

建设机械(600984)

报告日期: 2024 年 11 月 05 日

三季度业绩承压, 行业出清塔机利用率拐点已现

——建设机械点评报告

事件: 公司发布 2024 年三季度报。

投资要点

- **三季度业绩承压, 塔机利用率拐点或已现, 静待价格、利润率拐点逐步显现**
2024 年前三季度实现营收 19.82 亿元, 同比下降 19%; 归母净利润-6.28 亿元 (2023 年前三季度: -3.51 亿元), 主要受下游地产需求相对疲软等因素影响。目前公司塔机利用率拐点或已现, 未来随着行业出清助力市占率提升, 地产政策效果逐步显现, 未来公司价格、毛利率、净利率拐点有望显现。
- **地产、化债政策受益标的, 行业出清加速市场份额提升**
 - 1) **量: 塔机租赁行业出清, 加速市场份额提升。** 目前塔机租赁市场处于出清状态, 公司作为塔机租赁龙头企业, 有望凭借资金、管理、规模等优势, 持续提高市场份额。截止 2023 年 5 月, 公司国内市占率约 4%, 未来提升潜力大。10 月庞源租赁吨米利用率达 55.6%, 同比提升 2.5pct, 3-10 月连续 8 个月环比提升, 8-10 月连续 3 个月同比提升, 塔机利用率拐点或已现。
 - 2) **价: 塔机行业供给收缩, 期待地产需求企稳。** 国内塔机租赁市场存量设备退出, 塔机行业供给有望收窄。近期房地产政策持续利好, 9 月 26 日, 政治局召开会议强调要促进房地产市场止跌回稳。目前庞源新单指数持续磨底, 随着塔机行业供给收窄, 地产政策效果逐步显现, 未来塔机租赁价格、毛利率、净利率拐点有望出现。
 - 3) **地产受益: 房地产政策持续利好。** 9 月 24 日, 央行宣布降准、降息、降存量房贷利率等相关政策。9 月 26 日, 政治局召开会议强调要促进房地产市场止跌回稳。9 月 29 日, 中国人民银行会同金融监管总局出台四项金融支持房地产政策。国务院新闻办公室 10 月 12 日举行新闻发布会, 财政部部长蓝佛安提出叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具, 支持推动房地产市场止跌回稳。国务院新闻办公室于 10 月 17 日上午举行新闻发布会, 住房城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局负责人介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况, 提出房地产市场政策“组合拳”: 四个取消、四个降低、两个增加。
 - 4) **化债受益: 下游客户回款有望加速。** 国务院新闻办公室 10 月 12 日举行新闻发布会, 财政部部长蓝佛安介绍, 我国拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务, 加大力度支持地方化解债务风险。新华社 10 月 18 日电, 近日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于解决拖欠企业账款问题的意见》。财政化债加码有望加大地方政府项目推进, 已审未落地的工程项目有望持续推进, 确保实物工作量。同时, 公司央企客户较多, 有利于改善公司应收账款风险, 持续优化资产负债表。
- **大股东陕煤集团为陕西省国有特大型能源化工企业, 有望提供融资与业务支持**
 - 1) **融资支持: ①定向增发:** 2023 年 12 月, 公司发布向特定对象发行股票预案, 拟向陕煤集团发行股票数量不超过 26,400 万股 (含本数), 发行价格为 4.79 元/股, 拟募集资金总额为不超过人民币 12.6 亿元 (含本数), 在扣除相关发行费用后, 全部用于补充流动资金及偿还债务。②**保险债权投资资金:** 2024H1 公司拟在中国保险资产管理业协会申请登记保险债权投资计划, 由陕煤集团提供担保, 融资规模不超过人民币 20 亿元, 期限 7+3 年, 合同利率不高于年化 3.60%。截至 2024 年 7 月 12 日, 本次保险债权投资资金已全部到账。③**中期票据:** 2024 年 3 月, 公司收到中国银行间市场交易商协会出具的《接受注册通知书》, 同意公司发行 10 亿元人民币的中期票据。2024 年 4 月, 公司本次中期票据已发行完毕。
 - 2) **业务支持:** 公司积极布局新能源矿用无轨胶轮车业务, 跨行业布局煤炭装备制造领域。2024 年 10 月, 公司拟与新能联慧签订关于无轨胶轮车的产品买卖合同, 合同涉及标的无轨胶轮车产品共计 69 台, 总金额为 5240.31 万元。
- **盈利预测与估值:** 公司为地产、化债政策受益+困境反转+低估值标的, 行业出清有望加速市占率提升。预计 2024-2026 年归母净利润为-7.96 亿、-2.89 亿、0.40 亿元, 预计 2026 年实现盈利, 2024 年 PB 为 1.0 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 地产新开工不及预期; 应收账款坏账风险。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

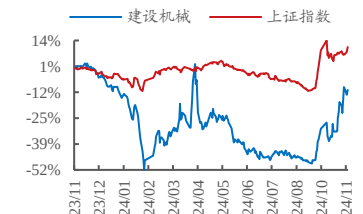
分析师: 何家恺
执业证书号: S1230523080007
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理: 徐琛奇
xuchenqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 3.69
总市值(百万元)	4,638.49
总股本(百万股)	1,257.04

股票走势图



相关报告

- 1 《中国塔机租赁龙头, 行业出清加速市场份额提升》
2024.10.09
- 2 《【浙商机械】建设机械: 减值计提 3.6 亿元、业绩低于预期, 期待下游需求回暖》
2022.04.18
- 3 《【建设机械】庞源指数逐步磨底, 未来市占率提升驱动成长-20220124》
2022.01.24

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3228	2586	2764	3178
(+/-) (%)	-17%	-20%	7%	15%
归母净利润	-745	-796	-289	40
(+/-) (%)	-	-	-	-
每股收益(元)	-0.59	-0.63	-0.23	0.03
P/E	-	-	-	117
P/B	0.9	1.0	1.1	1.1
ROE (%)	-13%	-16%	-7%	1%

资料来源：浙商证券研究所

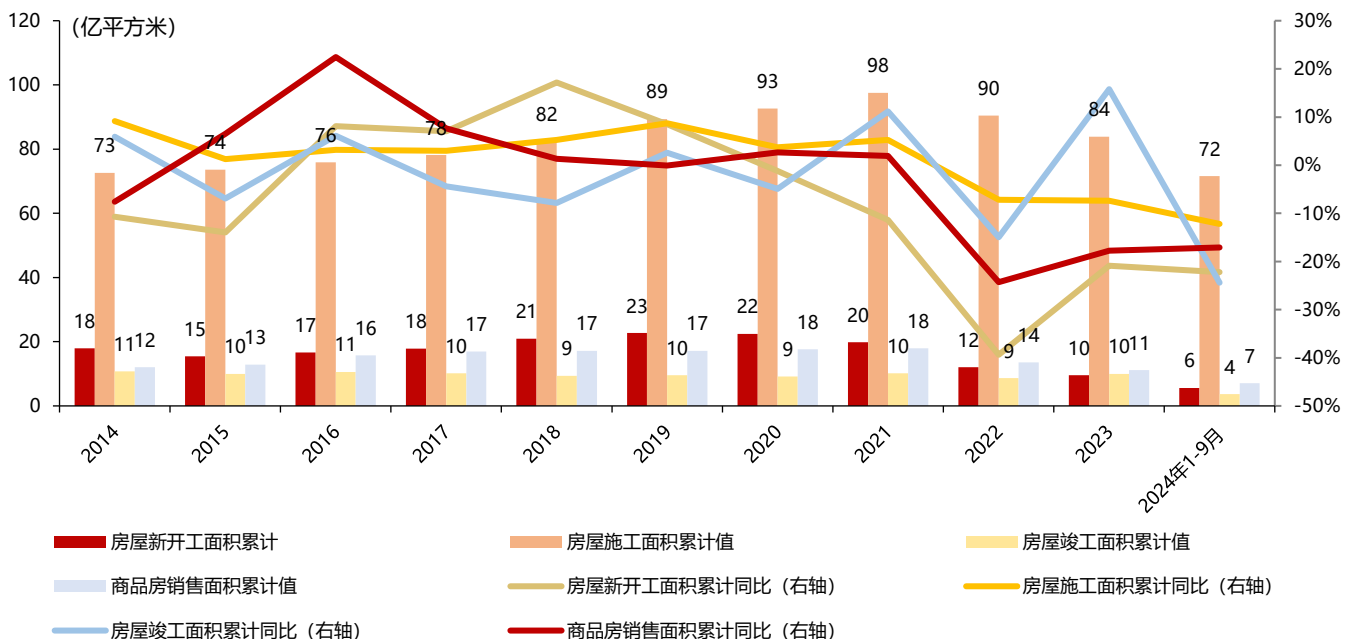
1 房地产政策多箭齐发，内需预期有望改善

图1: 房地产政策多箭齐发，内需预期有望改善

9月24日	央行	宣布降准、降息、降存量房贷利率等政策。
9月26日	政治局	要促进房地产市场止跌回稳。
9月29日	中国人民银行会同金融监管总局	出台 四项金融支持房地产政策 ，包括完善商业性个人住房贷款利率定价机制、优化个人住房贷款最低首付款比例、优化保障性住房再贷款、延长部分房地产金融政策期限。
10月12日	财政部	叠加运用地方政府 专项债券、专项资金、税收政策 等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。 拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持 地方化解债务风险 。
10月17日	住建部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，提出 房地产市场政策“组合拳” ：四个取消、四个降低、两个增加。
10月18日	中共中央办公厅、国务院办公厅	近日，印发《关于 解决拖欠企业账款问题的意见 》。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府，北京市人民政府，新华网，中国新闻网，封面新闻等，浙商证券研究所

图2: 2024年1-9月房屋新开工面积累计值达5.6亿平方米，累计同比下降22%，相较2019年高峰期22.7亿平方米下降75%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 陕煤集团：陕西省国有特大型能源化工企业

陕煤集团为陕西省国有特大型能源化工企业。陕西煤业化工集团有限责任公司（简称陕煤集团）成立于2004年2月，是陕西省委、省政府为充分发挥陕西煤炭资源优势，从培育壮大能源化工支柱产业出发，经过重组发展起来的国有特大型能源化工企业，是陕西省能源化工产业的骨干企业，也是省内煤炭大基地开发建设的主体。

陕煤集团自2004年成立以来，经过20年的改革发展，通过投资新建、收购兼并、资产划转、内部重组等多种途径，形成了“煤炭开采、煤化工、燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路物流、科技、金融、现代服务”等相关多元互补、协调发展的产业格局。据陕煤集团官网2024年9月10日更新信息，陕煤集团旗下具有二级全资、控股、参股企业60余家，上市公司6家，员工总数14万余人，银行综合授信规模7176亿元。2024年前三季度公司资产总额7634亿元，净资产2742亿元。

2024年上半年，陕煤集团煤炭产量1.27亿吨，化工产品产量920万吨，粗钢产量507.6万吨，发电量249.8亿度。2024年前三季度，陕煤集团实现营业收入达3810亿元，利润总额达327亿元，净利润达245亿元。

2015年，陕煤集团首次进入《财富》世界500强，连续10年入榜，排名稳步提升，位列2024年世界500强榜单第170位；位列2024年中国企业500强榜单第47位，蝉联上榜陕企第一。

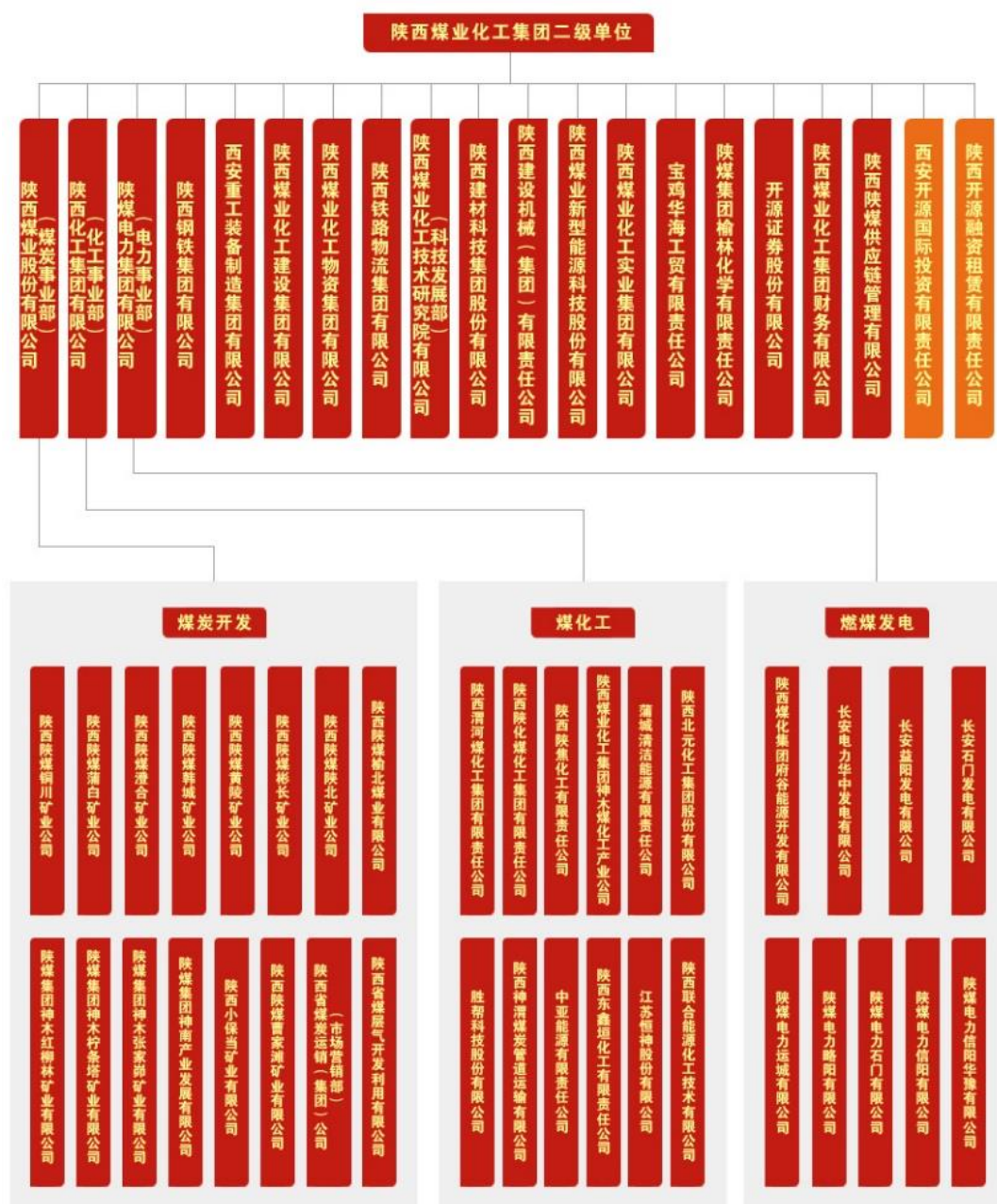
到“十四五”末，实现“18765”总体发展目标，即以10万左右产业工人，8000亿元左右资产总额，力争7家主板上市公司，力争实现6000亿元营收，500亿元利润总额。

图3：陕煤集团：2023年营业总收入达5294亿元，净利润达328亿元，净资产达2470亿元

241407.SH 陕煤集团 (陕煤KY13)	2020	2021	2022	2023	2024Q1~Q3
营业总收入 (亿元)	3,403	3,954	5,104	5,294	3,810
同比	12%	16%	29%	4%	0.1%
利润总额 (亿元)	175	393	604	431	327
净利润 (亿元)	127	272	442	328	245
同比	9%	113%	38%	-26%	3%
归母净利润 (亿元)	8.3	38.5	93.3	78.8	43.3
同比	1%	361%	7%	-18%	6%
总资产 (亿元)	5,961	6,616	7,227	7,159	7,634
货币资产 (亿元)	494	852	955	621	801
净资产 (亿元)	1,849	2,125	2,494	2,470	2,742
资产负债率	69%	68%	65%	65%	64%
经营活动现金流净额 (亿元)	323	682	775	481	304

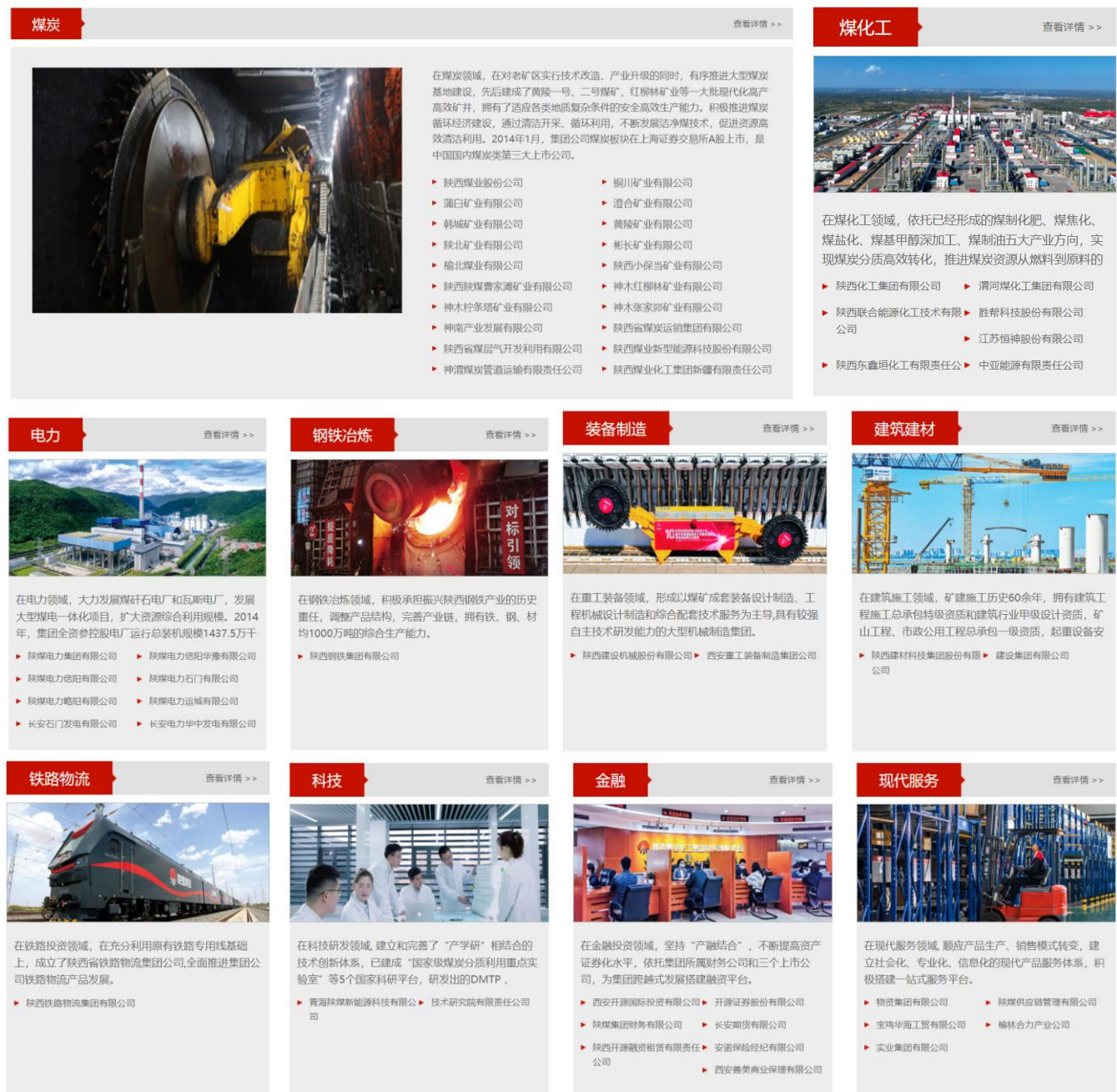
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4: 陕煤集团:“以煤炭开发为基础,以煤化工为主导,多元发展”的产业格局



资料来源：陕煤集团官网，建设机械公司公告，浙商证券研究所

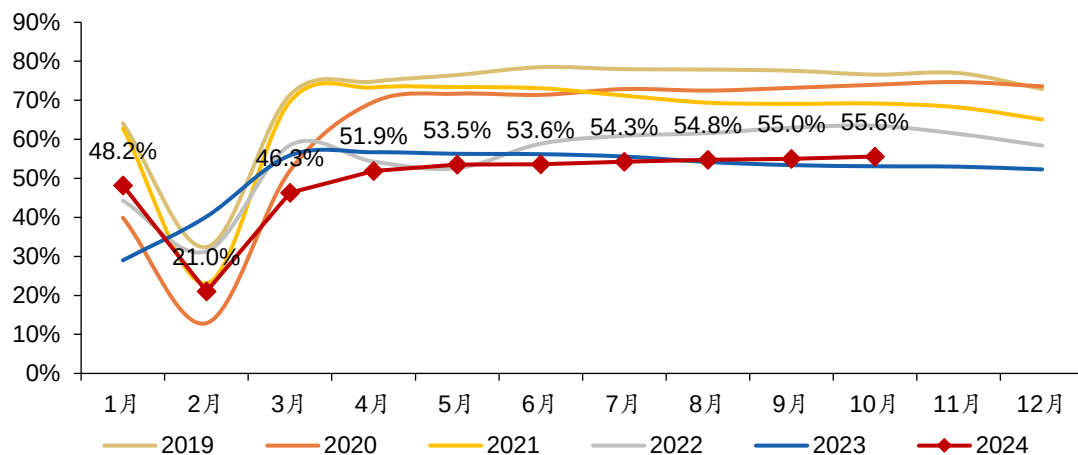
图5： 陕煤集团产业格局：煤炭开采、煤化工、燃煤发电、钢铁冶炼、机械制造、建筑施工、铁路物流、科技、金融、现代服务等



资料来源：陕煤集团官网，浙商证券研究所

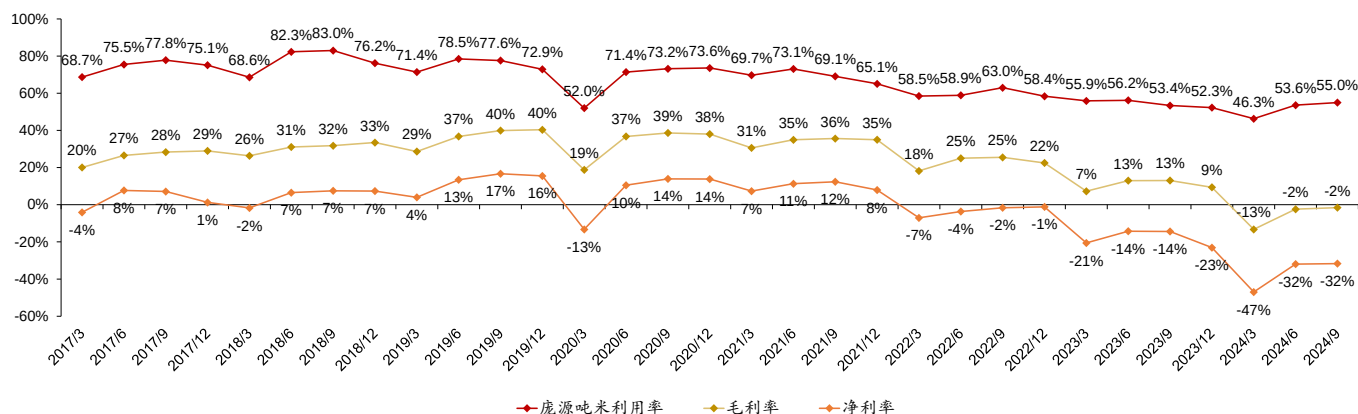
3 庞源吨米利用率：3-10 月连续 8 个月环比提升，8-10 月连续 3 个月同比提升

图6： 10 月庞源吨米利用率达 55.6%，同比提升 2.5pct，3-10 月连续 8 个月环比提升，8-10 月连续 3 个月同比提升



资料来源：庞源租赁官网，浙商证券研究所

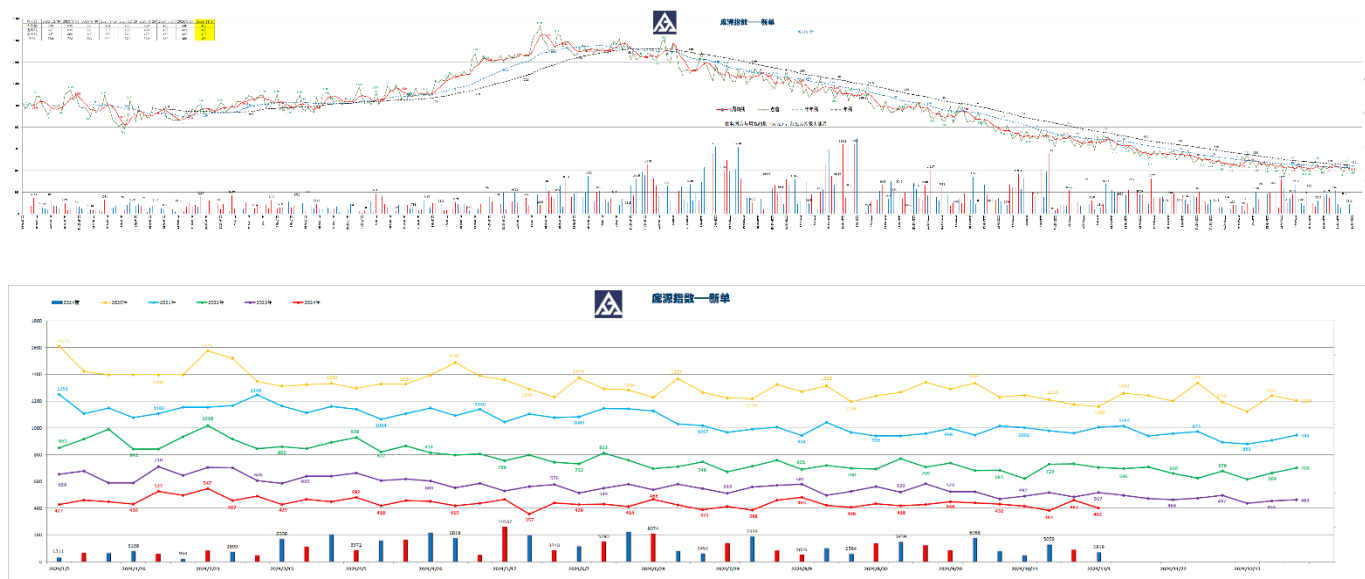
图7： 庞源吨米利用率拐点或已现，随着地产政策效果逐渐显现，未来塔机租赁价格、毛利率拐点有望逐步出现



资料来源：Wind，庞源租赁官网，浙商证券研究所

4 庞源指数：庞源新单价格指数持续磨底，静待地产政策发力落地

图8： 2024 年 11 月 1 日，庞源指数持续磨底，下探至 402 点



注：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可反映塔机租赁市场趋势。

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

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7207	6717	6242	6871
现金	1028	2109	1196	1180
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4892	3525	3976	4574
其它应收款	128	67	79	100
预付账款	60	60	52	51
存货	353	318	272	281
其他	747	638	667	684
非流动资产	10367	10423	10342	10198
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	8015	8186	8221	8110
无形资产	255	255	246	236
在建工程	478	465	449	419
其他	1619	1518	1427	1433
资产总计	17574	17140	16585	17069
流动负债	7221	6723	6422	7176
短期借款	2083	2152	2116	2667
应付款项	1615	1746	1438	1439
预收账款	0	0	0	0
其他	3523	2825	2867	3071
非流动负债	5090	5950	5985	5675
长期借款	3637	3637	3637	3637
其他	1453	2313	2348	2038
负债合计	12311	12674	12407	12851
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权	5263	4466	4178	4218
负债和股东权益	17574	17140	16585	17069

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	412	2377	(134)	392
净利润	(745)	(796)	(289)	40
折旧摊销	740	578	621	651
财务费用	411	393	366	371
投资损失	2	(4)	(1)	(1)
营运资金变动	(70)	2006	(955)	(639)
其它	75	201	124	(30)
投资活动现金流	(1085)	(797)	(618)	(486)
资本支出	(93)	(681)	(580)	(451)
长期投资	(72)	58	(15)	(10)
其他	(920)	(174)	(23)	(25)
筹资活动现金流	492	(499)	(161)	77
短期借款	162	69	(36)	551
长期借款	1130	0	0	0
其他	(800)	(569)	(125)	(474)
现金净增加额	(181)	1081	(913)	(16)

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3228	2586	2764	3178
营业成本	2924	2604	2311	2339
营业税金及附加	16	11	13	15
营业费用	32	23	19	22
管理费用	382	284	249	254
研发费用	96	67	64	73
财务费用	411	393	366	371
资产减值损失	(173)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	4	1	1
其他经营收益	7	8	8	8
营业利润	(757)	(811)	(277)	73
营业外收支	(26)	(26)	(26)	(26)
利润总额	(783)	(837)	(304)	47
所得税	(38)	(41)	(15)	7
净利润	(745)	(796)	(289)	40
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	0
归属母公司净利润	(745)	(796)	(289)	40
EBITDA	272	14	608	990
EPS（最新摊薄）	(0.59)	(0.63)	(0.23)	0.03

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-16.98%	-19.88%	6.90%	14.97%
营业利润	-	-	-	-
归属母公司净利润	-	-	-	-
获利能力				
毛利率	9.40%	-0.69%	16.41%	26.40%
净利率	-23.08%	-30.79%	-10.44%	1.25%
ROE	-13.21%	-16.37%	-6.68%	0.95%
ROIC	-2.95%	-3.88%	-0.09%	2.01%
偿债能力				
资产负债率	70.05%	73.94%	74.81%	75.29%
净负债比率	72.85%	65.19%	67.08%	70.55%
流动比率	1.00	1.00	0.97	0.96
速动比率	0.95	0.95	0.93	0.92
营运能力				
总资产周转率	0.18	0.15	0.16	0.19
应收账款周转率	0.65	0.64	0.77	0.78
应付账款周转率	1.85	1.81	1.75	1.90
每股指标(元)				
每股收益	-0.59	-0.63	-0.23	0.03
每股经营现金	0.33	1.89	-0.11	0.31
每股净资产	4.19	3.55	3.32	3.36
估值比率				
P/E	-	-	-	116.51
P/B	0.88	1.04	1.11	1.10
EV/EBITDA	49.69	860.14	20.99	13.66

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>