

2021年04月11日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证号：S0600520080001

huangrl@dwzq.com

2020 年年报点评：疫情压制 2020 年业绩，不改塔机租赁龙头成长逻辑

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,001	5,283	6,591	8,180
同比（%）	23.1%	32.0%	24.8%	24.1%
归母净利润（百万元）	553	816	1,107	1,394
同比（%）	9.5%	47.5%	35.7%	25.8%
每股收益（元/股）	0.57	0.84	1.15	1.44
P/E（倍）	21.09	14.30	10.54	8.38

事件：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 40.01 亿元，同比增长 23.06%；归母净利润 5.53 亿元，同比增长 9.46%；扣非后归母净利润 5.38 亿元，同比增长 12.89%。

■ 塔机租赁市占率持续提升，驱动公司收入稳步增长

2020 年公司实现营收 40.01 亿元，同比增长 23.06%，其中建筑施工产品租赁（庞源主营业务）收入 35.09 亿元，占公司收入比重 88%，同比增速 20.04%。在 2 月设备利用率创出历史新低 12.9% 的不利局面下，2020 年庞源（营收）市占率进一步提升，主要原因有：一方面，报告期内不断加大塔机设备采购力度，2020 年新增加设备采购额 18.51 亿元，保证了塔机市场份额持续提升；另一方面，加快对二三线城市的布局，抢占市场份额，全年新签塔机租赁合同总额超过 46 亿元，同比增长 13.7%。

此外，2020 年筑路施工产品租赁业务实现 1.89 亿元，同比增速 106.95%，表现十分出色，对公司收入规模提升起到积极作用。

■ 利用率下降叠加子公司拖累，2020 年整体业绩低于预期

2020 年公司实现归母净利润 5.53 亿元，低于市场预期，庞源实现净利润 7.46 亿元，是公司的主要利润来源：①建筑施工产品租赁毛利率为 41.46%，同比下降 1.99 个百分点，2020 年庞源执行订单价格为近十年最高，但是疫情影响下 2020 年庞源塔机设备利用率仅为 64.4%，较 2019 年下降了 7.9 个百分点，对塔机租赁盈利水平平均产生了不利影响，是整体毛利率下降 2.34 个百分点最大原因。②费用端，公司销售/管理/财务费用率分别变动 -0.2/-1.51/+0.01 个百分点，期间费用率下降 1.69 个百分点，费用得到有效控制。③2020 年子公司天成机械亏损 8156 万元，计提了商誉减值 3737 万元，对公司整体净利润影响超过 1 个亿，拖累了公司整体利润。

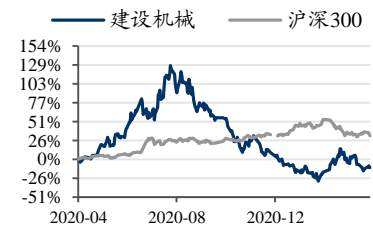
■ 公司中长期成长逻辑依然存在，具备持续扩张的条件

①短期来看，公司已经度过 2020 年最困难的时期，2021 年 3 月公司再次开启“百日接单”活动，接单目标 28 亿，较去年 20 亿接单目标增加 40%，3 月份塔机利用率达到 69.70%，2021 年庞源业绩（净利润）有望快速提升。②国内塔机租赁是千亿级别市场，庞源市占率不足 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，公司中长期成长逻辑依然存在。

盈利预测与投资评级：我们维持 2021-2022 年净利润预测为 8.16/11.07 亿元，预计 2023 年净利润 13.94 亿元，当前股价对应动态 PE 为 14.30/10.54/8.38 倍。考虑到公司具有较好的成长性，以及未来两年业绩快速增长，维持“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)	12.07
一年最低/最高价	9.55/31.96
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	10368.80

基础数据

每股净资产(元)	6.01
资产负债率(%)	61.57
总股本(百万股)	966.96
流通 A 股(百万股)	859.06

相关研究

- 1、《建设机械（600984）：Q4 业绩加速提升，副董事长增持完成彰显信心》2021-02-28
- 2、《建设机械（600984）：短期业绩承压，公司成长逻辑依然存在》2020-10-29
- 3、《建设机械（600984）：Q2 经营改善显著，应收减值加大致业绩略低于预期》2020-08-30

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7456	9720	12442	15598	营业收入	4001	5283	6591	8180
现金	2367	3212	5243	6692	减:营业成本	2479	3250	4133	5102
应收账款	4113	5210	5779	7171	营业税金及附加	22	34	43	53
存货	333	801	827	1020	营业费用	39	100	119	147
其他流动资产	642	496	594	713	管理费用	359	590	667	899
非流动资产	7683	8015	8157	8248	财务费用	247	144	174	190
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	60	180	120	100
固定资产	6455	6795	6945	7043	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	167	260	288	296	其他收益	-135	7	7	7
无形资产	224	217	209	202	营业利润	660	992	1344	1695
其他非流动资产	836	743	715	707	加:营业外净收支	1	15	15	15
资产总计	15139	17735	20600	23846	利润总额	661	1007	1359	1710
流动负债	5976	7002	8058	9261	减:所得税费用	108	166	217	274
短期借款	2959	3000	3000	3000	少数股东损益	-0	25	34	43
应付账款	2695	3294	4076	5033	归属母公司净利润	553	816	1107	1394
其他流动负债	322	708	982	1228	EBIT	1194	1316	1638	1985
非流动负债	3345	4245	5145	6045	EBITDA	1651	2006	2402	2828
长期借款	1567	1567	1567	1567					
其他非流动负债	1778	2678	3578	4478	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	9320	11247	13203	15306	每股收益(元)	0.57	0.84	1.15	1.44
少数股东权益	4	26	55	92	每股净资产(元)	6.01	6.68	7.59	8.74
归属母公司股东权益	5814	6462	7342	8449	发行在外股份(百万股)	967	967	967	967
负债和股东权益	15139	17735	20600	23846	ROIC(%)	12.1%	11.6%	17.1%	22.8%
					ROE(%)	9.5%	12.6%	15.1%	16.5%
					毛利率(%)	38.0%	38.5%	37.3%	37.6%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	13.8%	15.9%	17.3%	17.6%
经营活动现金流	153	1999	3285	2769	资产负债率(%)	61.6%	63.4%	64.1%	64.2%
投资活动现金流	-1887	-1028	-1027	-1033	收入增长率(%)	23.1%	32.0%	24.8%	24.1%
筹资活动现金流	3154	-127	-228	-286	净利润增长率(%)	9.5%	47.5%	35.7%	25.8%
现金净增加额	1420	845	2031	1450	P/E	21.09	14.30	10.54	8.38
折旧和摊销	457	690	764	842	P/B	2.01	1.81	1.59	1.38
资本开支	-1895	-1023	-1027	-1033	EV/EBITDA	12.71	11.42	10.35	9.54
营运资本变动	-697	292	1264	397					

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>