

2020年08月28日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

Q2 经营改善显著，应收减值加大致业绩略低于预期

买入（上调）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,251	4,245	5,692	7,246
同比（%）	46.0%	30.6%	34.1%	27.3%
归母净利润（百万元）	516	755	1,168	1,541
同比（%）	236.5%	46.4%	54.8%	31.9%
每股收益（元/股）	0.62	0.78	1.21	1.59
P/E（倍）	45.60	36.39	23.52	17.82

事件：公司发布 2020 半年报，报告期内实现营业收入 15.35 亿元，同比增长 9.73%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比下降 14.16%，扣非后归母净利润 1.58 亿元，同比下降 15.81%。

■ Q2 业绩重回快速增长，应收减值损失加大侵蚀整体利润

①上半年公司实现营收 15.35 亿元，同比增长 9.73%；其中 Q2 收入 10.74 亿元，同比增长 25.83%。Q2 国内疫情得到有效控制，庞源塔机利用率快速提升，建筑施工产品租赁（主要庞源租赁）收入 13.57 亿元，同比增长 13.03%，是公司上半年收入稳步增长的最大驱动力。②上半年公司实现归母净利润 1.61 亿元，同比减少 14.16%；Q2 归母净利润 2.23 亿元，同比增长 33.94%，Q2 经营业绩恢复明显，公司上半年整体利润略低于市场预期（预期个位数下滑），其中最主要原因系疫情影响回款，上半年应收账款增加 30%至 30.09 亿元，同时应收坏账计提比例有所提升，报告期内公司应收账款减值损失达到 7366 万元，去年同期为 4127 万元，侵蚀了公司整体利润。

■ 报告期内费用率较为平稳，Q2 盈利水平较去年同期有所提升

上半年公司毛利率/净利率分别为 36.74%/10.49%，分别同比下降 0.02/2.95 个百分点，其中期间费用率/销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比 +0.17/-0.36/-0.38/+0.92 个百分点表现较为平稳。Q2 公司毛利率和净利率分别为 44.46%和 20.70%，分别同比提升 2.50/1.23 个百分点，在利用率有所下滑的不利局面下，公司 Q2 盈利水平较去年同期有所提升，我们认为主要原因是 Q2 订单的执行价格要优于去年。

■ 庞源租赁在手订单充足，下半年业绩有望持续快速增长

①报告期内，庞源租赁新签合同总额超过 19.48 亿元，同比增长 12.54%，截至报告期末，庞源租赁在手合同延续产值 23.17 亿，同比增长 40.77%；统计庞源官网 8 月数据，2020 年塔机租赁累计订单已经达 28.42 亿元。从塔机利用率看，7 月最新利用率为 72.9%，基本恢复到正常水平，我们预计公司下半年业绩持续快速提升，全年业绩快速增长确定性强。②中长期看，国内塔机租赁是千亿级别市场，庞源市占率仅 3-4%，庞源依托上市公司平台，背靠陕煤集团，具备融资这方面的优势；此外，公司作为国内塔机租赁龙头，企业品牌形象持续提升，而广泛的营销网点为公司扩张提供便利，已经具备持续扩张的条件。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 7.55 亿、11.68 亿、15.41 亿，分别同比增长 46.4%、54.8%、31.9%，当前股价对应动态 PE 分别为 36.39 倍、23.52 倍、17.82 倍。考虑到公司具有较好的成长性，未来两年业绩快速增长确定性较强，上调至“买入”评级。

风险提示：装配式建筑发展不及预期；租金价格大幅下降；新签订单合同量不及预期；天成机械亏损扩大；回款风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.41
一年最低/最高价	7.73/31.96
市净率(倍)	5.07
流通 A 股市值(百万元)	22333.54

基础数据

每股净资产(元)	5.60
资产负债率(%)	57.01
总股本(百万股)	966.96
流通 A 股(百万股)	786.12

相关研究

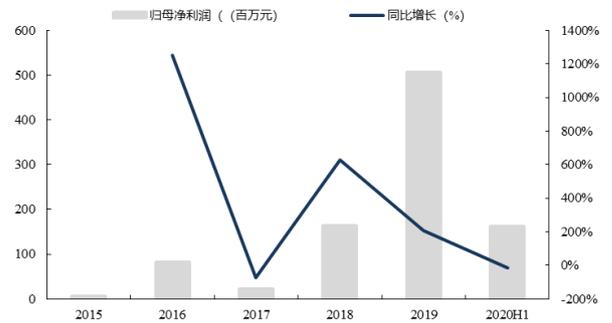
1、《建设机械（600984）》
2020-06-11

图 1: 2020 上半年公司收入稳步增长



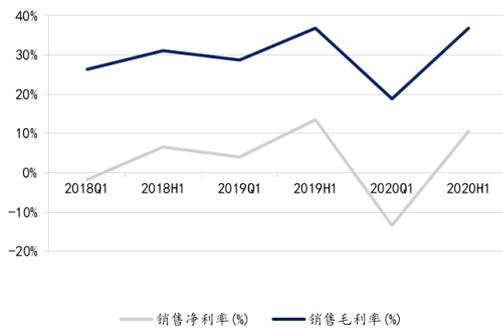
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 2020 上半年公司归母净利润有所下滑



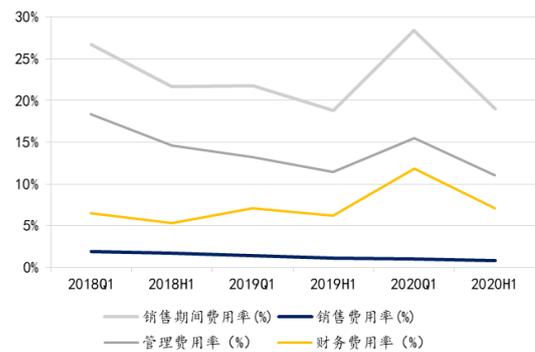
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 2020Q2 公司毛利率、净利率恢复明显



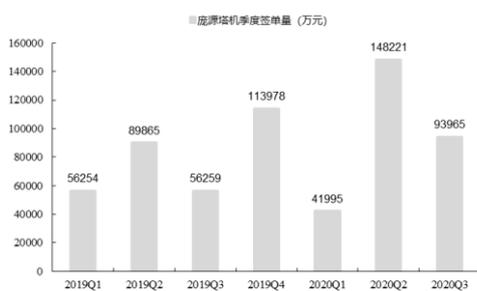
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 2020Q2 公司费用率与去年同期基本持平



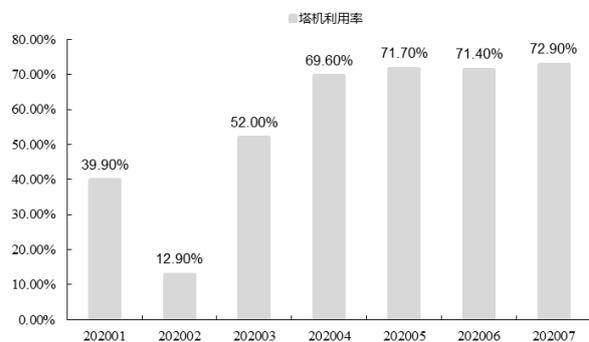
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 庞源租赁塔机签单量快速提升



数据来源: 庞源租赁官网, 东吴证券研究所

图 6: 庞源租赁塔机利用率恢复至正常水平



数据来源: 庞源租赁官网, 东吴证券研究所

建设机械三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4418	7149	9746	12953	营业收入	3251	4245	5692	7246
现金	743	2587	3855	5483	减:营业成本	1945	2619	3431	4353
应收账款	2881	3606	4679	5956	营业税金及附加	20	28	37	47
存货	403	538	686	871	营业费用	38	85	85	109
其他流动资产	391	418	527	643	管理费用	359	472	574	729
非流动资产	5943	6423	6673	6862	财务费用	200	98	122	132
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	90	110	110
固定资产	4854	5339	5594	5788	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	15	215	274	292	其他收益	-134	5	5	5
无形资产	142	137	132	127	营业利润	563	859	1338	1770
其他非流动资产	931	732	672	654	加:营业外净收支	16	15	15	15
资产总计	10361	13572	16419	19814	利润总额	578	874	1353	1785
流动负债	4646	6289	7201	8331	减:所得税费用	63	96	149	196
短期借款	2136	3000	3000	3000	少数股东损益	-1	23	36	48
应付账款	2074	2655	3384	4294	归属母公司净利润	516	755	1168	1541
其他流动负债	436	634	817	1037	EBIT	985	1047	1570	2012
非流动负债	1912	2812	3712	4612	EBITDA	1354	1580	2166	2680
长期借款	387	387	387	387					
其他非流动负债	1525	2425	3325	4225	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	6557	9100	10912	12943	每股收益(元)	0.62	0.78	1.21	1.59
少数股东权益	5	25	55	96	每股净资产(元)	4.59	4.60	5.64	7.01
					发行在外股份(百万股)	828	967	967	967
归属母公司股东权益	3798	4447	5451	6776	ROIC(%)	15.9%	15.2%	23.6%	31.7%
负债和股东权益	10361	13572	16419	19814	ROE(%)	13.6%	17.0%	21.4%	22.7%
					毛利率(%)	40.2%	38.3%	39.7%	39.9%
					销售净利率(%)	15.8%	18.3%	21.2%	21.9%
					资产负债率(%)	63.3%	67.1%	66.5%	65.3%
					收入增长率(%)	46.0%	30.6%	34.1%	27.3%
					净利润增长率(%)	236.5%	46.4%	54.8%	31.9%
					P/E	45.60	36.39	23.52	17.82
					P/B	6.19	6.18	5.04	4.05
					EV/EBITDA	22.22	20.64	15.90	13.61

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>