



业绩基本符合预期，扩张驱动高增长

建设机械(600984)

评级:	买入	股票代码:	600984
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	31.96/9.55
目标价格:		总市值(亿)	120.29
最新收盘价:	12.44	自由流通市值(亿)	106.87
		自由流通股数(百万)	859.06

事件概述

公司发布2020年年报，全年实现总营业收入40.01亿元，同比增长23.06%；实现归母净利润5.53亿元，同比增长9.46%。

分析判断:

► 业绩基本符合预期，受疫情和租赁价格下降影响盈利能力有所降低

2020年公司主营业务收入39.87亿元，同比增长23.05%，实现归母净利润5.53亿元，同比增长9.46%。分产品来看，公司建筑施工产品租赁收入35.09亿元，营收占比高达88%，同比增长20.04%；筑路施工产品租赁收入1.89亿元，同比增长106.95%；塔机及配件销售收入6070.14万元，同比增长102.24%；钢结构产品施工收入1.28亿元，同比增长49.07%。盈利能力方面，公司受去年疫情影响较大，导致设备利用率出现大幅下滑，叠加租设备赁价格下降，使得公司2020年毛利率同比下降2.34个百分点至38.03%，净利率同比下降1.70个百分点至13.82%。其中，公司建筑施工产品租赁毛利率为41.46%，同比减少1.99个百分点，筑路设备及配件销售毛利率为13.29%，同比增加2.04个百分点，筑路施工产品租赁为8.08%，同比减少2.16个百分点。整体来看，公司在疫情影响下，盈利能力有所下降。

► 疫情影响逐渐减弱，在手合同充足，塔机利用率有望回升

2020年受疫情影响庞源租赁塔机利用率低于过去三年同期水平。2021年3月，庞源租赁塔机利用率已经恢复到68.7%，略低于2019年1.7个百分点，高于2018年和2020年同期水平。另外，庞源租赁在疫情期间的积极调整定价策略，同时加快二三线城市的布局使得其在手合同较为充足，2020年公司新签合同总额超过46亿元，同比增长13.7%，在手合同延续产值29.21亿元，同比增长38.5%。随着疫情影响消退，我们认为塔机利用率有望持续回升。

► 市占率有望进一步提高，庞大市场空间带来极大业绩弹性

2020年庞源租赁新增设备采购额达到18.51亿元，同比增长23.40%，塔式起重机数量达到8261台，同比增长37.91%，总吨米数达到166.56万吨米，同比提升30.55%。根据国际起重设备和特种运输杂志公布的IC Tower指数排名，2020年底庞源租赁拥有的塔式起重机总吨米数居世界第一位。另一方面，公司在塔机租赁市场占有率已经从2017年的约2%提升至2019年2.7%，随着规模的持续扩张，公司市占率有望继续提升。根据我们测算，2025年，塔机租赁的市场规模将预计达到1800亿元左右，市占率的提升将为公司带来极大的业绩弹性。假设2025年庞源租赁市占率达到5%，其塔机租赁带来的营收将会翻倍，营收规模接近90亿元。

► 装配式建筑兴起，塔机租赁行业景气度大概率持续

装配式建筑与传统浇灌式建筑相比，更加节约人力和工期，对环境友好。发达国家装配式建筑占比较高，其中美国和日本占比高达90%。而在我国，装配式建筑的推广进程缓慢，在新建建筑中的占比不足20%，且多用在公共场所建筑。在政策的加持下，2025年我国装配式建筑渗透率有望超过30%，对应市场规模超2万亿元，从而带动大中型塔机需求持续提升，塔机租赁行业景气度大概率维持较高水平。

► 资金&管理优势筑造坚固壁垒，龙头地位稳固

塔机租赁行业属于重资产服务业，需重资投入，且管理难度和客户对服务的要求较高。庞源租赁与公司整合后，在资源渠道方面共同发力，资产规模得到迅速扩张，庞源塔机保有量已经突破8000台，在行业内遥遥领先。另一方面，庞源租赁能够为项目施工现场提供更加优秀的技术服务和支持，为非标准化项目提供量身定制的技术解决方案，为下游企业定制个性化产品，从而进一步巩固了其龙头地位。

投资建议

维持公司盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年公司收入为 52.19 亿元、66.77 亿元、80.12 亿元，同比增长 30.4%、27.9%、20.0%，实现归母净利润 8.53 亿元、12.08 亿元和 15.32 亿元，同比增长 54.2%、41.5%、26.9%，对应 PE 估值水平为 14 倍、10 倍和 8 倍，维持“买入”评级。

风险提示

地产行业景气度不及预期、装配式建筑规模不及预期、融资成本上升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,251	4,001	5,219	6,677	8,012
YoY (%)	46.0%	23.1%	30.4%	27.9%	20.0%
归母净利润(百万元)	505	553	853	1,208	1,532
YoY (%)	208.7%	9.5%	54.2%	41.5%	26.9%
毛利率 (%)	40.4%	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%
每股收益 (元)	0.52	0.57	0.88	1.25	1.58
ROE	13.3%	9.5%	12.8%	15.3%	16.3%
市盈率	23.80	21.74	14.10	9.96	7.85

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：刘菁

邮箱：liujing2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110001

分析师：俞能飞

邮箱：yunf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519120002

分析师：田仁秀

邮箱：tianrx@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521010001

联系人：毛冠锦

邮箱：maogj@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,001	5,219	6,677	8,012	净利润	553	862	1,221	1,549
YoY (%)	23.1%	30.4%	27.9%	20.0%	折旧和摊销	477	392	388	384
营业成本	2,479	3,184	4,006	4,727	营运资金变动	-1,356	359	-605	-841
营业税金及附加	22	31	40	48	经营活动现金流	153	1,819	1,247	1,311
销售费用	39	104	134	160	资本开支	-1,887	-1,047	-1,035	-1,027
管理费用	267	418	491	641	投资	0	-3	2	1
财务费用	247	175	220	195	投资活动现金流	-1,887	-1,058	-1,039	-1,030
资产减值损失	-60	0	1	1	股权募资	1,459	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	2,953	300	100	400
营业利润	660	1,026	1,453	1,844	筹资活动现金流	3,154	120	-125	200
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	1,420	880	82	481
利润总额	661	1,026	1,453	1,844	主要财务指标				
所得税	108	164	232	295	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	553	862	1,221	1,549	成长能力				
归属于母公司净利润	553	853	1,208	1,532	营业收入增长率	23.1%	30.4%	27.9%	20.0%
YoY (%)	9.5%	54.2%	41.5%	26.9%	净利润增长率	9.5%	54.2%	41.5%	26.9%
每股收益	0.57	0.88	1.25	1.58	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	38.0%	39.0%	40.0%	41.0%
2020A	2021E	2022E	2023E		净利率率	13.8%	16.5%	18.3%	19.3%
货币资金	2,367	3,248	3,330	3,811	总资产收益率 ROA	3.7%	4.9%	6.1%	6.8%
预付款项	149	88	109	181	净资产收益率 ROE	9.5%	12.8%	15.3%	16.3%
存货	333	602	710	789	偿债能力				
其他流动资产	4,606	5,258	6,625	8,219	流动比率	1.25	1.28	1.33	1.45
流动资产合计	7,456	9,197	10,774	13,000	速动比率	1.15	1.18	1.22	1.33
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.40	0.45	0.41	0.42
固定资产	6,288	6,893	7,499	8,105	资产负债率	61.6%	61.9%	60.0%	58.2%
无形资产	224	192	134	57	经营效率				
非流动资产合计	7,683	8,323	8,957	9,583	总资产周转率	0.26	0.30	0.34	0.35
资产合计	15,139	17,520	19,731	22,584	每股指标 (元)				
短期借款	1,627	1,627	1,627	1,627	每股收益	0.57	0.88	1.25	1.58
应付账款及票据	2,695	3,693	4,428	5,282	每股净资产	6.01	6.90	8.14	9.73
其他流动负债	1,654	1,875	2,030	2,081	每股经营现金流	0.16	1.88	1.29	1.36
流动负债合计	5,976	7,195	8,085	8,989	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,567	1,867	1,967	2,367	估值分析				
其他长期负债	1,778	1,778	1,778	1,778	PE	21.74	14.10	9.96	7.85
非流动负债合计	3,345	3,645	3,745	4,145	PB	2.05	1.80	1.53	1.28
负债合计	9,320	10,839	11,830	13,134					
股本	967	967	967	967					
少数股东权益	4	13	26	42					
股东权益合计	5,818	6,680	7,901	9,449					
负债和股东权益合计	15,139	17,520	19,731	22,584					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，工学硕士，能源动力方向；专注于高端制造研究，重点覆盖光伏设备、锂电设备、激光、油服板块。

毛冠锦：复旦大学金融硕士，2021年加入华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。