
表 2：建设机械主要业务以及对应负责子公司

主要业务	细分业务	子公司
建筑及施工机械租赁	塔机租赁	庞源租赁
	路面机械设备租赁	路机联盟
筑路设备及起重机械销售	筑路设备	建设机械
	高端起重设备	建设机械
	中低端起重设备	天成机械
钢结构产品	钢结构产品	建设钢构

资料来源：公司公告，天风证券研究所

自 2015 年建设机械收购庞源租赁后，机械设备租赁业务的营收占比逐年增加，2015-2019 年分别为 59.59%、70.58%、72.58%、86.23% 和 89.89%，预计随着装配式建筑的大力推进，机械租赁业务的营收占比还会继续增加。存在分部间抵消的原因是建设机械生产的筑路设备会销售给路机联盟；建设机械与天成机械生产的起重机设备会销售给庞源租赁。除此之外，租赁业的毛利贡献占比逐年增高，2016-2019 年分别为 82.03%、83.88%、94.95% 和 97.20%。

图 5：建设机械主营业务构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：租赁业务毛利贡献占比（单位：万元、%）

行业类别	2019 年度		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	毛利贡献	占比	毛利贡献	占比	毛利贡献	占比	毛利贡献	占比
租赁业	126,980.14	97.20%	69,615.39	94.95%	45,392.01	83.88%	31,822.08	82.03%
总毛利	130,631.87		73,320.33		54,112.80		38,794.53	

资料来源：建设机械公司公告，天风证券研究所

建设机械以及其各个子公司均是重资产行业，而应收账款的管理能很好的反映该公司的管理能力。建设机械所处的建筑起重机械行业是我国市场化程度较高、竞争较为激烈的行业之一。国内工程机械销售主要以融资租赁和银行按揭为主，以起重机制造龙头中联重科为例，购买该公司起重机一般只需首付 20%，其他公司可能由于品牌影响力远不及中联重科，

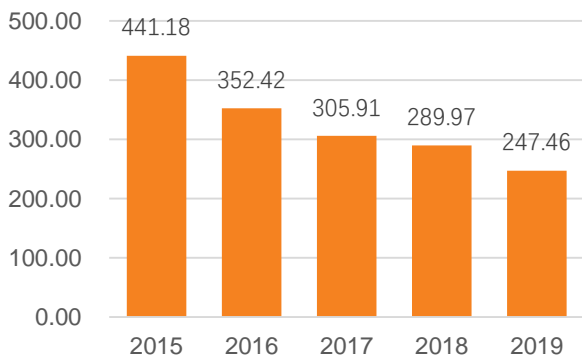
所以首付比率甚至低于 20%，在 2016 年前，出现恶性竞争，这就造成建筑起重机企业应收账款居高不下的现象，一旦经济下行压力增大，下游回款不顺畅，上游的销售和租赁企业应收账款极有可能成为坏账。因此如何做好应收账款的管理，是机械设备公司应该重点关注的问题。建设机械近些年积极采取措施管理应收账款，呈现出从 2015 年开始，应收账款周转天数连年走低趋势。其采取的措施为：

1) 自 2019 年起，天成机械将首付款比例提升至 70%。信用政策方面，天成机械给予客户的信用期一般为 12 个月，根据客户的资质、合同标的的不同略有差异；

2) 加强客户沟通和营销对象的开发上向有一定规模实力的大客户单位倾斜。内部加强管理，严控应收账款，每月制定考核指标，责任落实到个人，有效提升企业经济效益。下表显示，建设机械应收账款主要欠款人主要为国有企业——中国建筑分公司。国有企业信用背书较高，可以有效避免坏账出现。

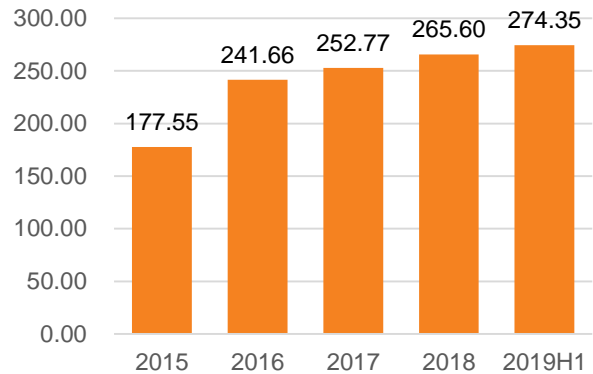
采取以上措施后，应收账款周转天数这一指标得到明显改善，2015-2019 年逐年降低，建设机械尤其是庞源租赁的营运能力不断改善，塔机租赁行业其他公司由于迫于竞争压力，可能被迫放宽促销政策，导致回款能力减弱，长此以往会为庞源租赁占据更多市场份额提供契机。

图 6：建设机械应收账款周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：紫竹慧应收账款周转天数



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：建设机械主要欠款人

报告期	债务人名称	欠款金额(单位:元)
2019 年报	中建三局集团有限公司	448,181,985.86
2019 年报	中国建筑第八工程局有限公司	271,877,682.42
2019 年报	中国建筑第二工程局有限公司	197,401,172.91
2019 年报	中国建筑一局(集团)有限公司	133,261,030.26
2019 年报	中国建筑第五工程局有限公司	83,868,506.25
2019 中报	中国建筑第三工程局有限公司	370,817,214.08
2019 中报	中国建筑第八工程局有限公司	194,592,303.75
2019 中报	中国建筑第二工程局有限公司	137,292,723.07
2019 中报	中国建筑一局(集团)有限公司	92,923,119.64
2019 中报	中国建筑第五工程局有限公司	63,471,177.46
2018 年报	中国建筑第三工程局有限公司	281,298,635.02
2018 年报	中国建筑第八工程局有限公司	165,486,834.73
2018 年报	中国建筑第二工程局有限公司	108,493,147.27
2018 年报	中国建筑一局(集团)有限公司	76,097,930.93
2018 年报	中国建筑第五工程局有限公司	50,241,384.97
2018 中报	中国建筑第三工程局有限公司	240,738,522.56
2018 中报	中国建筑第八工程局有限公司	101,518,553.51

2018 中报	自贡市富源机械制造有限公司	48,701,776.23
2018 中报	中国建筑一局(集团)有限公司	43,317,793.50
2018 中报	中国建筑第二工程局有限公司	42,215,018.15

资料来源: wind, 天风证券研究所

第一部分首先梳理了建设机械的发展历程以及实际控制人，其国有大股东的背书会为建设机械以及其子公司庞源租赁进一步拓展业务提供更广泛的融资渠道和更优惠的融资成本；其次拆分了建设机械的主要业务，目前来看，租赁业务贡献了 80% 营收、90% 毛利，除此之外，公司战略布局上，子公司天成机械和本部的塔机制造不断为庞源租赁提供设备支持；综上可知，庞源租赁以及其塔机租赁业务毫无疑问已成为建设机械集团的核心，接下来的分析也将围绕塔机租赁业务展开。

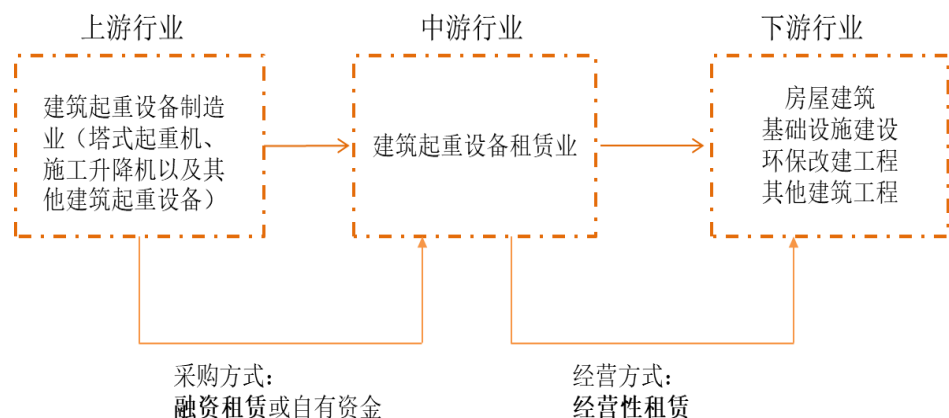
2. 塔机租赁行业内部竞争逻辑：“高危+重资产”决定公司“安全+资产运营”护城河

这部分涉及到两个问题，其一为起重机租赁行业的上下游产业链，其二是塔机租赁行业的**经营模式**问题，是经营性租赁还是融资性租赁？

首先，起重机租赁行业的上下游产业链十分简单且清晰明了。上游即为建筑起重设备制造商，代表企业有中联重科、徐工集团等，下游为房屋建筑以及基建项目的主承做商如中国建筑。以庞源租赁为例，根据建设机械公告披露，庞源租赁主要从其母公司建设机械本部、中联重科采购起重设备。

目前，关于塔机租赁行业的经营模式是融资租赁还是经营性租赁，很容易混淆，在此稍加说明。塔机租赁主流的经营模式为**经营租赁而非融资性租赁**。经营性租赁只是租借物品的使用权，其回报可以分为两部分：租金+资产残值。而塔机租赁行业本身买入塔机设备大多是通过融资租赁，即塔机租赁商本身通过融资租赁方式购入塔机设备，所有权归塔机租赁商。总之，大部分塔机租赁商有可能通过融资租赁的方式购入塔机，再以经营性租赁的方式出租给下游行业。

图 8：起重设备租赁行业上下游以及经营方式辨析



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

经营性租赁又分为“干租”和“湿租”。“干租”是指仅提供设备租赁，回报来源仅为设备租金。而“湿租”本质上不仅提供设备还提供相应的服务，其回报由设备租金+服务报酬组成。以庞源租赁为例，其收入主要包括两方面：1）设备租赁费用，包含分配有操作人员和不配有操作人员两种情况；2）设备进出场费用，主要包括设备安装、拆卸费用、报检费及设备运费等。近三年具体租金以及进出场费用如下。由下表可知，“湿租”本质是服务业，是建立在塔机租赁需求这一庞大流量体下的服务业；即**塔机租赁需求提供流量基础，配套服务提供收入**。

表 5：2016-2018 年庞源租赁具体租金以及进出场费用（单位：元）

最大起重力矩（吨米）	规格型号	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
		月进出场费	月租金	月进出场费	月租金	月进出场费	月租金
100-200	6513 或同等规格	54,979	39,453	48,882	37,699	40,732	31,154
	6012 或同等规格	40,824	26,411	37,362	25,044	36,137	25,623
	7013 或同等规格	57,608	40,915	53,922	37,843	48,525	37,944
	6020 或同等规格	46,797	38,681	42,110	36,362	38,163	31,228
200-400	7020 或同等规格	70,801	52,077	61,294	44,667	54,388	40,690
	7035 或同等规格	92,009	63,094	82,600	57,102	80,133	55,158
	7525 或同等规格	76,965	57,869	76,641	54,854	64,055	49,338
	7527 或同等规格	85,974	66,021	82,538	61,398	70,139	51,196
400-600	CM550 或同等规格	173,688	134,164	152,000	134,006	150,000	131,000
	8039 或同等规格	164,104	117,873	150,571	117,651	147,000	122,693
600 以上	D1100 或同等规格	349,959	202,615	472,238	251,133	289,995	174,921

资料来源：公司公告，天风证券研究所

塔机租赁行业为“湿租”，需要提供“服务+机器”，最典型的特征可以归结为“高危+重资产”。正是这些特点铸造了塔机租赁行业相应的护城河。

庞源租赁有着领先于全行业的安全运营和资产管理水平。目前“安全运营和资产管理”最具体的体现是其安全防范相关专利的研发能力以及《庞源在线》系统的推出。

2.1. 安全壁垒具体体现

起重机的安装拆卸具有较强的专业性，涉及较多工程原理且需要长期装卸积累的经验，如此才能最大化施工安全水平。既涉及到人，又涉及到高空作业，危险必然如影随形，安全问题是分析该行业最根本也最容易被忽视的一个问题。塔机租赁行业的一切服务都应该立足于保障安全。毕竟塔机一旦出现事故，人命关天。同样作为下游建筑商，在塔吊租赁招标时，考虑的第一个问题是也理应是这家租赁公司是否出现过“塔机事故”，况且出现事故后，该项目盈利的可能性会大大减弱。

我们会发现那些过往事故率低、品牌效应明显的大企业会释放出更多正面信息，在招标时将具备相应的竞争优势。而当前的塔机租赁行业需要提供的最根本服务必然是保证施工的安全。例如 2019 年，几乎每月都可以看到数起塔吊事故的新闻报道。而庞源保持了 2019 年无重大事故的良好记录。

庞源租赁在多年的技术服务中，非常注重技术创新，积累了丰富的建筑特种设备安拆、维修及规范化操作的经验。截至 2019 年 11 月底，庞源租赁投入研发资金约 1.17 亿元，累计获得发明专利 16 项，实用新型专利 377 项。除此之外，庞源租赁还积极致力于行业标准化建设，参与编制了《塔式起重机安全评估规程》、《施工升降机安全评估规程》、《塔式起重机安全监控系统》等 4 项行业标准的编写工作。

表 6：与安装拆卸安全相关的专利

专利名称	专利类型	发布日期
塔式起重机附墙伸缩拉杆	发明专利	20150617
一种用于塔式起重机软附着附墙框	实用新型专利	20160803
一种塔式起重机标准节主枝防腐处理装置	实用新型专利	20170609
一种塔式起重机顶升套架缓冲防坠落装置	实用新型专利	20181120
一种塔式起重机套架挡杆防坠落装置	实用新型专利	20181120
一种塔式起重机的软附着结构	实用新型专利	20111102
一种塔式起重机预埋焊接基础结构	实用新型专利	20141114
预防突然卸载条件下塔式起重机起重臂失稳的稳固装置	实用新型专利	20130619
一种新型的用于塔式起重机智能吊钩	实用新型专利	20200131

一种新型的塔式起重机的起重臂短拉杆连接接头	实用新型专利	20200131
一种用于塔式起重机的套架操作平台的安装连接件	实用新型专利	20200131
一种用于塔式起重机的信息化平台	实用新型专利	20200331

资料来源：Wind，天风证券研究所

除了发明专利外，在具体安装拆卸时，为保证公司安全生产，庞源实施旁站式安全监护，要求每一次施工设备在安装、拆除、附墙等作业过程中，必须有专职的，具有一定实际经验的安全员在施工现场实施监护，从而降低了事故发生的概率。

2.2. 资产运营效率具体体现

《庞源在线》的推出能够进一步优化庞源租赁的营运效率。随着庞源租赁生产规模的不断扩大，生产经营过程中产生的数据规模也越来越大，特别是设备物资资产数据达到了五十万左右的规模。如何管理庞大的数据，并对数据进行实时的分类汇总，传统的管理办法已经无法满足这样管理需求。针对这一问题，庞源租赁在扩大生产经营的同时，一直致力于企业信息化管理的投入和研发，从而研发出《庞源在线》这一系统。

据庞源租赁官方报道，《庞源在线》大屏展示功能已经开发完成。目前大屏展示功能为：针对管辖单位、工程项目、地理位置、数据类型等维度进行数据统计分析，并将分析的数据结果通过大屏对外展示，实时展示整个庞源租赁设备的动态概况，实现庞源租赁内部设备信息共享、经营决策支持。

图 9：庞源在线——大屏展示功能



资料来源：庞源租赁官网，天风证券研究所

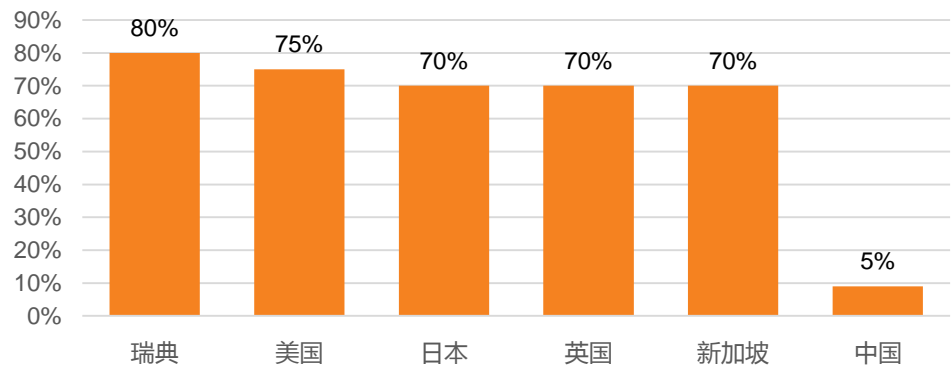
3. 塔机租赁行业未来成长逻辑：装配式建筑推动租赁产业内部结构调整“由小变大”

3.1. 装配式建筑推进大势所趋，国家层面制定目标，各省市积极响应

近年来，我国装配式建筑进入快速增长期，但对标发达国家仍有空间。现阶段，我国装配式建筑发展水平较低，装配式建筑占新建建筑比例不足 10%，距离“2025 年左右比例达到 30%”的目标增量尚有很大空间，更是远低于美国、法国、瑞典等发达国家 70-80% 的渗透率。随着中央与地方政策层面的持续推进，我国装配式建筑渗透率将加速提升。

图 10：装配式建筑各国对比

中外部分国家装配式建筑占新建建筑比重（%）



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

在制造业转型升级大背景下，中央层面持续出台相关政策推进装配式建筑，2016 年 9 月 14 日，李克强总理主持召开国务院常务会议，决定大力发展钢结构等装配式建筑，推动产业结构调整升级，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% 的具体目标。自此国家层面大力推进装配式建筑，明确规定 2020 年前全国装配式建筑占新建比例达 15% 以上，重点推进区域达 20%，各省市地区积极配合，出台相应装配式建筑规划目标。

表 7：装配式建筑国家相关政策支持

日期	部门	政策	相关内容
2017 年 5 月	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	到 2020 年，城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到 50%。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑
2017 年 5 月	住建部	《建筑业发展“十三五规划”》	到 2020 年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，新开工全装修成品住宅面积达到 30%，绿色建材应用比例达到 40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。
2017 年 2 月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	力争用 10 年左右时间，使装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 30%。
2016 年 10 月	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	绿色建材主营业务收入在建筑业用品中占比由 2015 年 10% 提升至 2020 年 30%。
2016 年 9 月	国务院	《关于大力推广装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角城市群为重点推进区，常住人口超 300 万的其他城市为积极推进区，其余城市为鼓励推进区，发展装配式建筑。力争 10 年左右使装配式建筑在新建建筑面积中占比达 30%。推广绿色建材并提高其在装配式建筑中的应用比例，强制淘汰不符合节能环保要求、质量性能差的建材。
2016 年 8 月	住建部	《2016-2020 年建筑业信息化发展纲要》	加强信息化技术在装配式建筑的应用
2016 年 2 月	国务院	《关于进一步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 年时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

表 8：主要省市地区装配式建筑目标和政策优惠

地区	目标	政策优惠
北京	到 2018 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20% 以	增值税即征即退优惠政策。

	上, 到 2020 年, 实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30% 以上。	
上海	“十三五”期间, 全市装配式建筑的单体预制率达到 40%以上或装配率达到 60%以上。外环线以内采用装配式建筑的新建商品住宅、公租房和廉租房项目 100%采用全装修。	每平方米补贴 100 元。
天津	2021 至 2025 年, 全市范围内国有建设用地新建项目具备条件的全部采用装配式建筑。	经认定为高新技术企业的装配式建筑企业, 减按 15%的税率征收企业所得税,
重庆	到 2020 年, 全市新开工建筑预制装配率达到 20%以上。	对建筑产业现代化房屋建筑试点项目每立方米混凝土构件补助 350 元
安徽省	到 2020 年, 装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 15%;到 2025 年, 力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。	企业扶持政策; 专项资金; 工程工伤保险费计取优惠政策; 差别化用地政策, 土地计划保障; 利率优惠等。
福建省	到 2020 年, 全省实现装配式建筑占新建建筑的建筑面积比例达到 20%以上。到 2025 年, 全省实现装配式建筑占新建建筑的建筑面积比例达到 35%以上。	用地保障; 容积率奖励; 购房者享受金融优惠政策; 税费优惠等
广东省	珠三角城市群, 到 2020 年年底, 装配式建筑占新建建筑面积比例达到 15%以上, 其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到 50%以上; 到 2025 年年底, 装配式建筑占新建建筑面积比例达到 35%以上, 其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到 70%以上。	优先安排用地计划指标; 增值税即征即退优惠政策; 适当的资金补助; 优先给予信贷支持。
江苏	到 2025 年年末, 建筑产业现代化建造方式成为主要建造方式。全省建筑产业现代化施工的建筑面积占同期新开工建筑面积的比例、新建建筑装配化率达到 50%以上, 装饰装修装配化率达到 60%以上。	财政扶持政策; 相应税收优惠; 优先安排用地指标; 容积率奖励。

资料来源: 前瞻研究院, 天风证券研究所

装配式建筑的大力推行带来的塔机租赁行业市场增量, 塔机内部结构调整, 由小变大。国务院 2016 年发布的《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》明确提出大力推广装配式建筑, 建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度, 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%。按以上数据推算, 至 2025 年装配式建筑的规模将达到 6.81 亿平米左右。具体测算会在接下来说明。

3.2. 装配式建筑所需塔机规模测算

装配式建筑的有序推进, 给塔机租赁行业带来结构性调整。为估测装配式建筑的推行对塔式起重机保有量的影响, 本文分为以下几个步骤进行测算。

a) 估算 2020-2025 年新开工房屋面积、装配式建筑面积以及非装配式建筑面积

核心假设:

1) 房屋新开工面积: 2014-2019 年复合增速为 4.8%。结合当前疫情影响, 虽然我国经济面临较大挑战, 但是中央保持房地产调控定力, 坚持“房住不炒”定位不变, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性, 促进房地产市场平稳运行。更多放权地方政府, 因地制宜出台相关房地产扶持政策。考虑到中央的态度以及当前疫情的影响, 本文保守估计 2020-2025 年年均增速为 0%。

2) 装配式建筑面积占比: 政策目标是 2020 年装配式建筑占比达到 15%, 2025 年装配式建筑占比达到 30%。据住建部披露, 在各地市积极响应下, 2018 年全国装配式建筑面积达 1.90 亿平方米, 占比达到 9%。我们假设装配式建筑比例线性增长, 预计 2019-2025 年每年装配式建筑占比提升 3%, 完成 2020 年装配式建筑占比达到 15%, 2025 年装配式建筑占比达到 30%的政策目标。

根据上述假设本文计算得出如下结果。

表 9：2019-2025 年新开工房屋面积、装配式建筑面积以及非装配式建筑面积

年份	本年新开工房屋面积	本年新开工房屋面积增速	装配式建筑开工面积占比	装配式建筑开工面积（亿平方米）	非装配式建筑开工面积（亿平方米）
2018	20.93	17.1%	9.0%	1.90	19.05
2019E	22.72	8.6%	12.0%	2.72	20.00
2020E	22.72	0.0%	15.0%	3.40	19.32
2021E	22.72	0.0%	18.0%	4.09	18.63
2022E	22.72	0.0%	21.0%	4.77	17.95
2023E	22.72	0.0%	24.0%	5.45	17.27
2024E	22.72	0.0%	27.0%	6.13	16.59
2025E	22.72	0.0%	30.0%	6.81	15.91

资料来源：住建部、Wind，天风证券研究所

b) 估算 2019-2025 用于装配式建筑以及非装配式建筑的塔机需求量

核心假设：

装配式建筑 and 传统非装配式建筑在施工时，装配式建筑的预制构件重量远高于传统建筑部件，对大中型塔机的需求显著增加。根据庞源机械《非公开定增公告》中披露，每 10000 平方米装配式建筑需要配备 1.25 台塔式起重机。该类型塔式起重机的力矩均值为 250 吨米；根据中国工程机械协会数据显示，截至 2017 年底我国塔式起重机的保有量在 39.4-42.7 万台之间。而 2018 年装配式建筑面积为 1.90 亿平方米，传统非装配式建筑面积为 19.05 亿平方米，可以推测出 2018 年我国每 10000 平方米非装配式建筑需要配备的塔机数为 2.03 台。其中 2.03 台远高于 1.25 台的主要原因是用于非装配式建筑的塔式起重机功率一般在 80 吨米以下，故每 10000 平方米需要的台数会增加。在预测 2019-2025 年的塔机需求量时，我们依然遵循这一配比，即每 10000 平方米装配式建筑配备 1.25 台塔式起重机；每 10000 平方米非装配式建筑配备 2.03 台塔式起重机。

表 10：装配式建筑和非装配式建筑每 10000 平方米建筑面积的塔式起重机配比

核心假设（真实 2018 年，预测 2019-2025 年）

配比	配比值（台/万平方米）
每一万平方米装配式建筑需要配备塔吊台数	1.25
每一万平方米非装配式建筑需要配备塔吊台数	2.03

资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

根据上述装配式建筑和非装配式建筑每 10000 平方米建筑面积的塔式起重机配比，以及估算 2019-2025 年新开工房屋面积、装配式建筑面积以及非装配式建筑面积。可以估算出各年份用于装配式建筑的塔式起重机、非装配式建筑塔式起重机的保有量。

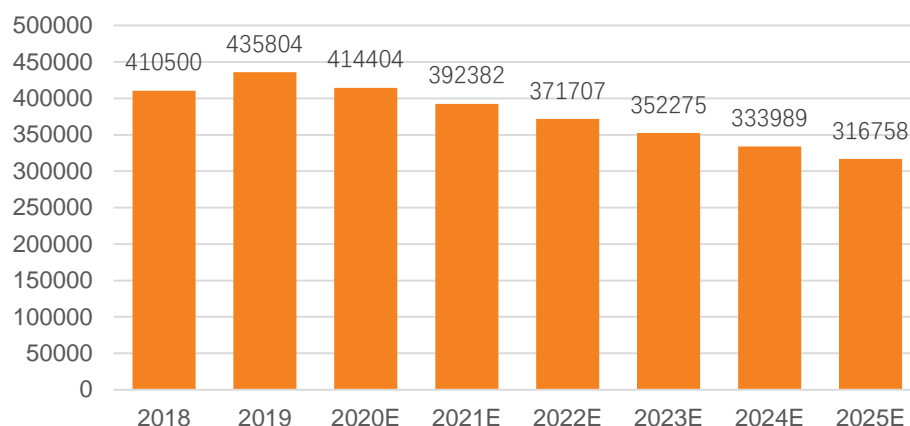
表 11：2019-2025 年装配式建筑与非装配式建筑塔机保有量预测值

年份	装配式建筑开工面积(亿平方米)	非装配式建筑开工面积(亿平方米)	装配式建筑塔式起重机需求量(台)	非装配式建筑塔式起重机需求量(台)	塔机需求量(台)	塔吊需求量增速
2018	1.90	19.05	23500	387000	410500	
2019	2.72	20.00	29553	406251	435804	6.16%
2020E	3.40	19.32	36953	377452	414404	-4.91%
2021E	4.09	18.63	41615	350767	392382	-5.31%
2022E	4.77	17.95	45735	325972	371707	-5.27%
2023E	5.45	17.27	49402	302873	352275	-5.23%
2024E	6.13	16.59	52688	281301	333989	-5.19%

2025E	6.81	15.91	55648	261110	316758	-5.16%
-------	------	-------	-------	--------	--------	--------

资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

图 11：塔机需求量（单位：台）

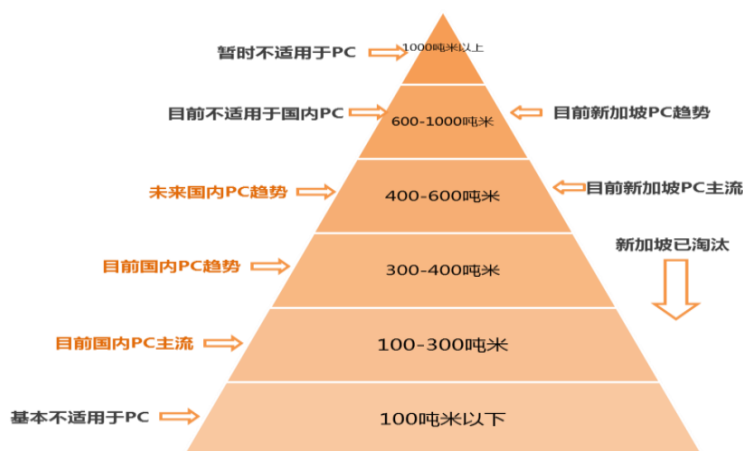


资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

结合上述两表，我们可以初步得出以下结论：1）塔式起重机行业内部发生结构性调整，即用于装配式建筑的中大型塔式起重机数量逐年增加，而用于非装配式建筑的小型塔式起重机数量逐年递减。且在未考虑折旧的条件下，用于装配式建筑的塔式起重机保有量需要从 2018 年的 2.3 万台增加至 2025 年的 5.56 万台，才能达到 2025 年装配式建筑面积占全国新增住房面积 30% 这一目标，即大中型起重机的保有量存在缺口。2）塔式起重机的整体保有量在下滑，这是由于用于装配式建筑的中大型塔机增加的数量小于用于非装配式建筑的小型塔机减少的数量，但是整个行业的起重能力，即总吨米数并未下滑，这会在接下来一段进行论证。

根据庞源机械披露，100 吨米以下的塔式起重机大多用于非装配式建筑，装配式建筑由于构件较重一般在 100 吨米以上。目前我国装配式建筑普及率相对较低，市场上的塔式起重机还是以 100 吨米以下为主；但是随着装配式建筑的推进，塔式起重机的吨米数会随之增加，参照新加坡装配式建筑的发展路径，我们预测未来 200 吨米以上的起重机将成为主流。

图 12：中国与新加坡装配式建筑塔机需求对比



资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

根据这一趋势，本文分别对装配式建筑市场和非装配式建筑市场在 2018-2025 年各吨米塔机市场渗透率做出如下假设，并对起重能力进行折算。

表 12：装配式建筑用塔吊渗透率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
60 吨米以下	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
60-120 吨米	10%	8.6%	7.1%	5.7%	4.3%	2.9%	1.4%	0%
120-200 吨米	50%	45.7%	41.4%	37.1%	32.9%	28.6%	24.3%	20%
200-300 吨米	30%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30%
300-400 吨米	10%	13.6%	17.1%	20.7%	24.3%	27.9%	31.4%	35%
400-600 吨米	0%	2.1%	4.3%	6.4%	8.6%	10.7%	12.9%	15%
起重能力折算	199.0	214.1	229.1	244.2	259.3	274.4	289.4	304.5

资料来源：国家统计局、住建部，天风证券研究所

表 13：非装配式建筑用塔吊渗透率

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
60 吨米以下	75%	68.6%	62.1%	55.7%	49.3%	42.9%	36.4%	30%
60-120 吨米	20%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%	45.0%	50.0%	55%
120-200 吨米	5%	6.4%	7.9%	9.3%	10.7%	12.1%	13.6%	15%
200-300 吨米	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%
300-400 吨米	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%
400-600 吨米	0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%
起重能力折算	71.0	73.9	76.9	79.8	82.7	85.6	88.6	91.5

资料来源：国家统计局、住建部，天风证券研究所

根据上述计算出的起重能力，对租赁行业总起重能力进行测算。公式如下：

$$\text{总起重能力}_t = \text{装配式建筑塔机起重能力}_t * \text{用于装配式建筑的塔机数量}_t \\ + \text{非装配式建筑塔机起重能力}_t * \text{用于非装配式建筑的塔机数量}_t$$

正如前文所述，塔机整体保有量在不断下降是由结构调整引起的。整个行业的总起重能力在不断攀升，从 2018 年的 3215 万吨米不断增加至 2025 年的 4084 万吨米。用于装配式建筑的塔式起重机起重能力不断增加，由 2018 年的 467 万吨米大幅增加至 2025 年的 1694 万吨米；而用于非装配式建筑的起重机起重能力则是暂时升高然后连续六年下降。

表 14：2018-2025 年总起重能力测算（吨米）

年份	总起重能力 (吨米)	装配式建筑起重机起重能力 (吨米)	非装配式建筑起重机起重能力 (吨米)
2018	32153500	4676500	27477000
2019	36360059	6326519	30033541
2020	37477285	8467409	29009876
2021	38149100	10162889	27986210
2022	38820915	11858369	26962545
2023	39492729	13553849	25938880
2024	40164544	15249329	24915215
2025	40836359	16944809	23891550

资料来源：庞源租赁、住建部，天风证券研究所

c) 塔机租赁市场规模测算

核心假设：

1) 根据数据中国产业信息显示，中国塔机设备市场的 80%由租赁占据，在机械设备市场租赁程度较高。随着装配式建筑推进，中大型塔机的购置成本远大于小型塔机，且操作难度

会进一步提升。而塔机租赁的特点为“湿租”，即携技术工人入场。对于建筑商来说，一方面“由买转租”减少固定资产的一次性投入成本，另一方面，获得塔机搭建、拆卸、驾驶等一系列配套服务，减少相应的搜寻成本。据此我们判断未来塔机租赁的渗透率会不断增加。为了使测算结果更加严谨和稳健，在对 2019-2025 市场份额进行测算时依然沿用 80%这一比例。

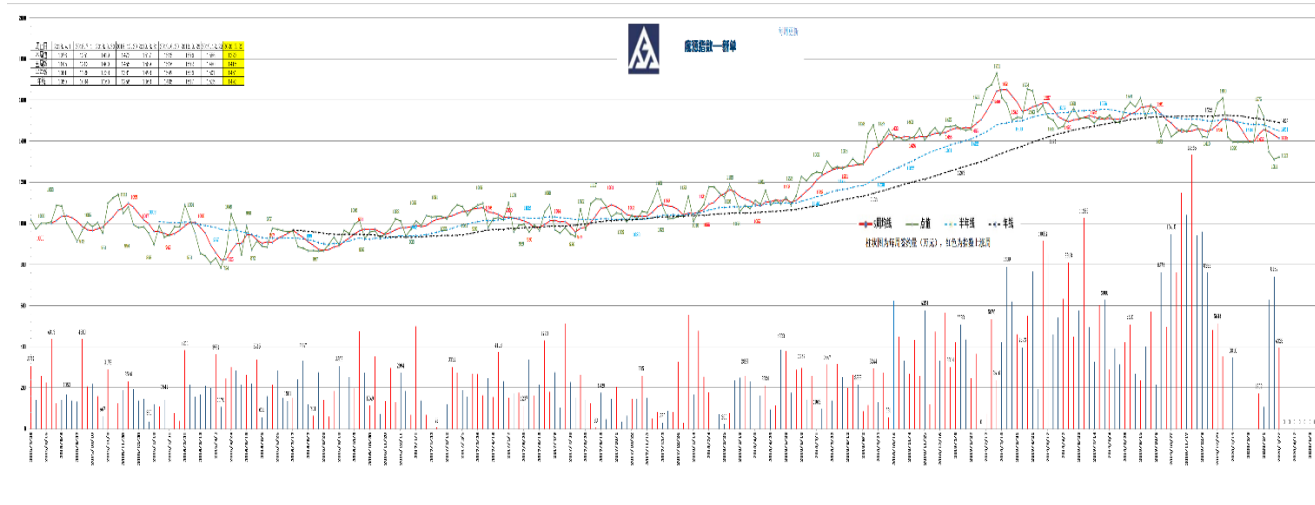
表 15：塔机租赁的优势

优势	具体应用
降低使用成本	从购买转为租赁，使得建筑施工企业将固定成本转化为可变成本，可减少固定资产的一次性投入，增加资金的流动性
提高设备利用率	设备租赁可以避免设备闲置，同时也能有效解决自有设备型号不齐全产生的问题，提高设备利用率
提升施工效率及安全性	专门从事建筑起重设备租赁的企业，为提高竞争力，往往会根据市场的需求和设备的使用情况及时购置新设备，有利于新设备、新技术的应用，建筑施工企业通过租赁模式可以较快地应用新设备，避免承担技术落后的风险，提高建筑施工的效率和安全性
享受更专业的配套服务	专业的建筑起重设备租赁公司可凭借人才、技术、设备规模优势提供全方位的服务，企业通过租赁可以获得配套服务，减少相关费用投入

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

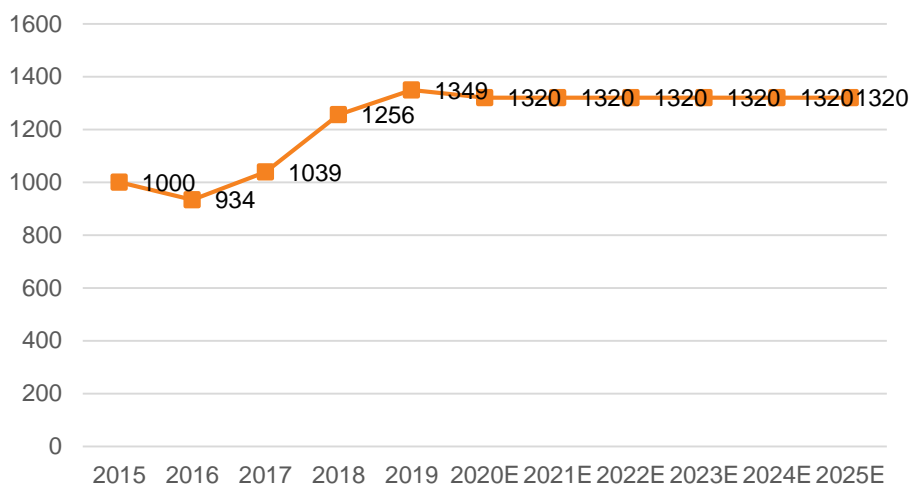
2) 庞源指数是由庞源租赁首创的反映塔式起重机市场（目前暂限国内市场）价格波动的一个指数，对塔式起重机的租赁市场价格进行直观的反映，对所有从业企业的投标报价起到参考和指导作用。其计算方法为不含税的裸机吨米日单价，即：去税裸机日租金/其吨米数，即每吨米的平均租赁价格的反映。根据 2015-2019 年真实数据，计算得出 CAGR 为 6.17%。1349 点是庞源指数 2019 年的年线值，这时价格并不在高位，下游需求旺盛，且租赁商有合理的利润，会产生双赢的局面。考虑到租赁价格反复的变动以及当前疫情的影响，价格势必会回落，我们保守地将 1320 作为未来五年的价格进行测算。

图 13：庞源指数



资料来源：庞源租赁官网，天风证券研究所

图 14：庞源指数（年均）



资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

据前瞻行业研究院估算，2018 年塔吊租赁行业市场规模约为 814 亿人民币。而在本报告前面已经估算 2018 年总起重能力为 32153500 吨米，租赁在市场渗透率为 80%，2018 年底庞源指数年平均值为 1256，我们假设庞源指数与真实每吨米价格的转换系数为 x ，则根据公式：

$$\text{租赁在市场渗透率} \times \text{总起重能力} \times \text{庞源指数} \times x = \text{市场规模}$$

备注：上述表达式没有考虑平均出租率是由于近年来，平均吨米利用率处于 75% 左右，即每台机器每年工作时长大约 9 个月。上述表达式的右端市场规模为历史数据已经包含出租率这一因素。

可以推测出转换系数 x 为 2.52。根据这一转换系数我们可以进一步预测出未来五年的市场规模以及装配式建筑需要的塔机对应的市场规模和非装配式建筑需要的塔机对应的市场规模。

表 16：市场规模测算

	总起重能力(吨米)	庞源指数 (点)	转换系数 (元/点)	市场规模 (亿元)
2018	32153500	1256	2.52	814.00
2019E	36360059	1349	2.52	988.65
2020E	37477285	1320	2.52	997.12
2021E	38149100	1320	2.52	1015.00
2022E	38820915	1320	2.52	1032.87
2023E	39492729	1320	2.52	1050.75
2024E	40164544	1320	2.52	1068.62
2025E	40836359	1320	2.52	1086.49

资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

图 15：装配式建筑与非装配式建筑对应的塔机租赁市场规模 (亿元)

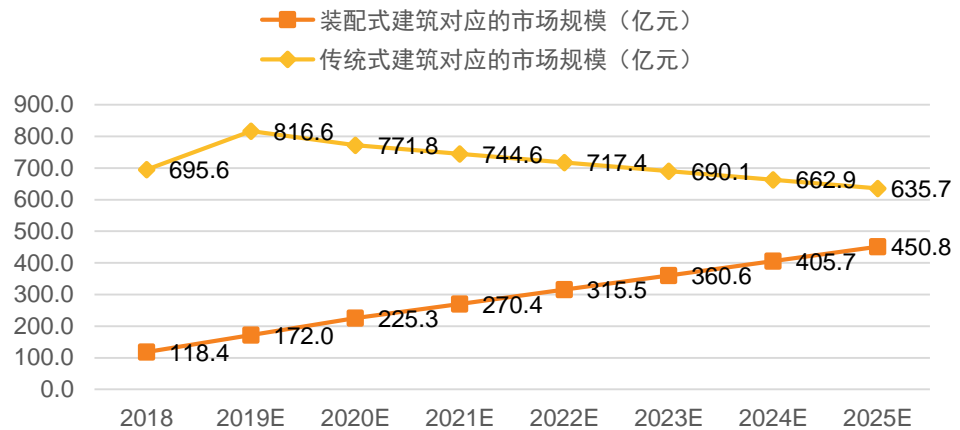


图 16: 2018A 年装配式与非装配式塔机租赁市场占比

■ 非装配式建筑对应塔机租赁市场规模占比
■ 装配式建筑对应塔机租赁市场规模占比

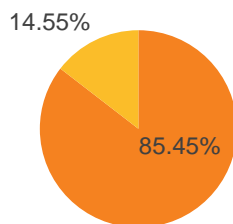
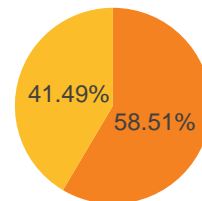


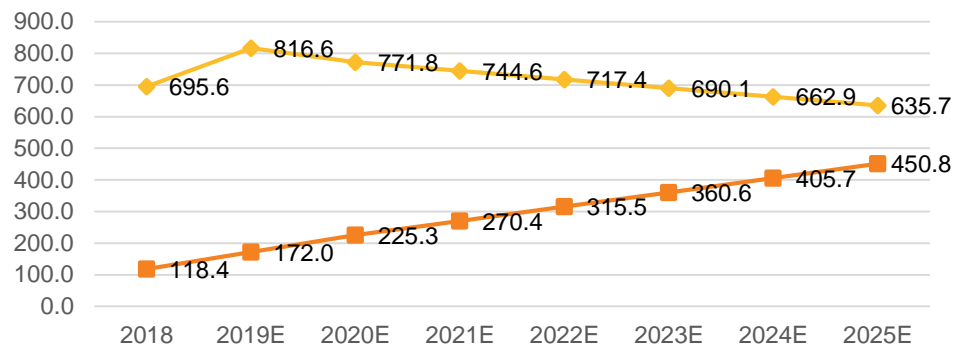
图 17: 2025E 装配式与非装配式建筑对应塔机租赁市场占比

■ 非装配式建筑对应塔机租赁市场规模占比
■ 装配式建筑对应塔机租赁市场规模占比



资料来源：庞源租赁，天风证券研究所

■ 装配式建筑对应的市场规模（亿元）
■ 传统式建筑对应的市场规模（亿元）



通过上述的计算，我们可以得出以下结论：1）塔机租赁行业的这块蛋糕正在不断地变大，由 2018 的 814 亿增加至 2025 年的 1086 亿；2）装配式建筑“政策性”的推进促使这块蛋糕的结构发生变化，装配式建筑对应的塔机市场规模占比由 14.55% 增加至 41.49%。总的来说，市场规模变大的程度有限，但是蛋糕的成分发生了变化。而这一变化将是庞源租赁扩大市场份额的重要契机，未来 5 年庞源租赁必将大有作为。至于具体原因将会在下文详细阐述。

4. 装配式建筑推进下，庞源租赁必将分得更多蛋糕

在论述为什么装配式建筑的推进下，庞源租赁必将分得更大蛋糕之前，需要先搞清楚一个问题，即庞源租赁所处行业的竞争格局。

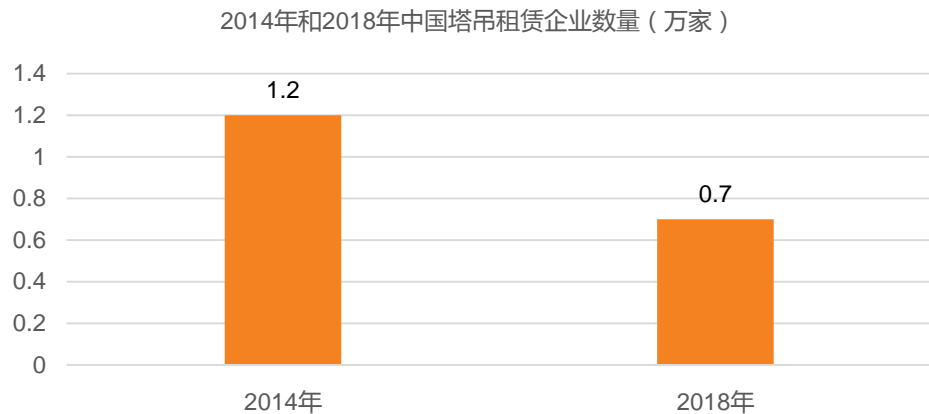
4.1. 塔机租赁行业竞争格局

竞争格局基本判断综述：目前，中国塔吊租赁行业内竞争企业数量众多，市场集中度较低。而近几年来，近年来，作为塔机租赁企业购置设备的主要方式的融资租赁成本居高不下，中小规模塔吊企业陷入融资困境，业务规模扩张困难；与此同时，装配式建筑的加速推进也对塔吊企业的资质、资金实力、专业服务能力等提出更高的要求，也给中小规模企业带来挑战。预计未来包括庞源租赁在内的大规模企业将得到较好发展，实力不济的中小规模企业将日渐被市场淘汰，市场集中度有望得到提高。

从企业数量来看，尽管 2014 年至今塔吊租赁行业内企业数量有大幅下降，但竞争企业数量依然较多，竞争较为激烈。据统计，2014 年，中国塔吊租赁企业数量为 1.2 万家，经历

一轮周期调整后，到 2018 年企业数量只剩下约 7000 多家，随着行业加速整合，资本扩张不断筑高行业壁垒，这一数据势必会不断下降。

图 18：塔机租赁行业企业数量



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

从市场集中度来看，国内规模最大的庞源租赁 2019 年收入为 29.23 亿元，市场占有率不足 3.5%，而美国排名第一的联合租赁 2017 年就已收入 66.4 亿美元，市场占有率达到 15%。类比美国市场，庞源租赁有很大的增长潜力。

从塔机保有量来看，根据“2018 全国建筑施工机械租赁企业设备（塔吊、施工升降梯）统计数据”显示，上海庞源租赁的塔机保有量是第二名的近四倍，是第十名的近十倍；且由于庞源租赁的塔机大多为中大型，所以上海庞源的塔机的合计功率是第十名的近十五倍，可知庞源租赁的竞争力进一步提升。

表 17：2018 年塔机租赁企业前十强塔机保有量及合计功率

企业名称	塔机台数	塔机总功率(kw)	升降机台数	升降机总功率(kw)	合计功率(kw)
上海庞源机械租赁有限公司	3754	228312.0	816	54018.00	282330.00
北京紫竹慧建设服务股份有限公司	952	42116.70	529	32783.50	74900.20
中核华兴达丰机械工程有限公司	601	58415.00	0	0.00	58415.00
北京正和工程装备服务股份有限公司	432	42591.20	0	0.00	42591.20
山东天元工程科技有限公司	626	20650.24	418	13794.00	34444.24
江苏中建达丰机械工程有限公司	412	30840.00	0	0.00	30840.00
北京天和机械设备租赁有限责任公司	0	0.00	358	21177.00	21177.00
北京龙泰机械设备安装有限公司	320	21038.00	0	0.00	21038.00
昆山久裕工程设备租赁有限公司	127	7808.20	198	13068.00	20876.20
潍坊昌大建设集团有限公司	412	10371.60	243	9573.00	19944.60

资料来源：中国工程机械协会，天风证券研究所

4.2. 庞源租赁能够分得更多蛋糕的是必然：资金+设备+全国布局铸就庞源租赁核心竞争力

结合当前塔机租赁市场竞争格局和装配式建筑的大力推进，目前的市场重心已转移至大中型塔机租赁市场，该市场对企业的中型塔机储备、资质、专业服务能力、安全管理能力、资金实力均提出了更高的要求。因此，资质齐全、资金充足、专业剪务能力强、具有较高知名度和诚信度的大中型塔机租赁企业更容易获得客户的认可，从而获得更多的业务机会，而部分规模较小、资金实力不足、缺乏大型项目实施经验、运营不规范的小型塔机租赁企业将逐渐被淘汰出市场，企业之间“优胜劣汰”的分化会越来越明显。

4.2.1. 塔机租赁行业龙头稳固，品牌知名度较高

在 2018 年全球机械租赁杂志《International Rental News》评选的“世界租赁企业 100 强”（IRN100）中，庞源租赁在 2016-2018 年度排名第 68 位。2019 年以年收入 2.56 亿欧元位列第 43 名，较 18 年上升 25 名，是唯一一家进入 TOP50 的中国公司。

除此之外，庞源租赁在 2010 年、2012 年、2014 年连续三届获得“建筑机械租赁品牌企业”的称号。在中国建筑业协会机械管理与租赁分会组织评选的“2012 年全国建筑施工机械租赁 50 强”、“2014 年全国建筑施工机械租赁 50 强”、“2015 年全国建筑施工机械租赁 50 强”、“2018 年全国建筑施工机械租赁 50 强”企业中，庞源租赁均名列第一，也获得该分会颁发的“2017 年中国工程机械租赁业最具竞争力品牌”。2018 年，庞源租赁获得全球起重机械峰会暨中国吊装百强大会组委会颁发的“中国年度吊装企业塔式起重机百强企业”。

上海庞源以收入增速高达 90% 的傲人成绩位列全球 IRN 收入增速排名第三位，收入的高速增长也是庞源跻身全球租赁 Top50 的重要原因。

图 19：IRN2019 全球租赁企业排名

34	VP PLC	339 281	Hampton, UK	UK, Ireland, Germany, UAE, S America, Singapore, Australia, South America	Construction equipment, tools	300 3332	+44 (0)1423 533 400 www.vppc.com
35	Tat Hong	311 300	Singapore	Singapore, Malaysia, Thailand, Hong Kong, Vietnam, Indonesia, Myanmar, Papua New Guinea	Cranes, tower cranes, construction equipment		+65 67090300 www.tathong.com
36	Mediacore	305 305	Marseille, France	France, Germany, North Africa	Cranes, industrial services, logistic and transport	62 1498	+33 4 9103 8191 www.mediacore.fr
37	ADCO	300 214	Rattingen, Germany	30 countries worldwide	Portable toilets		+49 2102 8520 www.totolix.de
38	Select Plant Hire	290 371	Dartford, UK	UK, Australia, UAE	Construction equipment, tools, tower cranes		+44 (0)1322 296200 www.selectplanthire.com
39	McGrath Rentcorp	279 241	Livermore, California, US	US, Canada	Portable accommodation	1066	+1 925 606 9200 www.mgrc.com
40	THT Crane & Rigging	274 244	Houston, US	US, Canada	Crane and rigging equipment	43 1700	+1 713 644 6113 www.thtcrane.com
41	Mammoet Holding BV	265 262	Schiedam, Netherlands	Worldwide	Crane rental	90 5200	+31 10 204 24 24 www.mammoet.com
42	Zahid Group	260 260	Jeddah, Saudi Arabia	Saudi Arabia	Construction equipment	25	+966 2 6671156 www.zahidcat.com
43	Shanghai Pangyuan Construction Equipment Rental Co., Ltd	256 128	Shanghai, China	China, Malaysia, Philippines, Cambodia	Construction equipment	1274 9480	+86 21 321 800 88 www.pangyuan.com

资料来源：International Rental News，天风证券研究所

图 20：IRN2018 收入增速排名

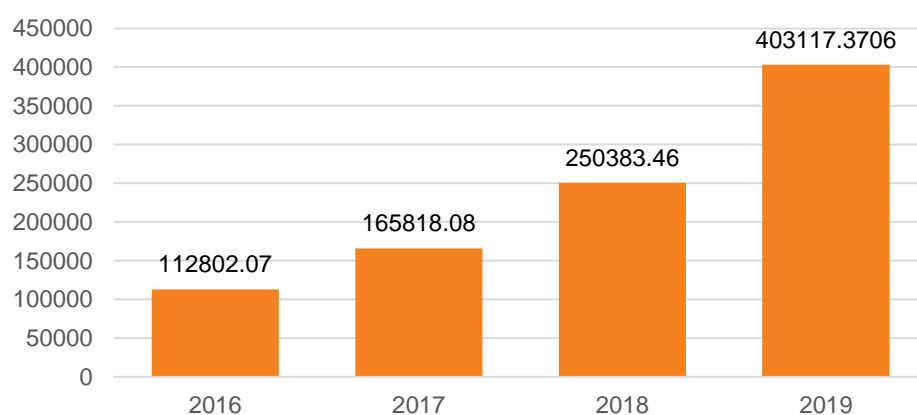
IRN100 Growth league		
COMPANY	% GROWTH	
1 Arcomet	106%	
2 Shanghai Horizon Equipment & Engineering	93%	
3 Shanghai Pangyuan Construction Equipment Rental Co., Ltd	90%	
4 Lou-Tec	66%	
5 Emeco	63%	
6 WillScot Corp	47%	
7 Toromont Industries	45%	
8 Warren Cat	43%	
9 Boels Verhuur	30%	
10 United Rentals	27%	

资料来源：International Rental News，天风证券研究所

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。

随着品牌效应的不断显现，在手合同的总产值逐年增加。2016 年-2019 年，庞源租赁各年新签合同对应的总产值和各年末剩余产值整体呈快速上升趋势，2018 年庞源租赁新签合同总产值达到 25 亿元，同比增长 51.00%。2019 年，庞源租赁全年新签合同总额超过 40 亿元，同比增长 61%，在手订单充裕。

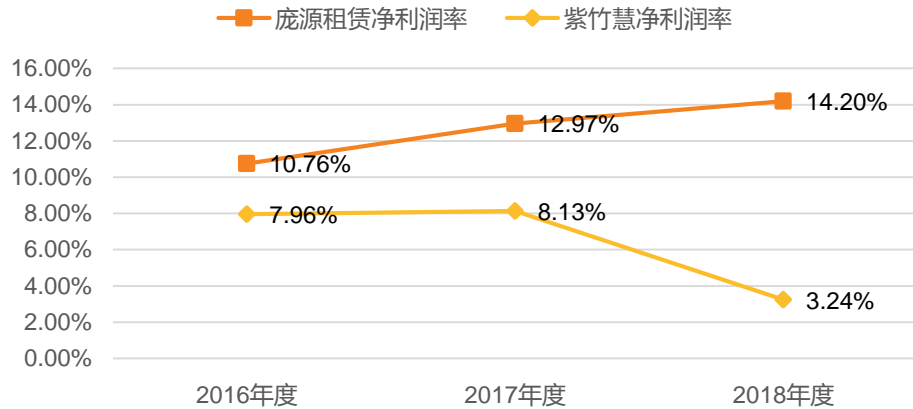
图 21：各年庞源租赁新签合同对应产值（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

随着行业龙头地位不断稳固、品牌效应不断显现，导致近年来庞源租赁的净利润远高于同行业其他公司。近三年庞源租赁净利润率逐年增高由 10.76% 增加至 14.2%。

图 22：庞源租赁与紫竹慧净利润率对比



资料来源：庞源租赁、紫竹慧公告，天风证券研究所

此外，近年来庞源租赁一直密切布局装配式建筑市场，近三年的设备采购均是适合装配式建筑 100 吨米以上的塔机。当前庞源租赁的塔机保有量结构大致为 100-200 吨米占比达 52%，小于 100 吨米的塔机仅占 10%。

表 18：庞源租赁塔机保有量具体结构

	塔机数量	占比
小于 100 吨米	621	10%
100-200 吨米	3102	52%
200-300 吨米	1248	21%
大于 300 吨米	1048	17%

资料来源：庞源租赁官方公众号，天风证券研究所

4.2.2. 背靠上市企业陕建机，资金实力雄厚，提供设备支持

身处重资产行业，资金和设备保有量是获得营收以及分得更多蛋糕的前提条件。在塔机租赁这样的重资产行业，要想成为一家具有竞争能力的公司，塔机设备保有量必不可少。设备保有量是抢占更多市场份额的必要不充分条件，即一家公司的设备保有量高，并不一定能够占据很高的市场份额；但拥有更大市场份额的公司，必须拥有足够多的机械设备。可以说，塔机设备是租赁行业生存与发展的物质基础，塔机设备规模将直接决定租赁公司的塔机租赁业务规模与综合服务能力。

庞源租赁作为塔机租赁的龙头企业。据庞源租赁官方显示，目前投入使用塔式起重机数量已经突破 5000 台，而这一数字还在不断增加。此外，建设机械于 2020 年 1 月 3 日收到证监会核准批文，同意建设机械使用定向增发募集的 15 亿资金帮助庞源租赁扩充中大型租赁设备。《定增公告》表示：本次募资欲新购 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。即若项目进展顺利的话，庞源租赁于 2020 年大中型起重机数量至少增加 1500 台。

表 19：庞源租赁 2019-2020 年采购计划

项目	2019 年	2020 年	合计
直接采购（即募投项目采购）数量	408	980	1,388
融资租赁方式采购数量	792	520	1,312
其中：拟通过融资租赁方式采购建设机械本部和天成	460	520	980

机械塔机的数量

合计	1,200	1,500	2,700
----	-------	-------	-------

资料来源：公司公告，天风证券研究所

庞源的机械设备保有量远高于其他公司，且购置设备的投资金额同样高于同行业公司。这就促使庞源租赁塔机保有量的市场占比在不断增加。塔机保有量的绝对优势为庞源租赁进一步抢占市场份额打下基础。2018 年庞源租赁的塔机设备采购额为 10.9 亿。

表 20：2018 年庞源租赁和紫竹慧的塔机设备采购额

企业名称	塔机设备采购额
上海庞源机械租赁有限公司	10.9 亿元
北京紫竹慧建设服务股份有限公司	0.46 亿元

资料来源：公司年报，天风证券研究所

建筑起重机械租赁行业属于资金密集型行业，一般经营模式是通过融资租赁、分期付款以及自有资金积累等方式购买塔机等建筑起重设备，再以经营租赁方式出租给建筑施工企业，通过收取租金收回投资成本并获取经营收益。虽然建筑起重设备租赁行业进入门槛低，行业内小型租赁公司众多，但租赁公司要想做大做强、实现规模化经营，则需要拥有较强的资金实力采购设备，这就需要借助融资加杠杆的方式扩大资产规模。目前 200 吨米左右的塔式起重机均价在 100 万左右。而资金的短缺或融资成本高就天然限制了资金实力相对薄弱的小企业的发展。小微企业融资难和融资贵的问题尚未解决，导致机械租赁行业尤其是中小租赁企业的融资成本居高不下，没有闲置的多余资金或融到足够的资金布局装配式建筑塔机租赁市场。

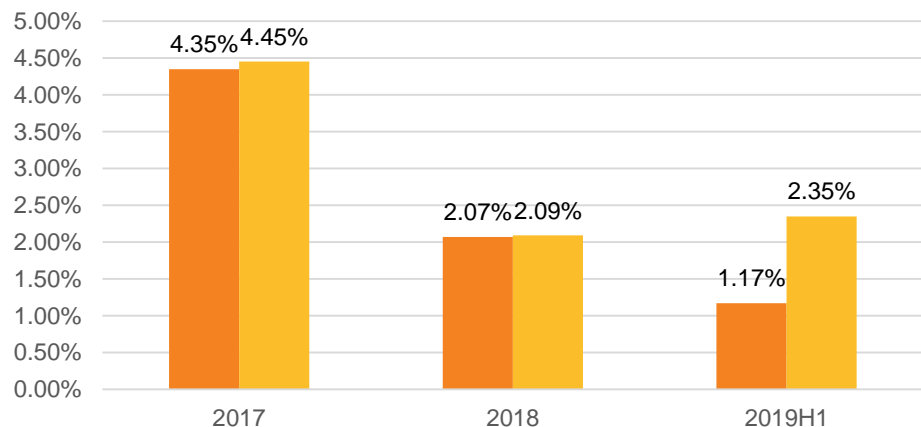
表 21：庞源租赁对外采购 7020 号塔机平均单价（单位：万元/台）

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
庞源租赁对外采购 7020 型号塔机的平均单价	109.03	97.39	104.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，行业整体信用环境紧缩，根据 2018 年 2 月发布的中国社会融资成本指数显示，2018 年中国企业社会融资平均融资成本为 7.6%，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，其融资成本大部分高于 10%。而近三年紫竹慧的 ROE 和 ROA 均处于较低水平，远低于社会评价融资成本 7.6%，ROA 与 ROE 均小于融资成本，并没有很强的扩张动机。对于目前塔机租赁规模第二的紫竹慧是如此，那么对于其他中小企业来说更是如此，它们可能面临着更低的资产回报率和更高的融资成本。

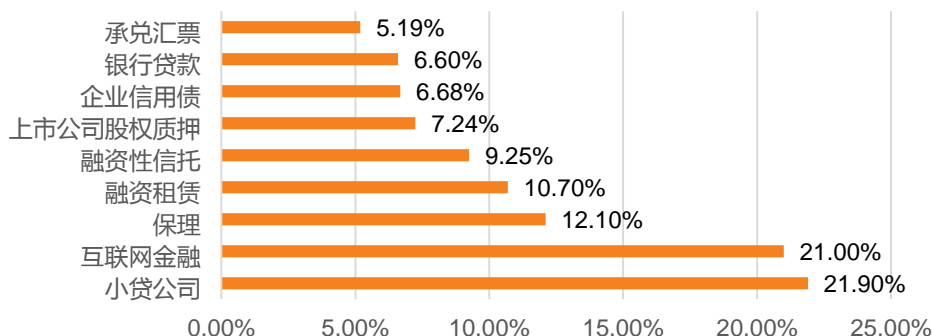
图 23：紫竹慧近期 ROA 与 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：2018 年中国社会融资成本

2018年中国社会融资成本一览



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

中小企业融资难直接加剧了中小塔吊租赁企业的融资困境。具体来看，对于工程机械租赁行业而言，信用环境紧缩主要体现在制造商越来越注重现金回款能力，分期付款要求不断趋严，甚至要求全额付款；即使部分租赁公司通过融资租赁方式采购设备，也要先行支付一定比例的保证金和首付款，且金融机构对公司资信状况和还款能力有较高要求。对于众多规模较小的民营租赁公司而言，很难突破这一困境，而对于具有强大资金实力和盈利能力的龙头公司，这反而是一个提升市场份额的绝佳机会。

对于庞源机械来说，在融资渠道和融资成本方面有着绝对优势。

首先，自 2015 年建设机械收购庞源租赁以来，建设机械作为上市企业，为庞源租赁股权融资提供可能。2018 年建设机械通过非公开发行拟向不超过 35 位投资者募集不超过 15.06 亿资金，用于工程机械设备租赁扩容项目，其中大股东陕西建机集团自有资金认购不低于 20% 股份。2020 年 2 月 21 日获得证监会批准。

其次，建设机械作为上市公司有实力不断为庞源租赁提供担保。根据公司公告披露，截至 2020 年 3 月 14 日，建设机械累计为子公司庞源租赁担保 20.46 亿的融资租赁或贷款。根据下表数据可以发现，庞源租赁的贷款利率为 6.0% 左右，低于融资租赁平均水平。

表 22：2019 年 3 月-2020 年 3 月建设机械为庞源租赁具体担保支持情况

日期	期限（年）	担保额度（万元）	授信品种	年利率
2020 年 3 月 14 日	1	4800	直贷	3M Hibor+3%
2020 年 3 月 14 日	3	10000	融资租赁	6.50%
2020 年 3 月 14 日	3	11000	融资租赁	5.59%
2020 年 3 月 14 日	1	6000	直贷	1.2 倍基准利率
2020 年 2 月 21 日	1	8000	直贷	5.55%
2020 年 2 月 21 日	1	2200	直贷	5.44%
2020 年 1 月 3 日	5	3,000	融资租赁	5.94%
2019 年 12 月 7 日	3	10,000	融资租赁	5.70%
2019 年 12 月 7 日	3	15,000	融资租赁	5%
2019 年 12 月 7 日	3	10,700	融资租赁	6%
2019 年 9 月 30 日	3	1,000	直贷	8%
2019 年 9 月 30 日	3	20,000	融资租赁	6.18%
2019 年 8 月 14 日	3	1,400	融资租赁	4.76%
2019 年 8 月 14 日	3	10,000	融资租赁	6.61%
2019 年 6 月 11 日	3	6,000	融资租赁	4.76%
2019 年 6 月 11 日	3	20,030	融资租赁	5.45%
2019 年 6 月 11 日	3	15000	融资租赁	5.88%

2019 年 6 月 11 日	3	10,000	融资租赁	6.18%
2019 年 6 月 11 日	3	10000	融资租赁	6%
2019 年 4 月 23 日	4	3,000	融资租赁	4.40%
2019 年 4 月 23 日	未披露	20,000	融资租赁	未披露
2019 年 3 月 19 日	1	1000	直贷	4.60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 23：紫竹慧公司公告披露

日期	期限（年）	融资金额（万元）	授信品种	年利率
2019 年 1 月 28 日	3	2000	融资租赁	9.15%
2018 年 8 月 31 日	3	1000	融资租赁	
2018 年 6 月 21 日	3	3000	股权质押	
2017 年 8 月 24 日	3	4000	融资租赁	
2017 年 7 月 17 日	3	1000	融资租赁	
2017 年 2 月 16 日	3	500	融资租赁	
2016 年 12 月 26 日	3	500	融资租赁	

资料来源：紫竹慧公司公告，天风证券研究所

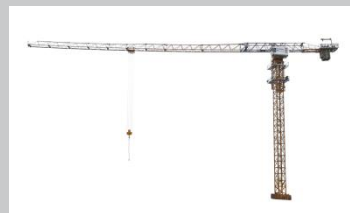
由上述融资规模以及融资成本可以看出，在塔机租赁行业中，排名第二的紫竹慧租赁公司与龙头庞源租赁的扩张规模不在同一量级。而用于装配式建筑的市场是增量市场，通过上一部分的测算可知，大中型塔机设备存在 3 万台左右的缺口。此时租赁市场由供给推动，谁拥有更多设备，谁就能够抢占更多的市场份额。还有就是更新的需求要考虑。

提供设备支持，也是抢占市场份额的关键一环。2016 年以来，庞源租赁的塔机租赁业务迅速增长，为支持庞源租赁业务发展，满足庞源租赁持续增长的设备采购需求，建设机械本部先后成功研发并量产了 7020（200 吨米）、7528（315 吨米）两种型号的大中型塔机，提供给庞源租赁支持其业务发展。2019 年 5 月，天成机械成功研发了 6012 型号（100 吨米）的中型塔机，实现了产品升级，量产后亦主要提供给庞源租赁使用。截至目前，建设机械推出的产品有 STC7020P、STC7528P、STC600A、STC250 以及 STC125。

表 24：建设机械主要塔式起重机型

机型	起重力矩	图例
STC7020P 塔式起重机	200 吨米	
STC7528P 塔式起重机	315 吨米	
STC600A 塔式起重机	600 吨米	

STC250 塔式起重机 250 吨米



STC125 塔式起重机 125 吨米



资料来源：建设机械官网，天风证券研究所

根据近期庞源租赁披露，目前庞源租赁主要塔机供应商为建设机械和中联重科。庞源租赁持有量最多的机型为 STC7020 塔式起重机，保有量近 900 台。位列第二和第三的 TC6012 和 TC5613，起重能力均在 200 吨米以上。

现在上游制造厂不愿意提高产能，饥饿式生产。而且付款比例非常高，很多需要全款才能拿货。这一点从塔机购买价格上也可以体现。从目前情况来看，庞源租赁从建设机械本部购置 7020 机型的平均价格要比从中联重科购置 7020 机型的价格高出 2-3 万。但是每年庞源租赁仍需要从建设机械购置设备。我们推测，可能基于以下两点原因：其一，市场上塔机供应短缺，生产商饥饿式营销；其二，外部购置机器首付比率等不如从本部购置优惠。

综上所述，建设机械本部和天成机械不断为庞源租赁提供设备支持，可以帮助庞源租赁立足装配式建筑推进所产生的增量市场。

表 25：7020 型号内部购置价格和外部购置价格

单位：万元/台

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
庞源租赁对公司本部 7020 型号塔机的采购均价	113.57	107.27	105.45
庞源租赁对外采购 7020 型号塔机的平均单价	109.03	97.39	104.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2.3. 全国布局策略为庞源进一步拓展市场打下基础

全国的塔机租赁市场看似是一个整体，但其实由散落在各省市藕断丝连的几十个省市级市场组成的。这是由塔机租赁行业的重资产属性所决定的。塔机轻则几吨，重则几十吨，跨省市的运输需要较高费用，所以才会产生更省市地区的割裂。一家塔机租赁公司只会服务其附近 150km 的项目，而从一个项目的中标情况来看亦是如此。从下表近几个月庞源租赁中标情况可以看出，中标公司一般为庞源租赁在该省的子公司；而其中“北京分公司京津冀及山西山东区域集采项目”的中标方比较具有代表性，我们可以看出项目具有很强的本地属性。也就是说，大部分情况下只有在该地区开设分公司，才有机会与当地租赁商同台竞标。

表 26：2020 年 3 月庞源租赁中标情况

招标项目	地点	中标单位	中标时间
中八三（宁）-马家店 AD 地块塔吊租赁招标	南京	江苏庞源机械工程有限公司	2020.3.21
十七冶市政分公司淮北银华康养综合服务中心项目一标段塔吊及施工升降机租赁	淮北	安徽庞源机械公司有限公司	2020.3.19
八三安徽太和县世界名酒小镇项目塔吊租赁	阜阳	安徽阜阳通用建筑机械有限公司 安徽庞源机械工程有限公司	2020.3.18

莱西产业园塔吊租赁	青岛	南通庞源机械工程有限公司	2020.3.13
中建铁投集团华东公司苏州华润项目塔吊租赁招标	苏州	江苏庞源机械工程有限公司	2020.3.11
十二大国际（鹤壁）科技创业园建设项目塔吊租赁招标	鹤壁	河南庞源机械工程有限公司	2020.3.09
中建海峡建设发展有限公司-台州璟懿实业有限公司文化产业街区建设项目一标段总承包项目-塔吊租赁	台州	浙江庞源机械工程有限公司	2020.3.09
北京分公司京津冀及山西山东区域集采项目	京津冀、 山东、 山西	北京庞源机械工程有限公司 北京华瑞建筑机械设备租赁有限公司 烟台金凯建筑机械租赁有限公司 青岛鑫润盛设备租赁有限公司 北京百强新兴建设工程有限公司 北京群林工程机械租赁有限公司 山西陆升机械设备租赁有限公司	2020.3.09

资料来源：中国招标网，天风证券研究所

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。同时，庞源租赁建立了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，为客户提供拆装方案、设备进场安装、现场操作及管理、维修保养、拆卸离场等全方位的优质服务。

全国布局抢占市场的优势，会随着装配式建筑的推进而逐步显现。主要原因是在装配式推行之前，各地区尤其是二三四线城市，由于中国特殊的社会关系，建筑行业被当地小的租赁商占据，而且是存量市场间的竞争。而装配式建筑对于大塔机的需求是增量市场，由之前测算可知，目前大中型塔机还存在 3 万台的需求，这对于拥有较多大中型塔机并且未来会将融资购置更多大中型塔机的庞源租赁来说，无疑是释放潜能的好时机。

表 27：庞源租赁大中型塔机保有量以及占比

	2016	2017	2018	2019E	2020E
大中型塔机保有量	2034	2953	3914	5114	6614
大中型塔机占比	85.14%	86.35%	89.48%	95%以上	95%以上

资料来源：庞源租赁公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 核心假设

1) 虽然疫情对庞源一季度业绩带来冲击，但地产和基建将是稳经济、保增长的主要抓手，因此租赁需求只是延后而不是消失，所以保持对庞源全年业绩的乐观估计。受益于装配式建筑的推进，庞源租赁扩张势头依然在延续，建筑及施工机械租赁的营收根据塔吊产值 2020-2022 年有望达到 34.29 亿元、45.33 亿元、55.95 亿元。由于品牌效应的不断突显，假设建设机械 2020-2022 年毛利率为 41%、41%、40%。

2) 建设机械本部和天成机械产能趋于稳定，假设起重机械销售收入稳定增长，2020-2022 年收入增速均为 10%。毛利率均为 10%。

综合上述假设，预计建设机械 2020-2022 年营业总收入为 37.56 亿、48.78 亿、59.58 亿。

表 28：建设机械 2020-2022 年营业总收入及总成本预测（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	7.01	13.76	18.31	22.28	32.52	37.56	48.78	59.58
YOY			33.07%	21.68%	45.96%	15.49%	29.88%	22.15%

营业总成本	4.99	9.87	12.89	14.93	19.45	23.25	29.94	36.95
毛利率(%)	28.68%	28.30%	29.58%	32.99%	40.19%	38.10%	38.62%	37.99%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 29: 建设机械 2020-2022 业务细分预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2021E
建筑及施工机械租赁								
收入	4.18	9.71	13.28	19.21	29.23	34.29	45.33	55.95
YOY		132.30%	36.77%	44.65%	52.16%	17.29%	32.21%	23.44%
成本	2.55	6.53	8.74	12.25	16.53	20.23	26.74	33.57
毛利	1.63	3.18	4.54	6.96	12.70	14.06	18.59	22.38
毛利率(%)	39.00%	32.75%	34.19%	36.23%	43.45%	41.00%	41.00%	40.00%
筑路设备及起重机械销售								
收入	2.49	3.73	6.01	6.19	1.1	1.21	1.33	1.46
YOY		49.80%	61.13%	3.00%	-82.23%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	2.16	3.07	4.81	5.59	0.98	1.09	1.20	1.32
毛利	0.33	0.66	1.20	0.60	0.12	0.12	0.13	0.15
毛利率(%)	13.25%	17.69%	19.97%	9.69%	10.91%	10.00%	10.00%	10.00%
运输业务								
收入				0.17				
YOY								
成本				0.13				
毛利				0.04				
毛利率(%)				23.53%				
钢结构产品								
收入	0.52	0.58	0.89	0.91				
YOY		11.54%	53.45%	2.25%				
成本	0.46	0.51	0.78	0.82				
毛利	0.06	0.07	0.11	0.09				
毛利率(%)	11.54%	12.07%	12.36%	9.89%				
路面工程								
收入		0.4	0.4	0.44				
YOY			0.00%	10.00%				
成本		0.35	0.4	0.43				
毛利		0.05	0.00	0.01				
毛利率(%)		12.50%	0.00%	2.27%				
其他业务								
收入					2.19	2.30	2.41	2.54
YOY						5%	5%	5%
成本					1.94	2.07	2.17	2.28
毛利					0.25	0.23	0.24	0.25
毛利率(%)					11%	10%	10%	10%
分部间抵消								
	-0.18	-0.66	-2.27	-4.64				
YOY								
成本	-0.18	-0.59	-1.84	-4.29				
毛利	0	-0.07	-0.43	-0.35				

毛利率(%)	0.00%	10.61%	18.94%	7.54%
--------	-------	--------	--------	-------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.2. 相对估值

选取中联重科、徐工机械、三一重工、浙江鼎力作为可比公司, 得出 PE 均值为 21.33x。

2020 年预测净利润为 7.83 亿, 则公司总价值为 167.01 亿, 公司总股数为 9.67 亿股, 预计目标价格 17.27 元, 给予“买入”评级。

表 30: 可比公司 PE

证券代码	证券简称	2020E-PE
000157.SZ	中联重科	12.52
000425.SZ	徐工机械	12.04
600031.SH	三一重工	13.82
603338.SH	浙江鼎力	46.95
	均值	21.33

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.3. 风险提示

1) 装配式建筑拓展不及预期

装配式建筑政策推动或市场需求不及预期, 导致行业增速缓慢, 影响塔机租赁行业市场增量, 导致公司设备生产不及预期, 从而导致营收不及预期。

2) 下游复工不及预期

由于公司下游为房屋建筑以及基建项目的主承做商, 若基建和地产投资不及预期, 则可能会带动销量幅波从而影响公司业绩。

3) 疫情控制速度不及预期

国内方面, 若疫情控制不及预期, 会导致行业企业生产和下游开工受到限制, 短期内可能会对生产销售带来不利影响; 国际市场方面, 可能对国际市场开拓造成不利影响。

4) 应收账款回收不足

受国家经济持续下行和固定资产投资增速连续回落等因素的影响, 下游客户回款周期延长, 公司应收账款大幅增加。在未来生产经营中, 如果客户不能及时支付或无力支付货款, 公司将面临应收账款不能按时收回的风险。同时, 受应收账款增加等因素的影响, 公司有可能存在流动资金不足的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	565.84	742.70	1,126.53	1,463.11	1,787.22
应收票据及应收账款	1,997.07	2,804.14	3,558.67	4,840.66	5,915.78
预付账款	43.59	36.62	56.35	60.07	79.50
存货	333.54	403.12	436.21	578.27	612.15
其他	231.31	339.71	380.82	399.49	445.28
流动资产合计	3,171.35	4,326.28	5,558.57	7,341.60	8,839.93
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,814.08	4,838.88	6,102.81	7,831.66	9,377.25
在建工程	1.84	15.48	3.10	3.10	31.86
无形资产	96.33	141.50	137.10	132.69	128.29
其他	804.62	946.77	960.34	966.37	996.37
非流动资产合计	4,716.87	5,942.63	7,203.35	8,933.82	10,533.76
资产总计	7,929.36	10,360.81	12,853.82	16,367.31	19,465.59
短期借款	971.10	1,211.34	1,449.01	1,822.55	2,114.34
应付票据及应付账款	1,954.46	2,073.82	2,316.50	2,672.73	3,279.36
其他	709.42	1,360.76	1,335.05	1,504.93	1,495.88
流动负债合计	3,634.98	4,645.92	5,100.57	6,000.20	6,889.58
长期借款	6.00	387.00	568.38	803.37	926.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	913.74	1,524.54	1,700.00	1,900.00	2,100.00
非流动负债合计	919.74	1,911.54	2,268.38	2,703.37	3,026.43
负债合计	4,554.72	6,557.46	7,368.95	8,703.57	9,916.02
少数股东权益	5.91	4.95	4.95	4.95	4.95
股本	827.79	827.79	966.96	966.96	966.96
资本公积	2,597.01	2,597.01	3,365.23	4,461.83	5,036.14
留存收益	2,533.06	2,961.85	4,512.96	6,691.83	8,577.67
其他	(2,589.14)	(2,588.25)	(3,365.23)	(4,461.83)	(5,036.14)
股东权益合计	3,374.64	3,803.35	5,484.87	7,663.74	9,549.58
负债和股东权益总	7,929.36	10,360.81	12,853.82	16,367.31	19,465.59

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	153.29	514.96	782.90	1,082.26	1,311.53
折旧摊销	319.34	388.55	472.86	675.56	880.06
财务费用	108.60	196.06	108.47	138.55	168.72
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(264.83)	(128.52)	(469.60)	(726.37)	(406.63)
其它	(5.78)	(298.25)	0.00	(0.00)	0.00
经营活动现金流	310.62	672.79	894.63	1,170.00	1,953.67
资本支出	755.25	841.83	1,544.54	2,200.00	2,250.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,183.57)	(1,539.69)	(3,264.54)	(4,600.00)	(4,700.00)
投资活动现金流	(428.32)	(697.86)	(1,720.00)	(2,400.00)	(2,450.00)
债权融资	1,461.38	2,522.78	2,941.84	3,550.36	3,965.21
股权融资	(106.39)	(199.01)	790.21	958.13	405.65
其他	(1,051.44)	(2,243.56)	(2,522.84)	(2,941.90)	(3,550.42)
筹资活动现金流	303.55	80.20	1,209.20	1,566.58	820.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	185.84	55.14	383.83	336.58	324.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,227.30	3,251.41	3,755.10	4,877.03	5,957.41
营业成本	1,494.09	1,945.09	2,324.28	2,993.54	3,694.40
营业税金及附加	11.53	19.69	18.78	24.39	29.79
营业费用	42.53	38.14	41.31	48.77	56.60
管理费用	220.72	263.80	300.41	370.65	440.85
研发费用	85.26	95.44	105.14	126.80	142.98
财务费用	106.06	199.96	108.47	138.55	168.72
资产减值损失	103.64	(7.80)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3.56)	134.28	(0.00)	0.00	(0.00)
营业利润	167.03	562.79	856.71	1,174.34	1,424.08
营业外收入	3.50	22.41	20.00	35.00	40.00
营业外支出	7.57	6.82	6.82	6.82	6.82
利润总额	162.96	578.38	869.89	1,202.51	1,457.25
所得税	9.66	63.42	86.99	120.25	145.73
净利润	153.29	514.96	782.90	1,082.26	1,311.53
少数股东损益	0.03	(0.72)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	153.26	515.68	782.90	1,082.26	1,311.53
每股收益（元）	0.16	0.53	0.81	1.12	1.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.77%	45.98%	15.49%	29.88%	22.15%
营业利润	255.76%	236.95%	52.23%	37.07%	21.27%
归属于母公司净利润	571.94%	236.47%	51.82%	38.24%	21.18%
获利能力					
毛利率	32.92%	40.18%	38.10%	38.62%	37.99%
净利率	6.88%	15.86%	20.85%	22.19%	22.02%
ROE	4.55%	13.58%	14.29%	14.13%	13.74%
ROIC	7.87%	17.59%	17.44%	17.68%	15.70%
偿债能力					
资产负债率	57.44%	63.29%	57.33%	53.18%	50.94%
净负债率	26.54%	46.80%	33.10%	27.24%	22.81%
流动比率	0.88	0.95	1.11	1.24	1.30
速动比率	0.79	0.86	1.02	1.14	1.21
营运能力					
应收账款周转率	1.18	1.35	1.18	1.16	1.11
存货周转率	7.39	8.83	8.95	9.61	10.01
总资产周转率	0.31	0.36	0.32	0.33	0.33
每股指标（元）					
每股收益	0.16	0.53	0.81	1.12	1.36
每股经营现金流	0.32	0.70	0.93	1.21	2.02
每股净资产	3.48	3.93	5.67	7.92	9.87
估值比率					
市盈率	93.63	27.83	18.33	13.26	10.94
市净率	4.26	3.78	2.62	1.87	1.50
EV/EBITDA	7.10	7.15	10.82	7.96	6.42
EV/EBIT	13.22	9.81	16.12	12.05	9.97

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com