

资本货物/工业

首次覆盖

评级: **增持**  
 目标价格: **18.00**

当前价格: 14.59  
 2021.03.08

交易数据

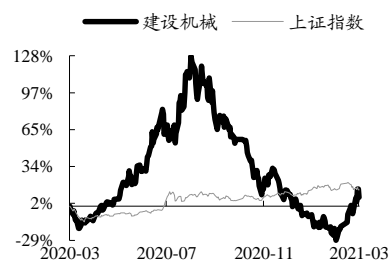
52周内股价区间(元)	9.61-30.99
总市值(百万元)	14,108
总股本/流通A股(百万股)	967/859
流通B股/H股(百万)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量(百万股)	29.45
日均成交值(百万元)	369.21

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	5,635
每股净资产	5.83
市净率	2.5
净负债率	30.57%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.02	-0.06
Q2	0.17	0.23
Q3	0.20	0.22
Q4	0.13	0.20
全年	0.52	0.58

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-100%	-100%	-100%
相对指数	-100%	-102%	-114%

建设机械(600984)

短期波动不影响扩张节奏，龙头优势持续强化

——建设机械首次覆盖

 李阳东(分析师)	黄琨(分析师)
 021-38031653	021-38674935
 liyangdong@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号 S0880520080007	S0880513080005

本报告导读:

短期看，规模效应、管理优化、结构升级等因素下，租金小幅下滑对盈利能力冲击不大；中期看装配式建筑渗透率空间巨大，龙头份额将持续扩张。

投资要点:

**结论:** 公司2020年营收、归母净利润40.2亿、5.7亿，EPS 0.58元。基于新签单增速、规模扩张、租金等因素判断，预计2021-22年EPS分别为0.84、1.18元，结合PE/PB估值，给予目标价18元，对应2021年21.43倍PE，首次覆盖，给予增持评级。

**租金下滑影响有限，短期波动不影响扩张节奏。** 2020年租金持续下跌，造成市场对公司短期盈利及扩张前景过度悲观。我们认为规模效应、管理优化、结构升级等因素下，租金下降10%左右对盈利能力冲击不大，根据我们测算，租金降低可能导致毛利率降低，但考虑费用率降低更多，整体盈利能力有望提升。从战略角度看，2020年公司塔机规模持续扩张，年底超8000台，而塔机利用率保持在70%以上，“百日接单”是提高份额的主动策略。据我们测算20Q1-Q3 ROIC 6.1%，显著高于WACC，短期波动不会影响资本扩张。

**信息化、再制造配合租赁扩张，龙头优势持续强化。** 背靠陕国资，公司融资成本5-6%，财务成本持续降低，利于规模扩张；配合租赁扩张，公司上线庞源在线，管理降本增效；此外，2020年启动再制造基地建设，进一步降低设备使用成本，龙头优势持续强化。

**装配式建筑渗透率空间巨大，龙头份额有望持续扩张。** 2021-26年装配式建筑渗透率要从15%提升至30%以上，目前大中型塔机缺口在7万台以上，而小型塔机将陆续淘汰。产品结构升级下，龙头份额将持续提升。

**风险提示:** 天成机械商誉减值，行业竞争加剧导致租金进一步下滑

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,227	3,251	4,020	4,749	6,110
(+/-)%	22%	46%	24%	18%	29%
经营利润(EBIT)	385	895	1,077	1,212	1,607
(+/-)%	54%	132%	20%	13%	33%
净利润(归母)	164	505	565	814	1,141
(+/-)%	627%	209%	12%	44%	40%
每股净收益(元)	0.17	0.52	0.58	0.84	1.18
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	17.3%	27.5%	26.8%	25.5%	26.3%
净资产收益率(%)	4.8%	13.3%	9.6%	12.2%	14.6%
投入资本回报率(%)	7.4%	12.6%	9.9%	10.4%	12.1%
EV/EBITDA	7.23	8.05	9.11	8.20	6.60
市盈率	86.15	27.91	24.98	17.34	12.36
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2021.03.08

股票研究

工业  
资本货物

建设机械(600984)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 18.00

当前价格: 14.59

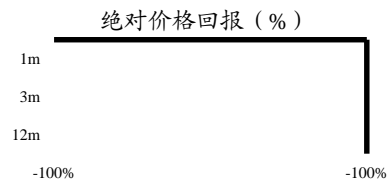
2021.03.08

公司网址

www.scmc-xa.com

公司简介

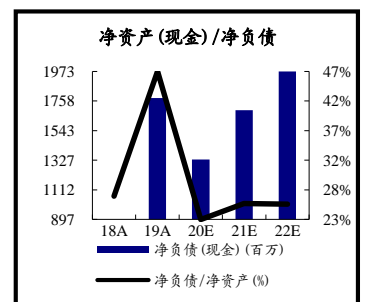
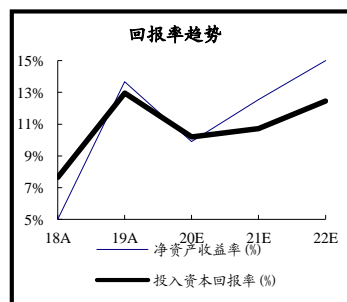
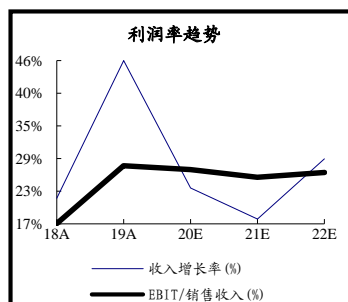
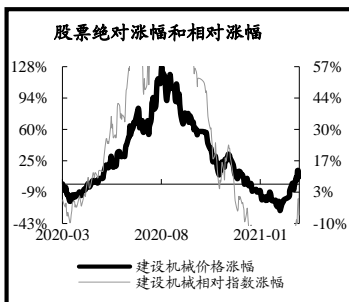
公司主营业务包括工程机械制造和工程机械租赁两大板块, 主要包括工程机械、建筑机械、金属结构产品及相关配件的研发、生产及销售; 金属结构安装工程; 工程机械设备的租赁、维修; 自产产品出口; 本企业所需原辅材料、设备、零配件的进出口等构成。主要产品有: 适用于路面施工设备的沥青混凝土摊铺机、压路机、铣刨机、稳定土拌合机、沥青搅拌站等, 适用于市政建设、桥梁、高层建筑等地基础设施工程的旋挖钻



52周内价格范围 9.61-30.99  
市值(百万) 14,108

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,227	3,251	4,020	4,749	6,110
营业成本	1,482	1,939	2,443	2,946	3,743
税金及附加	12	20	24	29	37
销售费用	43	38	36	43	55
管理费用	221	264	322	380	489
EBIT	385	895	1,077	1,212	1,607
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	106	200	173	105	114
营业利润	179	569	664	957	1,343
所得税	11	63	100	144	201
少数股东损益	0	-1	0	0	0
净利润	164	505	565	814	1,141
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	566	743	2,000	1,500	1,500
其他流动资产	175	237	237	237	237
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	3,814	4,839	5,819	6,728	7,588
无形及其他资产	286	336	385	433	482
资产合计	7,946	10,361	13,442	14,660	16,956
流动负债	3,641	4,646	4,837	5,242	6,396
非流动负债	920	1,912	2,712	2,712	2,712
股东权益	3,385	3,803	5,874	6,687	7,829
投入资本(IC)	4,846	6,326	9,206	9,878	11,300
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	360	795	916	1,030	1,366
折旧与摊销	319	389	380	450	500
流动资金增量	106	586	614	213	514
资本支出	-428	-698	-1,408	-1,408	-1,408
自由现金流	357	1,072	501	285	971
经营现金流	311	673	551	1,191	1,272
投资现金流	-428	-698	-1,408	-1,408	-1,408
融资现金流	304	80	2,115	-282	137
现金流净增加额	186	55	1,257	-500	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	21.8%	46.0%	23.6%	18.1%	28.7%
EBIT 增长率	53.7%	132.4%	20.3%	12.5%	32.6%
净利润增长率	627.3%	208.7%	11.7%	44.1%	40.3%
利润率					
毛利率	33.5%	40.4%	39.2%	38.0%	38.7%
EBIT 率	17.3%	27.5%	26.8%	25.5%	26.3%
净利润率	7.4%	15.5%	14.0%	17.1%	18.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	4.8%	13.3%	9.6%	12.2%	14.6%
总资产收益率(ROA)	2.1%	4.9%	4.2%	5.5%	6.7%
投入资本回报率(ROIC)	7.4%	12.6%	9.9%	10.4%	12.1%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	82.1	75.9	75.9	75.9	75.9
应收账款周转天数	306.4	291.9	291.9	291.9	291.9
总资产周转天数	1,302.1	1,163.1	1,220.5	1,126.8	1,012.9
净利润现金含量	1.9	1.3	1.0	1.5	1.1
资本支出/收入	19.2%	21.5%	35.0%	29.7%	23.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.4%	63.3%	56.2%	54.2%	53.7%
净负债率	26.5%	46.8%	22.7%	25.3%	25.2%
<b>估值比率</b>					
PE	86.15	27.91	24.98	17.34	12.36
PB	1.45	2.63	2.03	1.79	1.53
EV/EBITDA	7.23	8.05	9.11	8.20	6.60
P/S	5.42	3.71	3.51	2.97	2.31
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目录

1. 塔机租赁龙头，持续扩张、优势不断强化	4
1.1. 国资背景塔机租赁龙头，规模持续扩张	4
1.1.1. 背靠陕西国资委，具备较强融资能力	4
1.1.2. 需求景气阶段持续扩张，塔机规模全球第一	5
1.2. 塔机结构升级，管理能力持续优化	6
1.2.1. 大中型塔机规模90%以上，结构持续升级	6
1.2.2. 结构升级、管理优化，盈利能力持续提升	7
2. 规模扩大、抢占市场，龙头强者恒强	10
2.1. 塔机租赁高景气延续，庞源份额持续提升	10
2.1.1. 2020年公司主动加大市场竞争力度	10
2.1.2. 设备利用率高位，抢占市场利于规模扩张	11
2.1.3. 下游客户新签单持续旺盛，预计租赁需求景气度延续	12
2.2. 塔机租赁、信息化、再制造三位一体	13
2.2.1. 加码信息化运营，强化人员、设备管理	13
2.2.2. 各地再制造基地规划陆续发布	13
3. 装配式建筑渗透率仍低，龙头扩张节奏不受短期因素影响	15
3.1. 装配式建筑渗透率不断提升，大中型塔机需求缺口巨大	15
3.2. 龙头扩产不受短期因素影响	15
3.2.1. 公司装配式建筑塔机不断增加	15
3.2.2. ROIC维持较高水平，资本扩张可持续	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	19
5.1. 天成机械商誉减值	19
5.2. 行业竞争加剧导致租金进一步下滑	19

## 1. 塔机租赁龙头，持续扩张、优势不断强化

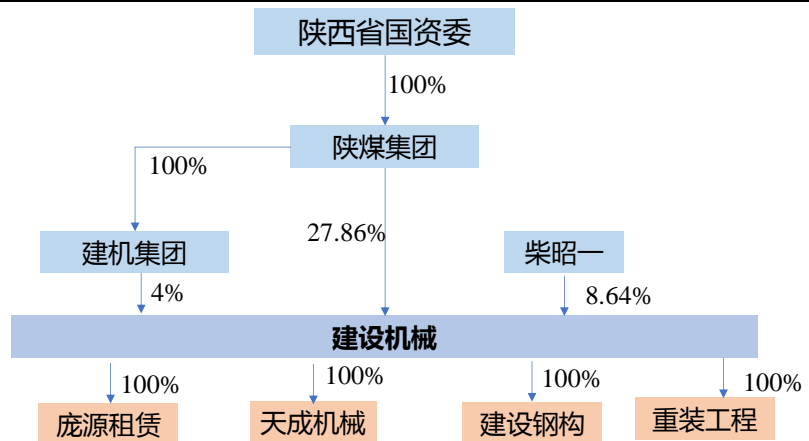
### 1.1. 国资背景塔机租赁龙头，规模持续扩张

#### 1.1.1. 背靠陕西国资委，具备较强融资能力

背靠陕西省国资委，布局工程机械制造和租赁。公司为陕煤集团控股子公司，截至 2020 年底，陕煤集团直接持有公司 27.86% 股份，通过全资子公司建机集团间接持有 4% 股份，为公司控股股东、实际控制人。截至 2021 年 1 月 19 日，公司二股东柴总近期增持后，持有公司 8.64% 股份，柴总目前担任公司副董事长兼任庞源租赁执行董事。

目前公司除本部可生产塔机外，下属子公司包括庞源租赁（塔机租赁）、天成机械（路面机械、塔机等工程机械制造）、建设钢构（建筑钢结构）、重装工程（路面工程），工程机械制造和租赁业务两翼齐飞、相辅相成。

图 1：背靠陕西省国资委，工程机械制造和租赁两翼齐飞

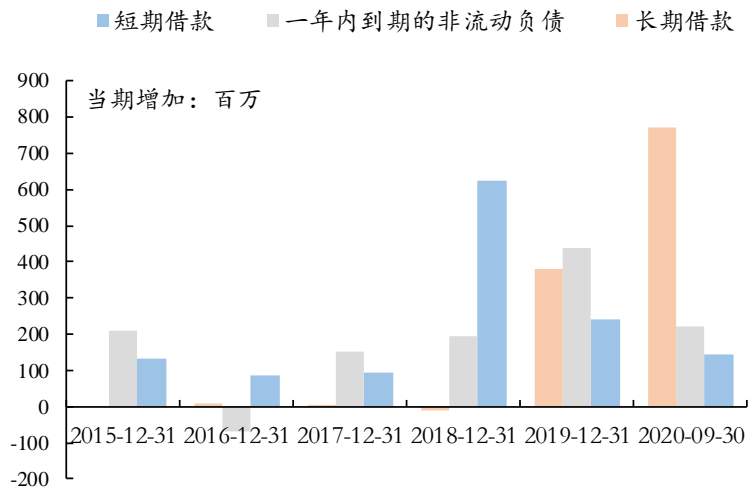


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**收购庞源租赁后，融资显著增加。**2015 年 9 月，公司定增募资 19.05 亿，收购庞源租赁，2015 年 11 月，再次定增募资 6.35 亿向庞源租赁增资，2020 年 4 月公司再次增资募资 15.06 亿，用于庞源租赁扩大设备规模。收购庞源租赁后，公司也加大间接融资规模，特别是 2017 年下游建筑施工需求显著增加，庞源租赁大幅增加设备规模，借助国资平台，融资显著增加。

不考虑设备购置时融资租赁，据我们统计，2018-2020 年前三季度，公司短期+长期借款期间分别增加 8.1 亿、10.6 亿和 11.4 亿。

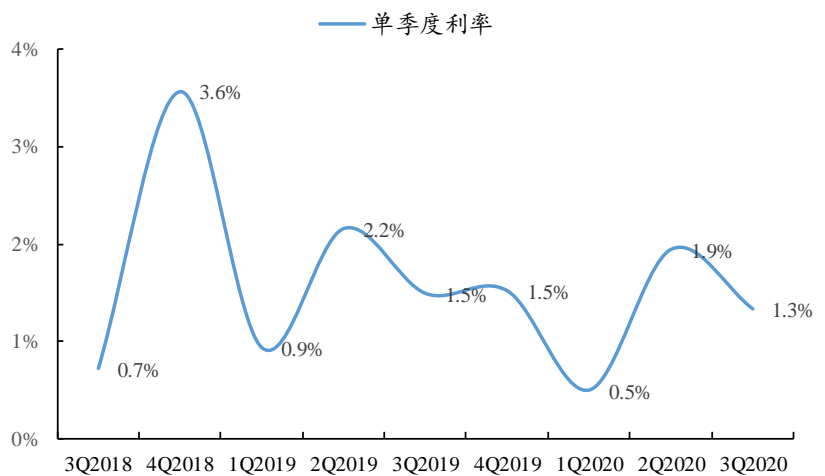
图 2: 2015 年收购庞源租赁后间接融资显著增加



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

借助国资平台, 公司利息成本较低。我们按合并报表口径, 计算公司每季度平均利息成本, 2018-20 年, 公司利息成本不断降低, 年化平均成本 5-6%, 较民营企业有明显优势。

图 3: 公司实际利息成本较低

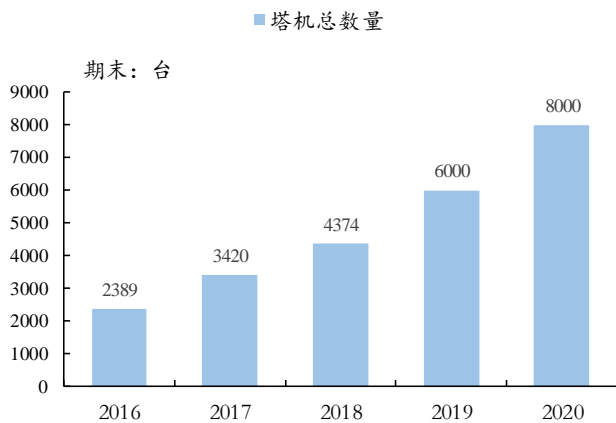


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 计算利息成本时, 分子为利息支出, 有息负债包括短期借款、长期借款、一年内到期非流动负债、长期应付款及其他应付款里的融资租赁负债, 有息负债取季度初末平均值。

### 1.1.2. 需求景气阶段持续扩张, 塔机规模全球第一

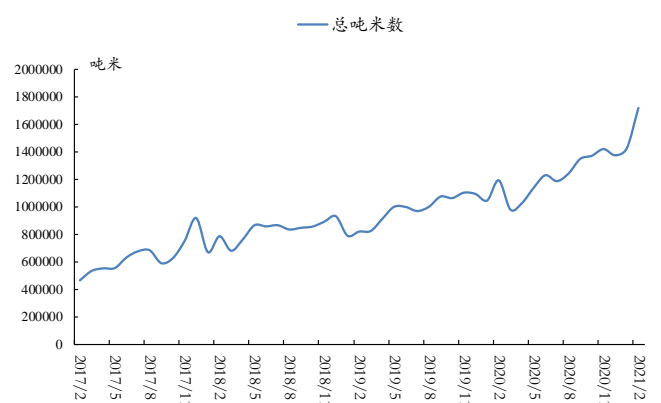
需求景气阶段持续扩张, 塔机规模全球第一。2017 年起, 国内建筑业需求进入较快增长, 公司塔机规模也快速扩张, 根据我们对总吨米数统计以及平均吨米数测算, 我们预计 2020 年底庞源租赁塔机总规模达到 8000 台左右总规模全球第一。

图 4: 公司塔机规模全球第一



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 5: 2020 年底鹿源租赁塔机总吨米数达到 137.47 万吨米



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

鹿源租赁塔机规模及产值超前 2-4 名之和。据达丰设备招股书引用的咨询机构行业报告, 2019 年国内前五大塔机租赁商总收入份额为 4% 左右, 行业集中度较低, 鹿源租赁为绝对龙头, 营收份额 2.7%, 超前 2-4 名之和。2020 年底, 鹿源租赁机队规模达到 8000 台左右, 其余几家头部租赁商还在千台级别。

表 1: 鹿源租赁塔机规模及产值超前 2-4 名之和

排名	公司	身份及背景	收入规模(百万)	市场份额
1	鹿源租赁	成立于 2001 年, 总部位于上海, 国资控股背景, 截至 2020 年底, 机队规模 8000 台左右。	2726	2.7%
2	达丰设备	国内首家外资背景塔机租赁商, 成立于 2007 年, 截至 2019 年底, 机队规模 1000 余台。	705	0.7%
3	紫竹慧	成立于 1999 年, 总部位于北京, 为三板上市公司, 民营背景。	302	0.3%
4	北京正和	成立于 2002 年, 总部位于北京, 民营背景。	246	0.2%
5	北京龙泰	成立于 1996 年, 总部位于北京, 民营背景。	150	0.1%
五大参与者小计			4129	4.0%
总计			101637	100%

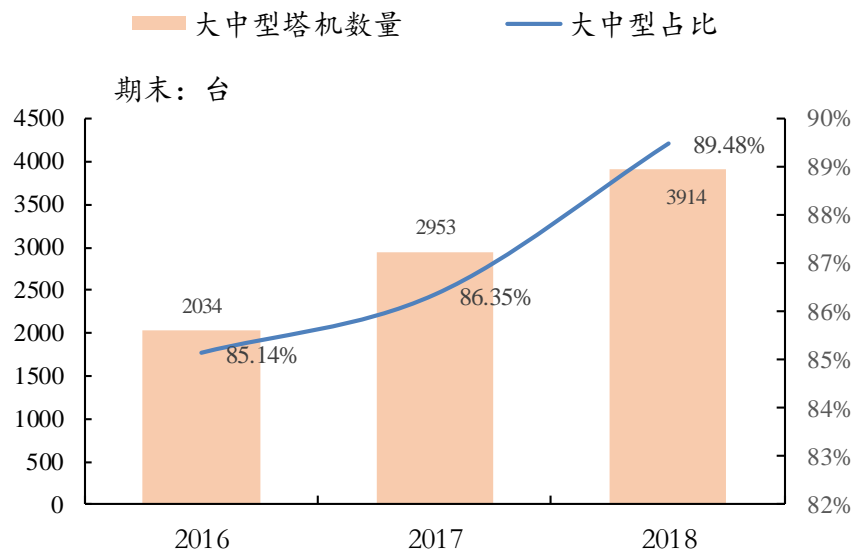
数据来源: 公司公告, 达丰设备招股书, 国泰君安证券研究。

## 1.2. 塔机结构升级, 管理能力持续优化

### 1.2.1. 大中型塔机规模 90% 以上, 结构持续升级

顺应市场需求趋势, 公司不断提高大中型塔机占比。2016-18 年, 鹿源租赁大中型塔机数量快速增长, 数量从 2034 台增加至 3914 台, 占比从 85.14% 提升至 89.48%。近年来随装配式建筑高速发展, 主要需要 100 吨米以上大中型塔机, 例如 7020 型塔机 (200 吨米) 和 6012 型 (100 吨米) 塔机是下游建筑施工方在制定中小型 PC 构建项目吊装方案中需求相对较大的设备类型。

图 6: 2020 年公司大中型塔机占比 90%以上



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2020 年定增募投项目采购 1500 台塔机均为 100 吨米以上。从采购计划看, 募投项目采购的 1500 台塔机均为 100 吨米以上, 其中部分设备由本部以及天成机械供应 (主要以融资租赁形式), 无法供应的型号或产能不足的产品则采取外购形式。

表 2: 2020 年定增募投项目采购 1500 台塔机均为中大型塔机

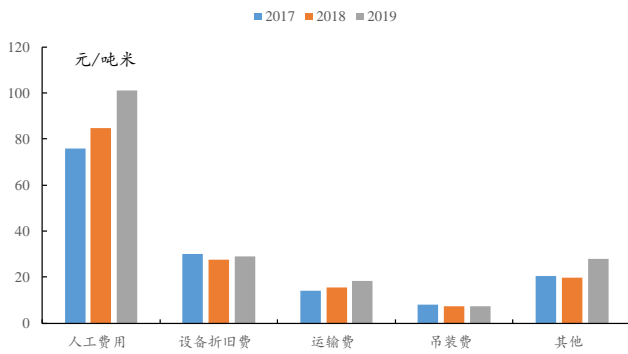
起重能力 (吨米)	规格型号	平均单价 (万元/台)	数量 (台)	合计 (万元)
100-200	6513 或同等规格	63	300	19002
	6012 或同等规格	47	150	7053
	7013 或同等规格	79	100	7850
	6020 或同等规格	49	100	4850
200-400	7020 或同等规格	103	440	45536
	7035 或同等规格	128	150	19128
	7525 或同等规格	117	100	11700
	7527 或同等规格	136	100	13581
400-600	CM550 或同等规格	354	25	8850
	8039 或同等规格	258	25	6450
600 以上	D1100 或同等规格	658	10	6575
合计			1,500	150,575

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 1.2.2. 结构升级、管理优化, 盈利能力持续提升

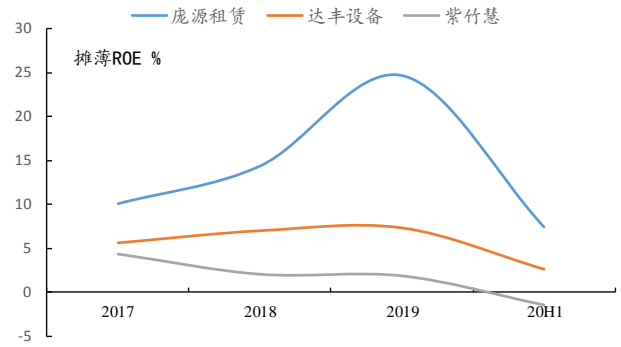
塔机规模全球第一, 盈利能力持续提升。截至 2020 年底, 公司存量塔机预计超过 8000 台, 行业其他企业一般规模最多在千台左右。从盈利能力看, 2017-20 年庞源租赁摊薄 ROE (按庞源租赁净利润及期末净资产计算) 从 13.3% 提升至 24.7%, 远超其他企业。

图 7: 人工成本占塔机租赁营业成本一半左右



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

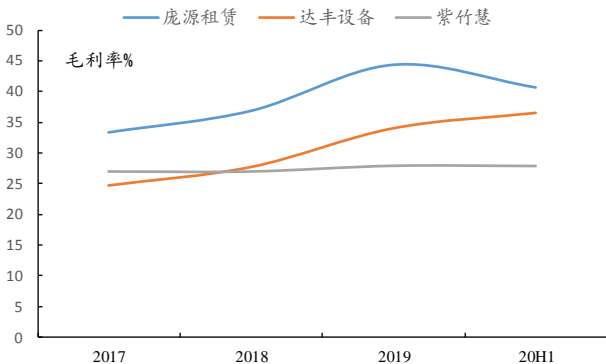
图 8: 2017-20 年公司 ROE 持续提升



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

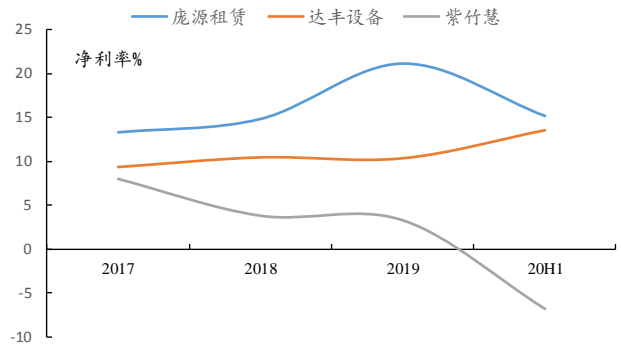
从利润表盈利能力看, 公司毛利率和净利率指标也好于行业。2017-19 年公司租赁业务毛利率从 33.4% 提升至 44.4%, 2020 年上半年 40.7%; 鹿源租赁净利率由 2017 年的 13.3% 提升至 2019 年的 21.1%, 2020 年上半年 15.2%, 保持较高水平。

图 9: 公司毛利率显著超越对手



数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2020 年部分企业出现亏损, 公司净利率维持较高水平

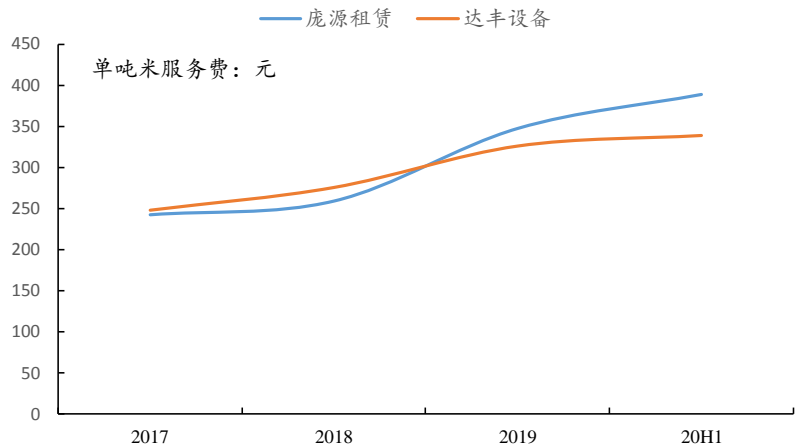


数据来源: 公司公告, Wind, 国泰君安证券研究。注: 达丰设备会计时期划分与鹿源租赁、紫竹慧不同, 为 2018-3-31、2019-3-31、2020-3-31 三个会计年度以及 2020-6-30 季度值。

公司单吨米服务费持续提升。根据我们对历年实际使用吨米数及当年确认收入进行测算, 2017-19 年公司单吨米数服务费分别为 242 元、259 元、347 元, 2020 年上半年为 389 元, 除市场整体租金上移, 我们认为塔机结构升级对平均服务费增长也有贡献。



图 11: 2017-20 年公司租赁单吨米服务费持续提升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。注: 达丰设备会计时期划分与鹿源租赁不同。

高吨米数塔机租赁单价相对较高。按照公司公告对 2017 年各型号塔机月租的统计, 我们测算得出 2017 年各型塔机单吨米月租区间为 220-250 元, 一般来说, 同级别内, 吨米数更高塔机租赁单价相对更高。

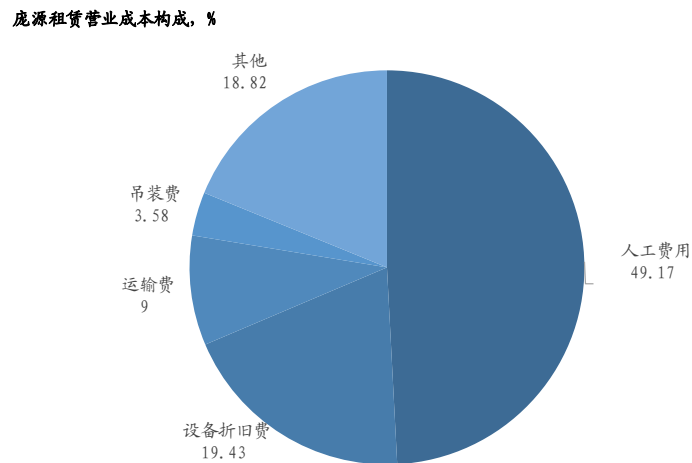
表 3: 大型塔机租赁单价更高, 盈利能力更好

最大起重力矩(吨米)	型号规格	吨米数	月租(元)	月进出场费(元)	每吨米月租	每吨米进出场费
100-200	6012 或同等规格	100	25,044	3,736	250	37
	6020 或同等规格	160	36,362	4,211	227	26
	6513 或同等规格	160	37,699	4,888	236	31
	7013 或同等规格	160	37,843	5,392	237	34
200-400	7020 或同等规格	200	44,667	6,129	223	31
	7035 或同等规格	250	57,102	8,260	228	33
	7525 或同等规格	250	54,854	7,664	219	31
	7527 或同等规格	250	61,398	8,254	246	33
400-600	550 或同等规格	550	134,006	15,200	244	28
	8039 或同等规格	485	117,651	15,057	243	31
600 以上	D1100 或同等规格	1100	251,133	47,224	228	43

数据来源: 公司公告, 中国路面机械网整机平台, 国泰君安证券研究。注: 吨米数为中国路面机械网整机平台典型机型额定吨米数, 月租和月进出场费来自公司公告, 为 2017 年月租和月进出场费以及平均工程周期测算, 月租随市场波动, 鹿源指数可反映其波动, 假设进出场费比较稳定。

同样成本结构下, 中高吨米塔机盈利能力更强。人工成本占塔机租赁运营成本一半左右, 且随着人工工资提升, 2017-19 年单吨米塔机人工成本由 76 元提高至 101 元左右, 而其他成本则基本稳定, 考虑中高吨米塔机单吨米租赁服务费更高, 则中高吨米塔机盈利能力更强。

图 12: 人工费用占塔机租赁营业成本的一半



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2. 规模扩大、抢占市场, 龙头强者恒强

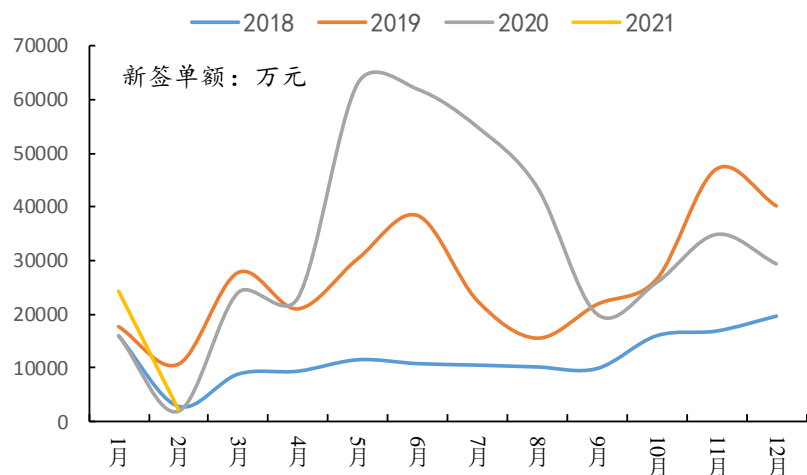
### 2.1. 塔机租赁高景气延续, 庞源份额持续提升

#### 2.1.1. 2020 年公司主动加大市场竞争力度

配合定增完成, 开展接单竞赛抢占复工市场。2020 年 4 月底, 公司考虑到国内疫情逐步得到控制, 复工复产进入高潮, 基建与地产项目增加, 又恰逢公司 15 亿元定增完成, 设备扩张将持续落地, 庞源租赁启动百日接单 20 亿元为核心的劳动竞赛。自 5 月 1 日至 8 月 8 日, 百日接单完成率 109.9%, 其中 23 家考核体系中有 18 家超额完成指标。

根据我们统计, 2020 年在 1-2 月停工 4 周情况下, 全年新接单近 40 亿, 同比增长 24.8%, 在手订单持续增加, 截至 2020 年中报期末, 庞源租赁在手合同延续产值 23.2 亿, 同比增长 40.8%, 为 2021-22 年业绩打好基础。

图 13: 2020 年庞源租赁“百日接单”大赛超额完成订单目标

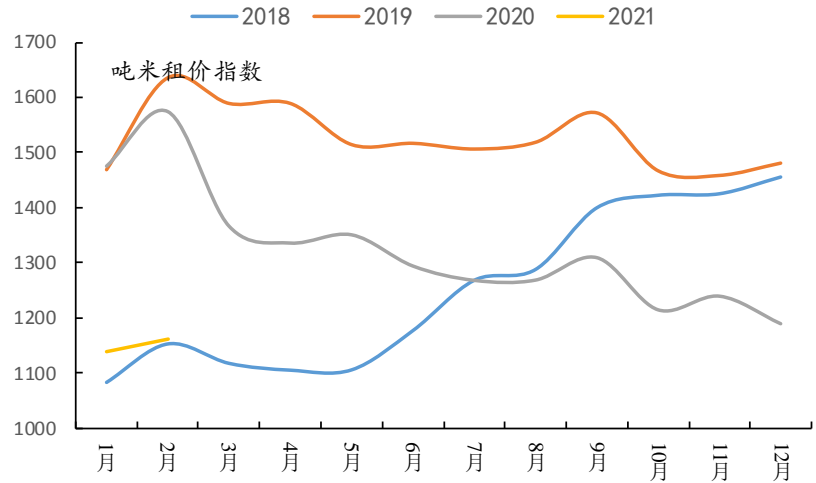


数据来源: 庞源租赁官网, 国泰君安证券研究

需求回升后租金有望回归历史均值水平。2018 年下半年塔机租金开始大

幅上扬，主因装配式建筑兴起对中大吨位塔机需求增加，而塔机制造商产能不足，2019 年租金即开始理性回归，2020 年庞源租赁启动百日接单竞赛后，租金价格加速下行，2020 年底庞源指数跌至 1204 点，较年初跌去 370 余点，全年平均看较 2019 年下跌 13% 左右，2021 年 3 月 5 日当周庞源指数均值 1246，较年初环比逐步回升。

**图 14: 塔机租金价格逐步回归，2020 年超额接单下租金反应过度**

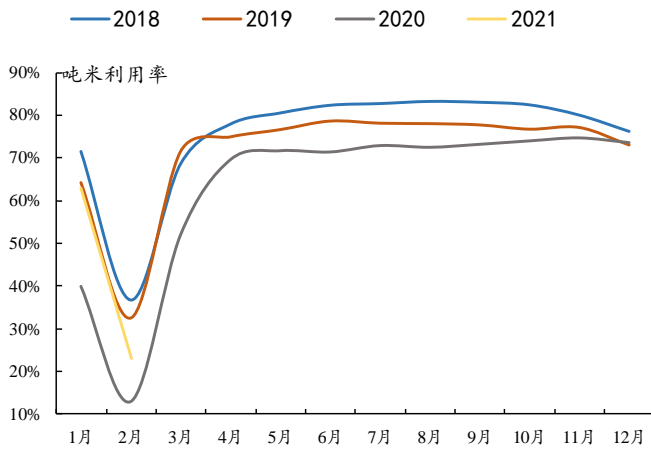


数据来源：庞源租赁官网，国泰君安证券研究

**2.1.2. 设备利用率高位，抢占市场利于规模扩张**

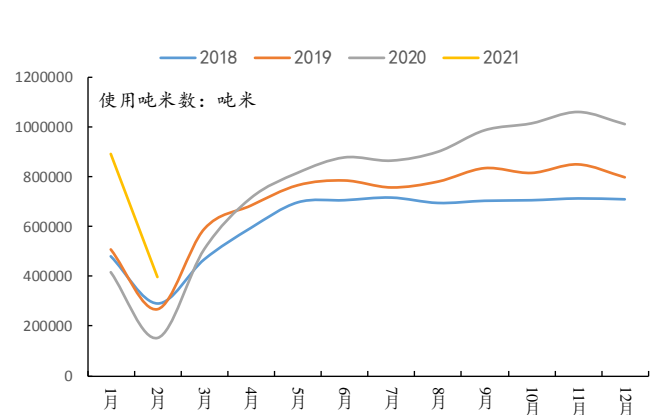
**公司塔机利用率持续高位，实际使用吨米数增长较快。**2017-19 年，庞源租赁塔机平均利用率分别为 71.7%、76.1%和 72.3%，2020 年复工复产后，单月利用率基本保持在 71% 以上，且逐月走高。从实际使用吨米数看，2020 年使用吨米数为 933 万（由于租金按月租计算，因此全年累计吨米数按月累加），同比增长 10.7%。

**图 15: 塔机利用率保持较高水平**



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**图 16: 实际使用吨米数增长较快**



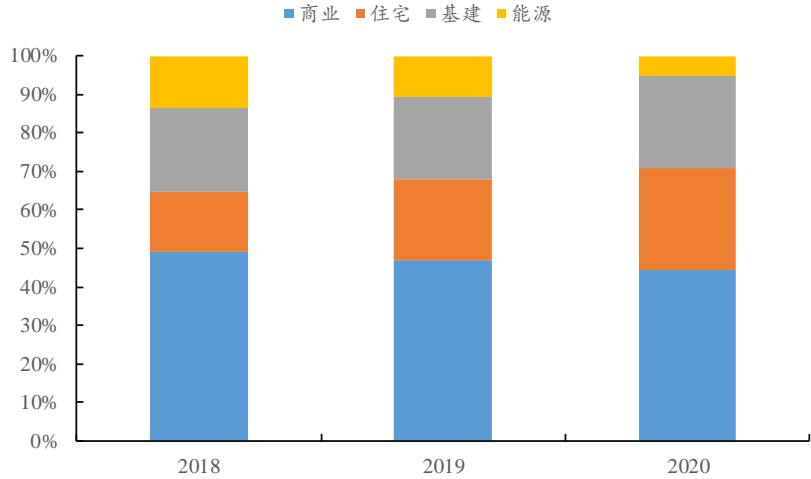
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

下游需求景气阶段，公司扩大规模并开展接单抢占市场，有利于持续提高市场份额，巩固市场地位和竞争优势。

**2.1.3. 下游客户新签单持续旺盛，预计租赁需求景气度延续**

塔机租赁下游应用以地产、基建为主。从达丰设备招股书看，塔机租赁下游以地产（包括商业和住宅）以及基建（主要为路桥）为主，2020年地产占比70%左右，基建占比25%，能源占比5%。

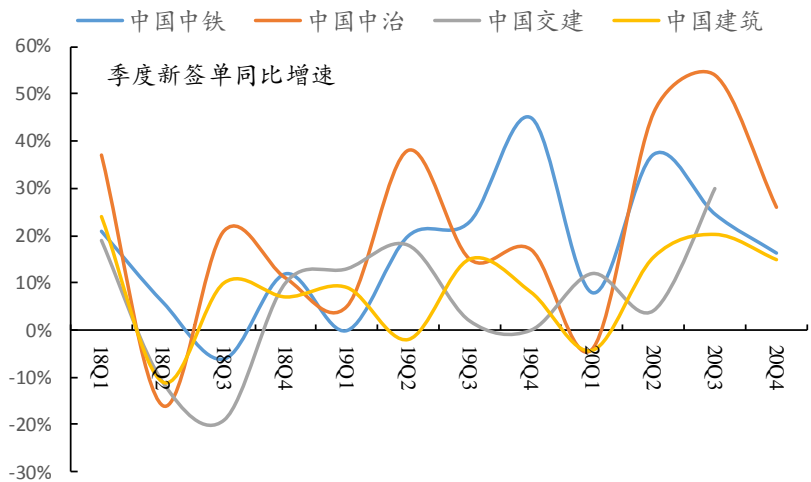
**图 17：塔机租赁下游应用以地产、基建为主**



数据来源：达丰设备招股书，国泰君安证券研究

下游大客户订单持续较快增长，塔机租赁需求高景气延续。据公司公告，2016年至2018年，公司各年的第一大客户均为中国建筑，公司对中国建筑的销售金额占各年销售总额比例分别为34.09%、33.77%和44.09%，其余较大的客户也多为中字头，包括中交、中铁、中冶等。根据我们统计，2020年各季度中建、中交、中铁、中冶新签单季度增速均保持在较高水平，以中建为例，20Q1-Q4各季度新签单增速分别为-4%、15%、20%、15%，保障塔机租赁需求高景气延续。

**图 18：下游大客户订单持续较快增长**



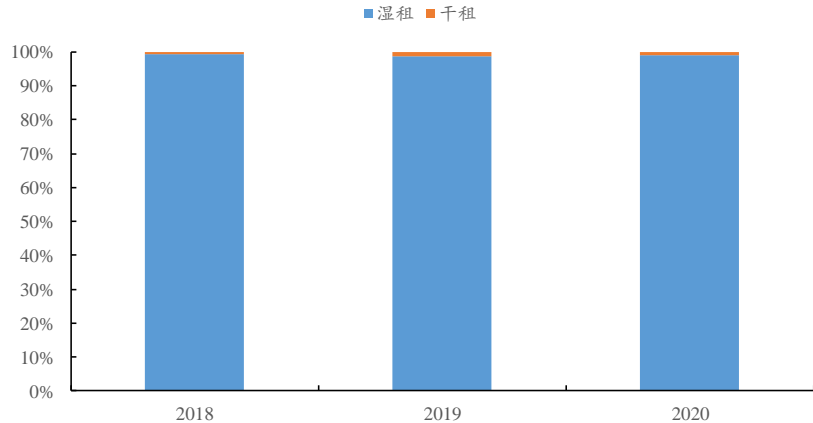
数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

## 2.2. 塔机租赁、信息化、再制造三位一体

### 2.2.1. 加码信息化运营，强化人员、设备管理

塔机租赁以湿租模式为主。设备湿租指租赁商除提供设备，还需要提供相应操作、维护人员，包括设备进出场、安装拆除等均由租赁商提供，即设备租赁商需提供吊装整体解决方案，根据达丰设备招股书，其营收中设备湿租占比达到 99%。

图 19: 塔机租赁以湿租为主



数据来源：达丰设备招股书，国泰君安证券研究

近年来庞源租赁人员及设备规模持续快速扩张。截至 2019 年底，庞源租赁管理人员 3000 人左右，据我们调研，2020 年底庞源租赁员工 1.2 万余人，除管理人员外，塔机操作人员基本为外包。设备方面，据庞源租赁官网介绍，2016 年 4 月 20 日起，从 2000 台到 3000 台用时 14 个月，达到 4000 台用时 13 个月，达到 5000 台用时 9 个月，达到 6000 台用时 7 个月，2020 年虽受疫情影响，但在 7 个月内突破 7000 台，2020 年底突破 8000 台。

**加码信息化，提高人员、设备管理能力，维持较高周转率。**塔机租赁业务模式要求租赁商具备较高人员、设备调配能力，庞源资产规模不断扩张、管理难度不断增加，2020 年 3 月，公司上线庞源在线 1.0 系统，实现全部主机与部件芯片身份识别、资产调拨扫码交接的全覆盖、全方位的线上动态管理，也标志着公司设备管理已经初步实现物联网搭建和大数据系统管理，倒逼公司资产管理水平提高。

### 2.2.2. 各地再制造基地规划陆续发布

截至 2020 年底，庞源在国内塔机租赁市场份额不足 4%，按照长期发展目标，每年需要新增大量设备采购，考虑到塔机设备转场维护和发运，物流成本最低的经济运输半径在 500 公里以内，此外塔机租赁与生产属于特种设备行业，多种因素决定在全国各地中心城市和经济发达地区设点布局，建设维护保养与生产再制造基地。

**预计 2021-25 年塔机保有量基本稳定。**2007-17 年国内塔机共新增 38.67 万台，考虑到 2007 年底国内保有的 12.5 万台塔机到 2017 年底基本面临报废，预计 2018 年底国内塔机保有量在 40 万台左右。根据公司公告，庞源租赁预计 2021-25 年塔机保有量基本稳定，未来国内塔机销量与报

废量相当,每年新增塔机数量在3万台左右,报废塔机数量保持在2.5-2.7万台。

一般塔机新机在使用寿命期间需要做2次再制造,第一次在使用6-7年后,第二次为使用13年后,一次再制造预计有10%左右报废退出,二次再制造预计有50%报废退出。根据庞源测算,2021-25年国内再制造塔机需求将从3万台左右增加至5.5万台左右。

2020年,公司加快广州、海口、乌鲁木齐、绍兴、常熟、雄安、贵阳、河南、成都等地区的维修再制造服务基地建设,确保后勤保障能力的同时,有序推进租赁与保障的市场细分经营模式。截至目前,庞源租赁(不含子公司)已规划湖南株洲、河北文安县、湖北武汉、海南海口、四川成都等地的再制造基地,合计再制造能力达到1940台/年,项目建设期2年,预计第三年投产,第五年达产。

**表 4: 公司目前已规划多个再制造生产基地**

实施主体	地点	投资额 (亿)	生产能 力(台)	再制造能 力(台)	塔机租赁 能力(台)
庞源租赁	湖南株洲高新区	5.96		240	300
	河北文安县经开区	10		500	500
	湖北武汉黄陂区	10		500	500
	海南海口澄迈县老城经开区	2.87		200	130
	四川成都金堂工业区	10		500	500
苏州庞源	常熟虞山高新区	4.5	700	700	
广东庞源	广州市花都区	1.7		500	
新疆庞源	乌鲁木齐市屯河区	1.5		500	

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

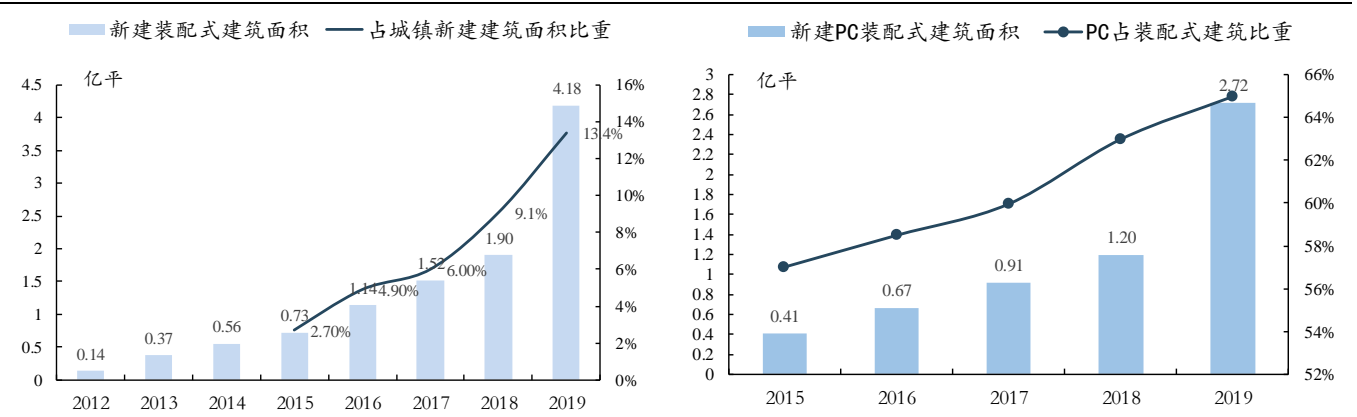
公司未来将围绕塔机租赁,一方面实现信息化管理,另一方面实现再制造自给能力,并可为行业提供再制造服务,贡献增量收入。

### 3. 装配式建筑渗透率仍低，龙头扩张节奏不受短期因素影响

**3.1. 装配式建筑渗透率不断提升，大中型塔机需求缺口巨大**  
 装配式建筑渗透率空间仍较大。据住建部规划，国内装配式建筑占新建建筑面积比重在 2020 年超过 15%，2026 年达到 30% 以上，即使不考虑新建建筑面积自身增长，年化增速仍达到 12% 以上。考虑到 PC 装配式建筑是主流方式，且比重不断提升，预计 2021-26 年 PC 装配式建筑年化增速在 15% 以上，带动大中型塔机租赁需求。

图 20: 装配式建筑占比仍较低

图 21: PC 式装配式建筑占比不断提升



数据来源: 公司公告, 住建部, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告, 住建部, 国泰君安证券研究

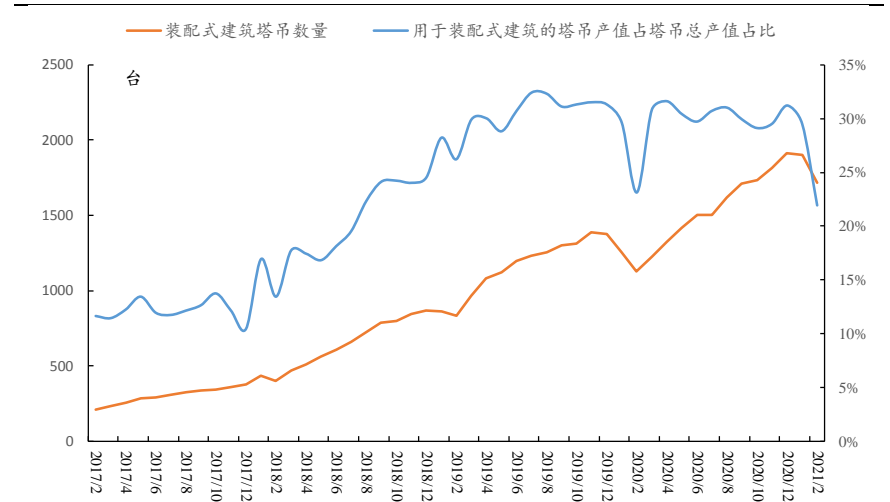
根据我们测算, 2026 年装配式建筑施工需求对应大中型塔机需求约 9.21 万台。根据达丰设备招股书引用的咨询报告, 截至 2020 年底, 中国约有 2 万台左右适用于装配式建筑的中大型塔机, 到 2023 年, 中大型塔机的需求缺口预计在 7 万台以上, 100 吨米以上中大型塔机需求将快速增加。

### 3.2. 龙头扩产不受短期因素影响

#### 3.2.1. 公司装配式建筑塔机不断增加

庞源租赁用于装配式建筑塔机保有量及占比不断提升。2020 年底, 庞源用于装配式建筑塔机保有量 1914 台, 较 2019 年底增加 541 台, 装配式建筑塔吊产值占整体塔机比重达到 31.2%。2020 年用于装配式建筑塔机占比比较平稳主因基建需求占比提升, 而装配式建筑经过 2019 年高速发展, 增速有所放缓, 十四五期间装配式建筑预计将延续较快增长。

图 22: 用于装配式建筑塔机数量持续增加



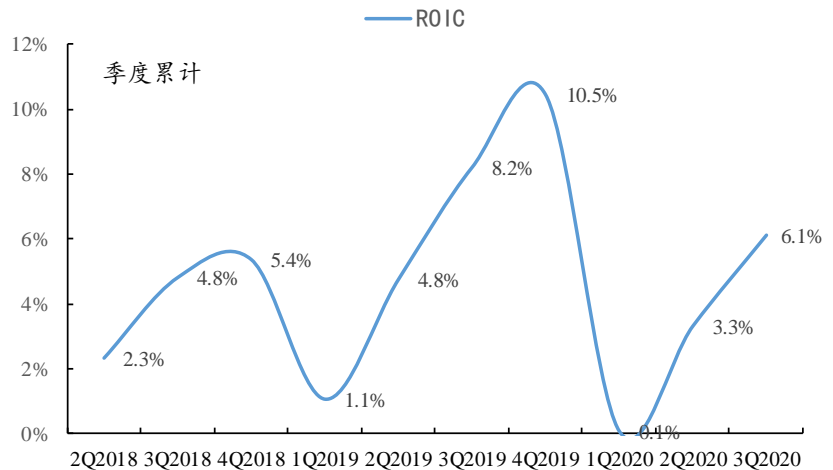
数据来源: 庞源租赁官网, 国泰君安证券研究

3.2.2. ROIC 维持较高水平, 资本扩张可持续

根据公司 2019 年报, 公司在设备采购方面, 基于在手合同延续产值和对未来市场形势的良好判断, 并依托公司非公开发行项目募集资金支持, 适度保持塔机设备采购规模, 进一步提升企业经营效益。

ROIC 维持较高水平, 资本扩张可持续。2019 年公司 ROIC 10.5%, 2020 年前三季度为 6.1%, 根据我们此前测算, 公司有息负债成本在 5-6%, 即使考虑 7-8% 的股权要求回报率, WACC 在 6-7% 左右, 低于当前 ROIC 水平, 公司资本扩张可持续。

图 23: 公司 ROIC 维持较高水平, 资本扩张可持续



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



## 4. 盈利预测与估值

### 核心假设

#### 一、租赁业务

**估算依据：**租赁业务收入主要受三个变量影响，塔机总吨米数、利用率以及服务费，服务费又分为租金和进出场费。服务费按月进行确认，而量的角度看，基于庞源租赁官网每月公布的吨米数及吨米利用率，可计算出每月实际使用的吨米数；但从价的角度看，庞源租赁每周公布的价格指数为新签单指数，从签单到收入确认往往有几个月的时滞，因此价格需要我们估算。

此外，我们认为进出场费随人力成本提升逐年提升，而租金价格则随市场供需发生波动。

**核心假设：**量的方面，基于公司规模扩张、新签单增长、下游需求景气度的判断，我们认为 2021-22 年实际使用吨米数保持较快增长，给予每年 30% 的增速；价格方面，基于 2020 年庞源指数同比下滑 13% 左右，我们预计 2021 年平均租金下滑 10%，2022 年谨慎假设与 2021 年持平。毛利率方面，由于 2021 年租金下滑，我们认为毛利率将有所降低，2022 年随规模提升则有所回升，预计 2021-22 年毛利率分别为 41.5% 和 42%。

整体上，预计 2021-22 年租赁业务营收分别为 42.0 亿、54.7 亿，增长 18.5%、30.4%，毛利率分别为 41.5% 和 42%。

#### 二、钢结构产品

受益钢结构装配式建筑景气，我们预计 2021-22 年钢结构产品增速较好，给予 2021-22 年 20%、20% 的增速，但考虑到钢价上涨，预计毛利率将在较低水平徘徊。

#### 三、设备外销

公司塔机制造主要由本部和天成机械经营，考虑到庞源租赁需要的塔机设备较多，部分型号无法充足供应需要外购，能够外销的产品占比不多，考虑下游需求较好，给予 2021-22 年 5%、5% 左右稳健增长，毛利率维持稳定。

#### 四、路面工程

路面工程主要由子公司重装工程经营，2019-20 年路面工程保持较快增长，主要得益于重装工程由单纯提供路面机械租赁向路面工程外包延伸。我们预计 2021-22 年重装工程营收增速分别为 20%、20%，毛利率保持稳定。

公司已发布 2020 年业绩快报，2020 年营收 40.2 亿，增长 23.6%。整体上，我们预计 2021-22 年公司营收分别为 47.5 亿、61.1 亿，增长 18.1%、28.7%，毛利率分别为 38.0%、38.7%。

**表 5: 盈利预测表**

百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	2,227.3	3,251.5	4,020.1	4,749.0	6,110.1
growth	21.8%	46.0%	23.6%	18.1%	28.7%
成本	1,481.9	1,938.9	2,442.7	2,945.8	3,742.8
毛利	745.4	1,312.6	1,577.4	1,803.1	2,367.2
毛利率(%)	33.47	40.37	39.24	37.97	38.74
净利润	163.8	505.5	568.9	813.5	1,141.3
净利率(%)	7.35	15.55	14.15	17.13	18.68
<b>建筑及施工机械租赁</b>	<b>86.2%</b>	<b>87.9%</b>	<b>88.1%</b>	<b>88.4%</b>	<b>89.6%</b>
收入	1,920.7	2,856.7	3,542.1	4,198.9	5,474.3
growth	44.7%	48.7%	24.0%	18.5%	30.4%
成本	1,212.4	1,588.9	2,019.0	2,456.4	3,175.1
毛利	708.3	1,267.8	1,523.1	1,742.5	2,299.2
毛利率(%)	36.88	44.38	43.00	41.50	42.00
使用吨米数: 万	749	843	933	1,213.2	1,577.2
growth	38.4%	12.6%	10.7%	30.0%	30.0%
<b>租金</b>	<b>87.2%</b>	<b>90.2%</b>	<b>90.8%</b>	<b>89.6%</b>	<b>89.3%</b>
收入	1,690.3	2,640.5	3,215.5	3,762.1	4,890.8
单价	225.8	313.2	344.6	310.1	310.1
单价同比	7.5%	38.7%	10.0%	-10.0%	0.0%
<b>进出场费</b>	<b>12.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.7%</b>
收入	247.0	286.6	326.6	436.8	583.5
单价	33.0	34.0	35.0	36.0	37.0
<b>钢结构产品</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>
收入	90.5	87.3	103.2	123.8	148.5
growth	2.1%	-3.5%	18.2%	20.0%	20.0%
成本	82.4	84.4	100.1	120.1	144.1
毛利	8.1	2.9	3.1	3.7	4.5
毛利率(%)	8.95	3.29	3.00	3.00	3.00
<b>筑路设备及起重机械外销</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.1%</b>
收入	155.2	145.7	116.6	122.4	128.5
growth	-58.4%	-6.1%	-20.0%	5.0%	5.0%
成本	130.8	121.8	93.2	97.9	102.8
毛利	24.4	23.9	23.3	24.5	25.7
毛利率(%)	15.72	16.40	20.00	20.00	20.00
<b>路面工程</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.8%</b>	<b>5.4%</b>
收入	44.3	91.3	228.3	273.9	328.7
growth	11.9%	106.1%	150.0%	20.0%	20.0%
成本	42.8	82.0	205.4	246.5	295.8
毛利	1.5	9.3	22.8	27.4	32.9
毛利率(%)	3.33	10.24	10.00	10.00	10.00

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

据 2020 年业绩快报, 2020 年公司实现归母净利润 5.69 亿, 增长 12.5%, 净利率 14.2%, 同比下滑 1.4pct, 主要原因是应收账款规模扩大带来信用减值计提加大。我们认为 2021-22 年规模效应下公司费用率将持续降

低,盈利能力有望提升,预计 2021-22 年归母净利润分别为 8.14 亿、11.41 亿,对应 EPS 分别为 0.84、1.18 元。

公司主要竞争对手均未在 A 股上市,因此我们选取建筑机械制造商中联重科,钢结构建筑商鸿路钢构、精工钢构作为可比公司进行估值。

**PE 法估值:** 可比公司 2021 年 PE 均值为 17.4 倍,基于公司资本扩张带来的盈利增长确定性更强,基于高于行业估值,给予 2021 年 20 倍 PE,对应合理股价 16.80 元。

**PB 法估值:** 基于行业均值,考虑公司 ROE 水平较高,给予公司 3.3 倍 PB,对应合理股价 19.23 元。

综合考虑 PE/PB 估值,取两者合理股价均值,我们给予目标价 18 元,对应 2021 年 21.43 倍 PE,首次覆盖,给予增持评级。

表 6: 可比公司估值

代码	简称	市值(亿)	净利润预测(亿)			PE			PB
			2021-3-5	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	
000157.SZ	中联重科	1,107	73.1	88.4	96.4	15.2	12.5	11.5	2.4
002541.SZ	鸿路钢构	261	8.0	10.3	13.3	32.8	25.4	19.6	4.9
600496.SH	精工钢构	109	6.5	7.6	9.3	16.7	14.4	11.8	1.6
	均值					21.6	17.4	14.3	3.0
600984.SH	建设机械	141	5.7	8.1	11.4	25.0	17.3	12.4	2.5

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究。注: 中联重科盈利预测来自国泰君安证券, 鸿路钢构、精工钢构来自 Wind 一致预期, PB 基于 2020-9-30 期末净资产计算。

## 5. 风险提示

### 5.1. 天成机械商誉减值

截至 2020 年三季度末,公司商誉账面价值 4.37 亿,其中天成机械 2.19 亿,2020 年上半年天成机械亏损 3200 万,若公司预期天成机械短期无法扭亏或亏损继续扩大,则可能需要计提商誉减值,拖累整体业绩。

### 5.2. 行业竞争加剧导致租金进一步下滑

公司塔机规模持续扩张,考虑到目前行业参与者未发生普遍亏损,若竞争加剧,则租金进一步下滑可能影响公司盈利能力。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		