

利润逐渐释放，塔机租赁服务龙头进入高速增长期

建设机械 (600984)

事件

公司发布三季报预告，预计 2019 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 3.82 亿元，同比增加 228.35%。

简评

Q2 起庞源利润开始释放，拉动公司整体利润规模：公司前期公告 19H1 年归母净利润 1.88 亿元，同增 218%；其中，Q2 单季度归母净利润 1.66 亿，创下单季度利润高点，主要为子公司庞源租赁贡献利润。本次 Q3 单季度归母净利润 1.94 亿元，再次创下季度利润高点。①从量的角度看，2018 年以来建筑机械租赁市场景气度延续上升态势，为了扩大市场份额，公司持续增加租赁设备的采购量，2019 年上半年租赁设备采购额较上年同期增加约 31.7%，而 1-9 月租赁设备采购额较上年同期增长约 74%；②从价的角度看，租赁价格较去年同期有所上升，使得公司建筑机械租赁收入较上年同期增长约 50%左右。

建机本部+天成经营同样改善，判断上市公司整体进入高速增长时期：①建机本部与天成同样从事工程机械制造业务，主要为塔机制造，其产品下游应用领域包括房地产、基建等。2018 年起，受益于塔机行业回暖及子公司采购规模增长，二者经营逐渐进入正收益通道；②此外，公司近几年持续处理历史包袱，对收购商誉及应收账款坏账等进行计提，判断截至 2019 年底，本部及天成的历史遗留问题将基本得到解决，利润端逐渐释放弹性。

19 年塔机租赁景气度持续，新签单价格指数锁定今年利润：①国内塔机行业经历了 2012-14 年的非理性增长和 2015-17 年的历史包袱消化阶段，自 18 年起进入稳步增长期。相应的，塔机租赁服务市场也恢复元气，租金处于稳定通道。根据庞源租赁官网披露，反应其塔机租金的新单价格指数从 18 年初的 1000 左右逐步上升至年末的 1300 左右，并于 19 年中上升至 1500 左右；②考虑到从签单到设备启用周期+设备实际使用周期，公司新签订单兑现到收入存在 1-1.5 年时滞，因此现在的高租金一定程度上锁定了明年的利润情况；③展望未来，在装配式建筑趋势叠加安全要求、环保政策、税务规定趋严背景下，行业整体价格指数有望维持稳定增长或在合理范围区间内震荡，以庞源代表的行业龙头基于其低融资成本、高资产规模壁垒、持续积累的项目服务经验等优势，盈利能力有望持续增强。

首次评级

增持

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519080001

陈兵

chenbingzgs@csc.com.cn

13611733447

执业证书编号：S1440518070001

发布日期：2019 年 10 月 15 日

当前股价：10.43 元

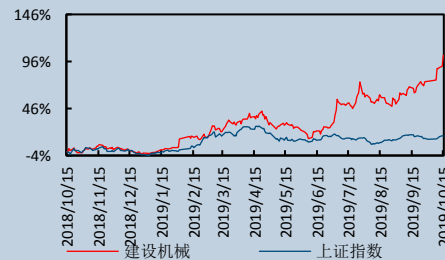
目标价格 6 个月：11.76 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	19.89/21.21	35.63/33.57	102.52/87.79
总股本 (万股)			82,779.35
流通 A 股 (万股)			78,611.55
总市值 (亿元)			86.34
流通市值 (亿元)			81.99
近 3 月日均成交量 (万)			948.71
主要股东			
陕西建设机械(集团)有限责任公司			21.25%

股价表现



相关研究报告

长期来看，租赁服务兼具金融与服务属性，庞源租赁持续扩张资产规模强化竞争优势：①与传统融资租赁、经营租赁不同，租赁服务业兼具金融与服务属性。就金融属性而言，其关键竞争力在于合理利用融资渠道和杠杆优势，以低成本的资金扩张自身资产规模，实现收入规模扩大；②当前塔机租赁市场规模超千亿，庞源市占率仅 3-4%，给庞源预留了足够的规模扩张空间。我们判断未来几年庞源将保持一定强度的设备采购规模，支撑公司长期发展；③从融资渠道来看，上市公司前期与陕煤财务签订《金融服务协议》，后者将为其提供一系列存款、结算、信贷及其他金融服务，有利于公司拓宽融资渠道，降低融资成本，提高运营效率。

投资建议：考虑到庞源租赁资产规模持续提升、新单价格保持高位锁定未来两年利润，且建机本部+天成经营大幅改善，预计公司 2019-2021 年营业收入分别是 33.5 亿元、43.4 亿元和 55.3 亿元；归母净利润分别为 5.2、8.1、11.4 亿元，10 月 15 日收盘价对应 P/E 分别为 16.5、10.7、7.6 倍。给予公司 20 年 12 倍 PE，目标市值 97 亿，目标价 11.76 元，给予“增持”评级。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	2,227.3	3,347.6	4,338.5	5,527.3
营业收入增长率	21.8%	50.3%	29.6%	27.4%
EBITDA（百万）	660.2	914.1	1,201.8	1,528.2
EBITDA 增长率	96.6%	38.5%	31.5%	27.2%
净利润（百万）	153.3	523.2	807.3	1,142.6
净利润增长率	571.9%	241.4%	54.3%	41.5%
ROE	4.5%	13.5%	17.2%	19.6%
EPS（元）	0.19	0.63	0.98	1.38
P/E	56.3	16.5	10.7	7.6
P/B	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.8	10.2	6.5	4.7

分析师介绍

吕娟：中信建投证券研究发展部董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长，机械 & 建材行业首席分析师，复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名，实现了主流奖项大满贯。

陈兵：机械行业分析师。2016 年新财富机械行业第三名团队核心成员，2017 年新财富机械行业入围。深入研究工业 4.0、锂电设备、3C 自动化、油气装备等板块，结合自上而下和自下而上挖掘把握投资机会。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

董娟 -85156405 dongjuan@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859