

建设机械(600984)

庞源指数逐步磨底，未来市占率提升驱动成长

—— 建设机械点评

公司点评

行业公司研究——机械及设备行业——证券研究报告

投资要点

□ 庞源指数进入磨底阶段，建筑设备租赁需求有望见底回暖

2021年底中央两次释放维稳信号，拉开信托政策托底序幕。11月地产销售与开工增速止跌回升，呈现边际改善迹象；当前房地产开发投资同比增速仍继续回落，但在信贷政策边际放松下，下行幅度趋于收窄，随着旺季开工来临，建筑设备租赁需求有望企稳回暖。

2021年以来，庞源指数呈现下行趋势，当前已进入逐步磨底阶段，预计下行空间有限。12月庞源设备吨米利用率为65.1%，处于历史当月最低水平。庞源租赁及时调整策略，积极开拓新市场，推进智能制造再制造及租赁服务综合基地建设，实现核心地区初步覆盖，加快二三线城市布局，缩小服务半径，强化生产再制造能力、服务效率与质量，不断提升经营效益。

□ 装配式建筑渗透率提升趋势不变，大中型塔吊租赁未来5年复合增速19%

全资子公司庞源租赁为全球塔机租赁龙头，贡献绝大部分业绩。2020年庞源租赁实现归母净利润7.5亿元，近5年复合增速高达54%。随着装配式建筑发展带动大中型塔机租赁需求增长，2025年国内装配式建筑渗透率有望提升至30%。2020年塔机租赁总规模为1036亿元，其中大中型塔机租赁市场规模为232亿元。未来5年房屋新开工面积零增长假设下，2025年塔机租赁需求将达1335亿元，年均增长5%；其中大中型塔机租赁需求将达543亿元，年均复合增速约19%。

□ 庞源租赁未来5年收入复合增速超25%，市占率将从不到4%提升至10-15%

1) 市占率提升空间大。2020年庞源塔机台量市占率不足2%，总吨米数市占率约3.5%，收入规模市占率为3.7%。预计2025年庞源收入规模市占率有望提升至10-15%（工程机械租赁龙头美国联合租赁在美国超12%的市占率）。未来5年庞源租赁收入复合增速有望超20%。

2) 全年新增订单同比增长，吨米利用率回升。2021年全年庞源租赁新增订单42亿元，较2020年新订单额增加2亿元，同比增长5%。2019年庞源吨米利用率为72%，2020年受疫情影响下降到64%，2020年底开始逐步恢复，2021年全年平均吨米利用率回升至66%。

3) 资金、管理、规模优势凸显，未来5年产能年均增速超过24%。公司背靠陕煤集团，融资成本较低。截至2020年12月31日，庞源塔机数量达到8261台，较2019年底增加2271台，新增塔吊数量同比增长38%。预计未来两年公司年设备投资额有望达20-25亿元，到2022年底塔机台量有望超1.3万台，对应总吨米数预计提升至约259万吨，年均增长超24%，增速显著高于行业平均水平，有望持续提升规模优势。

盈利预测与估值

我们预计公司2021-2023年实现归母净利润5.8/8.1/10.6亿元，同比增长5%/39%/31%，对应EPS为0.60/0.84/1.09元，对应当前PE为19/14/11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；母公司其他业务经营不及预期

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 4001 | 4858 | 6070 | 7605 |
| (+/-) | 23% | 21% | 25% | 25% |
| 归母净利润 | 553 | 583 | 810 | 1059 |
| (+/-) | 9% | 5% | 39% | 31% |
| 每股收益(元) | 0.57 | 0.60 | 0.84 | 1.09 |
| P/E | 20 | 19 | 14 | 11 |
| P/B | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| ROE | 12% | 10% | 12% | 14% |

评级

买入

| | |
|------|--------|
| 上次评级 | 买入 |
| 当前价格 | ¥11.50 |

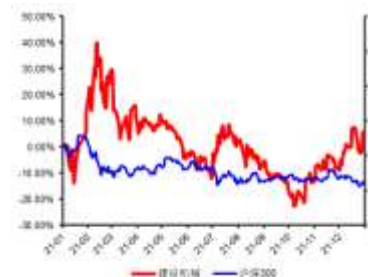
| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|------|
| 3Q/2021 | 0.18 |
| 2Q/2021 | 0.20 |
| 1Q/2021 | 0.07 |
| 4Q/2020 | 0.19 |

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



相关报告

《建设机械(600984)2021 季报点评：业绩略低于预期，盈利能力、经营性现金流有待改善》2021.11.01

《建设机械(600984)2021 中报点评：业绩有望逐步向好，员工持股计划提振未来信心》2021.8.30

《建设机械(600984)2021 一季度报点评：一季报业绩超预期，塔机租赁龙头市占率将加速提升》2021.04.19

《建设机械(600984)业绩预告点评：一季报业绩超预期，塔机租赁龙头有望加速成长》2021.04.18

《建设机械(600984)2020 年报点评：全年业绩略低于预期，塔机租赁龙头有望加速成长》2021.04.09

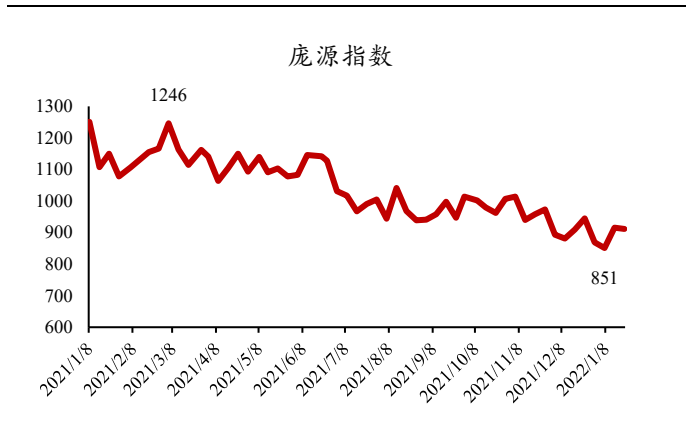
《建设机械(600984)深度：大中型塔机租赁龙头，市占率提升驱动成长》2021.03.15

《建设机械(600984)快报点评：业绩低于预期；期待塔机租赁龙头市占率持续提升》2021.02.26

附录

2021年以来，庞源指数呈现下行趋势。2021年12月庞源吨米利用率为65.1%，处于历史当月最低水平。

图 1：2021 年庞源指数呈现下降趋势



资料来源：庞源租赁官网、浙商证券研究所

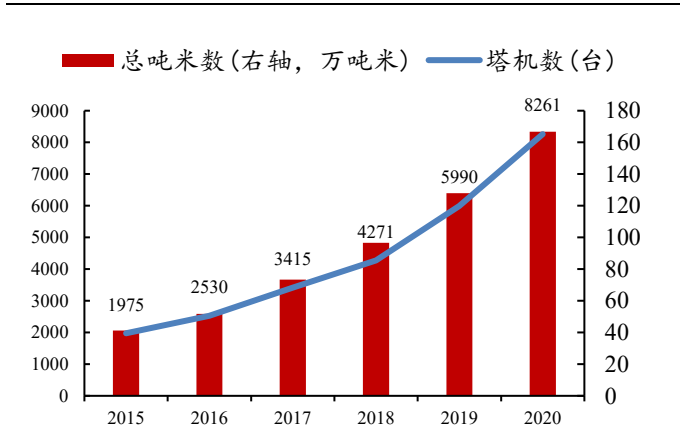
图 2：2021 年 12 月庞源吨米利用率为 65.1%



资料来源：庞源租赁官网、浙商证券研究所

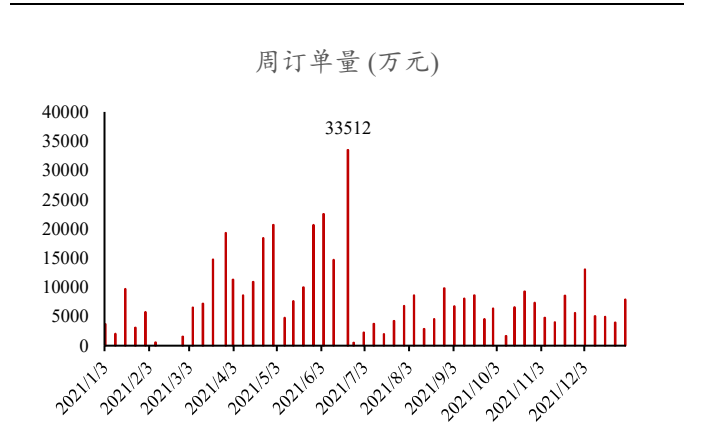
截至 2020 年 12 月 31 日，庞源塔机数量达到 8261 台，较 2019 年底增加 2271 台，新增塔吊数量同比增长 38%。2021 年全年庞源租赁累计新增订单 42 亿元，较 2020 年新增订单额增加 2 亿元，同比增长 5%。

图 3：2020 年 12 月 31 日，庞源塔吊数量达到 8261 台



资料来源：公司年报、浙商证券研究所

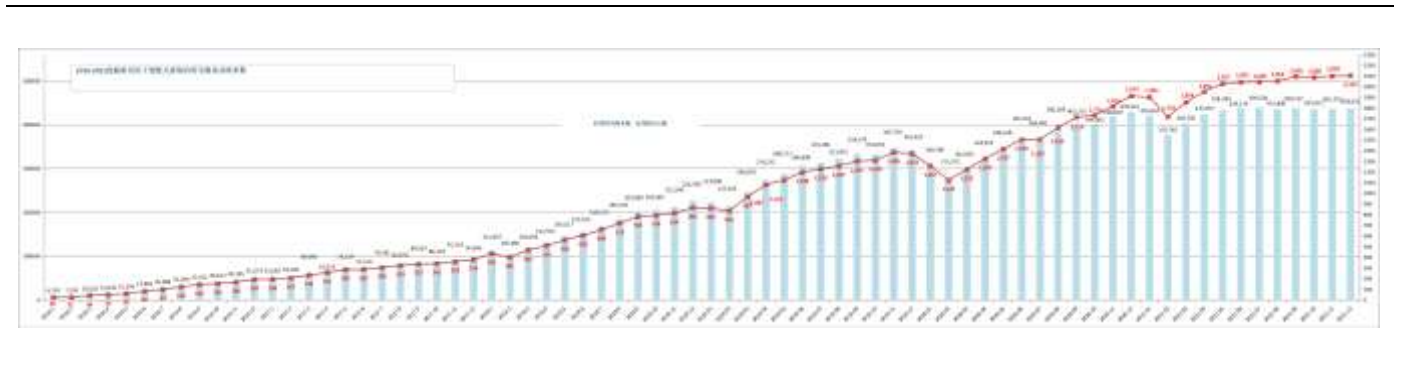
图 4：2021 年庞源租赁每周签约量 (万元)



资料来源：庞源租赁官网、浙商证券研究所

2021 年 5 月，庞源租赁用于装配式建筑的塔吊超过 2000 台，12 月达到 2103 台，对应吨米数维持在 43 万吨以上。

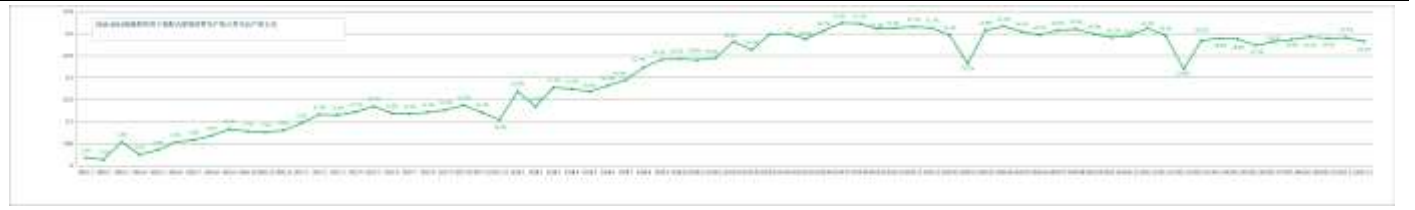
图 5：2021 年庞源租赁用于装配式建筑的塔吊超过 2000 台，对应吨米数维持在 43 万吨以上



资料来源：庞源租赁官网、浙商证券研究所

2021年12月庞源租赁用于装配式建筑的塔吊产值占塔吊总产值的28.2%，全年基本维持在28%以上。

图 6：2021 年 12 月庞源租赁用于装配式建筑的塔吊产值占塔吊总产值的 28.2%



资料来源：庞源租赁官网、浙商证券研究所

在中性假设下，预计庞源租赁 2021-2023 年可实现收入 43/54/68 亿元，同比增长 20%/26%/24%；毛利率为 35.4%/34.5%/33.5%；实现归母净利润 6.4/8.0/9.6 亿元，同比增长 19%/22%/20%，净利率为 15.1%/15.9%/14.5%。

总体来看，庞源指数和吨米利用率的变动，对庞源收入和盈利能力会产生影响有限，2022 年庞源指数降至 1000 点情形下，庞源毛利率水平仍能达到 34.5%，净利率仍有 15.9%。此外，庞源指数仅与裸机租金相关，服务和其他收入占庞源总营收约 50%。人工费用和设备折旧成本随规模提升。庞源规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响，提升盈利能力。

表 1：庞源指数敏感性测试：庞源规模效应将减弱订单执行均价下降对毛利率的影响

| | 2020A | 2021E | | | 2022E | | | 2023E | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 乐观 | 中性 | 悲观 | 乐观 | 中性 | 悲观 | 乐观 | 中性 | 悲观 |
| 庞源指数（签单价格全年均值） | 1310 | 1150 | 1050 | 950 | 1100 | 1000 | 900 | 1000 | 950 | 900 |
| 全年收入确认的订单价格中枢 | 1330 | 1200 | 1150 | 1100 | 1120 | 1100 | 1060 | 1080 | 1050 | 1020 |
| 营业收入（亿元） | 38.1 | 45.2 | 42.5 | 42.1 | 58.1 | 53.7 | 49.8 | 73.3 | 66.7 | 60.3 |
| YOY | 30.0% | 28.0% | 20.2% | 19.3% | 28.7% | 26.4% | 18.3% | 26.2% | 24.3% | 21.1% |
| 裸机租金收入 | 19.0 | 24.8 | 22.8 | 22.2 | 30.6 | 28.0 | 25.5 | 37.5 | 33.6 | 30.0 |
| 服务及其他收入 | 19.0 | 20.4 | 19.6 | 19.9 | 27.6 | 25.7 | 24.3 | 35.8 | 33.1 | 30.3 |
| 单位裸机租金(吨米天/元) | 5.6 | 5.3 | 5.1 | 4.9 | 5.0 | 4.9 | 4.7 | 4.8 | 4.7 | 4.5 |
| 单位服务租金(吨米天/元) | 5.5 | 4.4 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| 全年新增设备投资额(亿元) | 20.0 | 25.0 | 20.0 | 18.0 | 28.0 | 25.0 | 20.0 | 28.0 | 25.0 | 20.0 |
| 全年新增设备均价(万元) | 88 | 85 | 85 | 85 | 90 | 90 | 90 | 95 | 95 | 95 |
| 全年新增设备台数(台) | 2283 | 2927 | 2342 | 2108 | 3111 | 2778 | 2222 | 2947 | 2632 | 2105 |
| 全年新增设备平均单机吨米数(吨米) | 171 | 175 | 175 | 175 | 185 | 185 | 185 | 200 | 200 | 200 |
| 全年新增吨米数(万吨) | 39 | 51 | 41 | 37 | 58 | 51 | 41 | 59 | 53 | 42 |
| 庞源期末塔机保有量(台) | 8273 | 11188 | 10603 | 10369 | 14300 | 13381 | 12591 | 17247 | 16012 | 14696 |
| 庞源期末塔机总吨米数(万吨米) | 167 | 218 | 208 | 203 | 275 | 259 | 245 | 334 | 312 | 287 |
| 庞源全年总吨米数均值(万吨米) | 147 | 192 | 187 | 185 | 247 | 233 | 224 | 305 | 285 | 266 |
| 庞源全年吨米利用率 | 64.4% | 67% | 66% | 68% | 69% | 68% | 67% | 71% | 70% | 69% |
| 庞源全年总使用吨米天(亿吨米天) | 3.4 | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 6.1 | 5.7 | 5.4 | 7.8 | 7.2 | 6.6 |
| 庞源存量塔机单机平均吨米数(吨米) | 201 | 195 | 196 | 196 | 193 | 194 | 194 | 194 | 195 | 195 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------------|-------|--------|---------------|--------|
| 营业成本(亿元) | 22.5 | 28.4 | 27.4 | 27.7 | 37.6 | 35.2 | 33.4 | 48.0 | 44.4 | 40.9 |
| 人工费用 | 11.4 | 15.6 | 15.0 | 15.2 | 21.0 | 19.5 | 18.5 | 27.2 | 25.1 | 23.0 |
| 设备折旧费 | 4.7 | 5.9 | 5.7 | 5.7 | 7.6 | 7.2 | 6.9 | 9.4 | 8.8 | 8.2 |
| 运输费 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.9 | 2.7 | 2.5 |
| 吊装费 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.8 | 1.7 | 1.5 |
| 其他 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 3.9 | 5.2 | 4.9 | 4.6 | 6.6 | 6.1 | 5.6 |
| 毛利率 | 40.9% | 37.1% | 35.4% | 34.3% | 35.3% | 34.5% | 33.0% | 34.6% | 33.5% | 32.3% |
| 其他成本费用率 | 20.3% | 20.3% | 20.3% | 20.3% | 19.5% | 19.5% | 19.5% | 19.00% | 19.00% | 19.00% |
| 净利率 | 19.6% | 16.8% | 15.1% | 14.0% | 15.8% | 15.0% | 13.5% | 15.6% | 14.5% | 13.3% |
| 归母净利润(亿元) | 7.5 | 7.6 | 6.4 | 5.9 | 9.2 | 8.0 | 6.7 | 11.4 | 9.6 | 8.0 |
| YOY | 20.7% | 38.0% | 19.4% | 1.5% | 20.6% | 21.7% | 21.9% | 24.7% | 20.1% | 19.3% |

资料来源：公司公告、浙商证券研究所预测

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 7456 | 8312 | 10817 | 14150 | 营业收入 | 4001 | 4858 | 6070 | 7605 |
| 现金 | 2367 | 3116 | 4530 | 6381 | 营业成本 | 2479 | 3243 | 4138 | 5254 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 22 | 24 | 27 | 28 |
| 应收账款 | 4053 | 4317 | 5319 | 6756 | 营业费用 | 39 | 39 | 42 | 46 |
| 其它应收款 | 57 | 103 | 119 | 139 | 管理费用 | 267 | 267 | 285 | 342 |
| 预付账款 | 149 | 65 | 83 | 105 | 研发费用 | 114 | 136 | 164 | 198 |
| 存货 | 333 | 357 | 364 | 351 | 财务费用 | 247 | 348 | 373 | 419 |
| 其他 | 496 | 355 | 402 | 418 | 资产减值损失 | 184 | 190 | 195 | 200 |
| 非流动资产 | 7683 | 8393 | 8927 | 9098 | 公允价值变动损益 | 0 | 18 | 22 | 25 |
| 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 | 11 | 15 | 21 | 16 |
| 固定资产 | 3814 | 4527 | 4983 | 5098 | 营业利润 | 660 | 644 | 887 | 1159 |
| 无形资产 | 224 | 272 | 328 | 389 | 营业外收支 | 1 | 4 | 12 | 17 |
| 在建工程 | 2 | 2 | 1 | 1 | 利润总额 | 661 | 648 | 899 | 1176 |
| 其他 | 3643 | 3592 | 3614 | 3610 | 所得税 | 108 | 65 | 90 | 118 |
| 资产总计 | 15139 | 16705 | 19743 | 23248 | 净利润 | 553 | 583 | 809 | 1058 |
| 流动负债 | 5976 | 6551 | 7636 | 9187 | 少数股东损益 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 短期借款 | 1627 | 1360 | 1300 | 1300 | 归属母公司净利润 | 553 | 583 | 810 | 1059 |
| 应付款项 | 3112 | 3943 | 4884 | 6394 | EBITDA | 1282 | 1205 | 1550 | 1913 |
| 预收账款 | 1 | 24 | 23 | 23 | EPS (最新摊薄) | 0.57 | 0.60 | 0.84 | 1.09 |
| 其他 | 1236 | 1223 | 1429 | 1471 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 3345 | 3753 | 4897 | 5792 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 1567 | 2348 | 3328 | 4208 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 1778 | 1405 | 1569 | 1584 | 营业收入 | 23.06% | 21.40% | 24.95% | 25.30% |
| 负债合计 | 9320 | 10304 | 12533 | 14980 | 营业利润 | 16.00% | -2.44% | 37.80% | 30.67% |
| 少数股东权益 | 4 | 4 | 4 | 4 | 归属母公司净利润 | 9.46% | 5.41% | 38.80% | 30.76% |
| 归属母公司股东权益 | 5814 | 6397 | 7207 | 8265 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 15139 | 16705 | 19743 | 23248 | 毛利率 | 38.03% | 33.23% | 31.82% | 30.92% |
| | | | | | 净利率 | 13.82% | 12.00% | 13.33% | 13.91% |
| | | | | | ROE | 11.50% | 9.55% | 11.89% | 13.68% |
| | | | | | ROIC | 5.64% | 6.55% | 7.44% | 8.31% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 61.57% | 61.68% | 63.48% | 64.43% |
| | | | | | 净负债比率 | 48.56% | 44.85% | 45.36% | 44.12% |
| | | | | | 流动比率 | 1.25 | 1.27 | 1.42 | 1.54 |
| | | | | | 速动比率 | 1.19 | 1.21 | 1.37 | 1.50 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.31 | 0.31 | 0.33 | 0.35 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 1.27 | 1.24 | 1.30 | 1.28 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 1.59 | 1.46 | 1.52 | 1.51 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.57 | 0.60 | 0.84 | 1.09 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.16 | 2.12 | 1.67 | 1.99 |
| | | | | | 每股净资产 | 6.01 | 6.62 | 7.45 | 8.55 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 20.10 | 19.07 | 13.74 | 10.51 |
| | | | | | P/B | 1.91 | 1.74 | 1.54 | 1.35 |
| | | | | | EV/EBITDA | 12.25 | 11.55 | 8.84 | 6.68 |

资料来源: Wind, 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>