

建设机械 (600984. SH)

公司研究/点评报告

利润增速短期承压，不改公司长期成长逻辑

—建设机械 2020 年年报点评

点评报告/机械

2021 年 04 月 13 日

一、事件概述

2021 年 4 月 9 日，公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 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%。其中 2020 年 Q4 单季实现营收 13.23 亿元，同比增长 37.37%，净利润 1.94 亿元，同比增长 56.73%。

二、分析与判断

➤ 营业收入稳步增长，减值计提压制净利润增速

报告期内，公司实现营收 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%。受疫情影响，公司一季度营收 4.61 亿元，同比下降 15.45%；毛利率为 38.03%，同比下降 2.34%。但自 3 月起，随着国内疫情逐渐受控以及复工复产的持续推进，行业需求逐步回暖，促使公司塔机租赁业务有序恢复。从全年来看，公司建筑施工产品租赁实现营收 35.09 亿元，同比增长 20.04%，占总收入 87.3%；筑路施工产品租赁收入 1.89 亿元，同比增长 106.95%，占总收入 4.7%。公司全年净利润增速低于营收增速，主要系计提应收账款减值准备以及子公司天成计提商誉减值准备影响。报告期内，公司分别计提信用减值准备、信用减值准备 1.23/0.60 亿元。

➤ 设备规模持续扩张+在手订单充足，租赁业务营收有望持续增长

子公司鹿源租赁 2020 年疫情期间积极调整经营战略，下沉二三线城市进行布局，2020 年全年营收 35.3 亿，同比增长 20.6%，毛利率和净利率为 42%、21%，整体保持稳定。2020 年鹿源全年新增设备采购额 18.5 亿，期末塔机保有量 8261 台，至 2021 年 3 月，鹿源塔机利用率已恢复到 68.7%，高于 2020 年同期水平，目前公司手握充足订单，受益于未来行业高景气，公司业务有望持续扩张。

➤ 装配式建筑兴起提振塔机租赁行业景气度，租赁龙头有望率先受益

根据住建部相关要求，我国装配式建筑渗透率力争 2025 年达到 30%，由此测算市场规模或超 2 万亿元，由此将助力大中型塔机需求提升，预计 2025 年塔机租赁市场规模将超 1600 亿元，五年复合增速超 11%。公司提前布局大中型塔机租赁市场，子公司鹿源租赁为国内塔机租赁市场占有率第一，但 2019 年市占率仅为 2.84%，提升空间巨大。我们认为随着行业需求持续旺盛，公司凭借强大品牌优势和资金优势，能充分享受马太效应红利，预计未来五年公司市场占有率将持续提升。

➤ 国资控股支持力度大，高管增持彰显信心

公司为陕西国资委下属陕煤集团控股子公司，截至 2020 年底，陕煤集团直接持有公司 27.86% 股份。集团背景增强公司融资能力，利息成本显著低于民营企业，2020 年公司定增 15.06 亿元，陕煤集团认购 7.15 亿元，同时集团又为公司提供 5.7 亿的融资授信额度，2018-2020 年前三季度，公司短期+长期借款分别增加 8.1 亿、10.6 亿和 11.4 亿元，充分展现集团对公司的支持力度。2020 年 11 月公司公告称公司第二大股东及副董事长柴昭一计划增持 300 万股，此次增持已于 2021 年 2 月 26 日全部完成。我们认为，高管增持充分彰显公司股东其对于公司未来发展的信心。

三、投资建议

考虑到公司背靠国资具备强大的融资能力，商誉及应收账款减值计提后公司轻装上阵，在装配式建筑渗透率持续提升背景下，我们认为公司能充分发挥资金优势抢占市场，我们预计 2021-2023 年，公司实现营业收入 52.28/67.25/84.00 亿元，实现归母净利润为

推荐

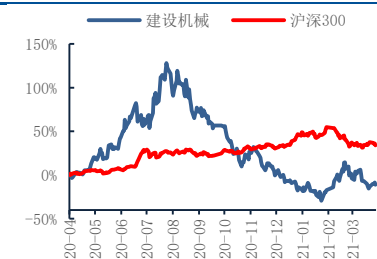
维持评级

当前价格： 11.45 元

交易数据 2021-4-12

近 12 个月最高/最低(元)	30.08/9.61
总股本(百万股)	966.96
流通股本(百万股)	859.06
流通股比例(%)	89%
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	98

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：关启亮

执业证 S0100521020001
电话： 021-60876757
邮箱： guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证 S0100520090001
电话： 021-60876739
邮箱： xuhao_yj@mszq.com

相关研究

1. 建设机械 (600984) 2020 年中报点评：Q2 业绩回暖，看好未来长期发展

8.03/11.61/15.85 亿元，公司当前平均估值中枢水平为 20.47 倍，当前股价对应 PE 为 17.0/11.8/8.6 倍，考虑到公司的成长性和当前的估值水平，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

装配式建筑发展不及预期、塔机租金价格大幅下降、商誉减值计提超预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,001	5,228	6,725	8,400
增长率 (%)	23.1%	30.7%	29.5%	24.9%
归属母公司股东净利润 (百万元)	553	803	1,161	1,585
增长率 (%)	9.5%	45.2%	49.2%	36.5%
每股收益 (元)	0.60	0.71	1.03	1.40
PE (现价)	20.1	17.0	11.8	8.6
PB	2.0	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,001	5,228	6,770	8,457
营业成本	2,479	3,147	4,068	5,080
营业税金及附加	22	28	37	46
销售费用	39	51	66	82
管理费用	267	349	452	565
研发费用	114	150	194	242
EBIT	1,079	1,504	1,955	2,442
财务费用	247	139	144	141
资产减值损失	(60)	326	353	341
投资收益	0	9	9	9
营业利润	660	959	1,368	1,880
营业外收支	1	1	1	2
利润总额	661	960	1,369	1,882
所得税	108	157	223	307
净利润	553	803	1,146	1,575
归属于母公司净利润	553	803	1,146	1,576
EBITDA	1,557	2,051	2,582	3,150

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2367	1959	2221	2594
应收账款及票据	4053	5281	6838	8541
预付款项	149	189	244	305
存货	333	626	671	994
其他流动资产	378	378	378	378
流动资产合计	7422	8600	10480	12968
长期股权投资	0	9	18	27
固定资产	6288	7288	8288	9288
无形资产	224	220	216	212
非流动资产合计	7683	8148	8520	8821
资产合计	15105	16748	19000	21789
短期借款	1627	1627	1627	1627
应付账款及票据	2695	3398	4393	5486
其他流动负债	12	12	12	12
流动负债合计	5942	6782	7887	9102
长期借款	1567	1567	1567	1567
其他长期负债	188	188	188	188
非流动负债合计	3345	3345	3345	3345
负债合计	9287	10127	11232	12447
股本	967	967	967	967
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	5818	6621	7767	9343
负债和股东权益合计	15105	16748	19000	21789

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	23.1%	30.7%	29.5%	24.9%
EBIT 增长率	20.6%	39.3%	30.0%	25.0%
净利润增长率	9.5%	45.2%	49.2%	36.5%
盈利能力				
毛利率	38.0%	39.8%	39.9%	39.9%
净利率	13.8%	15.4%	17.3%	18.9%
总资产收益率 ROA	3.7%	4.3%	5.6%	6.7%
净资产收益率 ROE	9.5%	9.6%	12.2%	14.3%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.5
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	283.4	283.0	283.0	283.0
存货周转天数	53.5	53.0	53.0	53.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	1.0	1.4
每股净资产	6.0	7.4	8.4	9.8
每股经营现金流	0.0	0.7	1.4	1.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	20.1	17.0	11.8	8.6
PB	2.0	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	1.4	0.4	0.3	0.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	553	803	1,146	1,575
折旧和摊销	538	974	1,090	1,149
营运资金变动	(1,356)	(1,073)	(865)	(1,242)
经营活动现金流	30	861	1,528	1,638
资本开支	1,887	1,102	1,099	1,098
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(1,887)	(1,102)	(1,099)	(1,098)
股权募资	1,459	0	0	0
债务募资	1,831	0	0	0
筹资活动现金流	3,154	(167)	(167)	(167)
现金净流量	1,297	(408)	262	373

分析师简介

关启亮，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。