

建设机械 (600984.SH)

景气高企，塔吊租赁龙头迎风启航

并购塔吊租赁龙头鹿源租赁，公司发展再登新台阶。2015年，公司发行股份收购鹿源租赁，自此，其成为公司核心业绩来源。塔机租赁行业高景气，近三年公司营收复合增速达47%。但由于计提天成机械商誉减值及公司应收账款坏账等因素，前期利润一直受压制。当前历史包袱已逐步出清，利润开始充分释放。2019H1，公司营收/净利增速分别达52%/217%。

装配式建筑带动中大型塔吊需求高增长；“量价齐升”，公司塔机租赁业务向上弹性十足。绿色建筑趋势+系列政策催化，国内装配式建筑迎来高速增长，进而带动中大型塔吊需求爆发。设备存量低、需求缺口大，中大型塔机租赁价格持续创新高。公司可出租塔机数量稳步增加，“量价齐升”，业绩向上弹性十足。由于从接单至设备进场约有4个月左右的周期，基于当前的订单情况预判，公司明年上半年业绩高增确定性强。

塔机租赁行业马太效应显著，公司长期成长源自市场份额与效益双升。塔机租赁行业具备较强的马太效应，1、塔吊大中型趋势下，单台设备价格抬升。资金成本、采购成本的差异都抬高了塔机租赁运营门槛；2、湿租模式下，专业操作人员是重要变量。持续增长的人力成本的消化能力、现金成本提升下对于租赁企业经营现金流的高要求及专业人才的持续培养，都对小企业的发展形成制约。乘行业景气东风，公司近年加大资本支出扩充机队规模，市场份额稳健提升。与此同时，盈利水平亦持续提升。滚雪球式向上发展态势开启，带动公司长期成长。

对标联合租赁，高增长长期估值中枢可拔高。近6年，联合租赁估值波动区间在10-25倍之间。2012-2014年，收入/净利润高速增长期间（CAGR分别为30%、75%），联合租赁估值中枢接近23倍左右。当前公司塔机租赁业务亦处于业绩释放高速增长期，且根据新单预判明年业绩增长确定性较强，对标看，公司估值中枢亦有上探空间。

盈利预测与估值。预计公司2019-2021归母净利润为5.28、8.30、11.07亿元，EPS 0.64、0.84、1.11元/股，对应现价PE 16.3、12.5、9.4倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：地产及基建投资增速不及预期；塔机租赁行业竞争加剧；资产减值风险；非公开发行股票进度不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,829	2,227	3,253	4,447	5,691
增长率 yoy (%)	33.0	21.8	46.0	36.7	28.0
归母净利润(百万元)	23	153	528	830	1,107
增长率 yoy (%)	-72.3	571.9	244.8	57.0	33.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.03	0.19	0.64	0.84	1.11
净资产收益率(%)	0.7	4.5	13.5	13.3	15.1
P/E(倍)	378.5	56.3	16.3	12.5	9.4
P/B(倍)	2.7	2.6	2.2	1.4	1.2

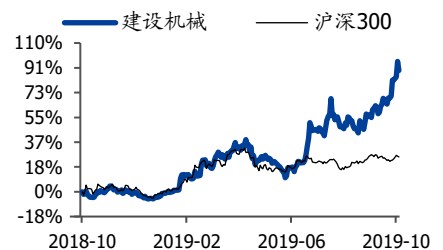
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

行业	专用设备
最新收盘价	10.07
总市值(百万元)	8,335.88
总股本(百万股)	827.79
其中自由流通股(%)	94.97
30日日均成交量(百万股)	6.43

股价走势



作者

分析师 姚健

执业证书编号: S0680518040002

邮箱: yaojian@gszq.com

分析师 罗政

执业证书编号: S0680518060002

邮箱: luozheng@gszq.com

研究助理 彭元立

邮箱: pengyuanli@gszq.com



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,696	3,212	3,901	5,456	6,485	营业收入	1,829	2,227	3,253	4,447	5,691
现金	233	566	214	973	1,164	营业成本	1,288	1,494	1,992	2,613	3,318
应收账款	1,719	1,870	2,777	3,576	4,273	营业税金及附加	12	12	21	27	34
其他应收款	61	0	89	33	123	营业费用	42	43	49	67	85
预付账款	73	44	101	97	110	管理费用	226	221	384	525	671
存货	269	334	378	426	458	财务费用	53	106	180	220	260
其他流动资产	341	400	342	351	356	资产减值损失	169	104	65	111	142
非流动资产	3,824	4,717	5,168	6,065	6,191	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-0	-0	投资净收益	0	0	-0	-0	-0
固定投资	3,078	3,814	4,248	5,124	5,246	营业利润	47	167	562	884	1,180
无形资产	69	96	108	123	129	营业外收入	1	3	5	5	5
其他非流动资产	677	806	811	818	817	营业外支出	6	8	5	6	6
资产总计	6,520	7,929	9,068	11,520	12,676	利润总额	42	163	562	883	1,178
流动负债	2,673	3,635	4,131	4,248	4,296	所得税	18	10	34	53	71
短期借款	349	971	700	500	300	净利润	24	153	529	830	1,108
应付账款	1,302	1,333	1,415	1,572	1,665	少数股东收益	1	0	0	0	0
其他流动负债	1,022	1,331	2,017	2,176	2,331	归属母公司净利润	23	153	528	830	1,107
非流动负债	626	920	1,034	1,034	1,034	EBITDA	310	525	887	1,253	1,580
长期借款	15	6	120	120	120	EPS (元/股)	0.03	0.19	0.64	0.84	1.11
其他非流动负债	611	914	914	914	914						
负债合计	3,298	4,555	5,165	5,282	5,330						
少数股东权益	5	6	6	6	6	主要财务比率					
股本	637	828	828	993	993	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2,788	2,597	2,597	3,937	3,937	成长能力					
留存收益	-217	-64	465	1,294	2,402	营业收入 (%)	33.0	21.8	46.0	36.7	28.0
归属母公司股东收益	3,216	3,369	3,897	6,232	7,340	营业利润 (%)	187.6	255.8	236.8	57.1	33.4
负债和股东权益	6,520	7,929	9,068	11,520	12,676	归属母公司净利润 (%)	-72.3	571.9	244.8	57.0	33.5
						盈利能力					
						毛利率 (%)	29.6	32.9	38.8	41.2	41.7
						净利率 (%)	1.2	6.9	16.2	18.7	19.5
						ROE (%)	0.7	4.5	13.5	13.3	15.1
						ROIC (%)	0.7	3.4	9.0	10.1	11.8
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	50.6	57.4	57.0	45.8	42.0
						净负债比率 (%)	13.1	26.5	33.5	5.6	-0.6
						流动比率	1.0	0.9	0.9	1.3	1.5
						速动比率	0.9	0.8	0.9	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.30	0.31	0.38	0.43	0.47
						应收账款周转率	1.2	1.2	1.4	1.4	1.5
						应付账款周转率	1.1	1.1	1.5	1.8	2.1
						每股指标 (元/股)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.03	0.19	0.64	0.84	1.11
						每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	0.64	0.61	1.11	1.43
						每股净资产 (最新摊薄)	3.88	4.07	4.71	7.53	8.87
						估值指标 (倍)					
						P/E	378.5	56.3	16.3	12.5	9.4
						P/B	2.7	2.6	2.2	1.4	1.2
						EV/EBITDA	31.2	19.9	12.2	7.9	6.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、从制造到运营，塔吊租赁龙头强势来袭.....	5
1.1 并购庞源，公司迈入高速增长阶段.....	5
1.2 天成减值计提充分，业绩包袱逐步消化.....	7
二、塔机租赁量价齐升，强者愈强龙头集中.....	8
2.1、需求高景气，塔机租赁“量价齐升”.....	8
2.1.1 装配式建筑起，大中型塔吊需求旺盛.....	8
2.1.2 新单指数续创新高，“量价齐升”业绩强劲.....	11
2.2、马太效应显著，长期成长源自份额与效益双升.....	12
2.2.1 业务模式：经营性租赁，湿租为主.....	12
2.2.2 马太效应显著，强者愈强.....	13
三、对标联合租赁，高增长长期估值中枢拔高.....	17
3.1 北美租赁行业：市场广阔，格局分散.....	17
3.2 联合租赁：并购扩规模，精细化管理相辅相成.....	18
3.3 估值：业绩稳增阶段，中枢相对更高.....	21
四、盈利预测与估值.....	22
4.1 关键假设.....	22
4.2 盈利预测与估值.....	23
五、风险提示.....	23

图表目录

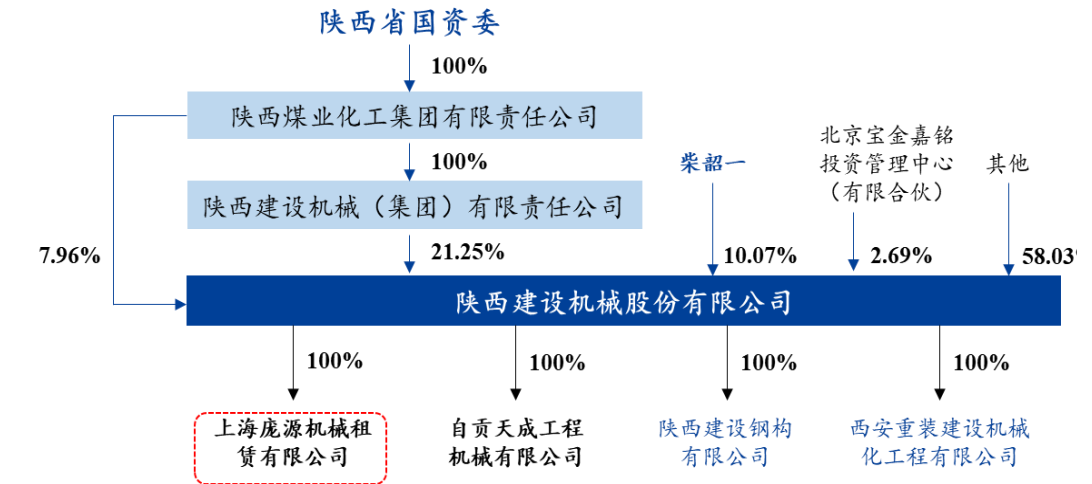
图表 1: 公司实控人为陕西省国资委.....	5
图表 2: 建筑设备租赁为公司主要收入来源 (2019H1).....	5
图表 3: 子公司上海庞源租赁是公司主要利润来源.....	5
图表 4: 庞源租赁塔式起重机总起重力矩规模位居全球租赁行业榜首.....	6
图表 5: 庞源租赁平均吨米使用率提升.....	6
图表 6: 庞源租赁塔式起重机数量持续攀升.....	6
图表 7: 自并入庞源租赁以来公司总营收维持高增长.....	7
图表 8: 租赁类业务员毛利率高于公司综合毛利率.....	7
图表 9: 庞源租赁净利率攀新高.....	7
图表 10: 2015-2017 年天成机械实际完成业绩低于承诺值.....	8
图表 11: 2016-2018 年天成股权价值减值准备充分计提.....	8
图表 12: 公司净利率逐步提升.....	8
图表 13: 装配式建筑示意图.....	9
图表 14: 国内装配式建筑政策.....	9
图表 15: 上海装配式建筑发展情况.....	9
图表 16: 上海市新建建筑预制装配率达 60%左右.....	10
图表 17: 国内塔机销售、淘汰及保有量情况.....	10
图表 18: 装配式建筑塔吊需求量测算.....	11
图表 19: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量.....	11
图表 20: 庞源租赁 PC 塔吊吨米数.....	11
图表 21: 庞源租赁 PC 项目租赁产值.....	11
图表 22: 庞源租赁吨米利用率维持高位.....	12
图表 23: 庞源租赁新单价格指数.....	12

图表 24: 庞源租赁业务模式	13
图表 25: 塔机租赁行业马太效应显著	13
图表 26: 公司建筑机械资产构成 (按 2018 年期末账面价值计算)	14
图表 27: 华铁应急租赁成本构成	14
图表 28: 自 2019 年出月以来公司为子公司庞源租赁授信提供担保情况	14
图表 29: 庞源租赁成本构成	15
图表 30: 华铁应急租赁业务成本构成	15
图表 31: 庞源租赁设备保有量占国内塔机总保有量份额变化	16
图表 32: 以经营性租赁为主的不同类型租赁企业基本业务概况	16
图表 33: 各租赁企业综合毛利率情况对比	16
图表 34: 各租赁企业经营性现金流净额/营收	16
图表 35: 公司预通过非公开发行新购 1500 台中大型起重机	17
图表 36: 北美租赁市场格局	18
图表 37: 联合租赁北美市占率变化	18
图表 38: 联合租赁设备种类及数量	18
图表 39: 联合租赁设备大品类分类	18
图表 40: 联合租赁成立以来重大的收购事项	19
图表 41: 联合租赁持续攀升的有息负债情况	19
图表 42: 联合租赁商誉及无形资产规模攀升	19
图表 43: 联合租赁资本支出持续增长	20
图表 44: 联合租赁门店及员工数扩张	20
图表 45: 联合租赁设备出租率维持高位	20
图表 46: 联合租赁综合毛利率高位稳定	20
图表 47: 联合租赁 EBITDA/营收持续攀高	21
图表 48: 联合租赁经营性现金流量净额持续攀高	21
图表 49: 联合租赁滚雪球式正向扩规模发展路径	21
图表 50: 联合租赁营收变化	22
图表 51: 联合租赁净利润变化	22
图表 52: 近 6 年联合租赁估值区间在 10-25 倍	22
图表 53: 公司业绩拆分	23
图表 54: 行业估值比较	23

一、从制造到运营，塔吊租赁龙头强势来袭

建设机械成立于2001年，于2004年在主板上市，实控人为陕西省国有资产监督管理委员会。公司原主营业务为工程机械制造，主要产品为混凝土摊铺机、铣刨机等路面机械。2015年，公司发行股份收购庞源租赁和天成机械，进入塔式建筑起重机租赁（制造）行业。当前，公司已形成“双轮驱动”的主业发展态势。

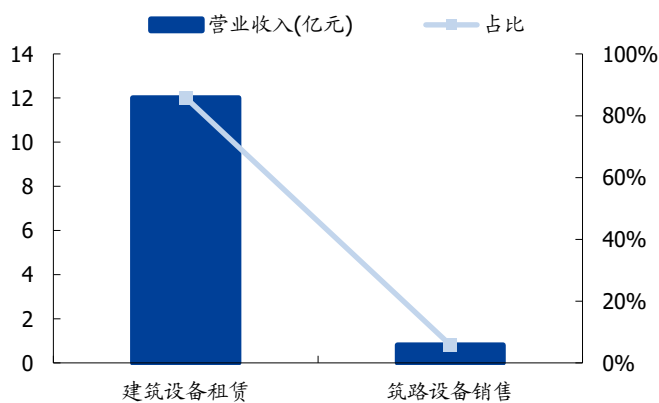
图表1：公司实控人为陕西省国资委



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

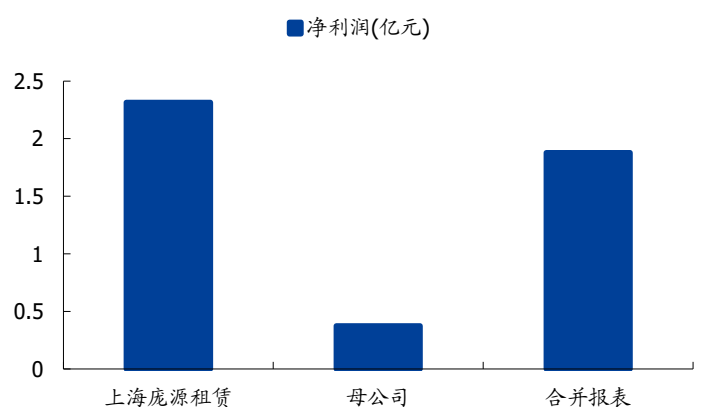
建筑设备租赁业务为公司主要收入及利润来源。2019H1，公司建筑施工产品租赁收入为12.01亿元，占总营收的85.84%。当期，公司全资子公司上海庞源机械租赁有限公司净利润达2.32亿元，超公司合并报表及母公司利润（子公司自贡天成存在亏损），贡献公司核心业绩。

图表2：建筑设备租赁为公司主要收入来源（2019H1）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：子公司上海庞源租赁是公司主要利润来源



资料来源：wind，国盛证券研究所

1.1 并购庞源，公司迈入高速增长阶段

2015年，公司以发行2.4亿股股份支付对价14.88亿元的方式收购塔机租赁龙头上海庞

源机械租赁有限公司。 庞源租赁成立于 2001 年，主营工程机械设备的租赁、安拆和维修业务。根据国际知名的 KHL 《International Cranes and Specialized Transport》 期刊发布的 2019 IC Tower Index 排名显示，**庞源租赁塔式起重机总起重力矩规模位居全球租赁行业榜首。**

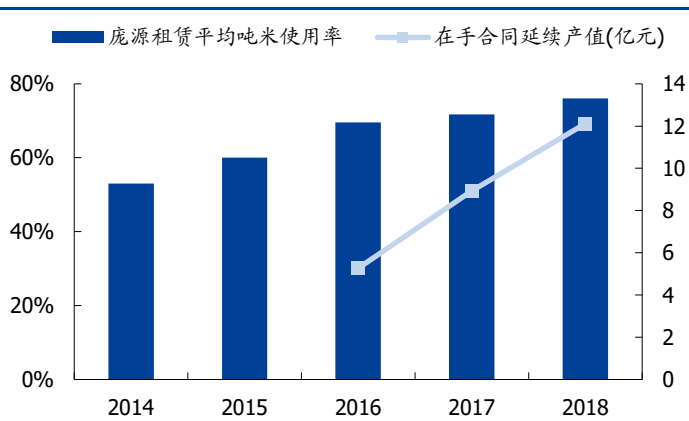
图表 4: 庞源租赁塔式起重机总起重力矩规模位居全球租赁行业榜首

排名	公司名称	塔吊数量 (台)	总起重力矩 (吨米)
1	上海庞源机械租赁有限公司	5377	1,161,158
2	NFT (Abu Dhabi)	2586	1,075,895
3	Liebherr Tower Crane Division	1747	492,784
4	Uperio (France)	2200	324,487
5	Tat Hong Equipment Service	1063	242,954

资料来源: KHL, 国盛证券研究所 (以 2019 年 7 月底数据作为排名参照)

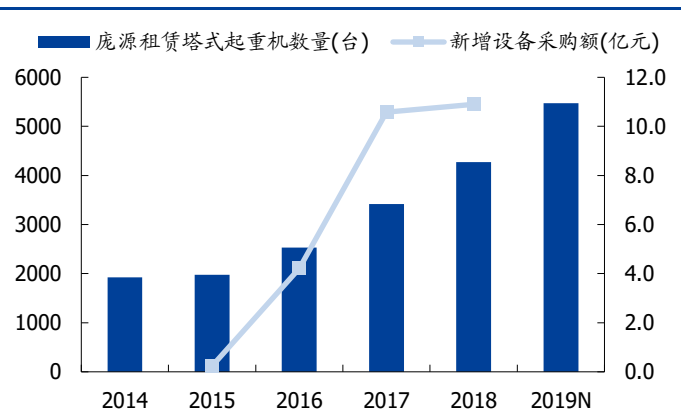
设备利用率提升，租赁机队规模持续扩张占市场。 需求增长 (总量+装配式建筑结构性因素) 叠加管理水平提升，自 2014 年以来，庞源租赁平均吨米使用率持续创新高，2018 年达 76.10%，较 2014 年提升近 23%。行业景气叠加上市公司平台支持，近年，庞源租赁塔式起重机数量持续扩张，2019 年 8 月底，塔式起重机达 5476 台，近 2014 年末的三倍，加速租赁行业整合。

图表 5: 庞源租赁平均吨米使用率提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 庞源租赁塔式起重机数量持续攀升

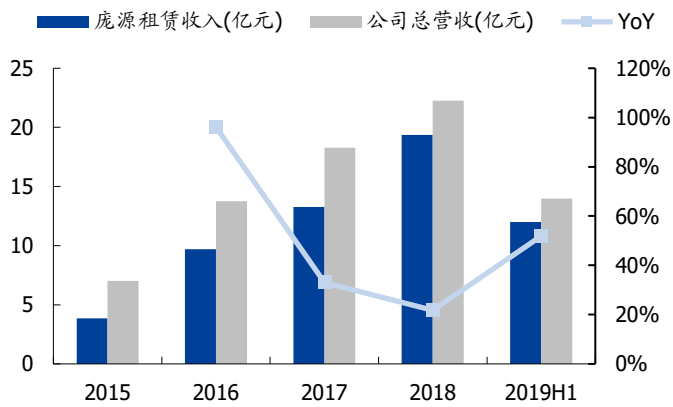


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 2019 年数据截至 8 月份)

量效双增，庞源租赁收入高增长；并表影响，公司总营收持续提升。 行业景气叠加机队规模增长，庞源租赁期末在手合同延续产值续创新高，2018 年底达 12.12 亿元，为 2016 年同期的 2 倍左右。租赁收入维系高增长，2015-2018 年，年化复合增速达 71.22%。受此带动，公司总营收持续提升，2019H1 达 13.99 亿元，同比增长 51.92%。租赁业务整体盈利能力亦较为突出，较公司综合毛利率高 5% 左右。

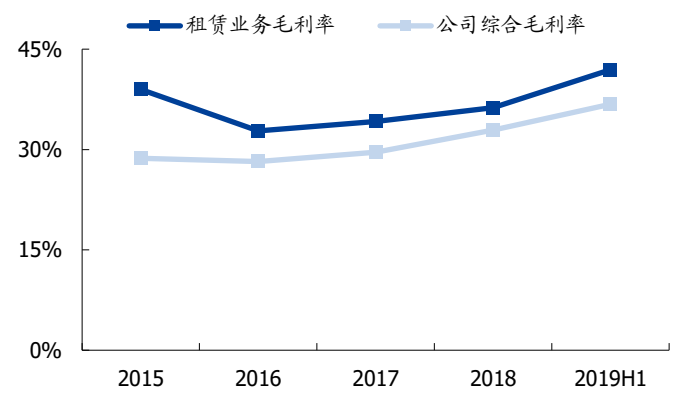
盈利能力改善，庞源租赁净利率/净利润双双攀新高。 设备利用率提升、成本精细管理，庞源租赁盈利能力持续改善。2018 年，庞源租赁净利率为 13.76%，较 2015 年提升约 8.47%。受竞争白热化，租赁价格不断下降，人工成本上升、资金紧张，对已签订工程项目所需的设备采购投入产生消极影响及募集资金占用利息等因素影响，2015-2016 年，庞源实际利润略低于承诺值。需求回暖，叠加公司规模稳健扩张，近两年，庞源租赁净利润增长强劲，2018 年提升至 2.87 亿元。

图表 7: 自并入鹿源租赁以来公司总营收维持高增长



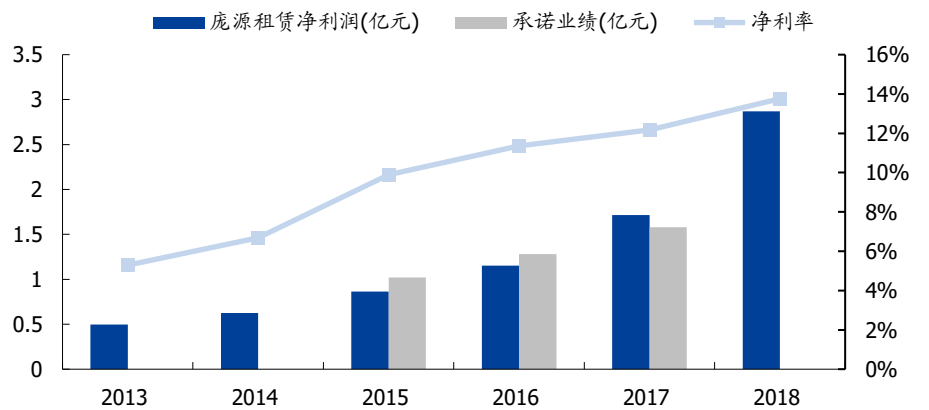
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 租赁类业务员毛利率高于公司综合毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 鹿源租赁净利率攀新高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 承诺业绩为扣除非经常性损益归母净利润)

1.2 天成减值计提充分, 业绩包袱逐步消化

2015年,公司以发行0.67亿股股份支付对价4.17亿元的方式收购收购自贡天成工程机械有限公司100%股权。天成机械主营中小规模塔式起重机生产。

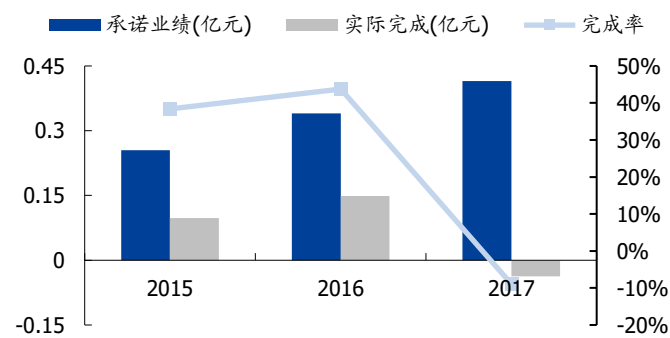
行业低迷, 天成业绩不及预期。近年,国内塔机市场销售总量较为疲软,且小吨位塔机销售锐减,中大吨位塔机市场份额持续提升。受此影响,小规模塔式起重机制造企业生存空间不断被压缩。叠加钢材等原材料采购成本提升,天成盈利水平下滑。2015-2017年,天成机械扣除非经常性损益后归母净利润累计为0.11亿元,大幅低于承诺业绩1.01亿元。当前,相关承诺人已根据协议,累计向公司支付业绩补偿1.66亿元,完成业绩补偿。

公司充分计提天成股权价值减值准备, 合计1.44亿元。公司每年均会对持有的天成机械/鹿源租赁股权价值进行减值测试。基于谨慎性原则,2016-2017年,公司分别计提天成机械股权价值减值准备1.05亿元、0.27亿元及0.12亿元,合计1.44亿元。

天成机械商誉减值计提对于公司业绩的影响预期弱化: 1、经过3次减值计提准备,天成机械账面商誉净值约7547万元,逐步可控,即使需要计提减值,后续对公司整体利润影响趋弱。2、2018年天成机械资产组计提减值1158.86万元,绝对金额相较前期明显降低,且计提减值的原因主要是办公及生产用地搬迁,可收回金额低于账面价值(非经常)。

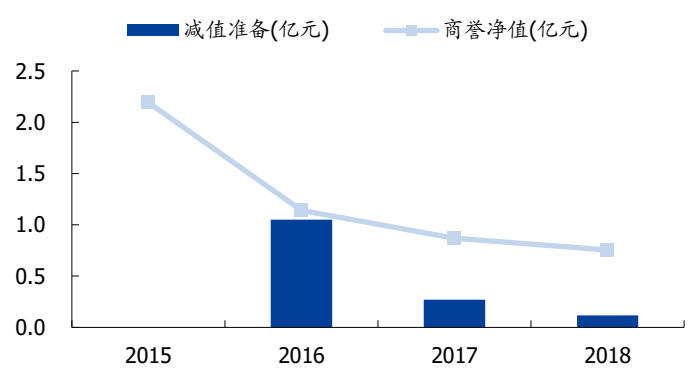
而并非往年基于现金流量金额折现测试减值(经营性)。即,公司对于天成未来盈利预期较好。

图表 10: 2015-2017 年天成机械实际完成业绩低于承诺值



资料来源: wind, 国盛证券研究所

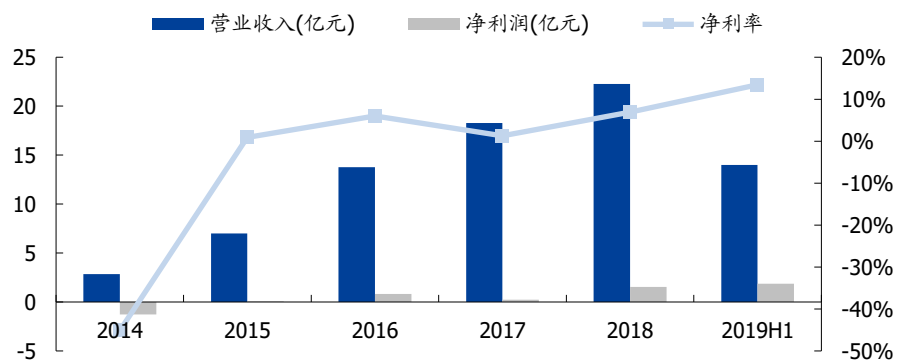
图表 11: 2016-2018 年天成股权价值减值准备充分计提



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司历史包袱已逐步出清, 净利润开始充分释放。2019H1, 公司营收/净利增速分别达 52%/217%。当期, 公司净利率提升至 13.44%, 延续 2018 年以来持续改善态势。

图表 12: 公司净利率逐步提升



资料来源: wind, 国盛证券研究所

二、塔机租赁量价齐升, 强者愈强龙头集中

2.1 需求高景气, 塔机租赁“量价齐升”

2.1.1 装配式建筑起, 大中型塔吊需求旺盛

装配式建筑是指由预制部品件在工地装配而成的建筑。相对于传统现浇建筑, 装配式建筑可缩短施工周期 25-30%, 节水约 50%, 节约木材约 80%, 减少建筑垃圾 70%以上, 并显著降低施工粉尘和噪声污染。其是建筑工业化高水平的重要体现。目前, 欧美等发达国家装配式建筑渗透率已达 80%左右, 而国内仅 7%左右水平, 仍处于初步阶段。数据参考《我国全面推进装配式建筑发展》。

图表 13: 装配式建筑示意图



资料来源: Google, 国盛证券研究所

系列政策出台, 推动国内装配式建筑发展。2015年11月, 住建部出台《建筑产业现代化发展纲要》, 计划到2020年装配式建筑占新建建筑的比例20%以上, 到2025年装配式建筑占性建筑的比例50%以上。2016年9月, 国务院出台《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》提出发展装配式建筑是建造方式的重大变革, 是推进建筑业供给侧结构性改革的重要举措。2017年3月, 《“十三五”装配式建筑行动方案》指出, 到2020年全国装配式建筑占新建建筑比例达到15%以上, 重点推进地区达到20%以上。截止2017年底, 全国31个省(市、区)全部出台了推进装配式建筑发展相关政策文件, 整体发展态势已经形成。

图表 14: 国内装配式建筑政策

《建筑产业现代化发展纲要》2020年装配式建筑比例20%; 2025年50%。

《“十三五”装配式建筑行动方案》2020年装配式建筑比例15%以上, 重点地区20%以上。

2015

2016

2017

2018

《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》发展装配式建筑是建造方式的重大变革, 是推进建筑业供给侧结构性改革的重要举措。

《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》2018年底前, 各地建立施工工地管理清单。因地制宜稳步发展装配式建筑。

资料来源: 政府网站, 国盛证券研究所

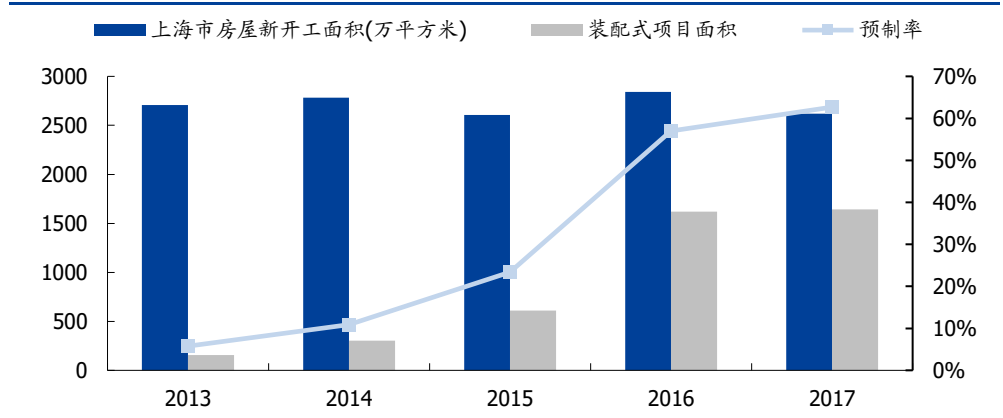
上海等发达地区在装配式建筑发展方面长足领先, 目前新建房中装配式建筑比例已超60%。上海市年装配饰建筑竣工面积持续提升, 2013年仅156万平方米左右, 2017年已达1641万平方米, 年均复合增速超80%。截止2017年, 上海市装配式建筑累计面积已超4000万平方米。我们以装配式项目面积与房屋新开工面积的比值作为参考指标估算上海市建筑预制率水平, 经过测算, 2017年上海市建筑预制装配率已提升至60%左右的高水平。

图表 15: 上海装配式建筑发展情况

年	当年落实装配式项目面积 (万平方米)	累计面积 (万平方米)	备注 (政策要求)
2013	156	266	单体预制率内环25%, 外环15%。
2014	303	569	装配式建筑面积供应比例不少于50%; 单体预制装配率逐步提高至30%。
2015	610	1179	
2016	1620	2799	外环线以内符合条件的原则上全部采用装配式建筑。
2017	1641	4440	持续深化推动装配式建筑发展, 加快推进全装修住宅和内装工业化。

资料来源: 上海市住房和城乡建设管理委员会, 国盛证券研究所

图表 16: 上海市新建建筑预制装配率达 60%左右

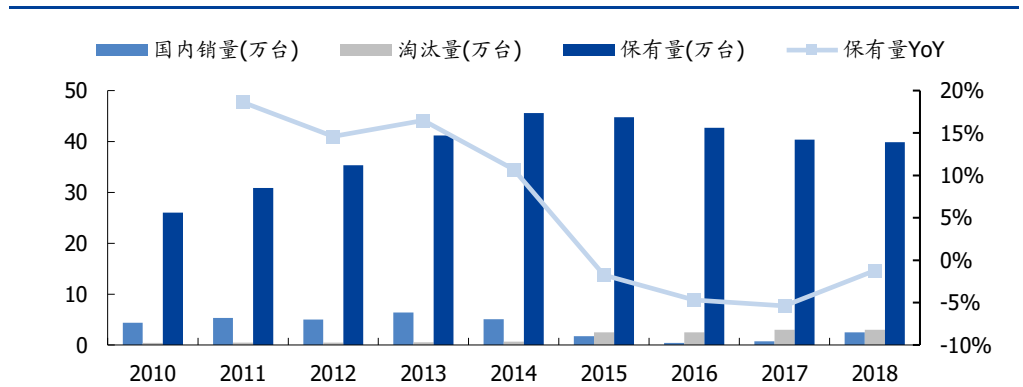


资料来源: 上海市住房和城乡建设管理委员会, 国盛证券研究所

国内塔式起重机行业呈现小吨位过剩与中大吨位短缺的结构性格局。

从绝对保有量看, 2018 年末, 国内塔式起重机存量规模约 40 万台, 约为 2014 年历史高点的 88%, 且近年呈现下滑趋势。销量看, 2018 年, 国内厂商塔式起重机销量约 2.5 万台, 仅为 2013 年行业高峰期销量的 40%左右。保有量/销量角度看, 均呈现萎缩。但从产值角度看, 塔式起重机行业近年规模基本持平。即, 价值量更大的大中型塔吊的占比在持续提升; 与此相反, 在前期迅速扩张背景下, 小型塔吊需求迅速萎缩。

图表 17: 国内塔机销售、淘汰及保有量情况



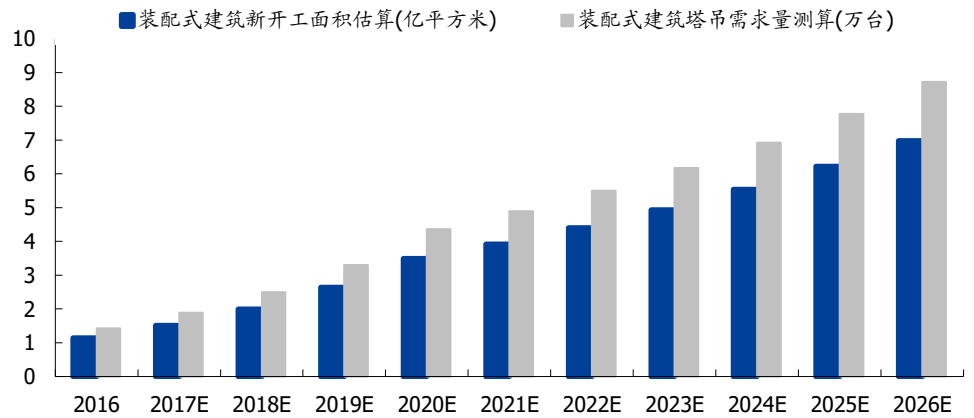
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

装配式建筑带动的大中型塔机需求缺口大。根据我们测算, 2020 年左右装配式建筑带动的中大型塔吊需求约 4.36 万台; 长期看, 至 2026 年, 需求预估达 8.72 万台。而当前, 国内可用于装配式建筑的大中型塔机保有量不足 2 万台, 需求缺口大。

测算的核心假设:

- 测算的基准值是参照住建部披露的 2016 年全国新建装配式建筑面积 1.14 亿立方米, 占城镇新建建筑面积的比例为 4.9% (完整的数据)。2017 年 1-10 月, 全国落实新建装配式项目约 1.27 亿平方米, 全年估算超 1.5 亿立方米。
- 远期测算依据, 1、假设我国每年城镇新建建筑面积保持不变; 2、装配式建筑占比主要参照政策指引, 2020 年达 15%左右; 2026 年达 30%左右, 各阶段线性外推。
- 按每 8000 平方米需 1 台塔机测算。

图表 18: 装配式建筑塔吊需求量测算

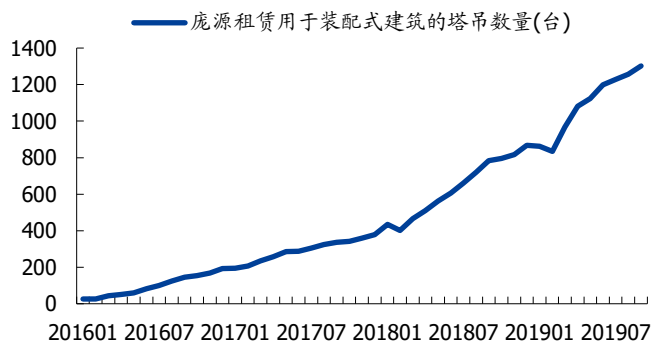


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

2.1.2 新单指数续创新高, “量价齐升” 业绩强劲

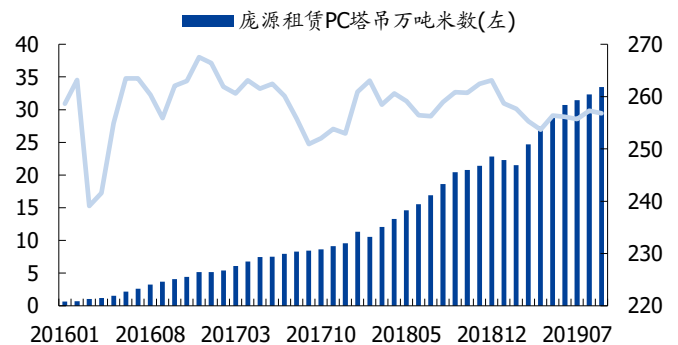
需求带动, 庞源租赁 PC 塔吊数量高增涨。自 2016 年以来, 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量呈现爆发式增长。截止 2019 年 9 月份, 庞源租赁 PC 塔吊为 1302 台, 近 2016 年初的 50 倍。单台 PC 塔吊吨米数维持在 250 以上, 大型化特征显著 (参照行业标准, 单台 125 吨米以上均属于大型塔吊)。庞源租赁 PC 项目租赁产值持续创新高, 2019 年 8 月产值达 8848 万元。同期, PC 项目租赁产值占比塔吊总产值亦升至 30.40% 高位。

图表 19: 庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量



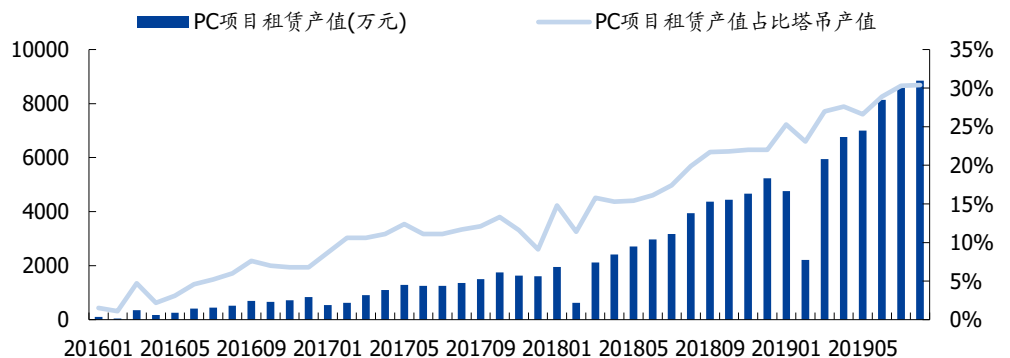
资料来源: 庞源租赁, 国盛证券研究所

图表 20: 庞源租赁 PC 塔吊吨米数



资料来源: 庞源租赁, 国盛证券研究所

图表 21: 庞源租赁 PC 项目租赁产值



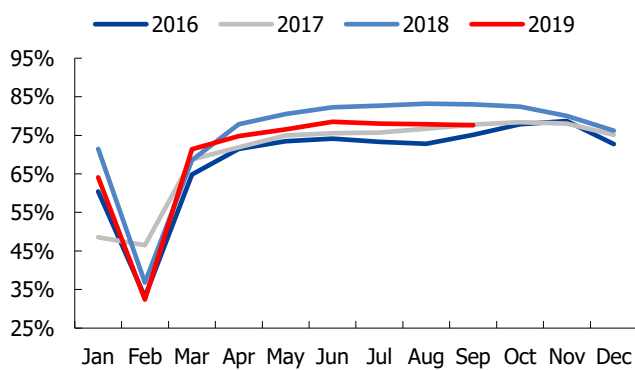
资料来源: 庞源租赁, 国盛证券研究所

庞源租赁塔机吨米利用率维持高位，终端景气度持续性强劲。2019年3-9月，庞源租赁塔机吨米利用率维持75%左右，低于2018年82%左右的高水平，但整体仍高于2017、2016年同期水平，终端高景气延续。

新单价格指数续创新高，业绩向上弹性足。自2018年初以来，庞源租赁新单价格指数持续攀高，当前时点新单年线1519点，去年同时间点仅1160点，同比提升约30%。截止2019年10月6日当周，最新一周新单价格指数为1540点，略低于5周线1561点，整体高于半年线及年线值，即趋势性仍处于上升通道。

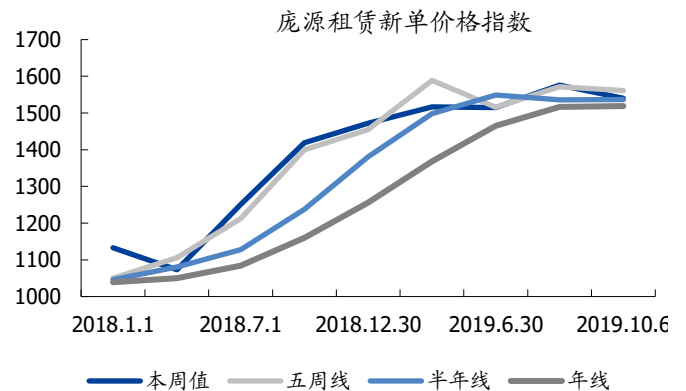
由于从接单至设备进场，平均约有4个月左右的周期，当前的订单基本对应明年上半年的经营业绩情况。基于当前时点订单指数叠加设备规模持续提升，可预估的是，庞源租赁明年初业绩仍具有较强的弹性。

图表 22: 庞源租赁吨米利用率维持高位



资料来源: 庞源租赁, 国盛证券研究所

图表 23: 庞源租赁新单价格指数



资料来源: 庞源租赁, 国盛证券研究所

2.2 马太效应显著，长期成长源自份额与效益双升

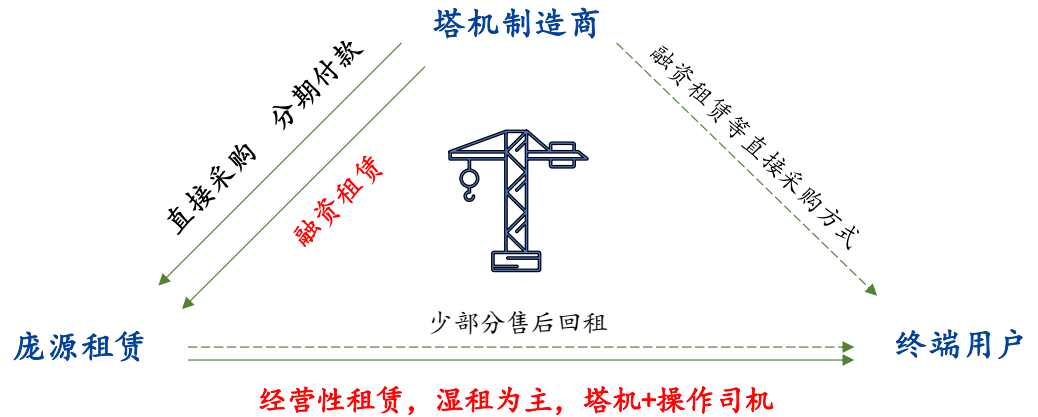
2.2.1 业务模式：经营性租赁，湿租为主

工程机械设备租赁产业，针对不同的环节和对象通常有不同的“租赁模式”。

上游设备制造商与中游设备租赁商：通常以**融资租赁/分期付款**等采购结算模式为主，两者主要差别主要在于账期内设备所有权是否由制造商转移至租赁商。

设备租赁商与下游用户：通常以**经营性租赁**模式为主，可分为**干租（只租设备）及湿租（既租设备又提供专业操作工人）两种模式**。干租以设备使用权的让渡为前提，本质是一种资产共享的方式；湿租以服务的指令权让渡为前提，本质是一种业务分包。**此外也包含部分融资租赁的模式**。按设备出售方式不同可分为售后回租和直接租赁；按设备出资方不同可以分为委托租赁、杠杆租赁等；按或以方式不用可分为转租赁和分成租赁。

图表 24: 鹿源租赁业务模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

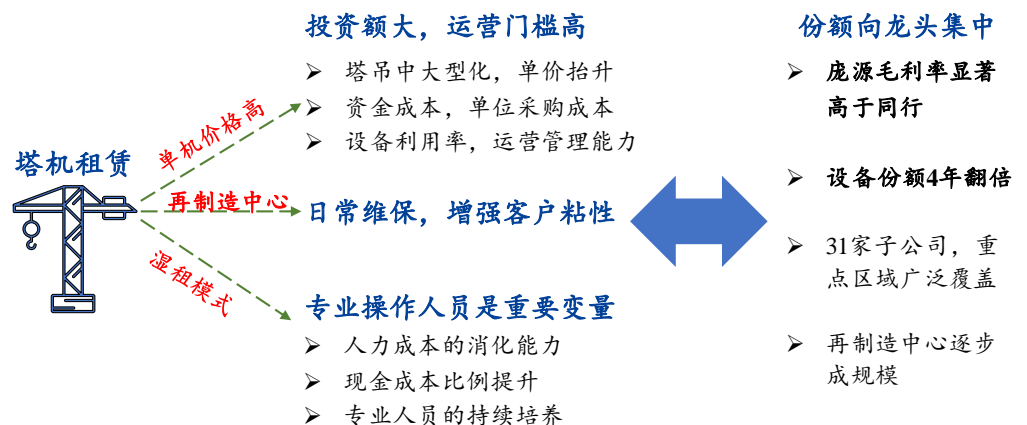
鹿源租赁主要以湿租模式为主。塔式起重机为大型土木工程建筑地盘内常见的运输工具, 广泛用于钢筋、木楞、混凝土、钢管等施工原材料的搬运。操作难度、潜在风险系数均高于一般的机械设备, 塔机操作本身是一个高危行业。为规避潜在因不规范操作造成的严重安全事故, 塔吊司机需持有有效的上岗证, 且经过相应公司考核确认具备相应岗位能力。受此特殊行业属性影响, 塔吊租赁行业主要以湿租模式为主, 即租赁企业除提供塔机外还需配备合格的塔机司机。

2.2.2 马太效应显著, 强者愈强

我们认为, 塔机租赁行业具备较强的马太效应:

- 塔吊大中型趋势下, 单台设备价格抬升。资金成本、单机采购成本的差异都抬高了塔机租赁运营门槛;
- 湿租模式下, 专业操作人员是发展重要变量, 期间逐步增长的人力成本的消化能力、现金成本提升下对于租赁企业经营现金流的要求及专业人才的持续培养, 都对小企业的发展形成制约;
- 3、头部企业通过广泛覆盖的再制造中心, 以进行日常设备的运营维护, 降低维护成本的同时, 增强终端客户粘性。

图表 25: 塔机租赁行业马太效应显著



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

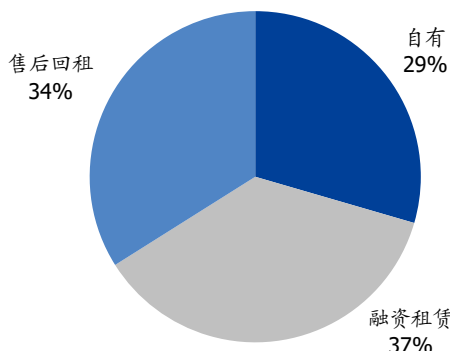
塔机单台设备投资额大, 租赁运营门槛高。塔机设备单台价值量较大, 塔机租赁行业的准入门槛较高 (且当前增量需求以中大型塔吊为主, 单价在百万元左右, 准入壁垒进一步抬升)。两方面理解: 一是, 购置新机涉及到大规模资本开支, 相较而言, 小企业准入

门槛高。本身采购规模直接影响到采购成本。此外，租赁企业通常需通过融资租赁及分期付款去采购，涉及到信用额度及融资成本的差异。另一方面，对于租赁企业的运营管理能力提出较高要求，设备利用率提升上去才能保证高盈利水平。整体利用率水平又与租赁企业的业务覆盖范围相关，进而又涉及到资金的运营能力。

从公司报表看，2018年末，公司建筑机械资产中，自有/融资租赁/售后回租占比分别为29%、37%、34%（按账面价值估算）。自2019年出以来，公司累计为子公司庞源租赁13.04亿元的综合授信提供担保，截止20190930，累计担保额度达20.89亿元，为其日常经营提供充分保障。

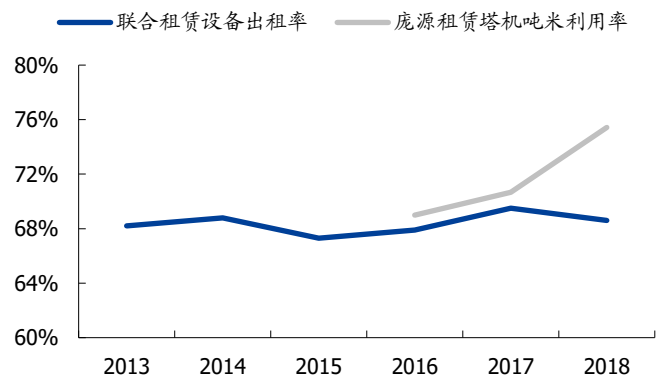
规模扩充的同时，成熟的经营管理+下游需求高景气，庞源租赁的设备出租率亦持续高攀。2016-2018年，庞源租赁塔机吨米利用率分别为68.99%、70.66%、75.43%，整体高于联合租赁设备出租率。

图表 26: 公司建筑机械资产构成 (按 2018 年期末账面价值计算)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 华铁应急租赁成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (吨米利用率为全年均值)

图表 28: 自 2019 年出以来公司为子公司庞源租赁授信提供担保情况

时间	资方	授信额度 (万元)	期限	年利率
20190930	上海闵行上银村镇银行	1000	3	8%
20190930	中联重科融资租赁(北京)有限公司	20000	3	6.18%
20190813	平安国际融资租赁有限公司	1400	3	4.76%
20190813	上海歆华融资租赁有限公司	5000	3	6.61%
20190813	中成融资租赁有限公司	5000	3	6.16%
20190610	广东粤财金融租赁股份有限公司	10000	3	6.00%
20190610	中车金融租赁有限公司	15000	3	5.88%
20190610	贵阳贵银金融租赁有限责任公司	10000	3	6.18%
20190610	长城国兴金融租赁有限公司	20030	3	5.45%
20190610	平安国际融资租赁有限公司	6000	3	4.76%
20190422	中铁租赁有限公司	3000	4	4.40%
20190422	交银金融租赁有限责任公司	20000	---	---
20190201	南京银行股份有限公司上海分行	7000	1	---
20190111	上海耘林融资租赁有限公司	5000	3	6.82%
20190111	华融金融租赁股份有限公司	2000	3	---

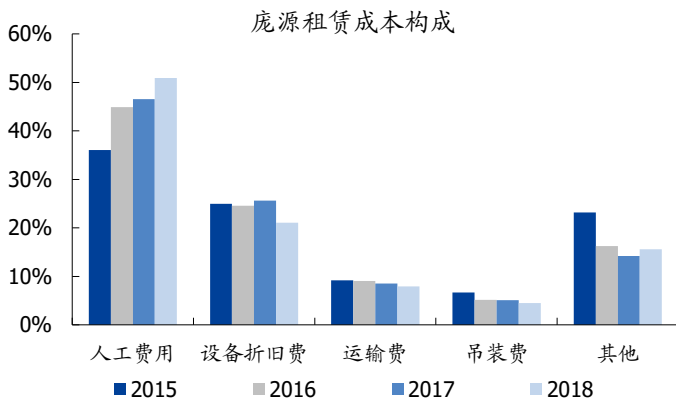
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以人工费用为核心变量的湿租模式更有利于头部厂商的成长。

我们以庞源租赁、紫竹慧、华铁应急及北美设备租赁龙头联合租赁等以经营性租赁为主的企业为标本（华铁应急租赁模式主要为干租），进行微观财务表现的横向、纵向比较。进而说明不同经营性租赁模式下，盈利能力/产业发展生态的差异。

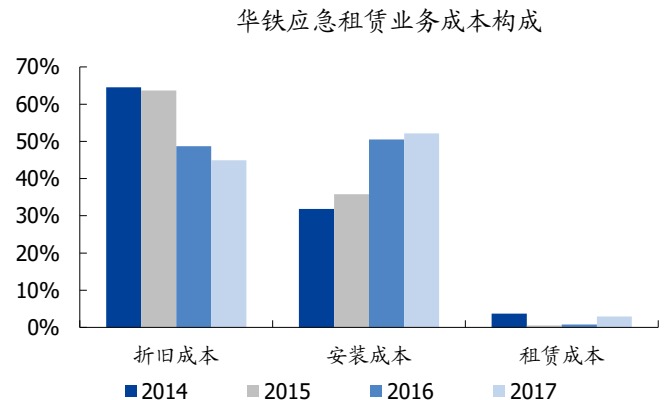
干租及湿租不同点在于是否配套专业的设备操作人员，直接体现在设备租赁企业差异化的成本构成。人工费用是庞源租赁的主要成本，占比近 51%（主要为塔机司机工资），近年整体呈现持续提升的趋势；设备折旧费用次之，占比约 21%。反观华铁应急，其出租设备的折旧成本占比约 45%，为主要成本。当然随着人工费用及周转速度增长，其安装成本份额近年亦显著增加。

图表 29: 庞源租赁成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 华铁应急租赁业务成本构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以人工费用为核心变量的湿租模式有何特征?

1、在国内人工费用持续增长趋势下，成本消化能力将影响企业的盈利水平以及长期的生存发展。成本消化来自两个角度：1）依靠议价能力向下游传导；2）内部消化，提升管理水平降经营性费用；通过规模效益，降低设备采购成本。

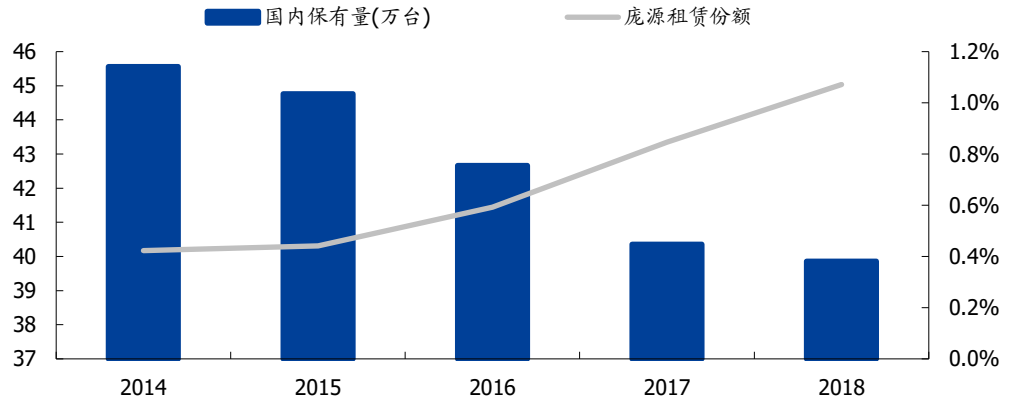
2、人工费用为现金成本，在应收款项偏高的经营性租赁行业内，很是考究公司的现金流。不用于干租模式以设备折旧成本为主，人工费用是典型的现金成本。下游客户小而散，回款质量偏低。因此，其对租赁企业的现金流提出较高的要求。

3、专业设备操作工人作为公司重要资产，经营规模的扩张需要依赖专业工人的稳定输送。不用于干租模式下，经营规模的扩张主要依赖于可租赁设备资产的增加，湿租模式更重要的变量在于合格的配套操作工人的培养。即，湿租模式下，企业长期成长需注重内生的持续性。

塔机本身为高价值资本品且租赁模式以湿租为主，马太效应显著，租赁行业呈现强者愈强发展趋势。

乘势下游景气度回升，叠加母公司支持，庞源租赁整体运营规模迅速扩充，市占率持续提升。在近年国内塔吊设备保有量持续下行的同时，公司逆势提升，2018年末，公司塔机保有量份额增长至 1.07%。由于公司租赁设备以中大型塔机为主，因此按租赁产值计算的市占率会更高，约 3.5%。

图表 31: 鹿源租赁设备保有量占国内塔机总保有量份额变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

横向对比, 建筑支护设备租赁市场, 并未形成集中趋势。由于进入门槛相对较低、壁垒小(单品价值低, 操作简单, 设备以干租模式为主, 无需配套专业操作人员), 结构非常分散。业内租赁企业约 3.9 万家, 行业龙头华铁应急市占率仅约 0.1% 左右。自 2012-2018 年, 华铁应急建筑支护设备租赁收入年化复合增速约为 12%, 市场份额并未实现可观提升。支护设备行业并未类似塔吊租赁行业, 呈现份额向头部厂商集中趋势。

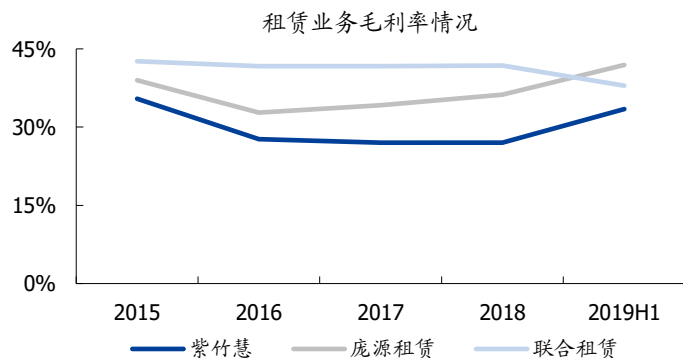
图表 32: 以经营性租赁为主的不同类型租赁企业基本业务概况

	鹿源租赁	紫竹慧	华铁应急	UR
租赁设备	塔吊	塔吊	建筑支护设备	通用/专用设备
租赁模式	经营性租赁-湿租	经营性租赁-湿租	经营性租赁-干租	经营性租赁-干租
收入规模(亿元)	19.37	3.40	5.34	552.28
行业地位	行业龙头	行业头部	行业龙头	行业龙头
市占率	3.5%	0.61%	~0.1%	13%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (份额按产值估算)

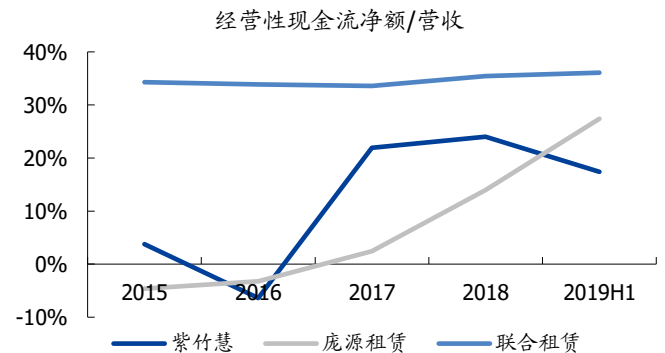
规模提升的同时, 盈利亦表现突出。鹿源租赁租赁业务毛利率较同行紫竹慧约高 8%-9%, 且逐步接近乃至超过联合租赁综合毛利率水平。经营性现金流持续改善, 从公司合并报表角度看, 2019H1, 公司经营性现金流净额占比营收提升至 27% 左右高水平。(公司收购前, 2013-2014 年, 鹿源租赁经营性现金流净额占比营收约为 20% 左右。)

图表 33: 各租赁企业综合毛利率情况对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

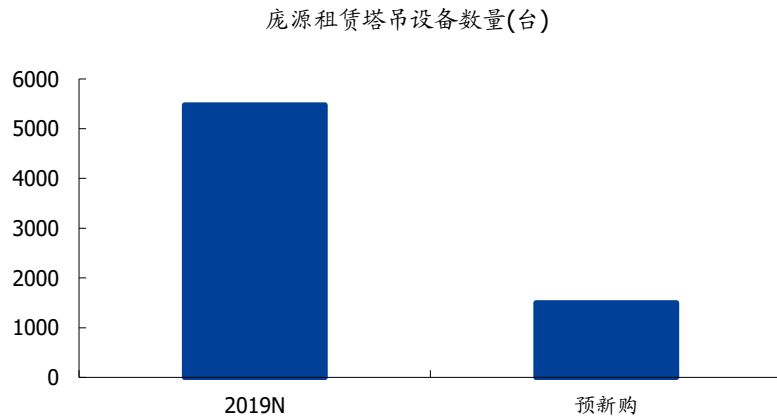
图表 34: 各租赁企业经营性现金流净额/营收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (鹿源租赁实指公司整体的经营性现金流净额)

正向成长循环打开,规模再扩充。公司拟通过非公开发行募集15.05亿元,用于新购1500台大中型塔式起重机,以扩大庞源租赁的大中型塔机规模并丰富设备型号。新增设备数量约占公司存量设备的30%左右,经营规模将再攀新高,份额提升延续。

图表 35: 公司预通过非公开发行新购 1500 台中大型起重机



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 2019N 指 2019 年 8 月份当期节点)

三、对标联合租赁, 高增长长期估值中枢拔高

在下游需求旺盛之际, 公司子公司庞源租赁积极扩充塔式起重机规模, 以实现市场份额的持续提升。此过程, 难免产生一定疑问: 1、塔机租赁行业本身是十分分散, 龙头能否实现市场份额的有效提升、发展支撑如何? 2、公司合理的估值中枢如何?

我们对联合租赁的成长进行了复盘, 其通过并购整合的方式, 稳居行业龙头, 并实现市场份额的迅速提升。对标联合租赁成长路径, 我们认为:

1、分散的租赁行业, 给龙头企业提供了持续高增长的空间。而龙头企业份额提升是资本加持下设备量绝对的提升与精细化运营管理相辅相成的结果。联合租赁成立以来完成数十起并购, 资产负债率高企。但依托精细化运营管理能力, 其设备出租率/利润水平/经营性现金流持续向好, 进而实现正向滚雪球式扩张的发展路径。(盈利能力客观上需依赖市场景气度)

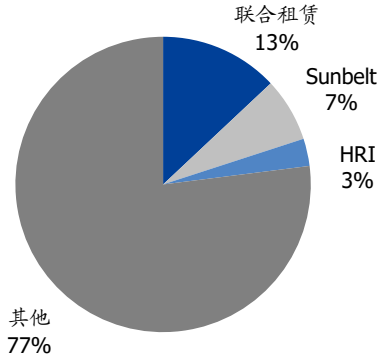
2、业绩高增阶段, 估值中枢达 23 倍左右。联合租赁基本覆盖非制造业及日常生活所需的大部分设备, 其业绩的景气度与北美宏观经济息息相关。近 6 年, 其估值较稳定的变动区间基本在 10-25 倍之间。在 2012-2014 年, 收入/净利润高速增长期间 (CAGR 分别为 30%、75%), 联合租赁估值中枢维持在 23 倍左右。当前公司塔机租赁业务亦处于业绩释放高增长期, 且根据新单预判明年业绩增长确定性较强, 对标看, 估值中枢亦有上探空间。

3.1 北美租赁行业: 市场广阔, 格局分散

北美租赁市场整体规模超 400 亿美元, 赛道巨大。租赁市场的成熟发展, 和全社会生产制造分工的成熟度相关。且发展过程中, 也会受到政策端的一些影响, 比如在联合租赁初期, 美国税法调整削减了工程承包商将设备折旧作为税务抵扣的能力, 租赁设备的优势逐步强于自购设备, 客观上亦助力租赁市场的发展。宏观景气助力, 近年北美租赁市场整体维持较为可观增长。2018 年, 北美设备租赁市场规模约 430 亿美元, 同增 7.40%。

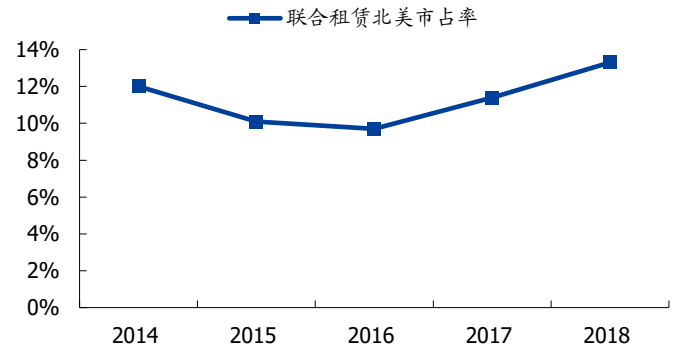
从租赁行业本身讲，集中度较低。联合租赁为北美最大的设备租赁商，2018年，其营收达80.47亿美元（租赁收入占比71%），占北美市场规模的13.30%。第二及第三名租赁商为Sunbelt、HRI，其市占率仅约7%、3%左右，整体格局仍较为分散。纵向看，近几年联合租赁市场份额有所提升，但长区间看，变动幅度较为平缓。

图表 36: 北美租赁市场格局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

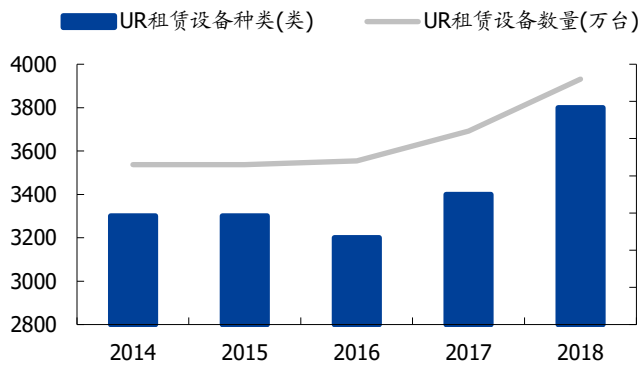
图表 37: 联合租赁北美市占率变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

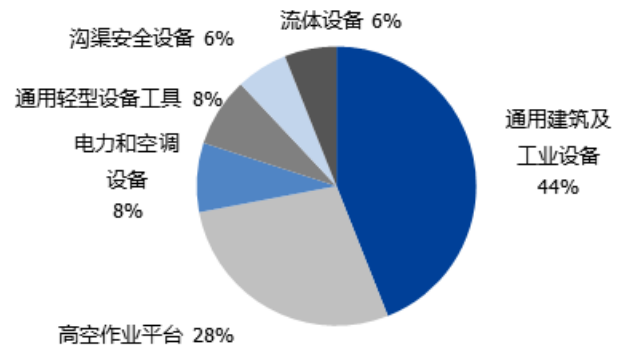
下游面向客户亦较为分散，龙头租赁设备种类丰富度极高。联合租赁庞大的收入体量是基于丰富的设备种类，并依此向多维度客户提供设备租赁服务的能力。2018年底，联合租赁设备品类达3800种，机队规模达66万台，覆盖了制造业厂商所需设备种类的82%。大品类主要分为通用建筑及工业设备（44%）；高空作业平台（28%）；电力和空调设备（8%）；通用轻型设备工具（8%）等。联合租赁下游涵盖工业、建筑业及居民用户，但整体仍较为分散。2018年，其最大的客户收入占比约1%，前10大客户租赁收入占比约5%左右。

图表 38: 联合租赁设备种类及数量



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 39: 联合租赁设备大品类分类



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

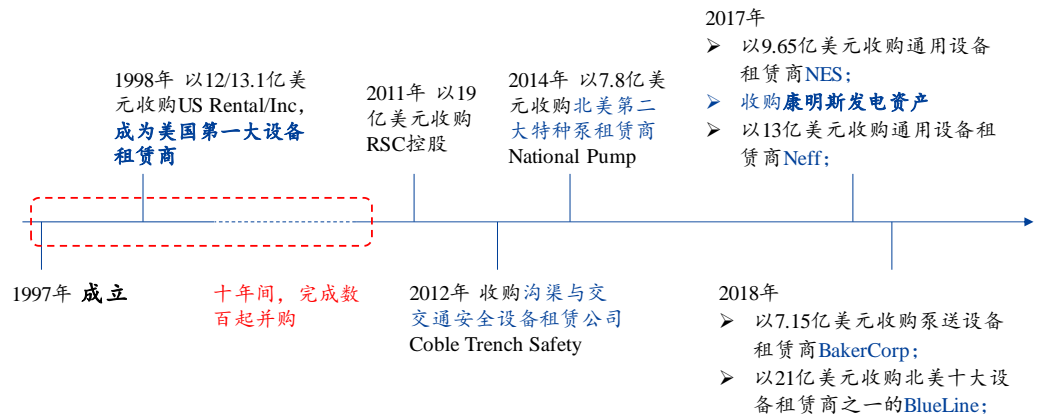
3.2 联合租赁：并购扩规模，精细管理相辅相成

联合租赁自成立以来便通过不间断的收购持续扩张经营规模。其成立于1997年，在次年以12亿美元及13.1亿美元的价格收购整合租赁商US Rental及Inc，并成为北美最大的设备租赁商。这样的并购贯穿其联合租赁的成长过程，自2017年以来，多次大规模的收购，增强原有产品竞争力的同时，持续拓展新赛道做大收入规模。

2017年1月，联合租赁以9.65亿美元收购通用设备租赁公司NES Rentals；8月，收购康明斯所有发电资产；10月，以13亿美元收购通用设备租赁公司Neff Corporation。2018年7月，联合租赁宣布以7.15亿美元收购BakerCorp International，增强新兴流

体系送设备租赁业务；2018年9月，以21亿美元收购北美十大设备租赁商之一的BlueLine Rental。

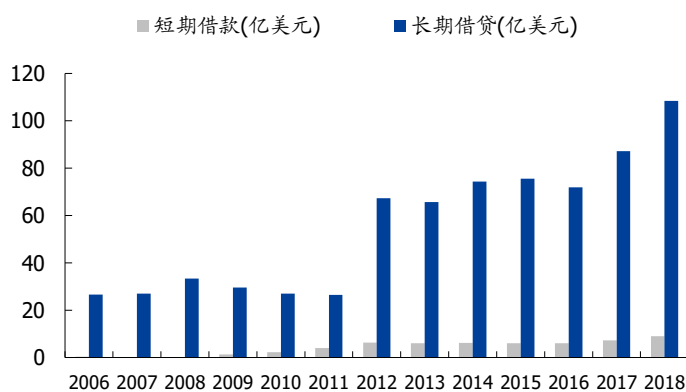
图表 40: 联合租赁成立以来重大的收购事项



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

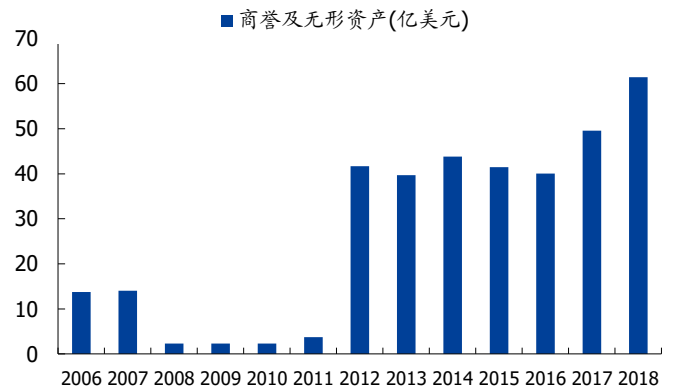
精准并购是联合租赁的成长基因之一, 但亦如公司所提示的, 持续的并购导致公司有息负债及商誉持续大幅提升, 存在较大的偿债压力及潜在资产减值风险。在2011/2012年, 联合租赁完成对RSC控股、Coble Trench的收购后, 其长期借贷及商誉增至67.34亿美元、41.7亿美元。且在2017/2018年持续并购后, 负债/商誉再攀新高。

图表 41: 联合租赁持续攀升的有息负债情况



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

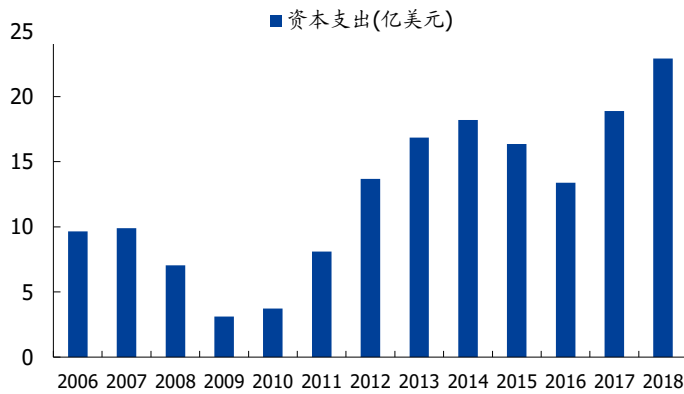
图表 42: 联合租赁商誉及无形资产规模攀升



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

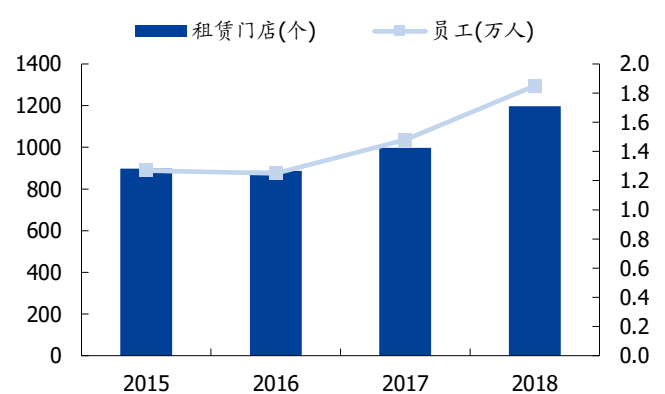
风险背后, 需要考虑的是并购的动因。租赁设备企业规模效益体现在以下几个方面: 1、规模性采购带来的溢价能力, 以此降低租赁设备购置成本。2018年, 其资本支出达22.91亿美元。2、全面的租赁设备种类、覆盖全美的租赁门店, 提供客户最优质的租赁服务, 增强粘性、攫取服务增值。2018年, 公司租赁门店达1197个, 员工数达1.85万人(其中1.28万人为临时工), 覆盖美国49个州及加拿大全境。针对年租赁支出超过50万美元的大客户, 公司提出“National Account Program”, 即, 为其在全美范围内提供优质的设备租赁服务, 包括丰富的设备种类及单线的服务响应。2018年, 源自National Account项目的收入占比达44%。

图表 43: 联合租赁资本支出持续增长



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 44: 联合租赁门店及员工数扩张

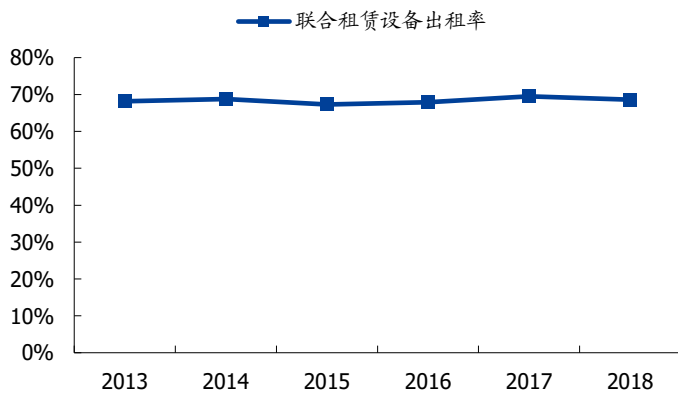


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

规模大幅扩充的同时, 依托精细的运营能力, 维持着高盈利水平。作为北美最大的设备租赁商, 联合租赁采用“生命周期法”进行租赁业务的管理以提升设备出租率。与此同时, 实施测试设备维护修复成本, 基于历史设备处置经验, 在最优时刻处置相应设备资产, 以实现全流程的效益最大化。实际经营层面, 联合租赁采取多种有效措施提升产出效率: 1、各租赁分支的设备共享政策, 避免设备闲置; 2、客服服务中心, 全美统一的客服中心, 处理客户的反馈意见, 提升客户体验的同时, 避免租赁分支精力分散透支; 3、各分支间通用职能单位的合并以降低运营成本。

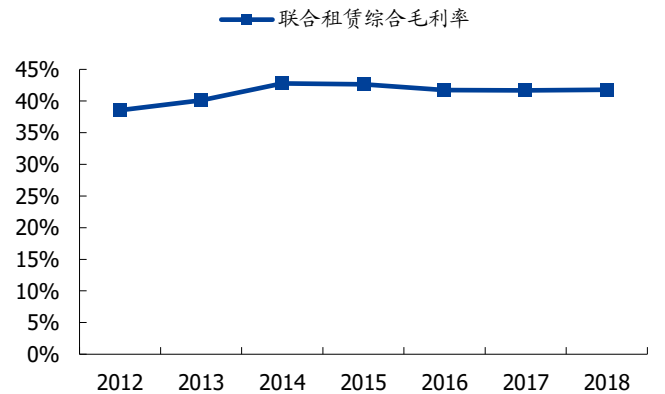
持续规模性并购并未影响联合租赁的盈利能力。近 5 年, 联合租赁设备整体出租率维持在 69%附近; 综合毛利率约 42%。

图表 45: 联合租赁设备出租率维持高位



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

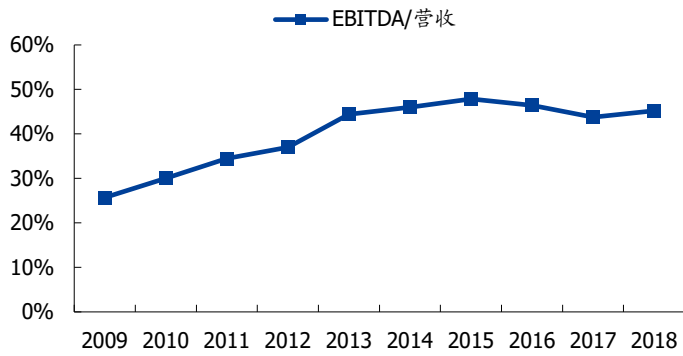
图表 46: 联合租赁综合毛利率高位稳定



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

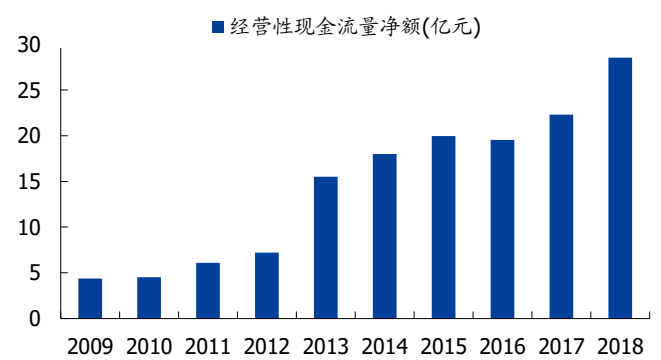
极强的现金流是优质经营的体现, 同时亦是持续并购做大经营规模的基础。联合租赁 EBITDA/营收超 45%。当然, 对于租赁公司(干租)核心成本之一便是租赁设备的折旧(成本占比约 30%), 因此高水平的 EBITDA/营收可以理解, 但另一方面, 也指明公司业务能产生极高的现金流。2018 年, 公司经营性流量净额达 28.53 亿元, 约为营收的 35%、净利润的 260%。极强的现金流维持着公司的偿债能力, 亦是公司持续并购扩充经营规模的基础。

图表 47: 联合租赁 EBITDA/营收持续攀高



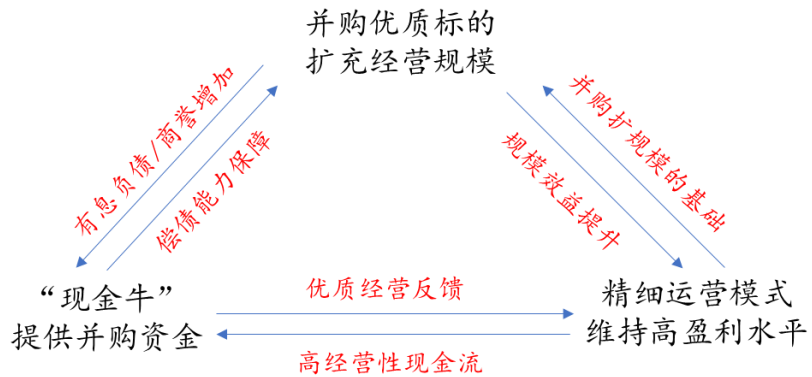
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 48: 联合租赁经营性现金流量净额持续攀高



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 49: 联合租赁滚雪球式正向扩规模发展路径



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

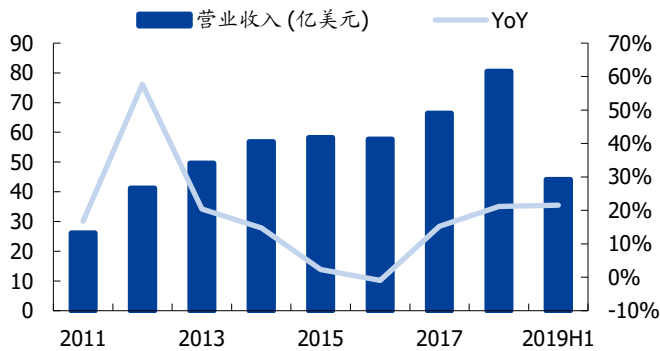
3.3 估值: 业绩稳增阶段, 中枢相对更高

联合租赁出租设备种类广泛,基本覆盖非制造业及日常生活所需求的大部分设备。因此,其业绩的景气度与北美宏观经济息息相关。2009年至今,伴随美国的经济复苏,联合租赁亦迎来近十年的牛市成长黄金期。

期间,联合租赁的估值波动比较大,较稳定的变动区间基本在 10-25 倍之间。

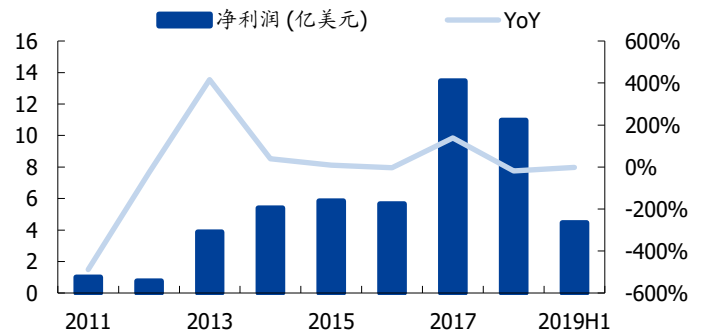
- 在 2012-2014 年,收入/净利润高速增长期间 (CAGR 分别为 30%、75%),联合租赁估值中枢维持在 23 倍左右;
- 2015-至今,收入/利润维稳,联合租赁估值稳定在 10 倍左右。(2017 年收购影响,净利润阶跃冲高,期间估值有所调整波动)。

图表 50: 联合租赁营收变化



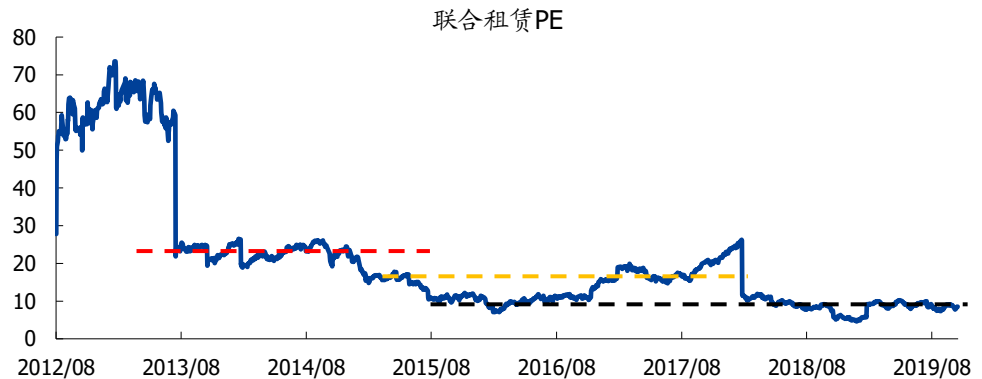
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 51: 联合租赁净利润变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 52: 近 6 年联合租赁估值区间在 10-25 倍



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

4.1 关键假设

预计 2019-2021 年,公司建筑施工产品租赁收入同比增速分别为 50%、40%、30%。装配式建筑发展带动中大型塔吊需求高增,子公司庞源租赁新单价格指数持续创新高。资本支出稳步提升,可出租机队规模稳定增长。“量价双升”下,公司塔机租赁业务收入端弹性十足。毛利率可观提升,预期 2019-2021 年,公司塔机租赁业务毛利率分别为 42%、44%、44%。

预计 2019-2021 年,公司筑路设备及配件销售收入同比增速分别为 10%、5%、5%。。基建及地产投资仍维持可观增速,工程机械整体需求景气度延续。公司筑路设备业务收入及毛利率预期维稳。

图表 53: 公司业绩拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
建筑施工产品租赁					
收入 (亿元)	13.27	19.32	28.97	40.56	52.73
同比增长	36.74%	45.51%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	34.19%	36.18%	42.00%	44.00%	44.00%
筑路设备及配件销售					
收入 (亿元)	1.30	1.32	1.46	1.53	1.61
同比增长	-21.81%	2.13%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.23%	11.50%	12.00%	12.00%	12.00%
总营收					
收入 (亿元)	18.29	22.27	32.53	44.47	56.91
同比增长	32.97%	21.77%	46.05%	36.71%	27.96%
毛利率	29.58%	32.92%	38.77%	41.24%	41.70%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2 盈利预测与估值

预计公司 2019-2021 归母净利润为 5.28、8.30、11.07 亿元, EPS 0.64、0.84、1.11 元/股, 对应现价 PE 16.3、12.5、9.4 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

注: 考虑定增对股本总数的影响, 2020-2021 年, 公司股本总数调整为 9.93 亿股 (假设此次定增发行股票数量为当前预期上限值 1.66 亿股)。

图表 54: 行业估值比较

股票代码	公司简称	EPS (摊薄)				PE			
		2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600031.SH	三一重工	0.73	1.42	1.66	1.82	20.19	10.47	8.96	8.17
000425.SZ	徐工机械	0.26	0.50	0.64	0.75	18.07	9.36	7.31	6.24
000157.SZ	中联重科	0.26	0.52	0.63	0.72	23.13	11.58	9.56	8.36
600984.SH	建设机械	0.19	0.64	0.84	1.11	56.33	16.34	12.49	9.36

资料来源: wind, 国盛证券研究所

五、风险提示

地产及基建投资增速不及预期。公司筑路设备及塔机下游均应用于地产及基建项目, 若下游投资不及预期, 则公司设备销售及租赁业务均存在业绩下滑风险。

塔机租赁行业竞争加剧。当前塔机租赁行业景气度高, 不排除资本加持下, 部分小厂商乘势扩充租赁机队规模, 导致行业竞争加剧, 压低塔机租赁新单价格, 进而影响公司业绩。

资产减值风险。公司账面存有较大规模应收账款，当前行业处于景气阶段，回款情况尚好。若后续下游景气下滑，或宏观层面资金收紧，则公司应收账款存在计提坏账减值的风险。此外，公司子公司天成机械账面仍有一定规模商誉，存在计提减值风险。

非公开发行股票进度不及预期。公司拟通过非公开发行股票募资以进行中大型起重机械设备的采购，帮助庞源租赁扩充经营规模。目前该申请已通过中国证监会审核通过，但目前尚未收到中国证监会正式核准文件。若后续进度不及预期，则将影响到公司设备采购节奏，进而影响后续业绩预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com