



Research and  
Development Center

# 全球塔机租赁龙头，持续扩张驱动业绩高增

—— 建设机械（600984）深度报告

2020年04月17日

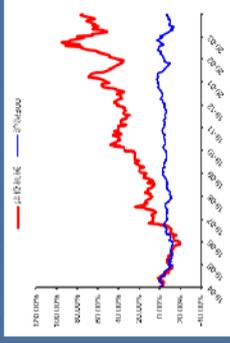
罗政 机械行业首席分析师

王舫朝 非银金融首席分析师



首次评级

建设机械相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据 (2020.4.16)

收盘价(元)	13.18
52周内股价波动区间(元)	5.81-14.75
最近一月涨跌幅(%)	9.65
总股本(亿股)	8.28
流通A股比例(%)	94.93
总市值(亿元)	111

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 全球塔机租赁龙头，持续扩张驱动业绩高增

2020年04月17日

### 本期内容提要：

- ◆ **全球塔机租赁龙头，量价齐升驱动业绩高增。**截至2020年初，庞源租赁设备保有量突破6000台，位居全球塔机租赁商首位，保有量超过第二名两倍多。2015年登陆资本市场以来，庞源租赁依托大股东支持，步入快速增长阶段，设备保有量三年翻番，与此同时，在小型塔机整体去化、中大型塔机需求旺盛的背景下，塔机租金费率2016年末以来持续上涨，庞源租赁业务呈现量价齐升态势，收入规模从2016年不到10亿增加到2019年接近30亿，而净利率水平也持续攀升，到2019年已经超过22%，鉴于塔机租赁行业极其分散，公司市占率仍偏低，我们认为在继续扩张的背景下公司高增还将持续。
- ◆ **装配式建筑方兴未艾，PC塔机受益明显。**装配式建筑因为其节省人工、节省工期、环保高效等优势，受到政策层面的扶持，成为建筑现代化、智能化的必然趋势；近年来，国内装配式建筑渗透率持续提升，2020年国内装配式建筑整体渗透率有望超过15%，我们认为在此趋势下，2025年装配式建筑将达到30%的渗透率。据我们测算，2021年装配式建筑带动的中大型塔机需求将达到5.7万台，而庞源租赁目前用于装配式建筑的塔机数量为1600台左右，占2021年市场需求的比重不到3%，仍有较大提升空间。
- ◆ **对标国际巨头，庞源依然具备较大成长空间。**从国内来看，庞源通过近几年的扩张，与竞争对手正拉开差距，而对标国际租赁巨头联合租赁，庞源仍有较大成长空间。我们认为庞源的成长主要来源于两方面，一是在塔机领域，持续拓展业务区域，增加设备保有量，通过财务杠杆驱动提升公司的市场占有率；二是在业务多元化方面，联合租赁通过经营活动产生充沛现金流——收购潜力企业——产生协同效应提高运营效率——现金流更充沛的循环模式，在过去20年间完成近300起并购交易，我们认为庞源未来亦可复制联合租赁的成长步伐，通过内生和外延双轮驱动，拓展设备覆盖范围，向综合性的设备租赁商迈进。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**考虑2020年定增完成的情况下，我们预计公司2019-2021年实现净利润5.14亿元、6.14亿元和10.47亿元，相对应的EPS分别为0.62元/股、0.63元/股和1.08元/股，对应当前股价PE分别为21倍、21倍和12倍，2020年业绩增速偏低是受疫情影响的短期因素所致，但是并不会影响公司成长的长期逻辑，我们依然看好公司长期发展潜力，首次覆盖予以“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**庞源租赁的发展依赖财务杠杆驱动，如果市场需求出现较大程度的波动，将会给公司造成一定的财务风险；上市公司其他业务板块经营不善拖累整体业绩；公司非公开发行股票尚未完成，最终结果可能与我们的预测情况存在一定差异。



重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,829.17	2,227.30	3,215.87	3,851.88	4,954.53
增长率 YoY %	32.97%	21.77%	44.38%	19.78%	28.63%
归属母公司净利润(百万元)	22.81	153.26	513.55	614.49	1,047.00
增长率 YoY%	-72.25%	571.94%	235.08%	19.66%	70.39%
毛利率%	29.58%	32.92%	39.75%	37.27%	40.10%
净资产收益率 ROE%	0.71%	4.66%	14.16%	12.44%	16.06%
EPS(摊薄)(元)	0.03	0.19	0.62	0.63	1.08
市盈率 P/E(倍)	478	71	21	21	12
市净率 P/B(倍)	3.39	3.24	2.81	2.13	1.81

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年04月16日收盘价



目 录

庞源租赁：快速成长的全球塔机租赁龙头..... 1  
 (一) 营收规模高增，保有量问鼎全球..... 1  
 (二) 资金杠杆撬动，扩张仍在持续..... 3  
 (三) 保有量市占率不到 2%，发展空间依然巨大..... 5  
 引领建筑机械租赁渗透率提升大趋势..... 7  
 (一) 地产投资稳中有升，建筑机械景气度提升..... 7  
 装配式建筑发展推动中大型塔机需求..... 9  
 (一) 政策支持利好，国内装配式建筑发展前景广阔..... 9  
 (二) 优势明显，装配式建筑需求测算..... 11  
 (三) PC 塔机市场需求测算..... 13  
 湿租模式带来未来业绩弹性..... 15  
 对标联合租赁，步入高增阶段..... 16  
 盈利预测、估值与投资评级..... 19  
 风险因素..... 20

表 目 录

表 1：庞源租赁保有量位居全球首位..... 1  
 表 2：庞源租赁跻身全球租赁商前 50..... 2  
 表 3：庞源租赁 2017-2018 年被上市公司融资担保情况..... 3  
 表 4：各省、直辖市关于支持装配式建筑发展的政策措施举例..... 9  
 表 5：发达国家装配式建筑占比及主要特征..... 10  
 表 6：现浇结构建筑和装配式建筑工期对比（30 层精装修）..... 11  
 表 7：现浇结构建筑和装配式建筑能耗对比..... 11  
 表 8：装配式建筑与传统建筑造价对比..... 12  
 表 9：美国联合租赁收入分布，专业特殊设备收入占比超过 20%..... 17  
 表 10：可比公司盈利及估值对比..... 20

图 目 录

图 1：庞源租赁塔机保有量快速增长..... 2  
 图 2：庞源租赁营收规模快速提升..... 2  
 图 3：庞源租赁经营租赁出租设备账面价值..... 5  
 图 4：2019 年庞源租赁融资成本普遍超过 5%..... 5  
 图 5：紫竹葛相对扩张速度较慢..... 6  
 图 6：我国建筑施工机械租赁市场渗透率远高于行业（单位：%）..... 7  
 图 7：建筑工程机械租赁占购置比例明显提升（单位：%）..... 7  
 图 8：建筑工程机械租赁上中下游产业链..... 8  
 图 9：房地产投资和建筑机械租赁投资完成额走势变化高度相关..... 8  
 图 10：房地产新开工面积与竣工面积剪刀差扩大（亿平方米）..... 8  
 图 11：全国装配式建筑渗透率快速提升..... 10  
 图 12：各省市装配式建筑渗透率差异较大..... 10  
 图 13：国内塔机租赁行业集中度提升..... 13  
 图 14：国内塔机租赁用于 PC 建筑的塔吊占比..... 13  
 图 15：庞源租赁用于 PC 建筑的塔吊占比..... 14  
 图 16：未来 5 年装配式建筑对塔机需求的带动测算..... 14  
 图 17：紫竹慧 2014 年营业成本结构..... 15  
 图 18：北京正和 2015 年营业成本结构..... 15  
 图 19：庞源租赁毛利率和净利率的变化..... 16  
 图 20：庞源租赁销售费用占比很低..... 16  
 图 21：美国联合租赁几次重大并购..... 17  
 图 22：联合租赁毛利率在 40% 左右..... 18  
 图 23：公司 ROE 较高，现金流产生能力强..... 18  
 图 24：公司盈利能力逐年提升..... 18  
 图 25：公司长期负债增多，但净杠杆率走低..... 18  
 图 26：联合租赁出租时率（Time utilization）维持在 70% 高位..... 19  
 图 27：EPS 持续高增长..... 19



## 庞源租赁：快速成长的全球塔机租赁龙头

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，其中母公司建设机械主要从事工程机械制造，主要产品包括摊铺机、压路机等，子公司上海庞源租赁主要从事塔式起重机的租赁业务，2019年上半年，上市公司整体实现营业收入13.98亿元，其中上海庞源租赁实现收入12亿元，占比达到85.8%，上市公司整体实现净利润1.88亿元，而庞源租赁实现净利润2.31亿元，庞源租赁是上市公司主要的收入和利润来源。本报告也是主要围绕上海庞源的投资逻辑展开。

建筑机械租赁行业可以分为建筑工程机械租赁、建筑安全支护设备租赁及其他建筑工程及设备租赁三类。建筑工程机械租赁物包括塔吊、起重机、挖掘机等；建筑安全支护设备租赁包括钢支撑类、模版类、贝雷类、脚手3类设备等。**庞源租赁主要侧重于建筑工程机械租赁中的塔机租赁。**

### （一）营收规模高增，保有量问鼎全球

根据KHL传媒集团2019年9月《International Cranes and Specialized Transport》期刊发布的2019 IC Tower Index排名显示，庞源租赁以总起重力矩1,161,158吨米位居首位。该份数据报告显示，截至2019年7月末，上海庞源的塔机保有量为5377台，排名第二的NFT的保有量为2585台，不到庞源租赁的一半。

表1：庞源租赁塔机保有量位居全球首位

全球排名	公司	总部国别	塔机保有量	吨米数
1	上海庞源	中国	5377	1181158
2	NFT	阿联酋	2586	1075895
3	Liebherr Tower Crane Division	德国	1747	492784
4	Uperio	法国	2200	324487
5	Tat Hong Equipment Service	新加坡	1063	242954
6	Wolffkran	瑞士	729	202769
7	Morrow Equipment	美国	558	201581
8	Maxim Crane Works	美国	373	183909
9	Neremat	保加利亚	506	132189
10	Bigge Crane and Rigging	美国	242	122510

资料来源：KHL，信达证券研发中心

而根据KHL传媒集团旗下《International Rental News》2019年6月份发布的榜单显示，庞源租赁在全球租赁商排名44位，首次跻身前50，也是唯一一家进入TOP50的中国公司。



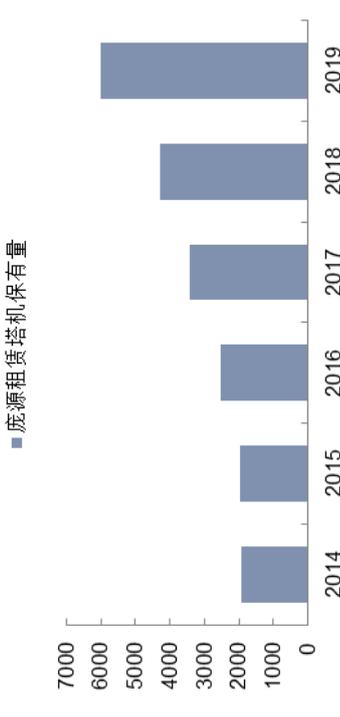
表 2：鹿源租赁跻身全球租赁商前 50

全球排名	公司	总部国别	收入规模 2018 (百万欧元)	员工数量
1	United Rentals	美国	7028	18600
2	Ashtead Group	英国	4683	17166
3	Aktio Corp	日本	2175	8359
4	Aggreko	英国	1961	6000
5	Herc Rentals	美国	1729	4900
6	Loxam	法国	1483	7900
7	Kanamoto	日本	1346	3135
8	Nishio Rent All	日本	1064	3748
9	Algeco Scotsman	美国	955	5049
.....				
44	上海鹿源	中国	256	2700

资料来源：KHL，信达证券研发中心

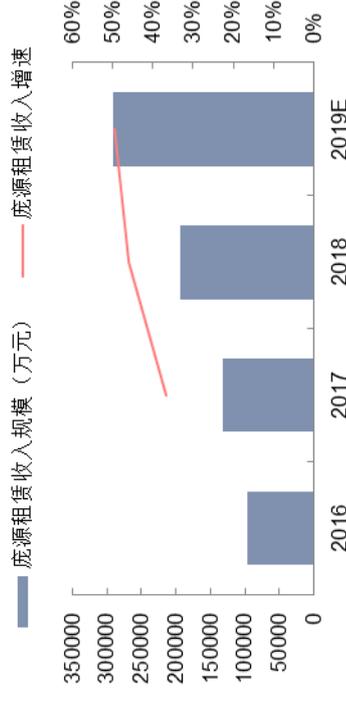
事实上，在 2014 年末，鹿源租赁的塔式起重机的保有量为 1926 台，2014 年塔机租赁业务给公司带来的收入规模为 7.9 亿元，截至 2020 年初，鹿源租赁的塔机保有量已经突破 6000 台，我们预计 2019 年鹿源整体业务收入达到 29 亿元，上市公司和大股东为鹿源的快速发展提供了有力的支持。

图 1：鹿源租赁塔机保有量快速增长



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：鹿源租赁营收规模快速提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



## （二）资金杠杆撬动，扩张仍在持续

回溯近十年发展历程，上海庞源的快速扩张可大致分为两个阶段：

第一个阶段是2011到2013年，伴随着房地产行业投资的持续上行，为了满足旺盛的市场需求并实现向外扩张的战略规划，庞源租赁从2011年起连续三年进行了大量的设备采购，2010年末庞源的各类设备（包括塔式起重机械、施工升降机、履带起重机械等）保有量总计1500台左右，到了2013年末，各类设备保有量已经超过2500台，复合增速约19%。

2014到2016年全行业进入洗牌阶段，由于前期快速扩张导致全产业产能过剩，全行业进入到去产能阶段，塔机销量快速下降（见下文），部分小型塔机因为需求不足、安全性要求提升等因素被市场出清，整体市场保有量稳重又降。

第二个阶段则是从2017年开始至今，庞源的设备保有量快速增长，特别是2019年，根据我们估算，庞源租赁新增塔机超过1500台。该阶段庞源快速扩张固然有国内装配式建筑渗透率提升、市场对于大型塔机需求增加的因素，但也需要看到作为资金密集型的租赁行业企业，上市公司及大股东的支持也尤为关键——特别的，上市公司为庞源租赁的融资扩张提供了持续的担保支持，公司实际控制人煤化工集团的控股子公司陕西煤化工集团财务有限公司也给庞源租赁提供了部分融资支持。

表3：庞源租赁2017-2018年被上市公司融资担保情况

时间	被担保主体	金融机构	金额（万元）	期限（年）
2017年1月12日	庞源租赁	上海爱康富罗纳融资租赁有限公司	6400	3
2017年1月19日	庞源租赁	南京银行上海分行	7000	1
2017年1月19日	庞源租赁	江苏金融租赁股份有限公司	4500	3
2017年4月7日	庞源租赁	广发银行上海静安支行	2000	1
2017年4月7日	南通庞源	中国银行南通城东支行	1500	1
2017年5月9日	庞源租赁	长城国兴金融租赁有限公司	6000	5
2017年5月31日	庞源租赁	安徽中安融资租赁股份有限公司	7000	4
2017年6月20日	庞源租赁	长城国兴金融租赁有限公司	9000	5
2017年6月20日	庞源租赁	厦门百应融资租赁股份有限公司	9000	3
2017年6月20日	庞源租赁	渝农商金融租赁有限公司	3000	3
2017年6月20日	庞源租赁	皖渝金融租赁股份有限公司	15000	3
2017年8月29日	庞源租赁	广东粤财金融租赁股份有限公司	6000	3
2017年9月18日	庞源租赁	深圳金海峡融资租赁有限公司	5000	3
2017年9月18日	庞源租赁	上海鼎策融资租赁有限公司	5700	3
2017年10月11日	庞源租赁	长城国兴金融租赁有限公司	23722	5
2017年10月27日	庞源租赁	浙江浙银金融租赁股份有限公司	10000	3



2017年10月27日	鹿源租赁	江苏银行上海长宁支行	1500	1
2017年11月23日	鹿源租赁	陕煤财务	2600	3
2018年1月12日	鹿源租赁	平安国际融资租赁有限公司	2530	3
2018年1月12日	鹿源租赁	珠海莱茵能源装备融资租赁有限公司	4000	3
2018年1月19日	鹿源租赁	南京银行上海分行	7000	1
2018年2月9日	鹿源租赁	上海耘林融资租赁有限公司	7000	3
2018年3月27日	鹿源租赁	陕西煤业化工集团财务	12000	3
2018年4月26日	鹿源租赁	江苏金融租赁股份有限公司	10000	3
2018年4月26日	鹿源租赁	中航国际租赁有限公司	10000	5
2018年4月26日	鹿源租赁	广发银行上海静安支行	5000	1
2018年6月15日	鹿源租赁	交银金融租赁有限责任公司	15000	3.5
2018年6月15日	鹿源租赁	华融金融租赁股份有限公司	6000	3
2018年8月31日	鹿源租赁	江苏瀚瑞金港融资租赁有限公司	5000	3
2018年10月30日	鹿源租赁	重庆润银融资租赁有限公司	5000	5
2018年10月30日	鹿源租赁	顺泰融资租赁股份有限公司	10000	3
2018年10月30日	鹿源租赁	华科融资租赁有限公司	5000	3
2018年12月19日	南通鹿源	中国银行南通市城东支行	1500	1

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

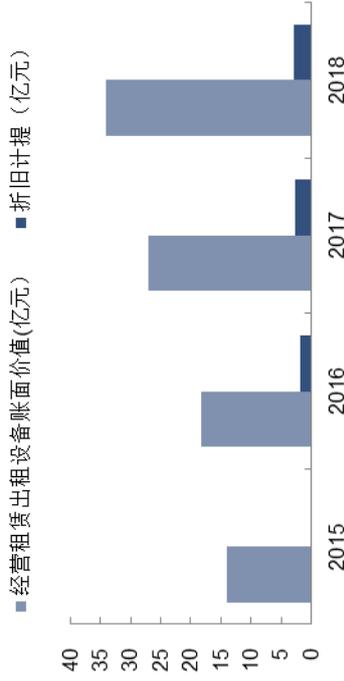
鹿源租赁的设备来源包括融资租赁、售后租回以及直接采购，随着鹿源租赁自身资产规模的扩张，鹿源可以用于融资租赁的抵押物的规模也随之扩张，由于鹿源融资租赁合同的期限一般为3-5年，因此2017年融资租赁租入的资产的所有权将在2020年归属鹿源，为鹿源撬动更大规模的资金杠杆提供条件。

资金是鹿源租赁扩张的重要驱动因素，因此有必要考察一下鹿源的资金成本。我们统计发现，2017-2018年，鹿源租赁从银行、融资租赁公司等金融机构获取授信的资金成本集中在4.4%-5.5%之间，我们大致取均值认为鹿源租赁的资金成本为5%。而2018年，鹿源租赁实现营业收入19.2亿元，同期鹿源租赁付出的财务费用（主要为利息支出）为9712万元，正好占收入比重为5%。因此，鹿源租赁的金融杠杆属性越发明显。需要注意的是，2019年，鹿源租赁从融资租赁企业获得资金的成本有所上升，我们需要关注公司资金成本的变化。

2018年末，鹿源租赁租出去的固定资产账面原值已经达到34亿元，比2016年增加了接近88%!

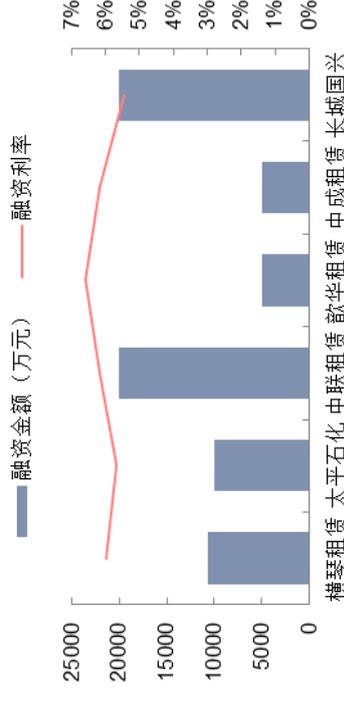


图 3：庞源租赁经营租赁出租设备账面价值



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2019 年庞源租赁融资成本普遍超过 5%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

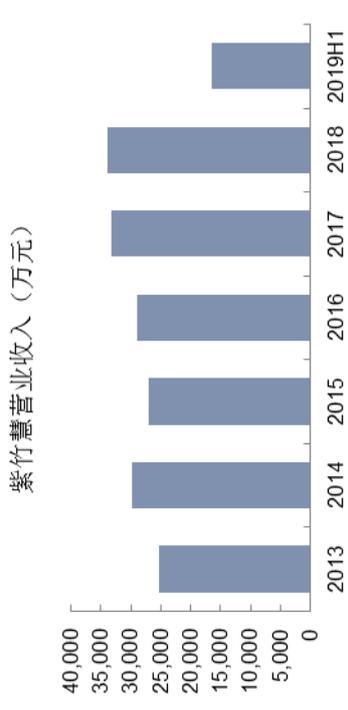
### （三）保有量市占率不到 2%，发展空间依然巨大

我国建筑起重机械租赁行业的市场参与主体众多，市场高度分散，市场竞争较为激烈。作为建筑起重机械租赁行业的龙头企业，我们以庞源租赁 2019 年实现的营业收入计算，庞源占国内塔机租赁市场的比重大约在 4%—5%之间，以保有量规模来算，庞源占国内塔机租赁市场的比重大约为 1.5%—2%，主要原因一是庞源的设备以 600KN·M 以上的中大型塔机为主，其租金费率高于行业平均水平，二是塔机的商业模式除了租赁外还有部分属于自主自有。

在国内市场，庞源租赁的市场规模已经遥遥领先。2020 年一月初，庞源租赁的塔机保有量已经超过 6000 台，而根据我们估算，国内排名第二的北京紫竹慧 2018 年的设备保有量约为 1000 台，庞源租赁登陆 A 股之后借助大股东背书和资本市场优势快速扩张，相比之下北京紫竹慧的扩张速度则要慢一些。



图 5：紫竹慧相对扩张速度较慢



资料来源：紫竹慧公告，信达证券研发中心

**定增融资，继续加码设备投资。**建设机械2月22日发布非公开增发三次修订稿，根据中国证监会2020年2月14日发布的《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》的相关规定，对原本的非公开增发方案进行了修订，拟募资150574.80万元（含发行费用），用于新购1500台大中型塔式起重机会，以扩大庞大源租赁的大中型塔机规模并丰富设备型号。建机集团作为上市公司大股东，承诺认购不少于20%的增发股份，且不参与询价竞价并接受市场询价结果。

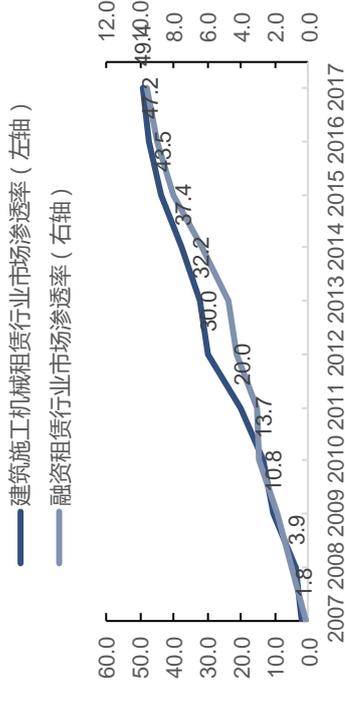


## 引领建筑机械租赁渗透率提升大趋势

### （一）建筑机械租赁行业快速发展，渗透率仍有提升空间

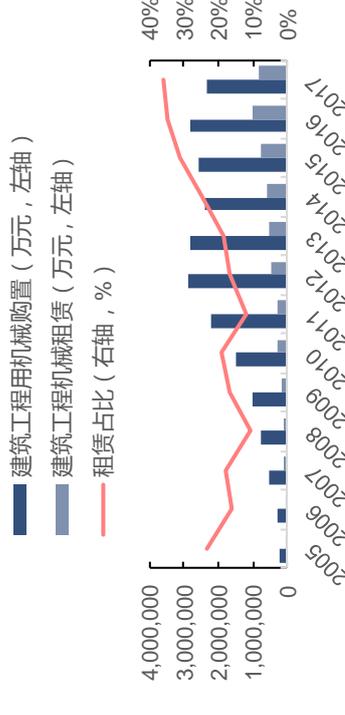
我国建筑机械租赁行业仍处于相对初级阶段，有较大发展空间。首先，从市场规模来看，2017年我国建筑工程机械设备租赁市场规模达202亿元。近十年来复合增速达30.4%。据前瞻产业研究院统计，2007年到2017年，建筑机械租赁市场渗透率从1.8%快速提升至49.4%，远高于租赁行业平均市场渗透率9.59%；第二，从设备租用率来看，2017年我国建筑工程机械设备的采购36%用于租赁，该比例自2011年起持续升高。但对比国际成熟市场，日本在60%左右，欧美发达国家设备租赁率则达到80%以上，我国仍有较大差距。同时，伴随着我国工程机械进入存量时代，“由买转租”是大势所趋，将推动工程机械租赁行业进一步扩张。以工程租赁设备最多的塔式起重机为例，2017年全国塔机保有量近40万台，当年设备销量0.98万台，其中更新需求就有0.9万台，体现了塔机行业进入存量时代。

图 6：我国建筑施工机械租赁市场渗透率远高于行业（单位：%）



资料来源：前瞻产业研究院，中国租赁联盟，信达证券研发中心

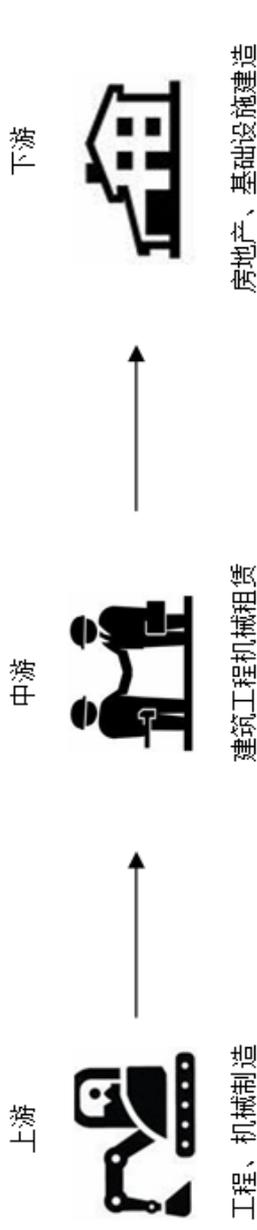
图 7：建筑工程机械租赁占购置比例明显提升（单位：%）



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

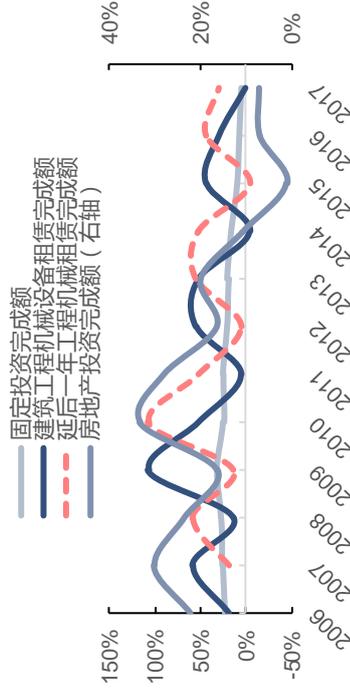
### （二）地产投资稳中有升，建筑机械景气度提升

建筑机械租赁行业产业链的上游为工程、机械制造行业，下游服务于房地产、基础设施等建造行业。我国建筑机械租赁市场的发展是伴随着整个机械市场发展起来的。而建筑机械租赁市场同时也受到下游房地产、基建行业的影响，我国工业化、城市化、现代化的进程，加快带动了大规模基础设施建设需求，从而扩大了建筑租赁市场的内需。2018年基建“补短板”的提出，2019年加大基建投资，行业发展趋势持续向好。

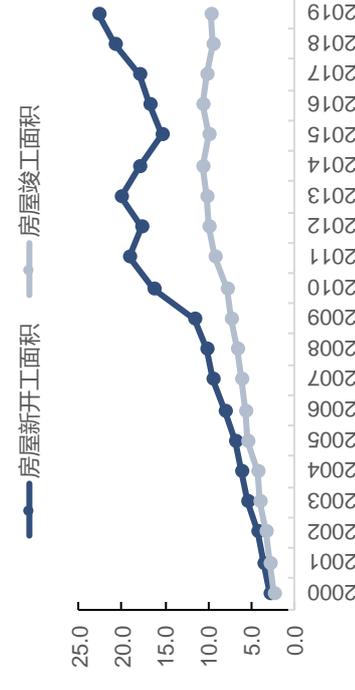
**图 8：建筑工程机械租赁上中下游产业链**


资料来源：信达证券研发中心整理

固定资产投资、房地产投资与建筑机械租赁投资走势变化高度相关，并且房地产投资完成额变化约滞后于建筑机械租赁变化一年。原因是工程机械租赁完成后的施工周期，会带来房地产完成的滞后，2015年后，房地产新开工面积和竣工面积剪刀差逐渐走扩，支撑了未来建筑租赁市场的需求。

**图 9：房地产投资和建筑机械租赁投资完成额走势变化高度相关**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

**图 10：房地产新开工面积与竣工面积剪刀差扩大 (亿平方米)**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

同时，2019 年底，我国完成房地产投资 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，比去年同期的 9.5% 多增长 0.4pct；房地产企业开发施工面积 89.4 万亿元，同比增长 8.7%，比去年同期的 5.2% 多增 3.5pct；随着房地产市场供给侧改革逐渐深入，因城施策调控效果逐渐显现，房地产行业健康发展和固定资产投资稳步增长带动了整个建筑机械行业景气度的提升。



## 装配式建筑发展催动中大型塔机需求

### (一) 政策持续利好，国内装配式建筑发展水平仍偏低

国务院 2016 年发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，提出力争用 10 年时间，使得装配式建筑占新建建筑比重达到 30%。此后各省、直辖市也出台了相应的地方措施，鼓励发展装配式建筑，并提出了相应的发展目标。其中以上海最为突出，提出了 2020 年装配率达到 60% 的目标，而事实上从 2017 年数据来看，上海新建建筑当中装配式建筑已经达到 60%，远远高出全国水平。

表 4：各省、直辖市关于支持装配式建筑发展的政策措施举例

地区	文件名	目标	补助措施
北京	《北京市人民政府办公厅关于加快发展装配式建筑的实施意见》	2020 年实现装配式建筑占新建建筑比重达到 30% 以上	自愿采用装配式建筑并符合事实标准的，给予不超过 3% 的面积奖励
上海	《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》	十三五期间，全市装配式建筑单体制率率达到 40% 以上或者装配率达到 60% 以上	符合要求的装配式建筑，每平方米补贴 100 元
天津	《天津市人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑实施方案》	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	达到一定装配率的项目，全额返还新型墙改基金、散水基金或专项资金奖励；实行建筑面积奖励等
重庆	《关于加快推进建筑产业现代化的意见》	到 2020 年全市新开工建筑预制装配率达到 20% 以上，2025 年达到 30% 以上	试点项目每立方米混凝土构件补贴 350 元等
河北	《河北省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2020 年年底，试点城市 40% 以上新建住宅项目采用住宅现代化方式建设，其他设区市达到 20% 以上	优先安排建设用地，增值税即征即退 50%
湖南	《湖南省人民政府办公厅关于加快发展装配式建筑的实施意见》	2020 年，全省市州中心城市装配式建筑占新建建筑比例达到 30%，长沙、株洲、湘潭三市中心城区达到 50%	财政奖励和容积率奖励
江苏	《江苏省关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	2020 年全省装配式建筑占新建建筑比例达到 30%，2025 年超过 50%	财政扶持，税收优惠，容积率奖励，优先安排建设用地
福建	《福建省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	2020 年全省装配式建筑占新建建筑比例达到 20%，2025 年达到 30%	
广东	《广东省人民政府办公厅关于大力发展装配式建筑的实施意见》	珠三角城市群 2020 年底前装配式建筑占新建建筑比例达到 15%，2025 年底前达到 35%	适当资金支持，优先信贷支持，优先安排用地指标

资料来源：相关政府官网，信达证券研发中心

从发达国家来看，装配式建筑已经是一种普遍使用的建筑方式，在美国装配式建筑的渗透率已经达到 90%，而在日本装配式建筑的比重也超过 50%。而纵观我国目前建筑行业，施工方式仍以现场浇筑作业为主，装配式建筑比例不到 5%，与国际先进水平相比差距甚大。

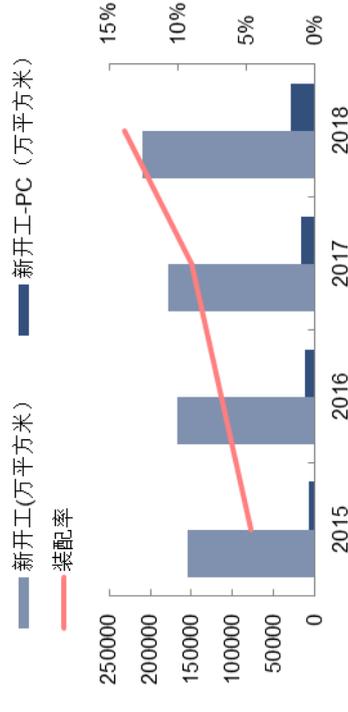
**表 5：发达国家装配式建筑占比及主要特征**

国家	装配式建筑占比	主要发展成就	备注
瑞典	80%	世界上装配式建筑运用最广泛的国家	采用大型混凝土预制板装配式技术
法国	80%	世界上推行装配式建筑最早的国家	以预应力混凝土装配式框架结构体系为主
美国	90%	注重美观、个性化	以工厂化、混凝土装配式和钢结构装配式为主
日本	50%	追求中高层住宅的配件化生产体系，满足高密度的住宅需求	部件化、工厂化的生产方式
新加坡	70%	实现建筑工业化稳步发展	采用预制混凝土组件，配合使用机械化模板系统
丹麦	80%	实现多元化与标准化的和谐统一	以“产品目录设计”为中心的通用体系，并在通用基础上实现多样化

资料来源：文献资料，信达证券研发中心

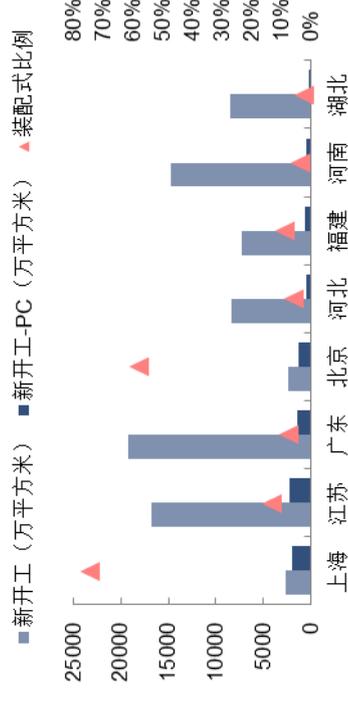
而从国内来看，装配式建筑渗透率持续提升，但各省市装配式建筑发展水平参差不齐。2018 年，我国房屋新开工面积为 20.9 亿平方米，其中装配式建筑新开工面积达到 2.9 亿平方米，渗透率达到 13%。其中，上海 2018 年房屋新开工面积当中，装配式比重达到了 70%，江苏省装配式比重达到 15%。（注：此处出于简化考虑，以房屋新开工数据代替整个建筑新开工，理论上高估了装配式建筑的渗透率）

**图 11：全国装配式建筑渗透率快速提升**



资料来源：国家统计局，住建部，信达证券研发中心

**图 12：各省市装配式建筑渗透率差异较大**



资料来源：各省、市住建委（厅），信达证券研发中心

我们认为，作为我国建筑产业大省，广东、江苏、河南等省份装配式建筑比重依然较低，还有较大成长空间，而湖北、河北、福建等地区的装配式建筑发展较为滞后，具备较强的成长潜力。



## （二）优势明显，装配式建筑前景广阔

装配式建筑是建筑工业化、智能化发展的必然趋势，而由于少了现场混砂、浇筑等环节，装配式建筑也更符合城市环保的需要。我们认为，装配式建筑的现实优势主要表现在缩短工期、节约人工以及节能环保上，而其劣势主要是显性成本和技术成熟度。

**1、缩短工期：**装配式建筑带来整体工期的缩短，主要体现在主体结构和内外装修的工期缩短，特别是水电安装，传统现浇建筑是要等到主体结构完成之后再进行水电接入，而装配式建筑在主体工程同期进行水电安装，进一步节省了工期。

**表 6：现浇结构建筑和装配式建筑工期对比（30 层精装修）**

项目	现浇结构	装配式结构
结构工期	8 个月	7 个月
内外装修	3-5 个月	2-3 个月
水电安装	2-3 个月	与主体工程同步
用时	最快 13 个月	10 个月

资料来源：信达证券研发中心

**2、节约人工：**对人工的节约来源于两个方面，一是工期缩短带来的单位人工工时的缩短，二是装配式建筑现场对于人工的需求减少，主要是由于减少了现场浇筑带来的混凝土工减少，以及大幅减少木制框架带来的木工的减少。整体估算装配式建筑对现场人工数量的需求减少 30% 左右（未考虑预制件工时间向预制件工厂的转移）。

**3、节能环保：**装配式建筑的另一个重要特点就是环保，由于减少了现场浇筑，施工现场的扬尘大幅减少，同时水、电的消耗和建筑垃圾的生产也显著降低。

**表 7：现浇结构建筑和装配式建筑能耗对比**

项目	现浇结构	装配式结构
钢筋用量	约 52Kg/m <sup>3</sup>	约 55Kg/m <sup>3</sup>
混凝土用量	约 0.41m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>	约 0.44m <sup>3</sup> /m <sup>2</sup>
施工用水	15Kg/月/m <sup>3</sup>	11Kg/月/m <sup>3</sup>
施工用电	0.83 度/月/m <sup>2</sup>	0.65 度/月/m <sup>2</sup>
建筑垃圾	7.5Kg/m <sup>2</sup>	4.6Kg/m <sup>2</sup>

资料来源：文献资料，信达证券研发中心

但是装配式建筑的发展依然是一个系统工程，其渗透率的提升是一个逐步的过程，而制约装配式建筑发展的因素主要来自于三个方面，一是成本，二是技术，三是工业配套。



1、成本端：装配式建筑目前造价高于传统建筑。以某城市新区总体数量超过 1500 套的公租房工程为例，其采用装配式建筑施工模式，配以整体卫浴和整体式橱柜，达到拎包入住的条件——根据青岛公信永和工程咨询事务有限责任公司徐燕秋、王军（2018）的测算，假定装配式建筑与传统现浇建筑在设计标准与质量要求方面相同，则装配式建筑较现浇建筑设计每平方米造价高出 764.12 元，其中土建工程造价高出 812.04 元/㎡。而下表则是另外一篇文献给出的测算，显示单位面积装配式建筑造价达到 1900 多元，高出传统建筑 700 元/平方米。因此目前来看，我们认为成本或许是制约装配式建筑发展的重要因素，因此我们也看到多地出台的鼓励性政策也对于装配式建筑予以了补贴支持。

表 8：装配式建筑与传统建筑造价对比

	装配式建筑		传统式建筑	
	工程造价(元)	平方造价(元/m2)	工程造价(元)	平方造价(元/m2)
建筑工程	46389534.7	1913.47	30392676.19	1195.47
装饰工程	1220453.33	466.87	1563014.26	607.36
给排水工程	1056487.08	42	1165491.06	45.28
取暖工程	1574694.09	61.24	1575021.03	62.17

资料来源：《浅谈装配式建筑工程与传统建筑工程的造价对比分析》，信达证券研发中心

2、技术和质量端：国内装配式建筑的发展仍然存在一定的技术问题有待解决。比如连接与抗震性问题，结构安全问题以及标准化的问题。以抗震性为例，事实上装配式建筑和传统建筑并没有在抗震性方面的优劣，但是从技术特点上来看，装配式建筑的整体性没有现场浇筑的钢筋混凝土建筑好，因此需要通过构造的使用对模块进行连接，如墙体与楼梯、阳台与楼梯以及墙体与墙体在纵向与横向的连接等。目前来看，套筒灌浆连接是较为常见的连接方式，但是连接过程中依赖工人作业，在现实工程中，确实存在质量管理的漏洞，比如有的钢筋无法对齐插入，工人就将钢筋直接剪断，这种情况很难在施工后立马被发现，因此业内也存在对工程质量的担忧。

3、工业配套环节：装配式建筑是通过预制件取代现场浇筑，预制件需要在预制件工厂生产，而预制件的运输半径应当小于 120KM，因此预制件工厂的配套亦是一个重要因素。比如上海作为国内装配式建筑发展最好的城市，装配式建筑占到上海新建建筑的比例已经达到 60%，上海周边的预制件工厂配套亦较为完善。根据《预制混凝土构件工厂全国重点区域规划布局研究》测算，上海地区 2020 年对于预制件的需求是 156 万立方米，长三角整体的预制件需求是 210 万立方米，而截至 2019 年中期，长三角地区的预制件工厂总产能已经达到 175 万立方米，未来 5 年平均每年新增一个大型预制件工厂（年产 10 万方）和 3-5 个中型预制件工厂（年产 5 万方）即可满足需求。

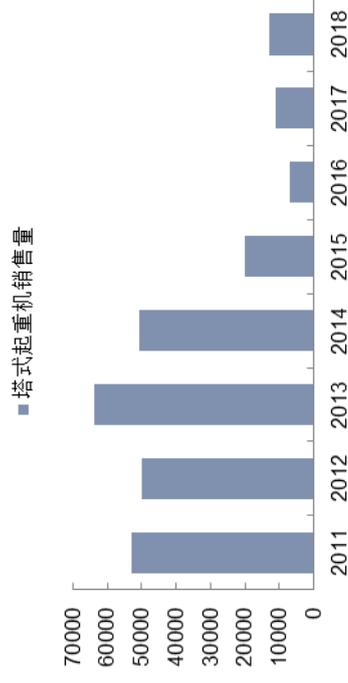
整体而言，我们认为装配式建筑有缩短工期、节省人工成本以及节能环保的优势，而技术和工业配套的问题也已经基本解决，建筑成本的增加也可以通过缩短工期、资金和人工成本的减少来弥补，装配式建筑优势明显，发展空间广阔。



### (三) PC 塔机市场需求测算

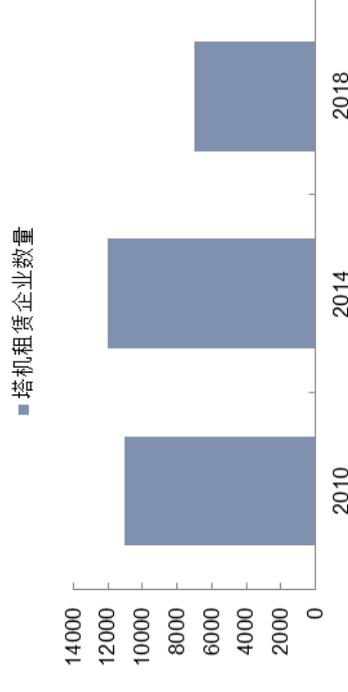
我国塔式起重机行业的发展曾经历过一轮深度的洗牌。从塔机的销售量来看，2015-2018 年塔机销售量持续走低，其中 2016 年塔机销售仅 7000 台，为 2013 年 63684 台的 11%，下滑幅度近 90%。与此同时塔机租赁商的数量也逐步下滑，但是行业仍然高度分散。另外统计数据显示，2010 年，国内塔机租赁企业数量达到 11000 家，在 2011-2013 年扩张阶段，租赁企业数量也持续增加，但是 2014 年以来行业开始洗牌，到 2018 年塔机租赁企业数量还有 7000 家，尽管已经有大幅下降，但是塔机租赁仍然是一个非常分散的市场。

图 13: 国内塔式起重机销售量 (单位: 台)



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 信达证券研发中心

图 14: 国内塔机租赁行业集中度提升 (单位: 家)



资料来源: 公开资料汇总, 信达证券研发中心

塔式起重机按照起重能力分类, 可以分为轻型、中型和重型三类:

- (1) 轻型塔式起重机, 起重量为 0.3—3 吨, 起重力矩小于 400KN·M, 一般用于五层以下民用建筑施工;
- (2) 中型塔式起重机, 起重量为 3—15 吨, 起重力矩 600—1200 KN·M, 一般用于工业建筑和较高层的民用建筑施工;
- (3) 重型塔式起重机, 起重量为 20—40 吨, 起重力矩大于 1200 KN·M, 一般用于重型工业厂房、高炉化工塔等设备的吊装工程。

对于装配式建筑而言, 由于一些大型预制件的重量近 10 吨, 只有中大型塔式起重机才能起吊, 这是装配式建筑的发展带动整个塔式起重机需求增长的主要原因。

从庞源来看, 2016 年 1 月, 庞源租赁用于 PC 建筑的塔吊为 26 台, 到 2019 年 12 月, 该数字已经增长到 1373 台, PC 建筑占庞源租赁总产值的比重也从 2016 年 1 月份的 1.8%增长到 2019 年 12 月份的 31%。



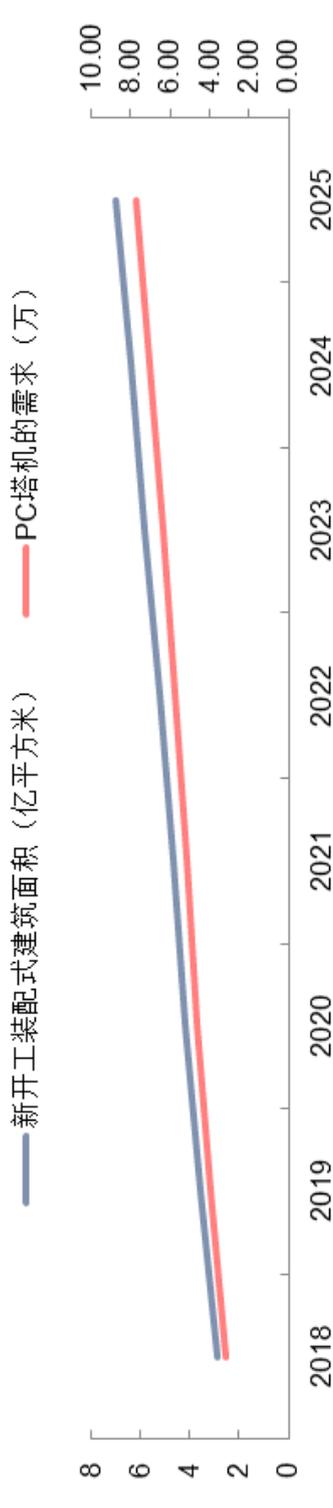
图 15: 庞源租赁用于 PC 建筑的塔吊占比



资料来源：庞源租赁官网，信达证券研发中心

我们针对未来国内市场需求做一个简单的测算。基于两个假设：(1) 到 2025 年，国内新建装配式建筑达到 7 亿平方米，占比达到 30%；(2) 参考多个实际项目的测算，我们假设单台塔机每年的工作覆盖建筑面积为 1 万平（不同塔吊的型号工作能力有所差异）。但是，在实践中，由于 PC 塔机主要是租赁模式，存在出租率不足 100% 的问题，而工期往往会因为一些客观因素达不到最佳状态，且塔机具有一定的区域性，因此实际的 PC 塔机需求要高于我们的预测。根据我们的测算，到 2021 年，用于装配式建筑的塔机需求量将达到 5.2 万台，我们认为届时实际市场需求将超过 5.7 万台。

图 16: 未来 5 年装配式建筑对塔机需求的带动测算



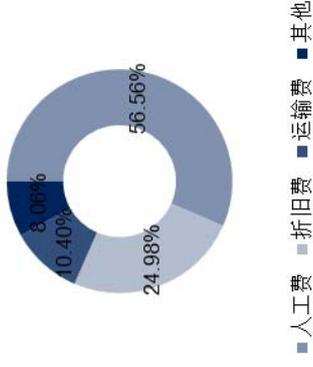
资料来源：信达证券研发中心

对于庞源租赁来说，把握装配式建筑发展带来的契机，不断提升 PC 建筑用塔吊的数量和占比，是未来最主要的战略思路。

## 湿租模式带来未来业绩弹性

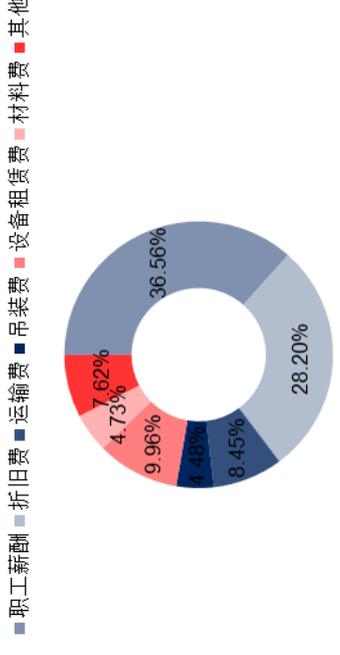
庞源租赁的业务模式主要是湿租模式，即在出租设备的同时还提供操作人员，因此在主营业务成本方面，庞源租赁的主要成本来源于设备折旧和人工成本，庞源的整体毛利率维持在 36% 左右。尽管庞源租赁未曾披露其成本结构，但是我们从行业其他企业的成本结构可以大致了解行业的成本属性。我们研究发现，国内塔机保有量第二的租赁企业——北京紫竹慧，其主营业务成本当中，近 50% 来源于人工薪酬，其 1300 余名技术工人 2014 年产生了 1 亿元的人工成本；而国内塔机保有量第三的北京正和，其人工成本占据了营业成本的 36%，而设备折旧和设备租赁（有部分租赁设备非自有）加总占了营业成本的近 40%。

图 17：紫竹慧 2014 年营业成本结构



资料来源：紫竹慧公开转让说明书，信达证券研发中心

图 18：北京正和 2015 年营业成本结构

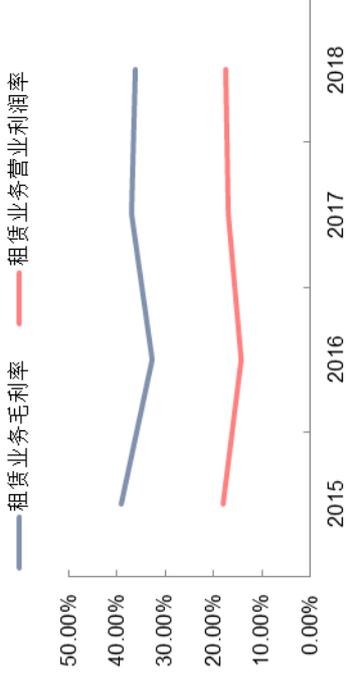


资料来源：北京正和招股说明书，信达证券研发中心

但是庞源的销售费用率极低，公司 2018 年实现超过 19 个亿的收入，但是销售费用仅 400 万元，管理费用率维持在 12%-14% 的水平，我们认为随着公司管理规模的扩大，管理费用还有持续摊薄的空间。

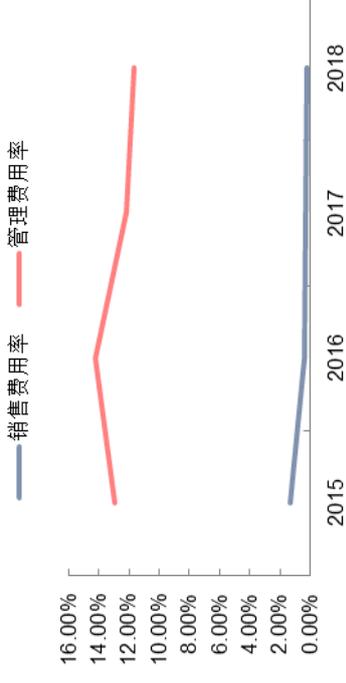


图 19: 鹿源租赁毛利率和净利率的变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 鹿源租赁销售费用占比很低



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

综上, 从杜邦分析角度来看, 公司未来受益于规模效应, 周转率的提高和杠杆的提升, ROE 有望持续攀升, 2019 年 Q3ROE 为 10.73, 较 2018 年 Q33.56 大幅提高 7.2pct。

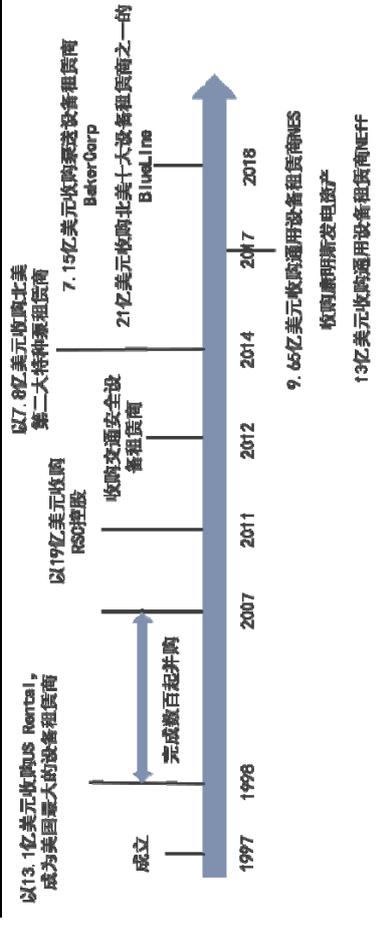
## 对标联合租赁, 步入高增阶段

从全球来看, 我们认为鹿源租赁可对标美国租赁巨头联合租赁, 有望成为中国工程机械租赁的领军企业。联合租赁 1997 年创立于美国特拉华州, 截至 2019 年底是一家在美国、加拿大和欧洲累计拥有 146.3 亿美元可供租赁资产、涵盖通用建筑工业设备、高空作业平台、电力暖通空调等 4000 余类工程机械设备、1175 个租赁点, 北美市占率超过 13% 的大型建筑工程机械租赁商。由于工程机械租赁行业毛利率较高, 企业产生现金流能力较强, 并购重组成为了租赁企业迅速扩大规模、提升市占率的有效战略。

回顾联合租赁发展史, 亦是一部并购史。不仅包含了“核心产品增长”类型的并购, 如第二年收购当时排名美国第二的“US Rental”, 2012 年出资 19 亿美元并承担 23 亿债务收购 RSC 控股, 2017 年收购 NES 和 Neff Rentals, 以及 2018 年收购北美十大设备租赁商之一的 BlueLine; 也有向专业租赁设备领域的延伸, 如 2012 年 2 月收购 Coble Trench Safety, 进军沟渠设备租赁业务, 2014 年 4 月 7.8 亿美元购买北美第二大的 National Pump, 业务延伸至“沟渠、电力、特种泵”, 2018 年连续完成应用于工业和制造业的罐泵、过滤和沟槽支护设备租赁的 BakerCorp。截至 2019 年底, 特种设备收入占比已上升至 21%。



图 21：美国联合租赁几次重大并购



资料来源：联合租赁定期公告，信达证券研发中心

表 9：美国联合租赁收入分布，专业特殊设备收入占比超过 20%

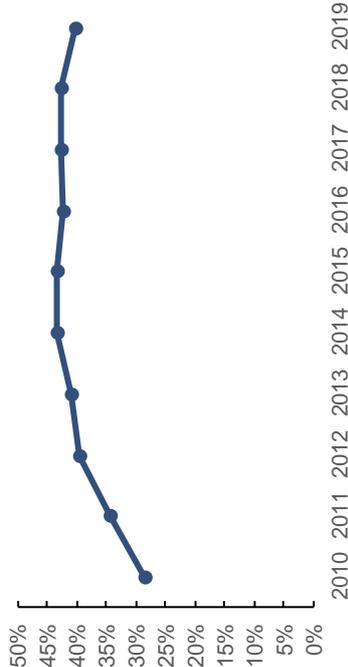
设备大类	设备小类	2019	2018	2017	举例
一般设备租赁	通用建筑及工业设备	43%	44%	43%	铲车、装载机、叉车
	高空作业平台	28%	28%	32%	起重臂、剪式升降机
	通用轻型工具设备	8%	8%	7%	高压清洗机、水泵
沟槽、动力和流体解决	电力和暖通空调设备	8%	8%	7%	便携式柴油发电机、温度控制设备
	沟槽安全设备	6%	6%	6%	沟槽防护箱、挡板
	流体解决设备	7%	6%	5%	流体容器、传输设备

资料来源：美国联合租赁公司年报，信达证券研发中心

联合租赁通过经营活动产生充沛现金流——收购潜力企业——产生协同效应提高运营效率——现金流更充沛的正循环模式，在过去 20 年间完成近 300 起并购交易，2011 到 2019 年九年间收入复合增速达 13.6%，调整后 EBITDA 复合增速达 20%，其中 2011-2014 年为盈利快速扩张期。大肆并购带来长期负债增加的同时，通过有效的现金流管理，净杠杆率平稳下降。

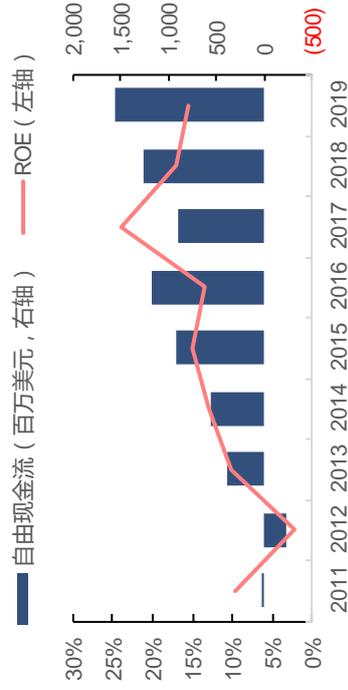


图 22: 联合租赁毛利率在 40%左右



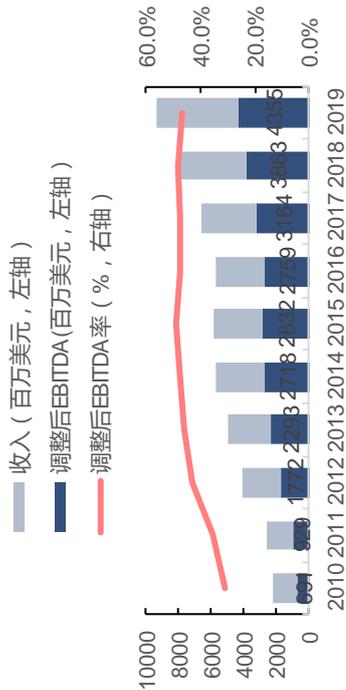
资料来源: 联合租赁年报, 信达证券研发中心

图 23: 联合租赁 ROE 较高, 现金流产生能力强



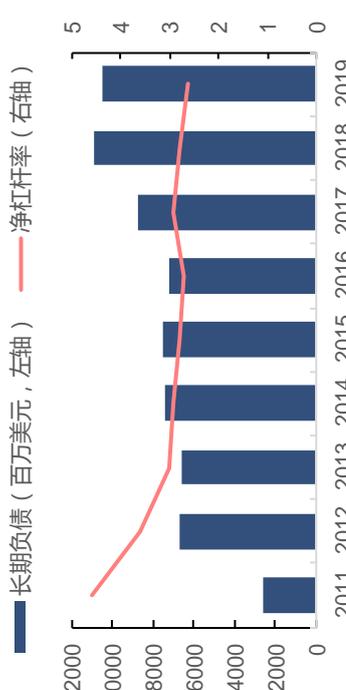
资料来源: 联合租赁年报, 信达证券研发中心

图 24: 联合租赁盈利能力逐年提升



资料来源: 联合租赁年报, 信达证券研发中心

图 25: 联合租赁长期负债增多, 但净杠杆率走低



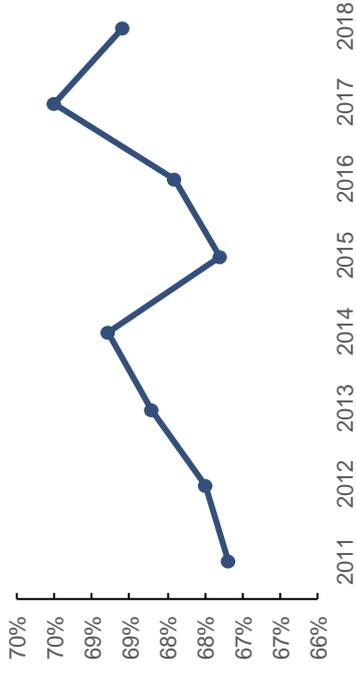
资料来源: 联合租赁 2019 年 Q3 投资者交流报告, 信达证券研发中心

注: 净杠杆率=总债务/调整后 EBITDA

联合租赁的并购不仅带来了资产规模的快速增长, 丰富了产品种类, 同时也大大拓展了分支机构网络布局, 分支间的资源共享是提升客户体验, 提高运营效率的核心要素, 同时也有助于提升租金并维持高出租率, 带来高回报。伴随业绩增长和 2013 年后的几次公司回购, 联合租赁调整后 EPS 从 2009 年-0.76 美金/股大幅增长至 2019 年的 15.18 美元/股, 享受到高增长的丰厚回报。



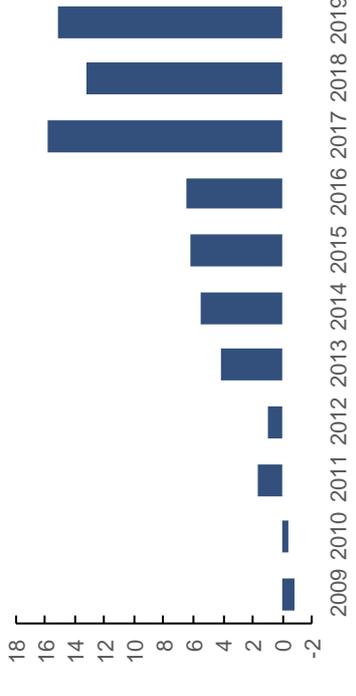
图 26: 联合租赁出租时率 (Time utilization) 维持在 70%高位



资料来源: 联合租赁年报, 信达证券研发中心

注: 出租时率=租赁资产时长/一年期有资产时长

图 27: EPS 持续高增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 盈利预测、估值与投资评级

### 盈利预测

预测假设: 未来 3 年国内房地产投资保持稳定, 且装配式建筑渗透率提升符合预期; 2、公司定增顺利发行, 设备保有量持续增长; 3、塔机租赁价格保持稳定, 未出现恶性价格竞争; 4、上市公司其他业务板块 2020 年之后没有大规模亏损或减值; 5、2020 年 1 月公司收到证监会核准批文, 我们预计公司将于近期完成定增, 本篇报告盈利预测模型中假设公司增发 1.4 亿股, 总融资额 15 亿元。

基于以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年实现净利润 5.14 亿元、6.14 亿元和 10.47 亿元, 相对应的 EPS 分别为 0.62 元/股、0.63 元/股和 1.08 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 21 倍、21 倍和 12 倍。

### 估值与投资评级

对标联合租赁来看, 2011-2014 年联合租赁发展速度最快时 PE 稳定在 20X, 近年来略有下滑中枢也在 10-15X。我们看好公司长期发展潜力, 将极大受益于装配式建筑发展和公司自身的竞争优势, 予以“增持”评级。



表 10：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	收盘价 (元)	市值	PE							
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603338.SH	浙江鼎力	64.80	224.71	46.77	38.68	28.41	21.75	1.94	1.68	2.28	2.98
000157.SZ	中联重科	6.37	492.25		11.47	8.85	7.86	0.26	0.58	0.72	0.81
600901.SH	江苏租赁	5.12	152.92	12.22	9.50	7.89	6.54	0.43	0.54	0.65	0.78
	平均			29.50	19.89	15.05	12.05	0.88	0.93	1.22	1.52
600984.SH	建设机械	13.18	109.10	71.19	21.25	21.31	12.82	0.19	0.62	0.62	1.03

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

注：中联重科、建设机械预测数据来自信达证券研发中心，其他预测数据为万得一致预期；收盘价为 4 月 16 日收盘价

## 风险因素

庞源租赁的发展依赖财务杠杆驱动，如果市场需求出现较大幅度的波动，将会给公司造成一定的财务风险；

上市公司其他业务板块经营不善拖累整体业绩。

公司非公开发行股票尚未完成，最终结果可能与我们预测情况存在一定差异。



资产负债表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,695.56	3,212.48	4,371.99	6,912.63	8,304.96
货币资金	232.89	565.84	727.05	2,576.55	2,841.01
应收票据	66.54	127.46	184.03	220.42	283.52
应收账款	1,718.58	1,869.61	2,699.43	3,233.31	4,158.88
预付账款	73.17	43.59	56.52	70.49	86.58
存货	269.28	333.54	432.51	539.41	662.52
其他	335.10	272.45	272.45	272.45	272.45
非流动资产	3,824.04	4,716.87	5,676.96	6,544.02	7,599.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	3,077.94	3,814.08	4,541.21	5,385.54	6,380.13
无形资产	69.16	96.33	101.86	110.27	122.56
其他	676.94	806.46	1,033.89	1,048.21	1,096.59
资产总计	6,519.60	7,929.36	10,048.94	13,456.65	15,904.24
流动负债	2,672.74	3,634.98	5,120.91	6,364.00	7,714.37
短期借款	348.90	971.10	1,851.10	2,451.10	3,051.10
应付票据	403.32	621.85	806.38	1,005.67	1,235.20
应付账款	1,302.22	1,332.61	1,728.04	2,155.13	2,647.00
其他	618.30	709.42	735.39	752.10	781.06
非流动负债	625.61	919.74	1,039.74	1,089.74	1,139.74
长期借款	14.90	6.00	126.00	176.00	226.00
其他	610.71	913.74	913.74	913.74	913.74
负债合计	3,298.35	4,554.72	6,160.65	7,453.74	8,854.11
少数股东权益	5.38	5.91	6.01	6.14	6.36
归属母公司股东权益	3,215.87	3,368.73	3,882.28	5,996.77	7,043.77
负债和股东权益	6,519.60	7,929.36	10,048.94	13,456.65	15,904.24

重要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,829.17	2,227.30	3,215.87	3,851.88	4,954.53
同比 (%)	32.97%	21.77%	44.38%	19.78%	28.63%
归属母公司净利润	22.81	153.26	513.55	614.49	1,047.00
同比 (%)	-72.25%	571.94%	235.08%	19.66%	70.39%
毛利率 (%)	29.58%	32.92%	39.75%	37.27%	40.10%
ROE%	0.71%	4.66%	14.16%	12.44%	16.06%
EPS (摊薄)(元)	0.03	0.19	0.62	0.63	1.08
P/E	478	71	21	21	12
P/B	3.39	3.24	2.81	2.13	1.81
EV/EBITDA	25.84	20.94	11.46	11.01	7.84

利润表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,829.17	2,227.30	3,215.87	3,851.88	4,954.53
营业成本	1,288.05	1,494.09	1,937.44	2,416.29	2,967.76
营业税金及附加	11.61	11.53	17.37	20.80	26.75
销售费用	41.70	42.53	48.24	50.07	52.02
管理费用	226.09	220.72	242.80	263.85	299.75
研发费用	0.00	85.26	118.99	138.67	156.07
财务费用	52.53	106.06	152.17	228.33	252.32
减值损失合计	168.56	103.64	112.30	31.26	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.31	3.56	3.97	3.97	3.97
营业利润	46.95	167.03	590.53	706.58	1,203.82
营业外收支	-5.12	-4.07	-0.12	-0.12	-0.12
利润总额	41.83	162.96	590.41	706.46	1,203.70
所得税	18.27	9.66	76.75	91.84	156.48
净利润	23.56	153.29	513.65	614.62	1,047.22
少数股东损益	0.75	0.03	0.11	0.13	0.22
归属母公司净利润	22.81	153.26	513.55	614.49	1,047.00
EBITDA	350.09	590.89	1,166.61	1,441.52	2,106.30
EPS (当年)(元)	0.04	0.19	0.62	0.63	1.08

现金流量表

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	44.91	310.62	683.57	1,298.25	1,572.99
净利润	23.56	153.29	513.65	614.62	1,047.22
折旧摊销	253.33	319.34	480.20	585.43	710.71
财务费用	54.92	108.60	96.01	149.64	191.89
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-424.92	-365.48	-504.67	-79.31	-377.50
其它	138.01	94.86	98.38	27.87	0.68
投资活动现金流	-423.15	-428.32	-1,426.36	-1,449.10	-1,766.64
资本支出	-423.15	-428.32	-1,426.36	-1,449.10	-1,766.64
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	216.05	303.55	903.99	2,000.36	458.11
吸收投资	1.63	0.51	0.00	1,500.00	0.00
借款	99.95	423.40	1,000.00	650.00	650.00
支付利息或股息	22.35	35.84	96.01	149.64	191.89
现金流净增加额	-162.29	185.18	161.20	1,849.51	264.46



## 研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司提供其他投资标的的邀请或向人做出邀请。本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。