



2019-10-13

公司深度报告

买入/维持

建设机械(600984)

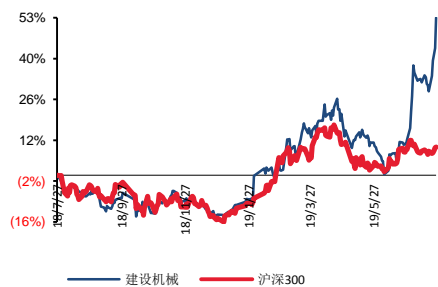
目标价: 12.24

昨收盘: 9.7

工业 资本货物

## 塔机租赁龙头量价齐升, 强者恒强成长空间广阔

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	828/700
总市值/流通(百万元)	8,030/6,795
12个月最高/最低(元)	9.70/5.03

#### 相关研究报告:

建设机械(600984)《量价齐升增厚业绩, 稳健经营质量优秀》  
—2019/08/28

建设机械(600984)《2019H1 超预期增长, 塔机租赁龙头将迎量价齐升》  
—2019/07/27

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

### 报告摘要

**资产减值风险逐步下降, 实控人增持彰显信心。**2016-2018 年公司发生过大额资产减值, 致使业绩承压, 主要系商誉及坏账准备减值。2018 年年报显示, 天成机械账面商誉剩余 7547 万元; 坏账准备方面, 2017、2018 年公司对应收账款分笔进行了高比例的单独计提, 风险大幅出清, 剩余应收账款均为按账龄计提部分, 我们预计资产减值风险下降。2018/7/3-2019/1/2 间, 陕煤集团通过集中竞价累计增持 6591 万股, 占总股本的 7.96%, 增持金额约 3.46 亿元, 展现其对于公司未来持续稳定发展的坚定决心。同时公司拟进行非公开发行, 控股股东承诺认购不低于非公开发行股票总数的 20%。

**塔机租赁供不应求, 将迎量价齐升。**租赁价格由存量市场上塔机保有量及房地产施工量决定, (1) 塔机在 2015-2018 年间销量极低, 而行业客观每年存在一定的淘汰量, 连续几年销量骤减使得塔机的社会保有量开始下降。(2) 需求方面, 房地产施工面积保持稳定上升态势, 由此形成塔机租赁供不应求剪刀差, 租赁价格快速上升。同时装配式建筑快速兴起, 大塔吊供不应求情况更为明显, 庞源作为龙头厂商, 存量设备多为高吨米设备, 显著受益租金价格上涨。

**工程机械租赁龙头厂商, 长期成长空间广阔。**塔吊租赁行业为经营租赁+湿租模式, 对企业的设备管理、人员管理、客户服务等能力提出很高要求。同行竞争对手包括紫竹慧和正和租赁, 两家的塔机保有量分别为 1000 多和 400 多台, 庞源租赁截至 18 年底 4271 的保有量已遥遥领先。未来看, 企业的 ROE 是决定其是否有能力持续进行设备采购的核心因素, 庞源租赁 16-18 年 ROE 分别达到 7%、10%和 13%, 对比紫竹慧则分别为 6%、4%和 2%; 可见与同行相比, 庞源拥有更强的扩张动力和能力。目前庞源全国市场份额不到 3%, 未来成长空间广阔。

**盈利预测与投资建议:**我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.86 亿元、8.45 亿元和 11.07 亿元, 对应 PE 分别为 14 倍、10 倍和 7 倍, 给予“买入”评级, 6 个月目标价 12.24 元。

**风险提示:**资产减值风险, 塔机租赁竞争恶化, 装配式建筑推进不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2227.30	2967.11	3844.64	5328.68
(+/-%)	21.77%	33.22%	29.58%	38.60%
净利润(百万元)	153.26	585.66	844.95	1107.27
(+/-%)	571.94%	282.13%	44.27%	31.05%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.71	1.02	1.34
市盈率(PE)	53	14	10	7

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

1. 建设机械公司简介.....	5
1.1 路面老牌优质厂商，塔机产业链整合.....	5
1.2 股权结构：背靠陕西国资委，实控人增持彰显信心.....	6
1.3 财务分析：庞源租赁高速增长，资产减值拖累合并业绩.....	7
2. 短期：塔机租赁供不应求，龙头将迎量价齐升.....	8
2.1 塔机供应：后四万亿时代销量骤减，保有量下降.....	8
2.2 塔机需求：房产竣工周期拉长，施工需求快速上升.....	9
2.3 供需分析：塔机租赁供不应求，价格将持续高位.....	11
3. 长期：工程机械租赁龙头厂商，成长空间广阔.....	12
3.1 塔机租赁市场平稳增长，2018 年规模约 740 亿元.....	12
3.2 装配式建筑兴起，推动应用升级.....	12
3.3 业务模式：庞源主要为经营租赁+湿租.....	13
3.4 竞争格局：龙头租赁厂商，未来将强者恒强.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	18
4.1 收入分拆.....	18
4.2 盈利预测与投资建议.....	18
5. 风险提示.....	18

## 图表目录

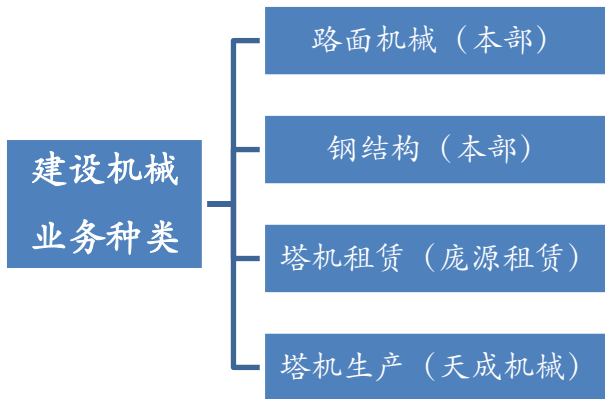
图表 1: 公司业务种类 .....	5
图表 2: 公司发展历史 .....	5
图表 3: 股权结构 .....	6
图表 4: 子公司情况 .....	6
图表 5: 公司收入 (亿元) 及增速 .....	7
图表 6: 公司归母净利润 (亿元) 情况 .....	7
图表 7: 公司分业务收入情况 .....	7
图表 8: 公司分业务毛利率情况 .....	7
图表 9: 公司资产减值损失 (万元) 情况 .....	8
图表 10: 塔机销量 (万台): 后四万亿时代暴跌 .....	8
图表 11: 塔机供应 (万台): 2015 年后开始下降 .....	8
图表 12: 中联起重机械收入及增速 .....	9
图表 13: 中联起重机械毛利率情况 .....	9
图表 14: 塔机施工图 .....	10
图表 15: 房屋施工面积加速增长 .....	10
图表 16: 新开工面积下降影响分析 .....	10
图表 17: 塔机销量与新开工面积相关度很高 .....	10
图表 18: 塔机租赁供需分析: 供不应求局面已成 .....	11
图表 19: 庞源租赁新签单价格指数 .....	11
图表 20: 塔机租赁供求系数 .....	11
图表 21: 截至 2018 年底, 塔吊租赁市场规模约 740 亿元 .....	12
图表 22: 混凝土预制件吊装过程 .....	13
图表 23: 租赁模式分类 .....	14
图表 24: 庞源租赁营业成本构成 .....	14
图表 25: 塔机租赁单机核算 .....	15
图表 26: 庞源租赁历年收入 (亿元) .....	16
图表 27: 庞源租赁历年净利润 (亿元) .....	16
图表 28: 庞源租赁、紫竹慧 ROE 对比 .....	17
图表 29: 社会融资成本现状 .....	17
图表 30: 建设机械收入分拆表 .....	18

## 1. 建设机械公司简介

### 1.1 路面老牌优质厂商，塔机产业链整合

建设机械 2001 年由陕西省人民政府和经济贸易委员会批准、建机集团实施债转股后改制设立的股份有限公司，本部主营业务为（1）路面工程机械产品（包括摊铺机、铣刨机等）的研制、开发、制造与销售；（2）大型非标钢结构制作业务等；行业规模有限、领域单一、需求波动大。2015 年公司通过发行股份方式分别购买了庞源租赁 100% 股权及天成机械 100% 股权，庞源租赁主要从事塔机等建筑起重机械的租赁业务，天成机械主要主要从事塔机整机、部件及零配件的研发、生产和销售，一起整合后，建设机械上市公司成为拥有从塔机部件制造到整机销售再到经营租赁的完整产业链，综合实力显著提升。

图表 1：公司业务种类



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 2：公司发展历史

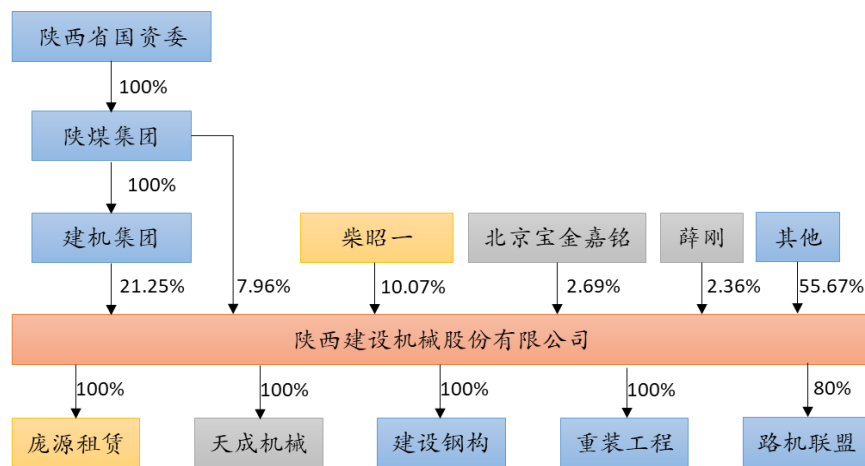
2001年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>经陕西省人民政府批准，陕西建设机械股份有限公司成立</li> </ul>
2007年	<ul style="list-style-type: none"> <li>经陕西省人民政府批准，陕西建设机械（集团）有限责任公司整体划转至陕西煤业化工集团有限责任公司</li> </ul>
2012年7月	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司完成定增1亿募集资金5.23亿元的融资计划</li> </ul>
2015年	<ul style="list-style-type: none"> <li>发行股份收购庞源租赁、天成机械，并募集配套资金实施重大资产重组</li> </ul>
2018年	<ul style="list-style-type: none"> <li>先后完成上海、福建、杭州、南通、南京、安徽、海口等集办公经营、培训服务、维修再制造为一体的基地建设和技改升级。顺利完成吉隆坡、广州、乌鲁木齐、常熟、成都等基地土地购置；</li> <li>公司划转为陕煤集团直管二级单位</li> </ul>

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## 1.2 股权结构：背靠陕西国资委，实控人增持彰显信心

公司控股股东为“建机集团”，实际控制人为“陕煤集团”，由陕西省国资委 100% 控股。公告显示，2018/7/3-2019/1/2 间，陕煤集团通过集中竞价累计增持 6591 万股，占总股本的 7.96%，增持金额约 3.46 亿元（据此算得增持均价 5.25 元/股），展现其对于公司未来持续稳定发展的坚定决心。同时公司拟进行非公开发行，控股股东建机集团承诺认购不低于非公开发行股票总数的 20%。

图表 3：股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

目前公司拥有 4 家全资子公司，分别为鹿源租赁、天成机械、陕西钢构、西安重装；1 家控股子公司，为路机联盟。公告显示，2018 年底公司对鹿源租赁进行增资，方式为债权转股权，增资完成后鹿源租赁注册资本由 6.08 亿元变更为 8.08 亿元；展现公司对鹿源租赁的支持。

图表 4：子公司情况

序号	公司名称	公司持股比例	经营范围	2018年净利润（万元）
1	鹿源租赁	100%	塔机租赁	28,683.67
2	自贡天成机械	100%	塔机生产	-7,647.29
3	陕西建设钢构	100%	建筑钢结构、钢结构工程专业承包	-35.82
4	西安重装工程	100%	道路、建筑工程机械，矿机，金属结构产品等的租赁；工程承包等	-530.29
5	北京路机联盟	80%	销售金属材料、建筑材料、机械设备等	-28.99

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

### 1.3 财务分析：庞源租赁高速增长，资产减值拖累合并业绩

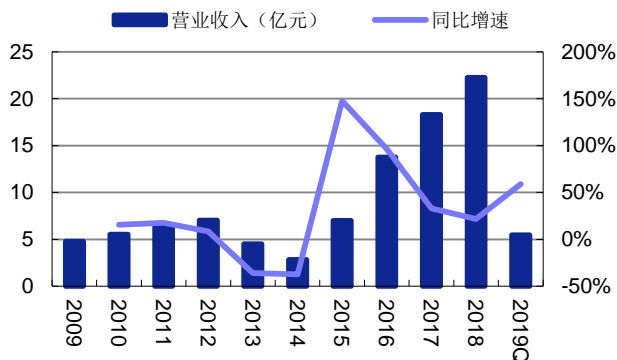
2015 年公司定增收购庞源租赁及天成机械后，收入体量显著提升，且呈现稳步增长态势。分业务看，庞源租赁的“建筑及施工机械租赁”是第一大收入来源，2016-2018 年收入占比分别为 67.3%、64.5%和 71.4%。

业绩端的波动性更大，主要系 2016-2018 年间，公司发生过较为大额的资产减值损失：

(1) **商誉减值**：主要针对子公司天成机械进行计提，根据公告，截至 2018 年底，天成机械已累计计提商誉减值 1.44 亿元，账面商誉余额约 7547 万元，再发生大额资产减值的风险较低；

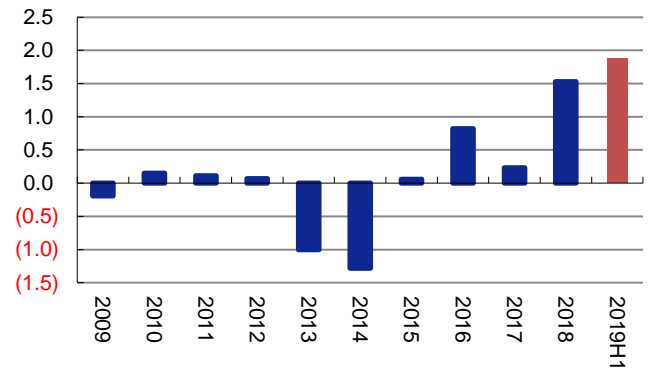
(2) **应收账款减值**：公司在 2017 和 2018 年发生大额坏账损失，对“单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款”以及“单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款”分别进行较大比例计提；根据公告，截至 2018 年底，该两项应收账款余额合计剩余 2.26 亿元，占总额比例仅剩余 10.01%，风险大幅下降。

图表 5：公司收入（亿元）及增速



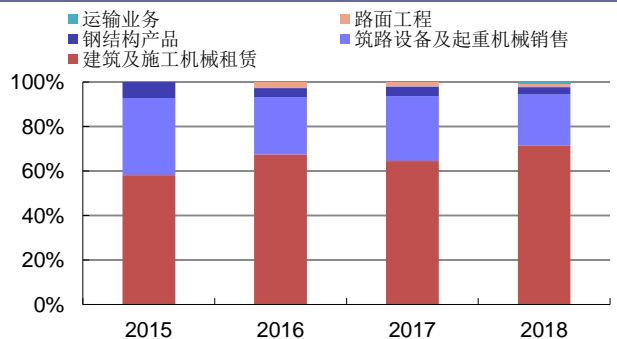
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司归母净利润（亿元）情况



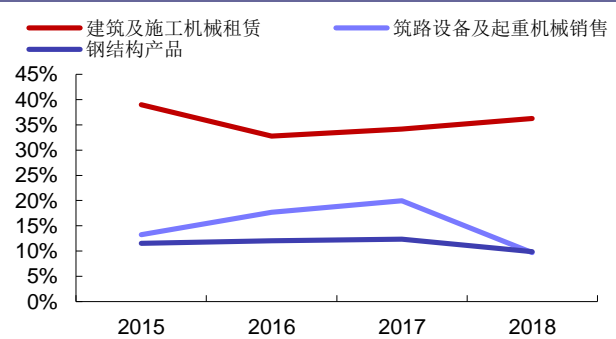
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：公司分业务收入情况



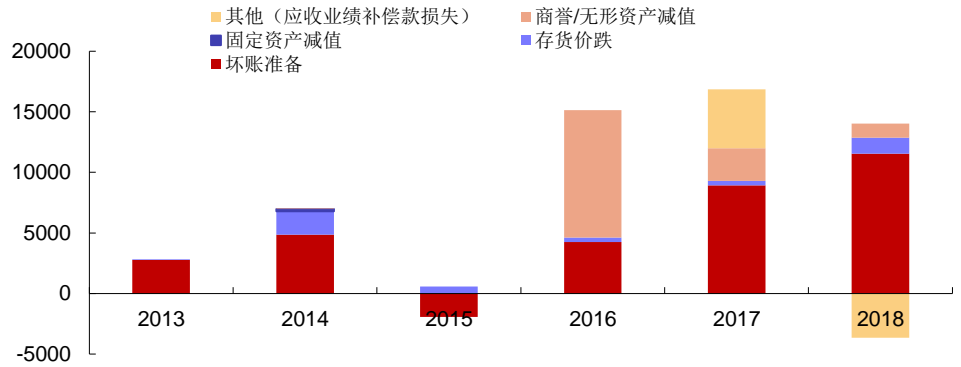
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：公司资产减值损失（万元）情况



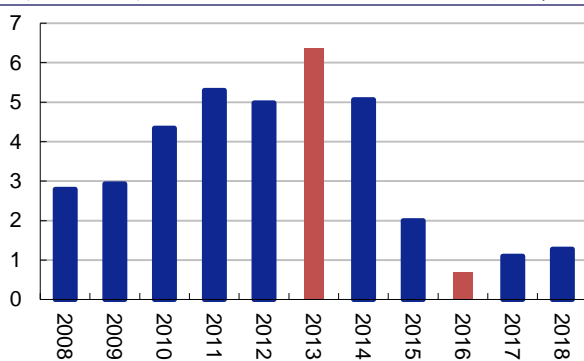
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## 2. 短期：塔机租赁供不应求，龙头将迎量价齐升

### 2.1 塔机供应：后四万亿时代销量骤减，保有量下降

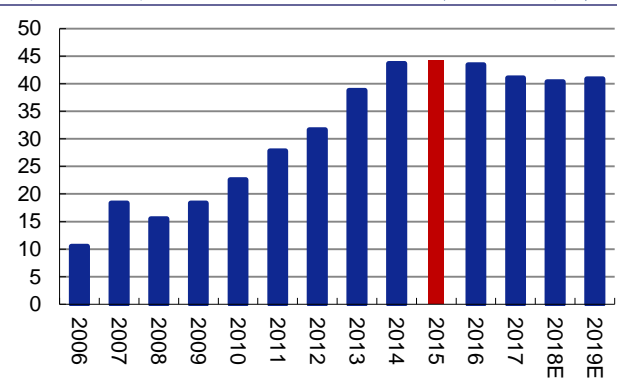
非理性销售透支需求，后四万亿时代销量骤减。根据我们调研反馈，塔式起重机下游应用领域 90% 集中于房地产。2010 年起，在四万亿计划刺激下，房屋新开工面积快速增长，塔机生产和销售进入非理性时代，2010-2014 年间大量零首付、延期付款等激进销售政策推出，高峰时期 2013 年塔机一年销量高达 6.37 万台。而“后四万亿”时代，需求提前被透支，行业销量骤减，最低谷 2016 年销量仅 7000 台。

图表 10：塔机销量（万台）：后四万亿时代暴跌



资料来源：工程机械协会，太平洋研究院整理

图表 11：塔机供应（万台）：2015 年后开始下降



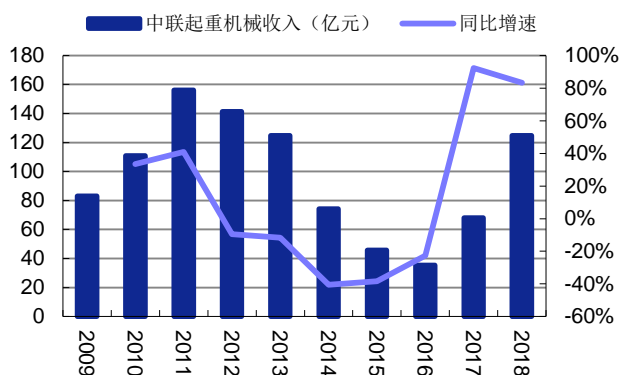
资料来源：工程机械协会，太平洋研究院整理

注：2017 年及以前为协会公布，2018/2019 年为预测数据



盈利下滑，行业去产能。塔式起重机生产端，龙头厂商为中联重科，塔机收入合并入“起重机械”板块中统计。2015-2017年，该业务板块毛利率快速下降，侧面反映塔机生产行业盈利艰难；据我们调研反馈，很多小型、竞争力弱的塔机主机生产商及零配件厂商均被淘汰出局，低谷期行业产能逐步出清。

图表 12：中联起重机械收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：中联起重机械毛利率情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

量变引起质变，塔机保有量下降。连续多年塔机销量骤减，致使塔机保有量自 2015 年开始下降。根据工程机械协会统计，截至 2017 年底，存量塔机保有量为 39.4-42.7 万台；据此，我们对 2018 及 2019 年塔机保有量进行推算：

- (1) 2018 年塔机行业新机销量 1.28 万台，假设 2019 年销量翻番，为 2.56 万台（销量假设参考龙头厂商销售情况，较为乐观，以得出较为谨慎的保有量预测）；
- (2) 塔机使用寿命 15 年左右，2018 和 2019 年分别对应 2006 和 2007 年销售的新机淘汰，这两年销量大概 2 万台/年。

按照上述推算，预计到 2019 年底，塔机保有量约 40.89 万台，在行业新机销量翻倍的假设前提下，保有量仍未出现明显上升。

## 2.2 塔机需求：房产竣工周期拉长，施工需求快速上升

塔机是施工现场垂直运输的主力，下游主要应用于房地产，同时还包括电力、市政、铁路等基建领域。市场担心，房屋新开工面积增速下降会对塔机租赁需求造成影响，我们认为可以不用太悲观，原因有以下两方面：

- (1) 房屋施工面积是反映塔机租赁需求的主要指标，这一指标同时受到竣工、新开工两方面因素影响；统计数据显示，2016 年至今，房屋施工面积加速增长，新开工面积高景气只是原因之一，

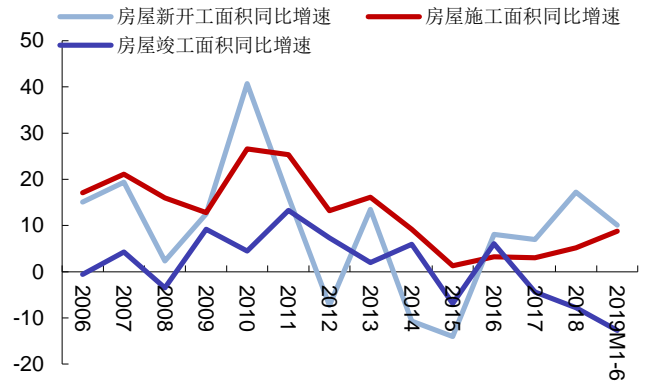
竣工面积快速下降也是重要原因。根据历史数据，2006 年至今，不论新开工情况如何不景气，房屋施工面积从未出现过负增长，印证上述观点。

图表 14: 塔机施工图



资料来源：百度图片，太平洋研究院整理

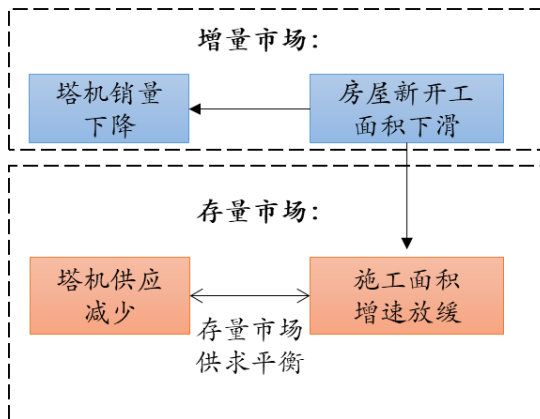
图表 15: 房屋施工面积加速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

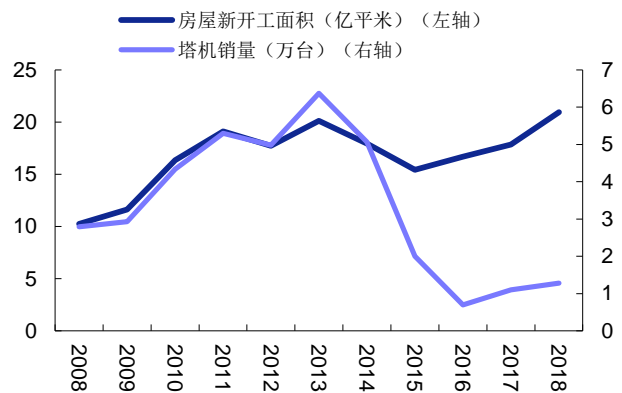
(2) 房地产新开工和塔机销量是两个边际变量，两者变动相关性很高，边际变量互相对冲后才会对存量市场产生影响。即假设新开工面积下降→塔机销量会下降→塔机保有量增速放缓→存量市场供求平衡。历史数据看，新开工面积和塔机销量基本保持同步变动；我们认为，未来房屋新开工面积的正常波动将会被塔机销量消化，只有当新开工面积出现极端波动时，才会对存量市场供需结构产生直接影响。

图表 16: 新开工面积下降影响分析



资料来源：太平洋研究院整理

图表 17: 塔机销量与新开工面积相关度很高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 2.3 供需分析：塔机租赁供不应求，价格将持续高位

综合供需两端情况看，2017年起，行业出现供不应求剪刀差，推动租赁市场上租赁价格快速上升；从趋势看，供不应求的这一缺口还在持续扩大。我们对这一缺口进行测算：

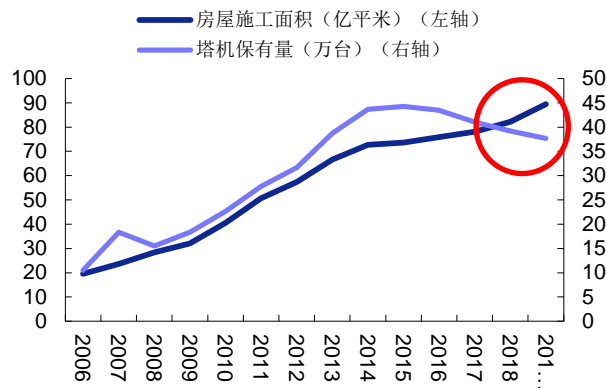
(1) 2008-2012年是行业供求比较正常的时候，对应供应/需求比例关系均值为0.56；

(2) 假设2019年全年房屋施工面积增速为8.8%(与2019年1-6月增速持平)，施工面积增长至89.47亿平米，偏悲观假设2020年施工面积不增长，维持这一水平；

(3) 以0.56的比例关系看，2020年89.47亿平米施工面积对应塔机保有量需求49.9万台；按照我们前述预测，到2019年底塔机保有量约40.89万台，缺口为9万台。

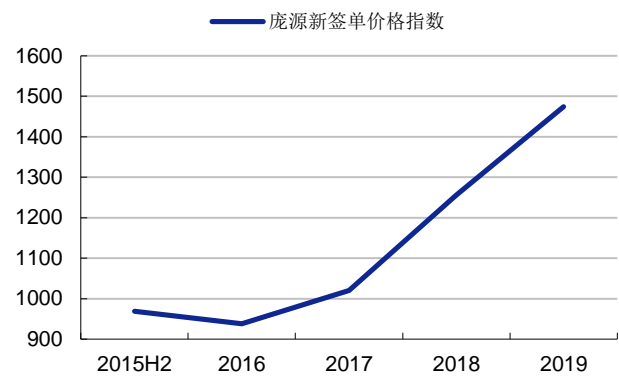
塔机销量历史高峰时期一年6.37万台，以最高峰水平销售也需要1.5年才能补上供应缺口。并且，塔机生产厂商经过一轮寒冬调整，再次进行激进扩产的概率较低。所以我们认为，租赁价格未来价格继续持续高位，将为庞源租赁带来较大业绩弹性。

图表 18：塔机租赁供需分析：供不应求局面已成



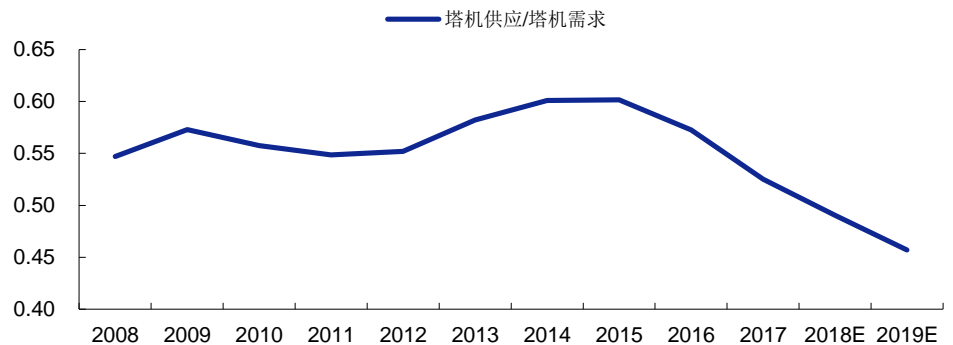
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 19：庞源租赁新签单价格指数



资料来源：庞源租赁官网，太平洋研究院整理

图表 20：塔机租赁供求系数



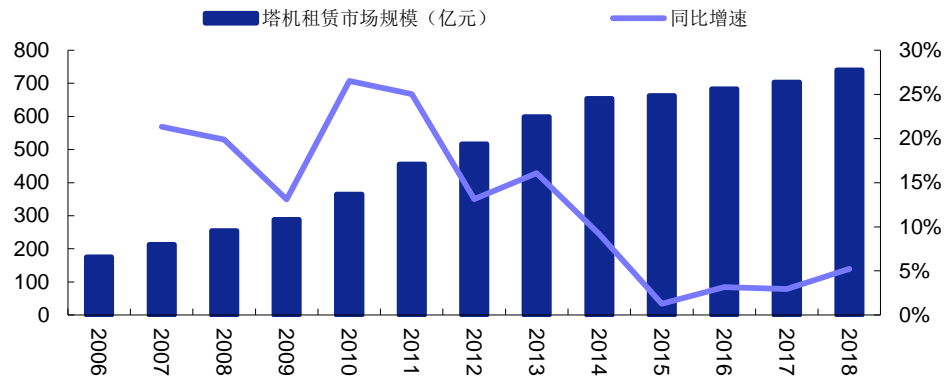
资料来源：Wind，庞源价格指数，太平洋研究院整理

### 3. 长期：工程机械租赁龙头厂商，成长空间广阔

#### 3.1 塔机租赁市场平稳增长，2018 年规模约 740 亿元

塔机租赁市场需求规模从量和价两方面测算，(1)量：按照上文，正常供求关系下，塔机保有量与房地产施工量之间的比例系数大概在 0.56，以这一系数可以推算以往各年份市场上对塔机租赁设备的需求量；(2)价：在合理的塔机供应量下，租赁价格相对较为平稳，综合考虑塔机保有量的型号结构，估计平均月租金在 2.5 万元左右；(3)利用率：存量的设备中，预计 10%的部分自用、90%的部分用于租赁；用于租赁的部分，估计设备实际利用率 60%左右。由此估算，截至 2018 年底，国内塔吊租赁市场规模约 740 亿元，同比增长 5.2%；过去 5 年平均增量市场空间 50.46 亿元。

图表 21：截至 2018 年底，塔吊租赁市场规模约 740 亿元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

#### 3.2 装配式建筑兴起，推动应用升级

装配式建筑是用预制部品部件在工地装配而成的建筑，预制构件种类包括外墙板、内墙板、叠合板、阳台、空调板、楼梯、预制梁、预制柱等。国外成熟建筑设计中，预制件应用已较为普遍，国内目前处于起步阶段，多用于非承重部分，一些区域开始试点负责承重的预制件。

图表 22：混凝土预制件吊装过程



资料来源：新浪网，太平洋研究院整理

预制件在（1）节能环保；（2）降低人工需求两方面优势极为明显，缺点是成本较高；根据我们调研了解，目前预制件成本较高，部分是由于行业仍处在发展初期、未有规范化的标准出台，预制件多为非标准化的，抬高了成本；随着行业发展逐步成熟，大部分预制件模具固定下来后，规模效应起来将会降低成本，综合考量其节省的人工、缩短工期，性价比上将更有优势。

国家在推进装配式建筑发展上态度逐渐明晰，2016-2017年2月间政策规定为，“力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%”，2017年3月，《“十三五”装配式建筑行动方案》（建科[2017]77号）确定了阶段性的工作目标，即：**到2020年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上**，其中重点推进地区达到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。各地方政府积极响应，个性化的制定了包含补贴、奖励容积率、信贷政策支持等多方面的鼓励措施。

### 3.3 业务模式：庞源主要为经营租赁+湿租

一般租赁行业按照业务模式，分为融资租赁和经营租赁；按是否配备人员，分为干租和湿租。**庞源租赁的业务模式为经营租赁、湿租**，即其下游客户通过支付租金在一定时间内获得塔机在一定时间内的使用权，客户不承担折旧和维修费用、租赁资产也不涉及所有权转移。同时庞源租赁给客户**提供司机、指挥和维修、检修服务**；实际操作中，庞源租赁也有极少部分干租订单。

图表 23: 租赁模式分类

按业务模式	融资租赁	融资租赁期间，承租人没有所有权但有使用权；在会计上，设备折旧在承租人一方，最后设备的所有权也在承租方
	经营租赁	承租人支付租金仅获得在约定时间内租赁资产的使用权，承租人不承担折旧和维修费用，租赁资产也不纳入资产负债表
按是否配人员	干租	仅提供设备
	湿租	除设备外，还包含操作人员、维修等方面的人员

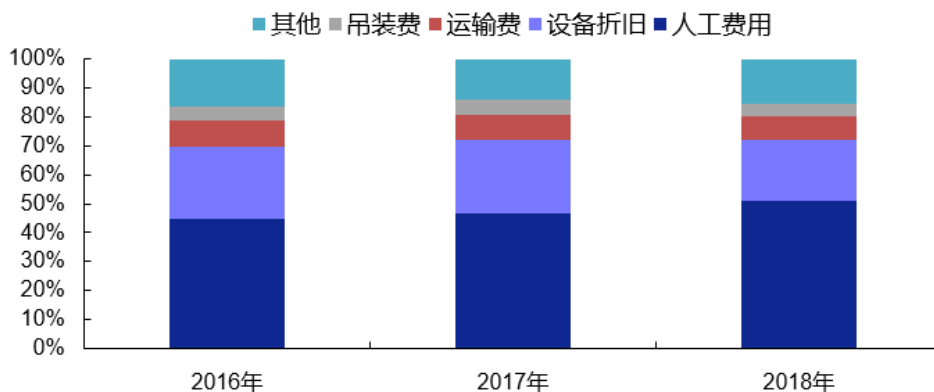
资料来源：交通大辞典，太平洋研究院整理

在经营租赁+湿租的经营模式下，公司的收入和成本构成如下：

(1) **收入来源**：包括设备租赁费用（包括干租设备费用和配置的人员费用）和设备进出场费用（包含设备安装、拆卸、报检费用及设备运费等）两方面，租赁费用一般以庞源租赁和客户签署“设备启用单”作为结算起始日，通常按月结算；设备进出场费用在多数项目中约定，“自设备进场安装完毕验收合格并备案后，支付进出场费用的 50%，设备报停拆除完毕后支付剩余 50%”。庞源租赁下游为各建筑施工企业，一般以工程项目为单位，以招投标方式获取合同。根据客户汇总统计的情况看，中国建筑是公司的第一大客户，公告显示，2013 和 2014 年中国建筑收入占比分别为 45.94%和 41.21%。

(2) **成本端**：庞源租赁的营业成本包含人工费用（这里是司机和指挥人员费用，其他维修和安装人员算在管理成本中）、设备折旧、运输费、吊装费，其中成本占比较高的是人工和设备折旧。

图表 24: 庞源租赁营业成本构成



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

根据收入和成本情况，本文尝试在不同的租金水平下对塔机租赁进行了单机核算，假设的租金水平分别为 3%、4%和 5%（这一比例即为单月干租设备价格占设备采购额的比例）。综合考虑司机+指挥工资、财务成本、运输吊装费用、其他人员费用后，加上折旧（10%残值率、15 年折旧）后，结果显示：三种假设下，单机核算对应的毛利率水平分别为 30.7%-33.5%、40.6%-42.6%、46.5%-48.1%，租金价格会给公司毛利率带来较大弹性。根据庞源租赁官网公布的庞源指数，公司新签单价格指数仍持续在 1500 点左右的较高水平，预计今年到明年，公司都将有较好的毛利率水平。

图表 25：塔机租赁单机核算

设备采购单价（万元）	100		
<b>收入核算</b>			
月租金率	3%	4%	5%
月租金（万元）	3	4	5
设备利用率	70%-80%		
年收入（干租）	25.2-28.8	33.6-38.4	42-48
年收入（湿租）	在干租基础上加7%左右		
<b>成本核算</b>			
司机1人	7000/月	7500/月	8000/月
指挥1人	3000/月	4000/月	5000/月
司机+指挥年工资（万元）	12	13.8	15.6
财务成本（万元）	资金成本8%左右		
运输+吊装	占收入的7%		
其他人员费用 （管理、安拆、维修）	占收入的10%		
<b>单机核算结果</b>			
回本年限	12.02-15.92	6.44-7.95	4.4-5.3
加上折旧、减掉财务成本，对应毛利率	30.7%-33.5%	40.6%-42.6%	46.5%-48.1%

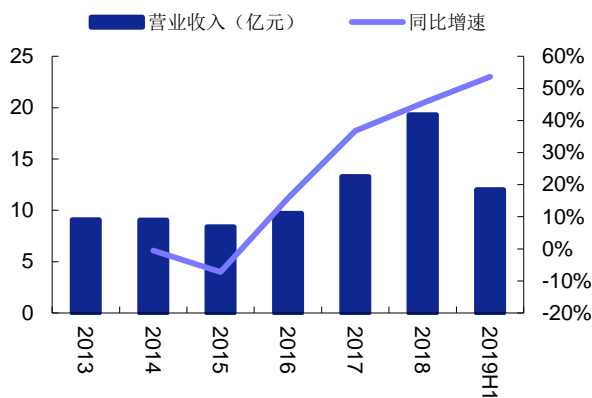
资料来源：调研，太平洋研究院整理

### 3.4 竞争格局：龙头租赁厂商，未来将强者恒强

2015 年上市公司以发行股份方式购买了庞源租赁 100% 股权，庞源租赁成为上市公司全资子公司。庞源租赁为中国工程机械设备租赁行业领导者，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”中，庞源租赁在 2016-2017 年排名第 68 位，是中国唯一一家跻身百强的租赁企业。截至 2018 年底庞源租赁已在全国拥有 31 家子公司，广泛辐射东北、华北、华东、华中、华南、西南、西北等区域，同时已涉足菲律宾、马来西亚、柬埔寨等海外市场。

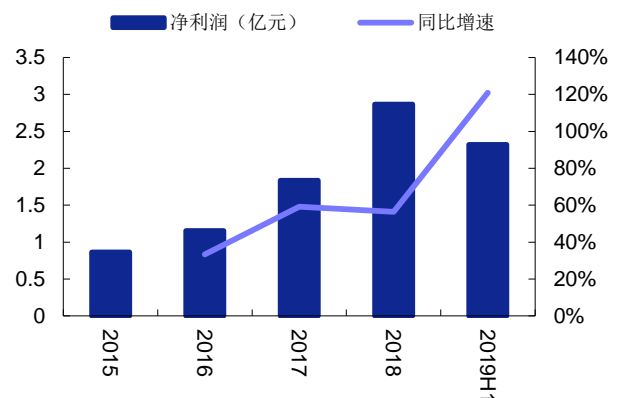
2013-2018 年间，公司收入年均复合增速 16.3%，呈现稳健增长态势；2019 上半年，受益于塔机租赁量价齐升，庞源租赁获得较好增长，实现收入 12.01 亿元，同比增长 53.7%，占上市公司总收入的 85.8%；实现净利润 2.32 亿元，同比增长 121%，占上市公司归母净利润的 123.4%。

图表 26：庞源租赁历年收入（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 27：庞源租赁历年净利润（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

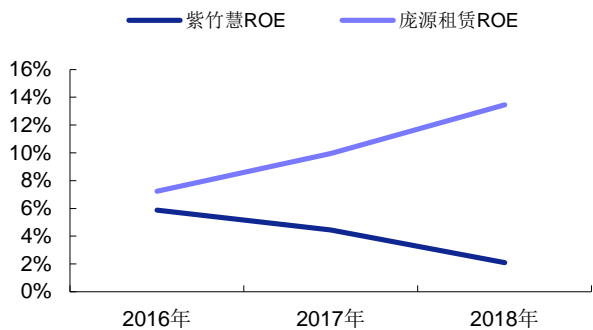
塔吊租赁市场上，其他厂商还包括北京正和租赁、紫竹慧，从以下两方面对比看，我们认为庞源租赁龙头优势明显，竞争格局将强者恒强。目前庞源在全国的市场份额不到 3%，未来随着经营范围的不断扩张，市占率将稳步提升。

(1) 庞源租赁目前塔机保有量、平均吨米数遥遥领先。正和租赁、紫竹慧两家公司官网显示，塔机保有量分别为 400 多台、1000 余台；而公告显示，截至 2018 年底庞源租赁塔机保有量为 4271 台，公司的设备存量已遥遥领先。庞源租赁存量设备平均吨米数 225.96，同样处于行业领先水平。



(2) 庞源租赁 ROE 更高，拥有更强扩张能力。租赁行业公司的发展依赖设备保有量的上升，设备的采购需要借助财务杠杆，只有当公司的 ROE 高于财务成本时，才有持续扩张的动力。

图表 28：庞源租赁、紫竹慧 ROE 对比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 29：社会融资成本现状

中国社会融资成本统计			
融资方式	平均融资成本	融资余额	占比权重
银行贷款	6.60%	69.16 万亿	57.19%
承兑汇票	5.19%	12.54 万亿	10.37%
公开发债	6.68%	18.37 万亿	15.19%
融资性信托	9.25%	8.53 万亿	7.05%
融资租赁	10.70%	5.87 万亿	4.85%
保理	12.10%	4900 亿	0.41%
小贷公司	21.90%	9704 亿	0.80%
互联网金融(网贷)	21%	1.22 万亿	1.00%
上市公司股权质押	7.24%	3.77 万亿	3.12%
企业平均融资成本：7.60%			

资料来源：《中国社会融资环境报告》，太平洋研究院整理

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 收入分拆

塔机租赁为上市公司的主要来源，综合考虑未来庞源租赁的设备采购、设备利用率、租金价格等，我们预计 2019-2021 年建筑及施工机械租赁业务将分别实现收入 31.7 亿元、42.19 亿元、54.84 亿元，同比增速分别为 65%、33.1%和 30%。

图表 30：建设机械收入分拆表

报告期	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	18.31	22.28	29.68	38.46	53.30
营业成本合计	12.89	14.94	16.93	21.26	31.47
增速	33.1%	21.7%	33.2%	29.6%	38.6%
毛利率	29.6%	32.9%	42.9%	44.7%	41.0%
<b>建筑及施工机械租赁</b>					
收入	13.28	19.21	31.70	42.19	54.84
成本	8.74	12.25	18.07	24.47	32.91
增速	36.8%	44.7%	65.0%	33.1%	30.0%
毛利率(%)	34.2%	36.2%	43.0%	42.0%	40.0%
<b>筑路设备及起重机械销售</b>					
收入	6.01	6.19	6.38	6.57	8.54
成本	4.81	5.59	5.42	5.25	6.83
增速	61.1%	3.0%	3.0%	3.0%	30.0%
毛利率(%)	20.0%	9.7%	15.0%	20.0%	20.0%
<b>钢结构产品</b>					
收入	0.89	0.91	0.94	0.97	1.11
成本	0.78	0.82	0.83	0.86	0.99
增速	53.4%	2.2%	3.0%	3.0%	15.0%
毛利率(%)	12.4%	9.9%	11.0%	11.0%	11.0%
<b>路面工程</b>					
收入	0.40	0.44	0.48	0.53	0.59
成本	0.40	0.43	0.46	0.51	0.56
毛利	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	0.0%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>运输业务</b>					
收入		0.17	0.19	0.21	0.23
成本		0.14	0.15	0.17	0.19
毛利			10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)		17.6%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

### 4.2 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 5.86 亿元、8.45 亿元和 11.07 亿元，对应 PE 分别为 14 倍、10 倍和 7 倍，给予“买入”评级，6 个月目标价 12.24 元。

## 5. 风险提示

资产减值风险，塔机租赁竞争恶化，装配式建筑推进不及预期。

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2227.30	2967.11	3844.64	5328.68
营业成本	1494.09	1692.83	2124.96	3145.64
营业税金及附加	11.53	8.90	15.38	21.31
销售费用	42.53	50.44	65.36	79.93
管理费用	220.72	296.71	422.91	586.15
财务费用	106.06	142.38	136.98	151.21
资产减值损失	103.64	50.00	30.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>167.03</b>	<b>725.85</b>	<b>1049.05</b>	<b>1344.43</b>
其他非经营损益	-4.07	23.75	9.67	12.07
<b>利润总额</b>	<b>162.96</b>	<b>749.60</b>	<b>1058.72</b>	<b>1356.50</b>
所得税	9.66	163.90	213.74	249.20
净利润	153.29	585.69	844.98	1107.30
少数股东损益	0.03	0.03	0.03	0.03
归属母公司股东净利润	153.26	585.66	844.95	1107.27
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	565.84	296.71	384.46	1521.72
应收和预付款项	2097.46	2998.11	3817.08	5282.39
存货	333.54	389.02	494.88	747.06
其他流动资产	215.64	232.47	301.22	417.50
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	11.09	11.09	11.09	11.09
固定资产和在建工程	3813.85	3459.18	3104.50	2749.83
无形资产和开发支出	532.78	520.92	509.06	497.20
其他非流动资产	71.99	68.83	65.68	62.53
<b>资产总计</b>	<b>7929.36</b>	<b>8263.48</b>	<b>8975.14</b>	<b>11576.47</b>
短期借款	971.10	787.30	43.71	0.00
应付和预收款项	2064.43	2473.51	3050.47	4509.54
长期借款	6.00	6.00	6.00	6.00
其他负债	1513.19	1044.22	1077.53	1156.20
<b>负债合计</b>	<b>4554.72</b>	<b>4311.03</b>	<b>4177.71</b>	<b>5671.74</b>
股本	827.79	827.79	827.79	827.79
资本公积	2597.01	2597.01	2597.01	2597.01
留存收益	-63.95	521.71	1366.66	2473.93
归属母公司股东权益	3368.73	3946.51	4791.47	5898.73
少数股东权益	5.91	5.94	5.97	6.00
<b>股东权益合计</b>	<b>3374.64</b>	<b>3952.45</b>	<b>4797.43</b>	<b>5904.73</b>
负债和股东权益合计	7929.36	8263.48	8975.14	11576.47
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	592.42	1237.92	1555.72	1865.33
PE	52.71	13.80	9.56	7.30
PB	2.39	2.04	1.68	1.37
PS	3.63	2.72	2.10	1.52
EV/EBITDA	14.54	6.64	4.75	3.33

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	153.29	585.69	844.98	1107.30
折旧与摊销	319.34	369.69	369.69	369.69
财务费用	106.06	142.38	136.98	151.21
资产减值损失	103.64	50.00	30.00	0.00
经营营运资本变动	-165.96	-583.41	-384.44	-296.51
其他	-205.76	-56.28	-28.89	0.49
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>310.62</b>	<b>508.07</b>	<b>968.32</b>	<b>1332.18</b>
资本支出	-724.20	0.00	0.00	0.00
其他	295.88	41.14	0.00	0.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-428.32</b>	<b>41.14</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
短期借款	622.20	-183.80	-743.59	-43.71
长期借款	-8.90	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-309.75	-634.54	-136.98	-151.21
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>303.55</b>	<b>-818.34</b>	<b>-880.57</b>	<b>-194.92</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>185.18</b>	<b>-269.13</b>	<b>87.75</b>	<b>1137.26</b>
财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	21.77%	33.22%	29.58%	38.60%
营业利润增长率	255.76%	334.57%	44.53%	28.16%
净利润增长率	550.60%	282.07%	44.27%	31.04%
EBITDA 增长率	67.91%	108.96%	25.67%	19.90%
获利能力				
毛利率	32.92%	42.95%	44.73%	40.97%
三费率	16.58%	16.50%	16.26%	15.34%
净利率	6.88%	19.74%	21.98%	20.78%
ROE	4.54%	14.82%	17.61%	18.75%
ROA	1.93%	7.09%	9.41%	9.57%
ROIC	6.77%	15.92%	21.21%	26.81%
EBITDA/销售收入	26.60%	41.72%	40.46%	35.01%
营运能力				
总资产周转率	0.31	0.37	0.45	0.52
固定资产周转率	0.65	0.82	1.17	1.82
应收账款周转率	1.24	1.31	1.26	1.31
存货周转率	4.51	4.29	4.50	4.82
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.67%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	57.44%	52.17%	46.55%	48.99%
带息债务/总负债	21.45%	18.40%	1.19%	0.11%
流动比率	0.88	1.15	1.53	1.68
速动比率	0.79	1.04	1.38	1.52
每股指标				
每股收益	0.19	0.71	1.02	1.34
每股净资产	4.08	4.77	5.80	7.13
每股经营现金	0.38	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 机械行业分析师介绍

**刘国清：**太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业八年，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有丰富的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

**钱建江：**太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

**曾博文：**太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

**崔文娟：**太平洋证券机械行业分析师，复旦大学经济学院硕士。曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

**徐也：**太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。