

建设机械(600984)

二股东持续增持；塔机租赁龙头市占率提升空间大
——建设机械事件点评

事件

公司公告副董事长柴昭一先生已累计增持公司股份 299.7 万股，占公司总股本的 0.31%，增持金额合计 3378 万元，合计增持股份已基本接近本次增持计划（不超过 300 万股）的上限。

投资要点

□ 二股东基本完成本次增持计划，彰显对未来信心

2020 年 11 月 6 日公司公告，副董事长柴昭一先生计划 6 个月内增持股份合计不超过 300 万股，不超过公司总股本约 0.3%，增持价格不高于 20 元/股。2020 年 12 月 11 日至 12 月 28 日，柴昭一先生增持公司股票 20 万股，成交均价为 13.7 元；2021 年 2 月 8 日召开的公司 2021 年第二次临时股东大会，审议通过了《关于公司股东变更增持公司股份承诺的议案》；2021 年 2 月 9 日至 2 月 10 日，通过准锦套利八号私募证券投资基金增持公司股票 279 万股，成交均价为 11.1 元。截至 2021 年 2 月 18 日，柴昭一先生已累计增持 299.7 万股，合计增持股份已超过增持计划的 50%，增持后共持有公司 8.9% 股份。此外，2020 年 12 月 29 日至 2021 年 2 月 5 日，公司其他董监高已累计增持 25.2 万股，合计增持股份已超过增持计划(41 万股)的 50%。

□ 塔机租赁行业格局存在较大优化空间，公司市占率提升空间大

国内塔机租赁市场高度分散，存在较大优化空间。子公司庞源租赁作为塔机租赁龙头，在国内塔机租赁市占率仅约 3%；2019 年庞源的收入、净利润及 ROE 分别为 29.2 亿元、6.2 亿元、21.5%，规模和盈利能力远超国内第二名达丰设备的 7.1 亿元、0.7 亿元、7.6%，龙头优势明显。2020 年上半年庞源租赁新签订合同总额超过 19.5 亿元，同比增长 12.5%；在手合同延续产值 23.2 亿，同比增长 40.8%，2020 下半年订单签约量好于上半年，全年整体签单情况相比 2019 年增长明显，2021 年设备吨米利用率有望恢复到接近 2019 年水平，将支撑公司未来两年业绩较快增长。公司 2025 年市占率目标达到 10%-15%，预计未来五年规模增速有望维持在 30% 以上。

□ 装配式建筑发展支撑塔机租赁市场成长，庞源指数下行空间有限

市场担心地产政策收紧、回款难、设备供给增加导致租赁价格持续走低。我们认为：1) 装配式建筑发展驱动塔机租赁中长期需求，国内装配式渗透率有望从目前不到 15% 提升至 2025 年的 30%，公司在中大型塔机租赁市场中优势明显；2) 回款难是地产资金链紧张短期现象，公司四季度已加大回收力度；3) PC 构件大型化和租赁市场集中度提升长期趋势不变，公司规模效应将减弱订单均价下降对毛利率的影响。庞源价格指数下行空间有限，未来市场竞争逐步趋于理性，价格波动幅度有望减小。

盈利预测与估值

预计公司 2020-2022 年净利润 6.3/8.5/11.1 亿元，同比增长 24%/35%/30%，对应 PE 为 18/13/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

地产基建投资大幅低于预期；装配式建筑发展不及预期；应收账款难以回收造成坏账风险；母公司其他业务经营不善。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3251	3904	5199	6490
(+/-)	46%	20%	33%	25%
归属母公司净利润	505	629	852	1108
(+/-)	209%	24%	35%	30%
每股收益(元)	0.52	0.65	0.88	1.15
P/E	22	18	13	10
ROE	14%	13%	13%	15%

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥11.70

单季度业绩

元/股

3Q/2020 0.22

2Q/2020 0.23

1Q/2020 -0.07

4Q/2019 0.15

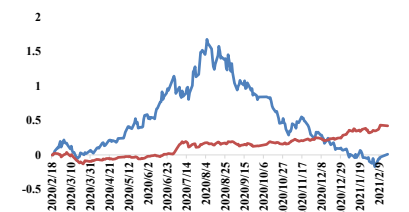
分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：潘贻立

执业证书号：S1230518080002
panyili@stocke.com.cn

—建设机械 —沪深300



相关报告

《建设机械(600984)增持点评：二股东再度增持，彰显未来发展信心》2020.11.12

《建设机械(600984)2020 三季度点评：受应收计提等因素影响，Q3 业绩略低于预测》2020.10.29

《建设机械(600984)2020 中报点评：业绩符合预期，塔机租赁龙头市占率提升空间大》2020.8.30

《建设机械(600984)2020 一季报点评：冲击过后加速复苏，定增落地助力扩张》2020.5.6

《建设机械(600984)公司研究：疫情延迟开工短期影响业绩，不改中长期成长趋势》2020.2.17

《建设机械深度报告：迎装配式建筑机遇快速扩张的塔机租赁龙头》2019.4.2

附录

附录 1: 主要可比公司对比

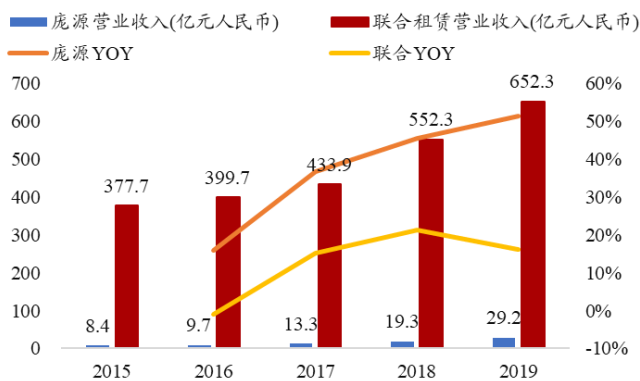
可比公司: 全球设备租赁龙头美国联合租赁, 国内对比公司为国内第二大塔机租赁商达丰设备。

达丰设备于 2021 年 1 月 13 日在港交所上市, 2019 年收入规模为 7.1 亿元, 仅为庞源租赁的 21.7%, 市占率约 0.7%; 截至 2019 年年末, 达丰设备拥有塔机数量为 1008 台, 不足庞源的 1/5。

2019 年联合租赁的营业收入达 652.3 亿人民币, 同期庞源租赁收入为 29.2 亿元, 不足联合租赁的 5%, 成长空间巨大。

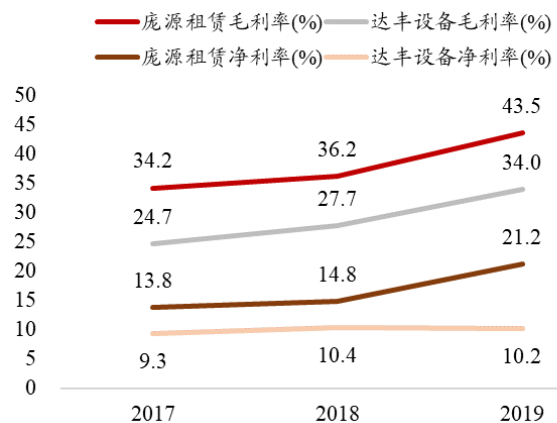
从增长情况看, 2010-2019 年联合租赁收入规模年均增长 15%, 2017-2019 年年均增长 18%, 仍维持较高水平; 而 2017-2019 年庞源租赁增速 44%, 远高于联合租赁。

图 1: 2019 年庞源租赁规模不足联合租赁的 5%



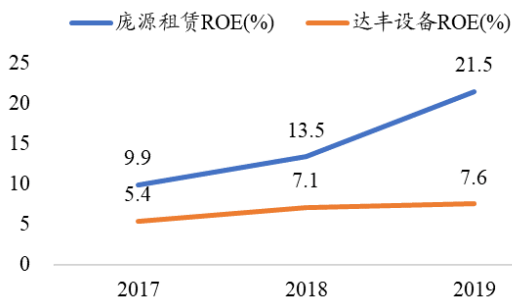
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 2: 庞源租赁毛利率、净利率水平高于达丰设备



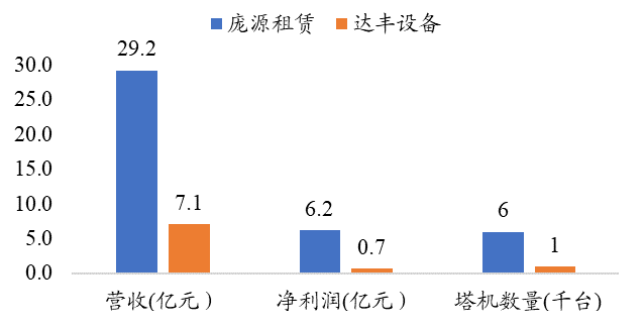
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 3: 庞源租赁 ROE 高于达丰设备



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 4: 2019 年庞源租赁收入、利润、设备规模均大于达丰设备



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表 1: 考虑业绩高增长和国内外可比公司, 公司估值水平具提升空间

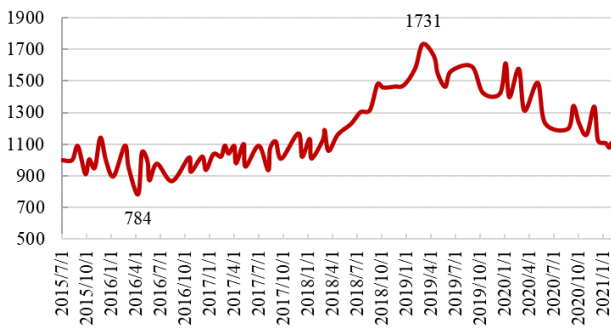
	2019 营收(亿元)	2019 净利润(亿元)	PB(LYR)	PE(LYR)	PB(MRQ)	PE(TTM)
建设机械(A 股)	32.5	5.1	3.0	22.4	2.0	22.7
达丰设备(港股)	7.1	0.7	1.6	22.6	1.5	23.1
联合租赁(美股)	652.3	81.9	4.4	22.5	4.4	22.5

资料来源: Wind、浙商证券研究所

附录 2: 庞源指数、庞源租赁订单及庞源吨米利用率

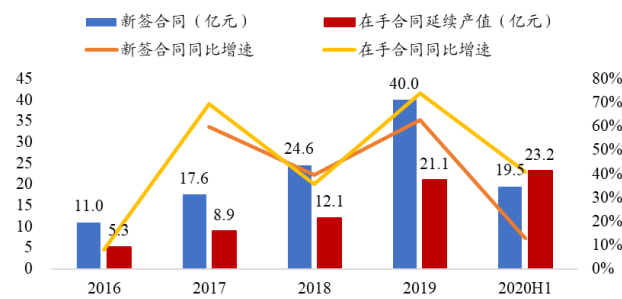
2015 年 7 月庞源指数诞生之时设为 1000 点, 到 2016 年 4 月下降到底部 784 点, 随后缓慢上升到 2018 年四季度的 1400 点, 2019 年一季度快速上升到 1731 点, 2020 年庞源指数由 1400 点稳步下行至 1200 点。受上游产能增多影响, 预计 2021 年将继续下行至 1100-1200 区间。随着规模化效应增强, 行业扩张和价格竞争将趋于理性, 未来指数波动幅度会减弱, 近一到两年内是区间平稳下行但走势趋于平滑, 未来长周期看价格指数会在 1100-1300 点区间, 波动趋缓。庞源订单持续高增长, 2021 年吨米利用率有望恢复到 2019 年水平。

图 5: 庞源指数区间震荡, 下行空间有限



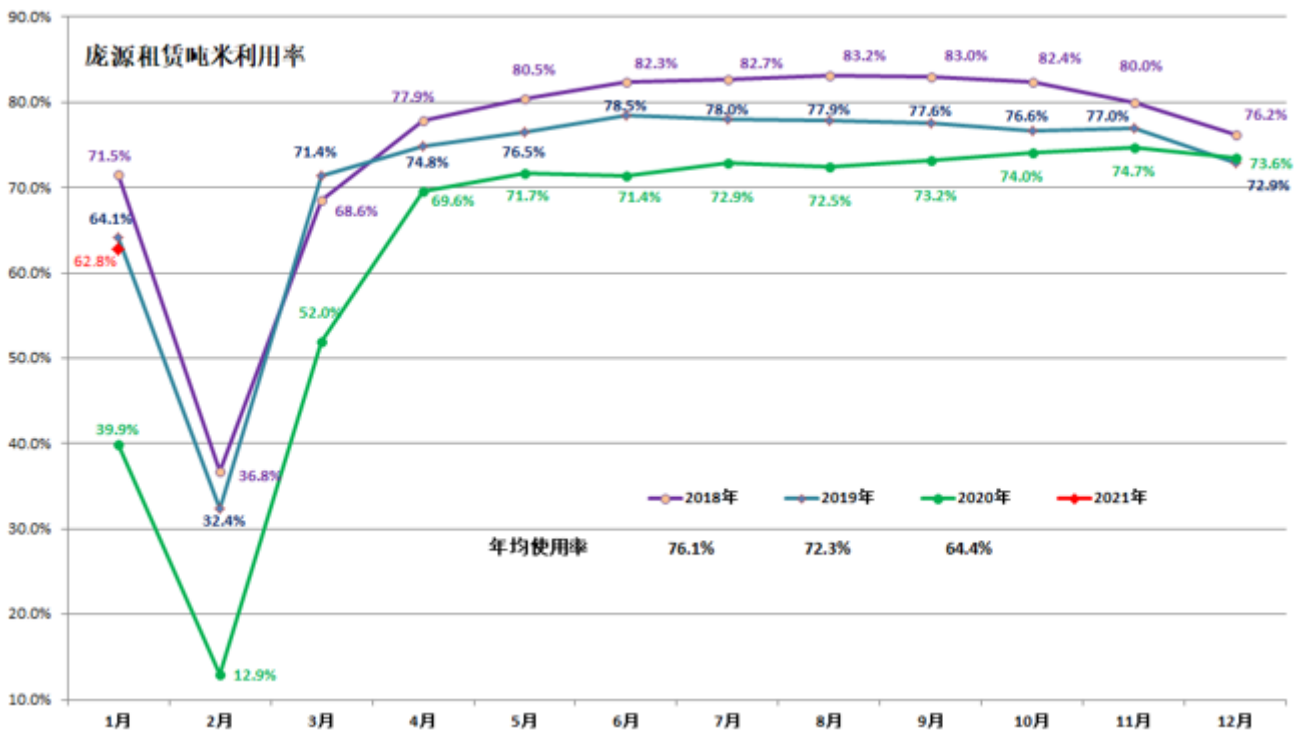
资料来源: 庞源租赁官网、浙商证券研究所

图 6: 庞源租赁订单量持续较快增长



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 7: 2021 年庞源吨米利用率有望达到较好水平



资料来源: 庞源租赁官网、浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4418	6601	7730	9423	营业收入	3251	3904	5199	6490
现金	743	1856	1700	2132	营业成本	1939	2401	3267	4129
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	22	28	35
应收账款	2804	3890	5113	6298	营业费用	38	47	68	84
其它应收款	57	99	118	142	管理费用	264	273	354	422
预付账款	37	48	65	83	研发费用	95	129	172	214
存货	403	420	440	450	财务费用	200	230	258	313
其他	375	288	293	319	资产减值损失	156	150	150	100
非流动资产	5943	7247	8348	9206	公允价值变动损益	0	10	10	10
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	29	25	19	24
固定资产	3814	4527	4983	5098	营业利润	569	687	932	1227
无形资产	142	161	189	219	营业外收支	(1)	3	3	3
在建工程	2	2	1	1	利润总额	568	690	935	1230
其他	1985	2558	3174	3888	所得税	63	62	84	123
资产总计	10361	13848	16078	18630	净利润	505	628	851	1107
流动负债	4646	5555	6789	8145	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)
短期借款	1211	1360	1300	1300	归属母公司净利润	505	629	852	1108
应付款项	2864	3410	4636	5916	EBITDA	1036	1159	1493	1827
预收账款	20	35	41	50	EPS (最新摊薄)	0.52	0.65	0.88	1.15
其他	551	751	812	880	主要财务比率				
非流动负债	1912	2403	2548	2637		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	387	1387	1396	1406	成长能力				
其他	1525	1016	1152	1231	营业收入	45.98%	20.08%	33.17%	24.83%
负债合计	6557	7959	9337	10782	营业利润	217.50%	20.79%	35.66%	31.58%
少数股东权益	5	4	3	1	归属母公司净利润	208.65%	24.47%	35.50%	30.03%
归属母公司股东权益	3798	5886	6738	7847	获利能力				
负债和股东权益	10361	13848	16078	18630	毛利率	40.37%	38.51%	37.16%	36.38%
					净利率	15.52%	16.09%	16.37%	17.06%
					ROE	14.06%	12.98%	13.50%	15.20%
					ROIC	7.47%	7.65%	9.20%	10.32%
					偿债能力				
					资产负债率	63.29%	57.47%	58.07%	57.88%
					净负债比率	38.47%	41.64%	35.93%	31.74%
					流动比率	0.95	1.19	1.14	1.16
					速动比率	0.86	1.11	1.07	1.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.32	0.35	0.37
					应收帐款周转率	1.45	1.22	1.17	1.14
					应付帐款周转率	1.18	1.12	1.19	1.15
					每股指标(元)				
					每股收益	0.52	0.65	0.88	1.15
					每股经营现金	0.70	0.13	0.92	1.28
					每股净资产	4.59	6.09	6.97	8.11
					估值比率				
					P/E	22.38	17.98	13.27	10.21
					P/B	2.98	1.92	1.68	1.44
					EV/EBITDA	11.31	11.85	9.41	7.52

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	673	130	893	1239
净利润	505	628	851	1107
折旧摊销	389	306	364	405
财务费用	200	230	258	313
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(82)	(494)	(107)	33
其它	(338)	(540)	(474)	(619)
投资活动现金流	(698)	(1026)	(833)	(564)
资本支出	(1)	(999)	(800)	(500)
长期投资	1	3	(2)	1
其他	(698)	(30)	(31)	(64)
筹资活动现金流	80	2009	(215)	(243)
短期借款	240	149	(60)	0
长期借款	381	1000	9	10
其他	(541)	860	(164)	(253)
现金净增加额	55	1113	(156)	432

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>