从业务本质，看行业未来

—塔吊租赁行业专题研究

增持 ——维持

日期：2020 年 06 月 19 日

行业：机械设备-工程机械

分 析 师 倪瑞超
Tel 021-53686179
E-mai niruichao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070003

报告编号： NRC20-AIT18

首次报告日期：无

相关报告：

■ 主要观点

工程机械需求解析

塔吊租赁行业属于经营性租赁和湿租。其需要不断扩大资产规模做大做强，其扩大资产规模方式主要包括自有资金和做大财务杠杆。从利润表角度来看，其成本端最大占比是人工费用，其收入端是租金，不同于传统的融资租赁公司的利差收益，其更加类似于一般的服务业。

从下游需求看行业

房屋新开工面积与竣工面积同比增速差值对塔吊租赁收入具有前瞻，塔吊和塔吊租赁行业的景气度可以相互进行验证。2020 年政府推地速度加速，未来房地产新开工增速不悲观。而装配式建筑带来新的增量需求和结构优化，使得塔吊租赁行业进一步向好。

如何判断塔吊租赁公司的景气度和未来？

短期看设备保有量和设备利用率提升带来的业绩提升。中期看新签单量，是公司下游景气度的前瞻指引。长期看塔吊租赁市场增长和公司市场占有率提升。以庞源租赁为列，其设备利用率环比持续提升，5 月新签单量同比大幅度增长，均预示塔吊租赁行业景气度持续提升。考虑行业的稳态需求以及装配式建筑带来的新增需求，到 2022 年塔吊租赁行业市场规模预计超过 1200 亿元。目前行业龙头只有 3.4%的市场占有率，龙头公司将凭借资质、经验、管理，规模、资金，结构特点不断提升市场占有率。

从联合租赁看塔吊租赁行业的未来和估值？

联合租赁公司是租赁行业最成功的公司，公司收入和利润也保持持续增长的态势，2019 年收入达到 93.51 亿美元，创历史新高。复盘联合租赁的成功，其主要有几点：规模效应、并购、极高的租金收费水平加上极高的利用率。在净利润快速提升的时候，公司的估值在 22-28 倍之间。后来步入成熟稳定期以后，估值在 10-16 倍之间。国内塔吊租赁行业的业务本质不同于传统的租赁业务，其更加类似于服务业，估值向服务业靠拢。另外目前国内塔吊租赁还属于前期高速发展，龙头公司做大做强的阶段，估值可以向联合租赁在净利润快速提升时候的估值靠拢：22-28 倍之间。

■ 投资建议

建议持续关注塔吊租赁龙头公司建设机械（600984）。

■ 风险提示

下游需求下滑导致设备利用率降低，价格竞争加剧。

目 录

一、塔吊租赁行业基本知识 4
1.1 塔吊是什么？ 4
1.2 塔吊租赁业务本质 5
二、从财务角度看行业 6
2.1 从利润角度看行业 6
2.2 从资产角度看行业 10
2.3 行业本质总结 11
三、从下游需求看行业 11
四、如何判断塔吊租赁公司的景气度和未来 15
五、从联合租赁看塔吊租赁行业的未来和估值？ 19
六、投资建议 21
七、风险提示 21

图

图 1 塔吊结构 5
图 2 施工设备租赁区分 6
图 3 塔吊租赁行业的业务模式 7
图 4 庞源租赁不同设备租赁价格 8
图 5 塔吊租赁行业的收入和成本结构 8
图 6 建设机械租赁业务成本占比 9
图 7 融资租赁的收益来源 9
图 8 远东宏信收入构成 9
图 9 远东宏信资产负债率 9
图 10 建设机械固定资产 10
图 11 建设机械总负债 10
图 12 建设机械资产负债率 10
图 13 建设机械权益乘数 10
图 14 建设机械不同来源建筑机械收入 11
图 15 建设机械不同来源建筑机械收入占比 11
图 16 房地产与塔吊销量的关系 12
图 17 房地产与庞源租赁收入的关系 12
图 18 庞源租赁收入与塔式起重机销量增速关系 12
图 19 房屋新开工面积与竣工面积同比 13
图 20 全国土地成交金额对比 13
图 21 2011-2017 年中国装配式建筑行业总产值统计情况 14
图 22 2018-2024 年装配式建筑市场供给统计情况及预测 14
图 23 装配式建筑塔吊需求量预估 14
图 24 不同型号设备价格 15
图 25 庞源租赁吨米利用率 16
图 26 用于装配式吨米数 16
图 27 庞源租赁签约量 17
图 28 庞源租赁新单指数 17
图 29 塔吊租赁市场规模估算 17
图 30 塔吊租赁企业数量 18
图 31 庞源租赁签约量 18
图 32 塔吊租赁企业收入 18
图 33 联合租赁营收及净利润 20
图 34 联合租赁毛利率及净利率 20
图 35 联合租赁估值 20

一、塔吊租赁行业基本知识

1.1 塔吊是什么？

塔吊的定义。塔吊属于工程起重机的一种。工程起重机主要包括汽车起重机、轮胎起重机、全路面起重机、随车起重机、履带式起重机、塔式起重机、桅杆式起重机和缆索式起重机以及施工升降机等。广泛应用于交通、油田、矿山、港口、钢铁、水电、军工以及各种工程建设等行业，是当前应用非常广泛的起重运输设备。

塔式起重机又名塔吊，以一节一节的接长（高），用来吊施工用的钢筋、木楞、混凝土、钢管等施工的原材料。其主要由金属结构、工作机构和电气系统等组成。其中：金属结构包括塔身、起重臂和底座等；工作机构有起升、变幅、回转和行走四部分；电气系统包括电动机、控制器、配电柜、连接线路、信号及照明装置等。

怎么看塔吊的型号？工程起重机的主要性能参数包括起重量、起重力矩、工作幅度、起升高度、工作速度、自重等指标，这些参数表明起重机工作性能和技术经济指标，它是设计起重机的技术依据，也是用户选择起重机的主要依据。国产塔吊现在的型号主要有以下几种表示方式：

QTZXXXX——XXXX 也是数字，如 QTZ5015，50 表示起重臂最长为 50m，15 表示 50m 臂端载荷 1.5t。

QTZXX——XX 是数字，表示公称起重力矩（单位 t·m），如 QTZ63，表示公称起重力矩为 63t·m 的自升塔吊。

[英文字母]XXXX——英文字母代表塔吊生产商，也有用“TC”字母，TC 就是英文 Tower Crane（塔吊），XXXX 含义同以上。

图 1 塔吊结构



数据来源：百度图片 上海证券研究所

1.2 塔吊租赁业务本质

塔吊租赁属于经营性租赁、湿租。目前租赁分为两种类型：融资性租赁和经营性租赁。融资性租赁：当客户需更新或添置大型设备、仪器而资金不足时，由银行出资购买这些设备出租给客户，客户对此具有使用权，并按时交纳租金，银行通过租金逐步收回资金。

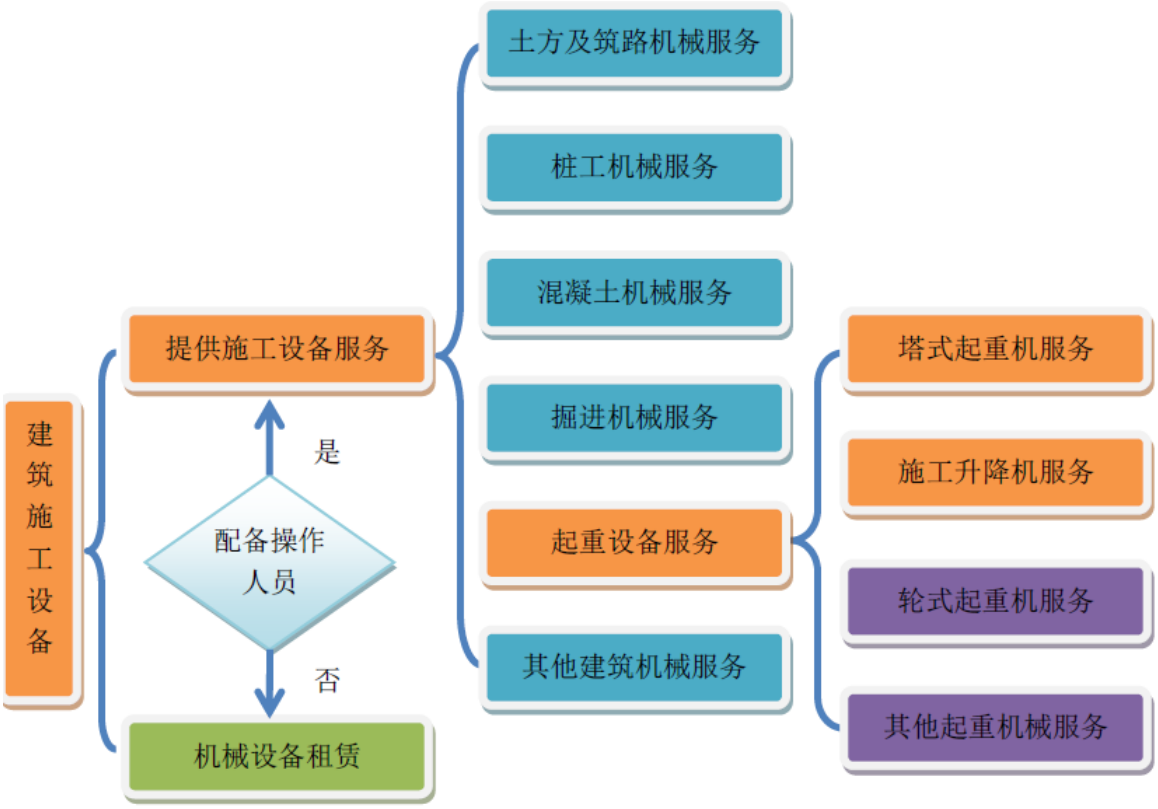
经营性租赁：是一种短期租赁。指出租人向承租人提供短期设备出租，出租人负责设备的安装、保养、维修、纳税、支付保险费和提供专门的技术服务等，租金高于融资性租赁。

我国租赁行业中，经营性租赁和融资性租赁占比约为 20%和80%，融资租赁业务中售后回租业务超过 70%以上（即承租人和供货人为同一人）。

建筑业内通常将提供施工设备服务称为设备租赁，其中将为建筑工程提供配有操作人员的施工设备服务称为湿租，将提供不配有操作人员的施工设备服务称为干租。

塔吊设备租赁服务，主要为建筑施工企业提供施工所需的垂直运输设备，并配备相应的操作机手，完成相应的施工作业。该种服务形式，按租赁行业术语属于“湿租”。按照租赁业务模式，属于经营性租赁。出租人需要负责设备的安装、保养、维修以及技术服务等，所以其租金较高。

图 2 施工设备租赁区分



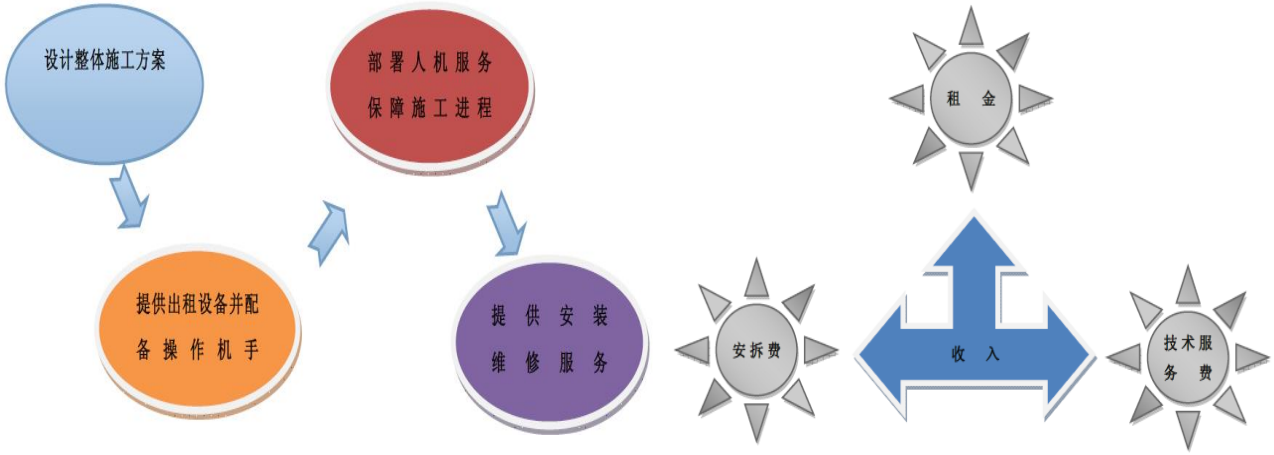
数据来源：紫竹慧 上海证券研究所

二、从财务角度看行业

2.1 从利润角度看行业

从收入和成本端看塔吊租赁行业。塔吊租赁一般包括整体施工方案设计、租赁、安装、拆卸、维修、保养等一体化服务。其通过自有资金直接采购、利用银行按揭贷款采购、及从上游厂商融资租赁获得设备；然后向客户提供租赁一体化服务，包括根据客户需求，设计整体施工方案；提供出租设备，并配备操作机手；部署人机服务，保障施工进程；提供安装、维修服务。依靠专业服务来从中获取租金、安拆费、技术服务费。

图 3 塔吊租赁行业的业务模式



数据来源：紫竹慧 上海证券研究所

塔吊租赁行业属于资金密集型行业，公司通过融资租赁、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。

从简易模型来看，塔吊租赁行业在资产端是经营租赁，负债端是融资租赁。塔吊租赁行业的利润来源在于资产端的收入和负债端的成本之差。

收入包括哪些？裸机租金、进出场安拆费、操作人员费用。

年租金收入=（月平均租赁价格+月进出场费用）×12×设备台数×年度塔机出租率。

从以上的公式和下表来看，决定塔吊租赁公司年收入的因素包括设备保有量、不同吨起重力矩米的设备占比、租赁价格、设备利用率。

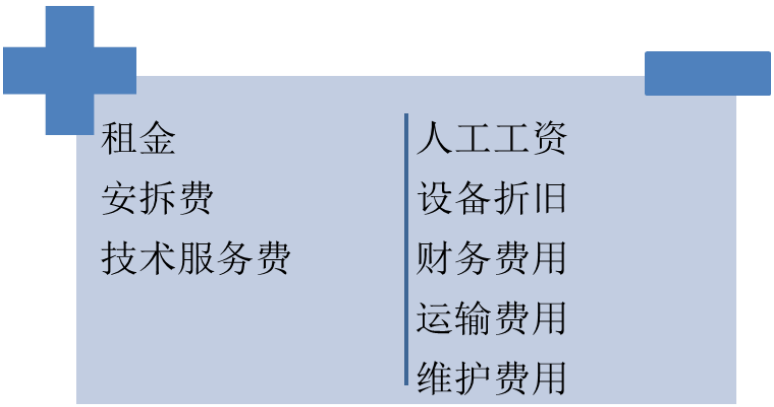
图 4 庞源租赁不同设备租赁价格

最大起重力矩（吨米）	设备规格型号	月平均租赁价格（元）	月进出场费（元）	数量（台）	总租金/年（万元）
100-200	6513 或同等规格	37,699.22	4,888.24	300	11,621.27
	6012 或同等规格	25,043.91	3,736.16	150	3,926.75
	7013 或同等规格	37,843.21	5,392.21	100	3,932.69
	6020 或同等规格	36,362.17	4,211.00	100	3,690.54
200-400	7020 或同等规格	44,666.52	6,129.43	440	20,329.76
	7035 或同等规格	57,102.26	8,260.02	150	8,918.03
	7525 或同等规格	54,853.84	7,664.14	100	5,686.64
	7527 或同等规格	61,398.18	8,253.84	100	6,335.55
400-600	550 或同等规格	134,005.88	15,200.00	25	3,392.94
	8039 或同等规格	117,650.71	15,057.14	25	3,017.78
600 以上	D1100 或同等规格	251,133.33	47,223.75	10	2,713.86
合计				**1,500**	**73,565.79**

数据来源：WIND 上海证券研究所

成本包括哪些？人工工资、设备折旧、财务费用、运输费用、维护费用。

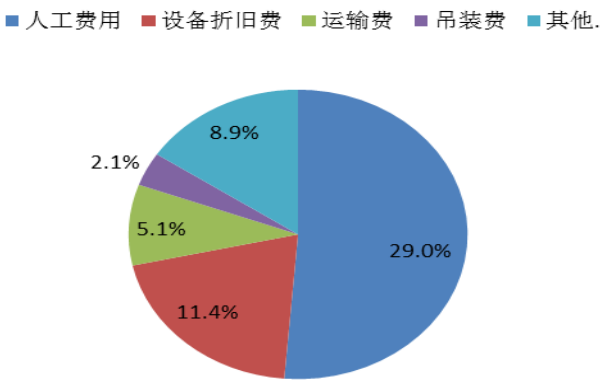
图 5 塔吊租赁行业的收入和成本结构



数据来源：WIND 上海证券研究所

成本端来考虑，我们以建设机械建筑施工产品租赁的成本占收入比进行分析，其中人工费用占比 29%，是最大的成本来源、设备折旧费占比 11.4%、运输费占比 5.1%、吊装费占比 2.1%、其他占比 8.9%。总体占营业收入比的为 56.55%。另外公司塔吊租赁业务融资产生的财务费用主要分布在财务费用中、人员管理费用分布在管理费用中，因为其中包括整体建设机械的业务，所以没有办法单独算出塔吊租赁业务的费用。大概财务费用占比 6%。所以从成本端来看，影响塔吊租赁业务利润的主要因素为人工费用、设备折旧费、财务费用。

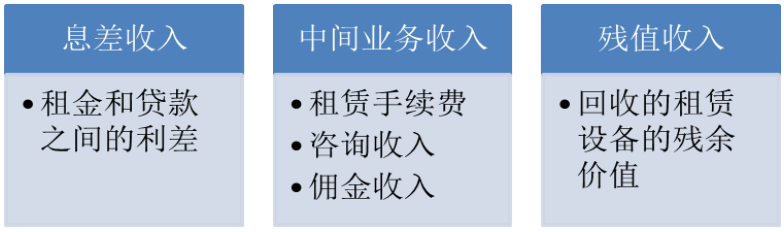
图 6 建设机械租赁业务成本占比



数据来源：WIND 上海证券研究所

融资租赁行业的利润来源？融资租赁的收入=净利差*杠杆+中间业务收入+残值收入。息差收入，租赁公司收取的租金和贷款之间的利差。从以上的公式看出，融资租赁的收益来源主要是净利差和杠杆。而从远东宏信的资产负债表和收入构成来看，其收入的主要来源为利息收入，2019 年占比超过 58%；资产负债率高企，2019 年为 84%。

图 7 融资租赁的收益来源



数据来源：搜狐 上海证券研究所

图 8 远东宏信收入构成

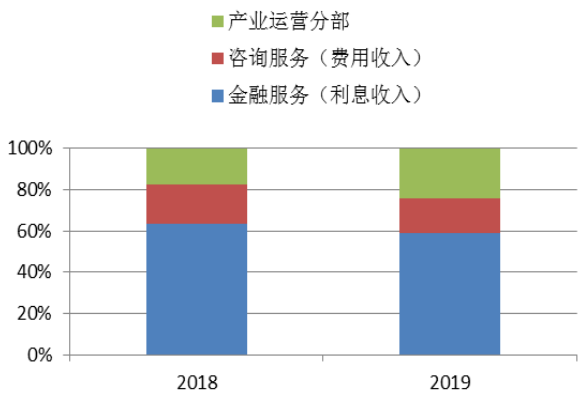
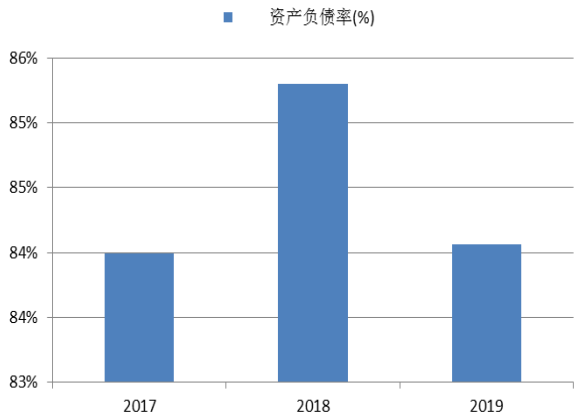


图 9 远东宏信资产负债率



数据来源：WIND 上海证券研究所

数据来源：WIND 上海证券研究所

2.2 从资产角度看行业

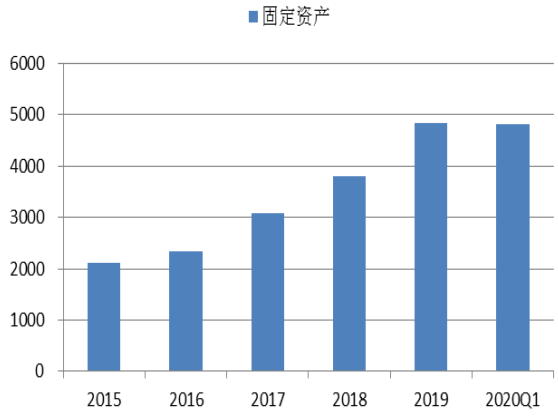
收入规模扩大伴随着资产规模和杠杆提升。根据庞源租赁的业务：公司固定资产售后回租交易认定为融资租赁。公司在承租开始日，将租赁资产公允价值与最低租赁付款额现值两者中较低者作为租入资产的入账价值，将最低租赁付款额作为长期应付款的入账价值，其差额作为未确认的融资费。

所以塔吊租赁在杠杆属性类似融资租赁行业，属于需要不断扩大负债，做大资产规模，才能带来更多的净利润。

以塔吊租赁龙头企业庞源租赁的母公司建设机械作为分析对象。

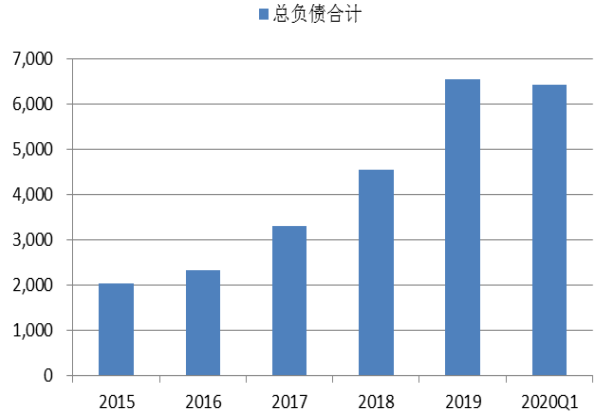
伴随着公司收入规模的持续扩大，是公司资产和负债规模的持续扩大。而从资产负债率和权益乘数也呈现扩大的趋势，即公司业务的杠杆属性，通过扩大负债，撬动了更多的资产规模。

图 10 建设机械固定资产



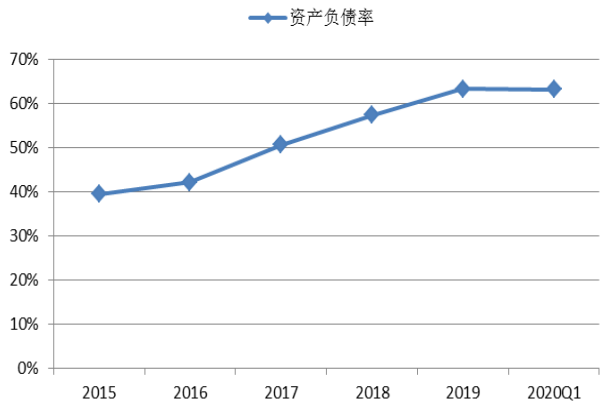
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 11 建设机械总负债



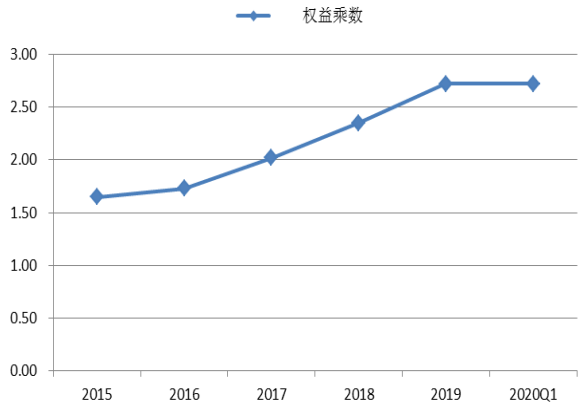
数据来源：WIND 上海证券研究所

图 12 建设机械资产负债率



数据来源：WIND 上海证券研究所

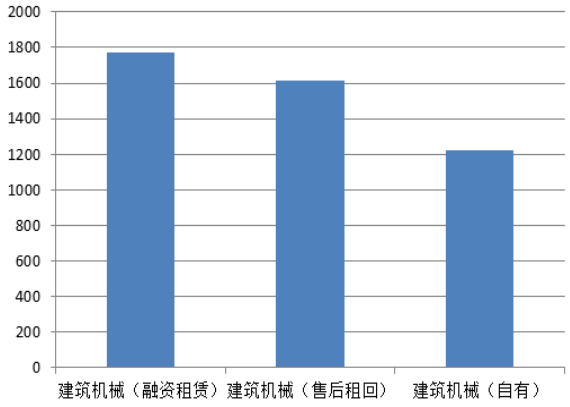
图 13 建设机械权益乘数



数据来源：WIND 上海证券研究所

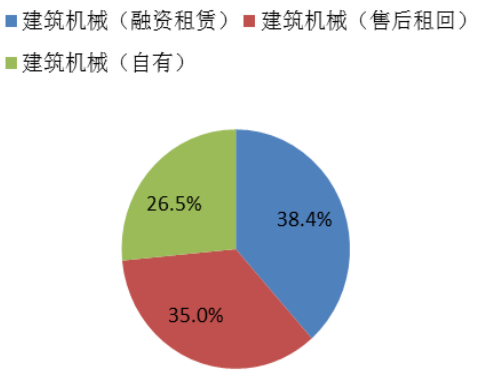
钱从哪来？通过分析建设机械的资产结构，我们可以回答塔吊租赁业务购买设备的钱从哪来？其中通过融资租赁购买的机械占比 38.4%，通过售后租回的机械占比 35.0%，自有机械占比 26.5%。

图 14 建设机械不同来源建筑机械收入



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 15 建设机械不同来源建筑机械收入占比



数据来源：WIND 上海证券研究所

2.3 行业本质总结

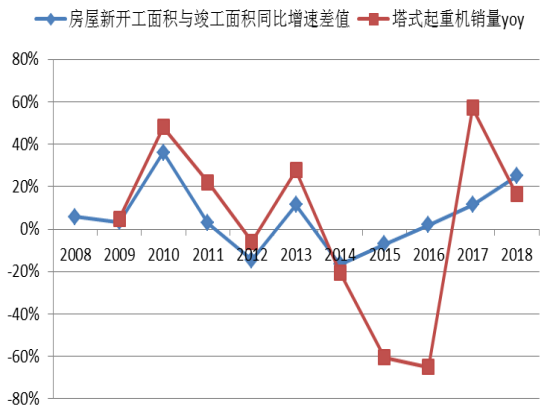
普通的融资租赁业务，其负债端的成本是融资利率，其资产的收益是利息，其净息差为融资公司的经营收益。

而通过以上我们对塔吊租赁行业业务的分析，其最大的成本是人工费用，其在收入端的收益是租金，其差值为塔吊租赁公司的收益。所以其不同于一般的金融公司，其从成本和收入构成来看，其更类似于一般的服务业。

三、从下游需求看行业

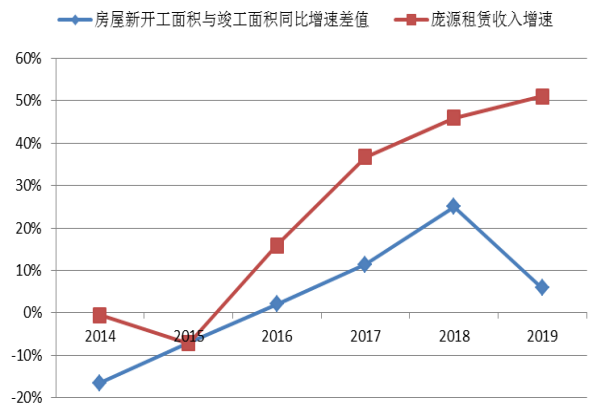
房屋新开工面积与竣工面积同比增速差值对塔吊租赁收入具有前瞻。我们以塔吊租赁龙头企业庞源租赁的收入增速与房屋新开工面积同比增速与房屋竣工面积的同比增速的差值进行拟合，表现出较好的拟合度。在 2014、2015 年房屋新开工面积与竣工面积同比增速差值为负值，庞源租赁的收入也是略有下降。在 2017 年-2019 年随着差值变正，行业回暖，庞源租赁的收入迎来高增长。从拟合，我们也看出来，庞源租赁的收入在行业下行期，公司的收入下滑幅度较小；在行业上行期，收入表现出较高的弹性，呈现出较好的成长性。整体来看，公司的收入有周期性，但是周期性因素在减弱。

图 16 房地产与塔吊销量的关系



数据来源：WIND 上海证券研究所

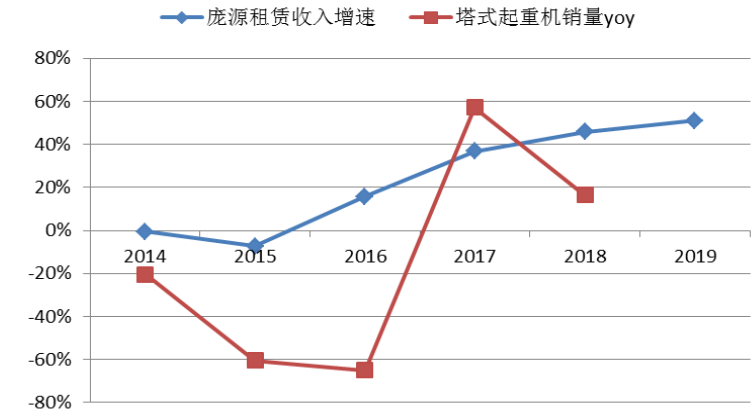
图 17 房地产与庞源租赁收入的关系



数据来源：WIND 上海证券研究所

塔吊和塔吊租赁行业的景气度可以相互进行验证。如果看庞源租赁收入增速与塔式起重机行业销量增速的关系，庞源租赁的收入先于塔式起重机行业复苏，2016 年庞源租赁收入转正，但是塔式起重机销量依然为负，在 2017 年其转正。我们认为塔吊租赁行业作为塔吊的下游，在行业不景气的时候，塔吊租赁公司收入下降、利润下降，会减少塔吊的购买。在行业复苏的时候，塔吊租赁公司先行复苏，在感觉到下游需求真正起来，才会扩大资本开支，增加购买塔吊，塔吊行业开始复苏。所以塔吊行业的波动性大于塔吊租赁行业，而塔吊行业的景气度和塔吊租赁行业的景气度可以相互进行验证。

图 18 庞源租赁收入与塔式起重机销量增速关系



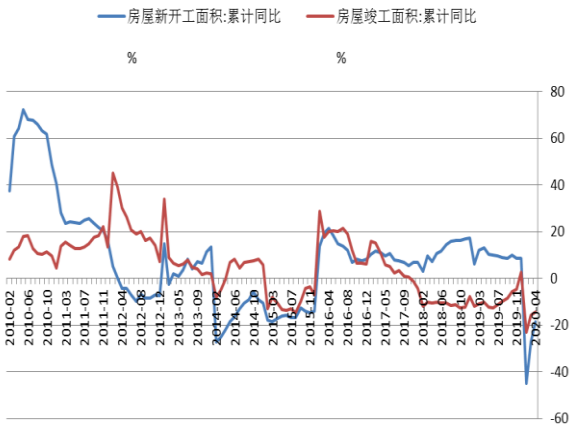
数据来源：WIND 上海证券研究所

2020 年政府推地速度加速，未来房地产新开工增速不悲观。今年以来受疫情影响，房地产新开工面积同比增速持续为负，而 2020 年 1-4 月份，房屋新开工面积与竣工面积同比增速差值为-3.9%。

但是展望未来，2020 年 1-5 月份，全国土地成交总金额高达 22256 亿元，与 2019 年基本持平。而从重点城市的政府表述来看，今年将加大对土地的供应。随着各地政府推地速度加速，开发商拿

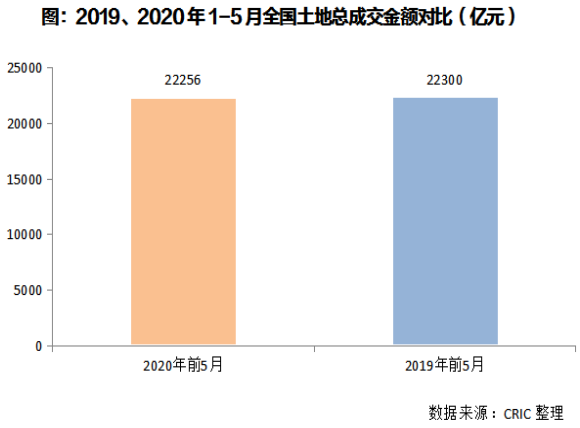
地加速，对于未来房地产新开工的增速不悲观，未来有望持续好转。

图 19 房屋新开工面积与竣工面积同比



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 20 全国土地成交金额对比



数据来源：CRIC 上海证券研究所

装配式建筑带来新的需求。由预制部品部件在工地装配而成的建筑，称为装配式建筑。按预制构件的形式和施工方法分为砌块建筑、板材建筑、盒式建筑、骨架板材建筑及升板升层建筑等五种类型。装配式建筑的下游主要分布在工业建筑及设施，住宅酒店办公楼，铁路建设等。

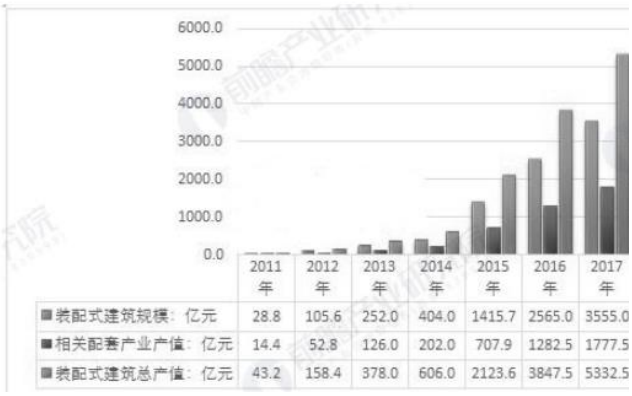
相对于传统建造，装配式建造方式更能避免漏水、开裂、尺寸误差偏大等质量问题，外饰面工厂预制能够大量减少工人吊篮高空涂料作业，降低安全隐患 。在主体施工阶段二者工期相当，基本不会延长，但在后期装修阶段，装配式建筑可减少大量工程量，总工期可缩短约 15%。

截至目前，全国已有 30 多个省市出台了针对装配式建筑发展的指导意见和相关配套措施，作为建筑工业化重要载体的装配式建筑将全面进入新的发展机遇期。

根据住建部数据，2016 年全国新建装配式建筑面积为 1.14 亿平方米，占城镇新建建筑面积的比例为 4.9%。

根据前瞻产业研究的预测：预计 2018 年中国装配式建筑面积将达 1.88 亿平方米，市场规模将达 4418 亿元。2019 年时中国装配式建筑面积将突破 2 亿平方米，市场规模也将突破 5000 亿元。

图 21 2011-2017 年中国装配式建筑行业总产值统计情况



数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

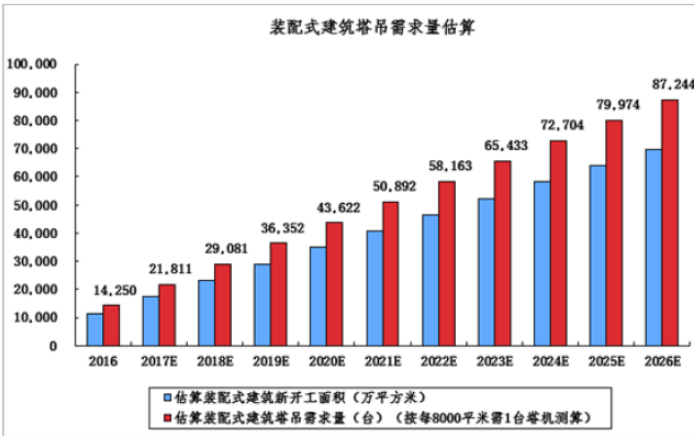
图 22 2018-2024 年装配式建筑市场供给统计情况及预测

年份	装配式建筑面积：亿平方米	装配式建筑规模：亿元
2018年	1.88	4418
2019年	2.21	5127
2020年	2.65	6042
2021年	3.02	6795
2022年	3.38	7740
2023年	3.88	8963
2024年	4.45	10413

数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

根据建设机械的测算，按 2026 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%测算，2026 年我国装配式建筑新开工面积将达到 69,796 万平方米，相应的适用于装配式建筑的大中型塔吊需求量约为 8.7 万台。而目前我国可用于装配式建筑的大中型塔吊保有量不足 2 万台。预计每年装配式建筑带来的塔吊需求增量为 7000-8000 台。

图 23 装配式建筑塔吊需求量预估



数据来源：WIND 上海证券研究所

装配式建筑带来塔吊租赁结构优化，租金上移。装配式建筑不仅仅带来塔吊的增量需求，更是带来塔吊租赁行业的结构优化。由于装配式建筑使用较多的为大中型塔吊，使用较为广泛的为起重臂最长为 70m 的塔吊，一般最低是 7015，型号大于 7030 的塔吊是最佳选择。而参考建设机械定增回复中关于塔吊租赁月平均租赁价格的测算，70m 的塔吊租赁价格达到 4-6 万元的价格区间，远高于平常 60m 的 2 万元左右的租赁价格，装配式带来中大型塔吊占比的提升，带来塔吊租赁行业的量价齐升。

图 24 不同型号设备价格

最大起重力矩（吨米）	设备规格型号	月平均租赁价格（元）	月进出场费（元）	数量（台）	总租金/年（万元）
100-200	6513 或同等规格	37,699.22	4,888.24	300	11,621.27
	6012 或同等规格	25,043.91	3,736.16	150	3,926.75
	7013 或同等规格	37,843.21	5,392.21	100	3,932.69
	6020 或同等规格	36,362.17	4,211.00	100	3,690.54
200-400	7020 或同等规格	44,666.52	6,129.43	440	20,329.76
	7035 或同等规格	57,102.26	8,260.02	150	8,918.03
	7525 或同等规格	54,853.84	7,664.14	100	5,686.64
	7527 或同等规格	61,398.18	8,253.84	100	6,335.55
400-600	550 或同等规格	134,005.88	15,200.00	25	3,392.94
	8039 或同等规格	117,650.71	15,057.14	25	3,017.78
600 以上	D1100 或同等规格	251,133.33	47,223.75	10	2,713.86
合计				**1,500**	**73,565.79**

数据来源：WIND 上海证券研究所

四、如何判断塔吊租赁公司的景气度和未来

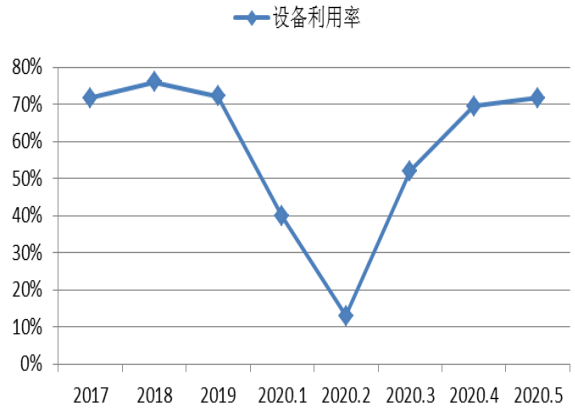
如何判断塔吊租赁公司的景气度和未来？短期看设备保有量和设备利用率提升带来的业绩提升。中期看新签单量，是公司下游景气度的前瞻指引。长期看塔吊租赁市场增长和公司市场占有率提升。

短期看设备保有量和设备利用率提升带来的业绩提升。年租金收入=（月平均租赁价格+月进出场费用）×12×设备台数×年度塔机出租率，从中可以看出影响公司月度收入的主要因素包括设备保有量和塔机设备利用率

我们以庞源租赁为例，疫情对公司 2020Q1 季度的设备利用率造成较大的冲击，特别是 2 月份。随着疫情的消除，公司的设备利用率恢复正常，2020Q1 吨米利用率分别为 39.9%、12.9%、52.0%，在 3 月份大幅度改善。在 4 月份进一步提升，达到了 69.6%；5 月份设备利用率为 71.7%，环比继续提升，已经快接近去年全年的利用率水平。

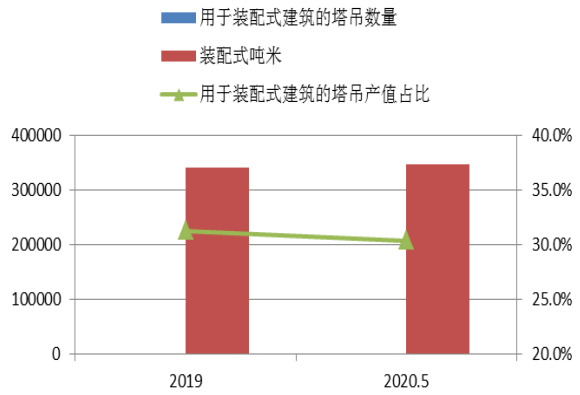
从庞源租赁公布的每月用于装配式建筑的塔吊数量及吨米数，用于装配式建筑的塔吊产值占塔吊总产值比，可以简单推算出公司的设备保有量也在不断增长。

图 25 庞源租赁吨米利用率



数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

图 26 用于装配式吨米数



数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

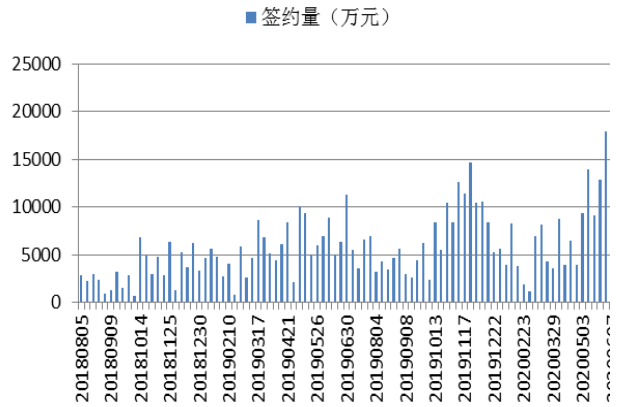
中期：新签约量同比大幅度改善。由于新签订单到最终的确认收入存在一定的周期，所以新签订单可以作为公司未来一段时间景气度的判断。

受疫情影响，公司 2 月份新签订订单量同比大幅度下滑，但是 3 月份已经改善。4 月份同比已经转正，5 月新签单量同比大幅度增长，6 月份首周也是大幅度增长。显示出行业的景气度不仅仅是环比回升，而且是同比大幅度提升。

行业内塔吊租赁龙头企业庞源租赁发布的庞源指数很好的反应了塔吊租赁价格变动的指数。庞源指数的基础数据为不含税的裸机吨米日单价，即：去税裸机日租金/其吨米数。以 2015 年 7 月 1 日为数据起始点，新单时间单位为周，并以前 5 个数据的均值 ma(5)做为 1000 点。新单指数即为一周内新接单的约定价格转换为相应的点数，通过指数的起伏和走势反映出塔机租赁市场的趋势。从庞源指数的构成来看，其指数不仅受到去税裸机日租金的影响，而且受到塔吊结构的影响，不同吨米的月租金价格差异造成了总体的价格差异，不同吨米的塔吊的占比。

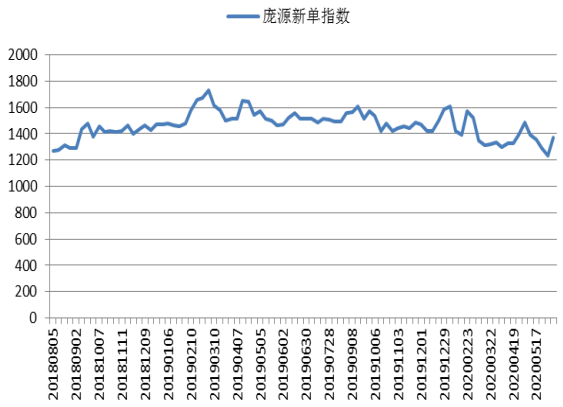
从新单指数来看，3、5 月份略有波动下滑，但是整体依然在 1200-1400 直接波动。从目前下游饱满的需求，以及未来装配式对中大型塔吊的需求增加，预计价格指数将呈现出相对稳定的态势。

图 27 庞源租赁签约量



数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

图 28 庞源租赁新单指数

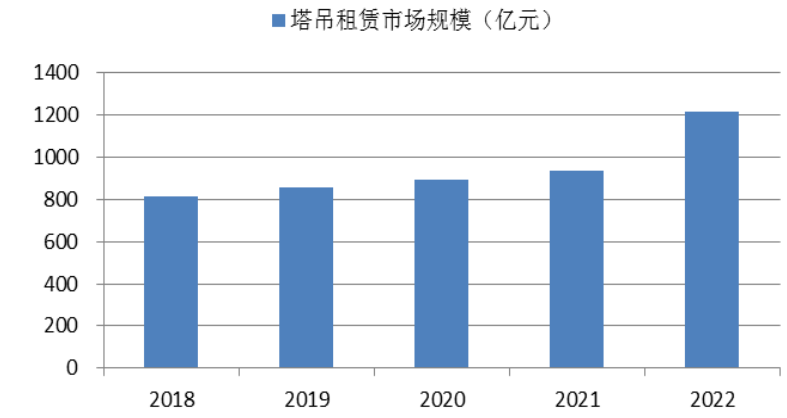


数据来源：庞源租赁 上海证券研究所

长期看塔吊租赁市场增长和公司市场占有率提升。如前面所述，装配式建筑带来中大型塔吊持续的需求，从而使得行业的需求更加稳定，不会再出现以前大起大落的情况。

考虑行业的稳态需求以及装配式建筑带来的新增需求，我们假设每年 2 万台的塔吊需求。暂不考虑折旧，到 2022 年塔吊租赁行业市场规模预计超过 1200 亿元。

图 29 塔吊租赁市场规模估算



数据来源：WIND 上海证券研究所

塔吊租赁市场目前企业数量众多，行业集中度低，但是在大中型塔吊租赁市场出现集中趋势。目前行业内主要包括三大类型的公司，在这些类型中，已经有部分公司开始做大做强。

①大型民营塔吊设备租赁公司:品牌知名度较高，市场竞争力强，这些企业具有设备规模较大、管理水平较高、技术实力较强等特征。代表企业有上海庞源租赁、北京正和、紫竹慧等

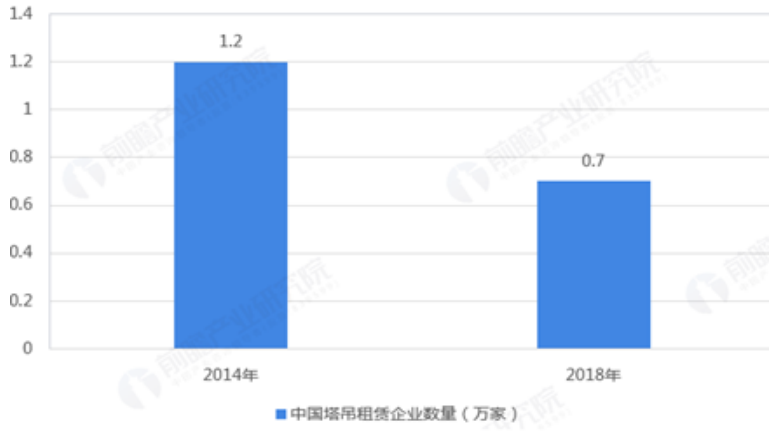
②国有建筑施工企业所属的塔吊租赁公司:首先满足所属建筑施工企业的设备租赁需求，在保证内部施工前提下也提供部分外部租赁。代表企业有中国水电建设集团租赁控股有限公司、苏州二建

建筑集团有限公司设备租赁分公司等。

③中外合资的塔吊租赁公司：代表企业有中核华兴达丰机械工程有限公司等。

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。

图 30 塔吊租赁企业数量

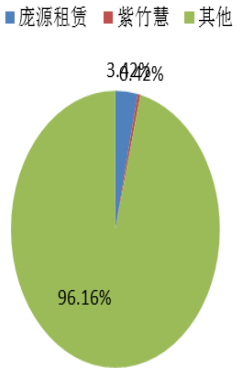


数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

以 2019 年的市场规模来测算市场占有率，庞源租赁 2019 年收入 29.27 亿元，市场占有率 3.42%；紫竹慧 2019 年收入 3.63 亿元，市场占有率 0.42%。行业未来的集中度依然有提升的空间。

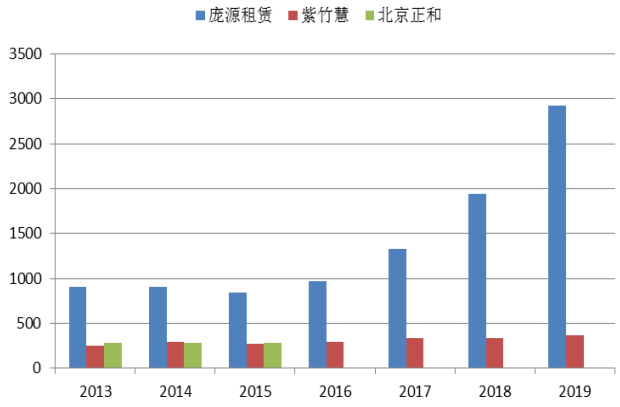
而从几家主流公司的收入变化来看，庞源租赁作为龙头企业收入逐渐增长，从 2013 年的 9 亿元增长到 2019 年的 19 亿元，再到 2019 年的 29 亿元。而第二梯队的紫竹慧收入依然徘徊在 3 亿元左右，从侧面验证了龙头企业有望凭借优势，不断增大规模，提升市场占有率。

图 31 庞源租赁签约量



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 32 塔吊租赁企业收入



数据来源：WIND 上海证券研究所

龙头公司凭什么做大做强？预计从行业的资质、经验、管理优势，规模和资金优势，结构性特点使得龙头公司做大做强，不断提升市场占有率。

资质、经验、管理优势。塔吊租赁行业对安全的要求较高，对人员的经验、操作规范要求较高。特别是目前建筑企业对安全性的要求不断提高，从事建筑起重设备租赁业务的企业必须具有行业确认书、建筑起重设备租赁企业资信等级证书等；从事建筑起重设备安装和拆卸的企业必须具备建筑业企业资质证书、特种设备安装维修许可证、安全生产许可证等。对于现场的安全管理，也需要长期的经验积累和历史成绩。售后服务也是考量塔吊租赁企业软实力的重要一点。随着建筑企业对安全性要求越来越高，会选择具备良好资质和安全管理能力强的大型塔吊租赁企业。

规模和资金优势：租赁公司想要做大做强，需要增加设备的存量，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。所以资金优势是公司持续扩大规模的重要支撑。随着规模的扩大，设备保有量的增多，不同吨米的设备可以更好的满足下游需求。

结构性特点：随着装配式建筑渗透率的提高，对于中大型塔吊的需求不断增加，而中小塔吊租赁公司不能满足客户的需求，通常会选择大型塔吊租赁公司。

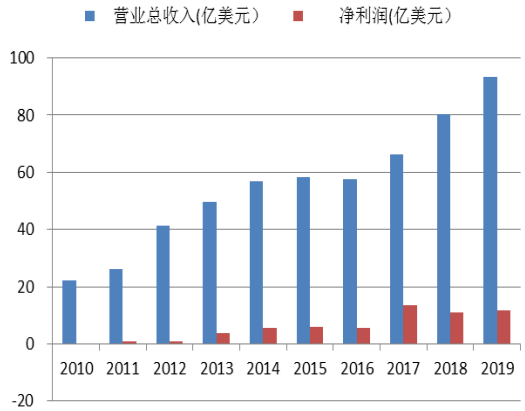
五、从联合租赁看塔吊租赁行业的未来和估值？

联合租赁公司是租赁行业最成功的公司，目前公司市值 750 亿元。公司收入和利润也保持持续增长的态势，2019 年收入达到 93.51 亿美元，创历史新高。净利润 11.74 亿美元，低于 2017 年的 13.46 亿美元。

复盘联合租赁的成功：其主要有几点：规模效应、并购、极高的租金收费水平加上极高的利用率。公司的优势包括庞大多样的租赁车队；巨大的购买力；运营效率：分支机构之间的设备共享\客户服务中心\合并共同职能；信息技术系统；品牌认知度强；地理和客户多样性。

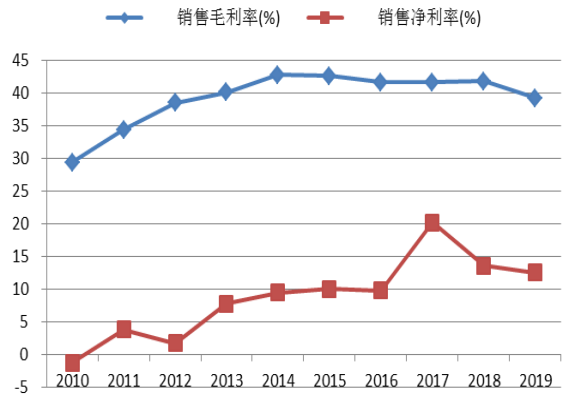
从毛利率和净利率来看，其毛利率在 40%-42%左右波动，而从净利率来看，其历史最好净利率达到 20.27%，2019 年为 12.55%。

图 33 联合租赁营收及净利润



数据来源：WIND 上海证券研究所

图 34 联合租赁毛利率及净利率

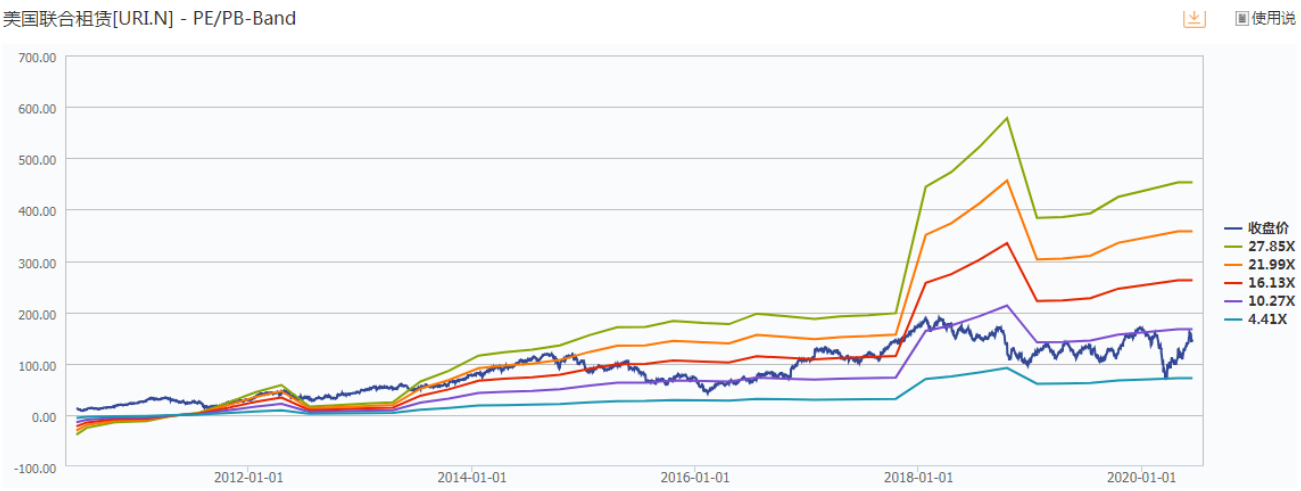


数据来源：WIND 上海证券研究所

从联合租赁的估值来看，其历史估值波动区间为 4-28 倍，在 2013 年之前由于净利率较低，公司的估值较高。2013-2014 年公司的净利率快速提升，估值在 22-28 倍之间；2015 年以后估值在 10-16 倍之间。目前整体估值中枢为 10 倍之间。

在行业前期高速发展的时候，公司净利率较低的时候，公司的估值较低。在净利润快速提升的时候，公司的估值在 22-28 倍之间。后来步入成熟稳定期以后，估值在 10-16 倍之间。

图 35 联合租赁估值



数据来源：WIND 上海证券研究所

国内塔吊租赁行业的业务本质不同于传统的租赁业务，其更加类似于服务业，估值向服务业靠拢。另外目前国内塔吊租赁还属于前期高速发展，龙头公司做大做强的阶段，估值可以向联合租赁在净利润快速提升时候的估值靠拢：22-28 倍之间。

六、投资建议

建议持续关注塔吊租赁龙头公司建设机械（600984）。

七、风险提示

下游需求下滑导致设备利用率降低，价格竞争加剧。

分析师声明

倪瑞超

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。