

分析师: 刘智

登记编码: S0730520110001

liuzhi@ccnew.com 02150586775

# 业绩符合预期, 庞源租赁逆势扩张夯实基础

——建设机械(600984)年报点评

## 证券研究报告-年报点评

买入(调升)

市场数据(2021-04-12)

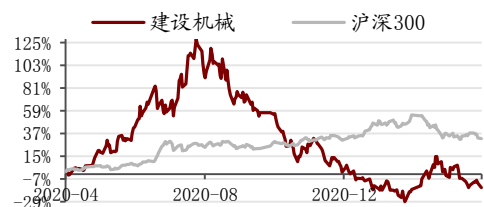
发布日期: 2021年04月13日

收盘价(元)	11.45
一年内最高/最低(元)	31.96/9.55
沪深300指数	4947.75
市净率(倍)	1.90
流通市值(亿元)	98.36

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	6.01
每股经营现金流(元)	0.16
毛利率(%)	38.03
净资产收益率-摊薄(%)	9.52
资产负债率(%)	61.57
总股本/流通股(万股)	96695.69/85905.54
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《建设机械(600984)公司深度分析: 塔吊租赁龙头加速扩张, 等待行业复苏》  
2021-02-04

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

建设机械发布2020年年报, 公司全年实现营业收入40.01亿元, 同比增长23.06%; 实现归属于上市公司股东的净利润5.53亿元, 同比增长9.46%。

点评:

- **年报业绩符合预期。**2020年营业收入40.01亿元, 同比增长23.06%; 实现归属于上市公司股东的净利润5.53亿元, 同比增长9.46%, 业绩符合预期。公司在疫情冲击下, 一季度业务量大减, 单季度亏损6113万的基础上, 通过积极运营最终实现了业绩稳健增长。2020年Q1-Q4各季度单季度营业收入分别为4.61亿、10.74亿、11.62亿、13.04亿, 同比增长-15.45%、25.83%、30.66%、35.41%, Q1-Q4单季度归母净利润分别为-0.61亿、2.23亿、2.14亿、1.78亿, Q1-Q4单季度同比增长-379%、33.94%、10.27%、44.14%, 从2季度后业绩基本恢复正常。

- **毛利率有所下滑, 管理费用率、销售费用率降低明显。**2020年整体毛利率38.03%, 同比下滑2.34pct。净利率为13.82%, 同比下降了1.7pct。公司2020年管理费用率、销售费用率对比2019年降低明显, 销售费用率从1.17%降低到0.97%, 管理费用率从8.11%降低到6.68%, 研发费用率和财务费用率基本保持不变, 2020年公司研发费用率为2.86%, 财务费用率为6.16%。

- **分业务看, 庞源租赁快速增长贡献主要利润。**从公司各项业务来看, 建筑施工产品租赁收入350,851.56万元, 较上年同期增加20.04%, 筑路施工产品租赁收入18,895.57万元, 较上年同期增长106.95%, 塔机及配件销售收入6,070.14万元, 较上年同期增长102.24%, 钢结构产品施工收入12,832.68万元, 较上年同期增长49.07%。

公司主体上海庞源租赁2020年实现营业收入为35.31亿元, 同比增长20.63%、净利润7.46亿元, 同比增长20.71%。全年新签合同总额超过46亿元, 同比增长13.7%; 截至2020年12月31日, 庞源租赁在手合同延续产值29.21亿元, 同比增长38.5%。2020年新增设备采购额18.51亿元, 期末共拥有塔式起重机8,261台, 塔机总吨米数166.56万吨米, 居世界第一位。公司在租赁业务市场占有率约3.5%左

右，在国内市场遥遥领先。

自贡天成工程机械 2020 年营业收入为 6,224.91 万元、营业利润-8,429.38 万元、净利润-8,155.58 万元，仍然是公司最大的亏损环节。

公司计提了 6000 万资产减值，1.2 亿信用减值，同比去年大幅提高，拖累了业绩增速。

- **庞源租赁逆势扩张，市场份额快速提高，龙头地位更加巩固。**在去年疫情因素影响下，庞源租赁积极应对疫情影响，及时调整价格策略，积极开拓市场，持续加大设备投入力度，以提升市场份额和经营业绩。2020 年投入设备采购金额 18.51 亿，同比增长 23.4%，公司经营的塔吊数量达到 8261 台，同比增长 37.92%，塔吊总吨米数为 166.56 万吨，同比增长 30.55%。2020 年公司市场份额为 3.5%，对比 2018 年仅 2%，市场份额提升明显，行业第 2,3 名存量塔吊数仍保持 1000 出头，公司规模效应显著。

- **公司中长期增长逻辑仍在，融资优势明显，市场份额扩张仍将持续**

根据国务院规划，2026 年装配式建筑渗透率要达到 30% 的水平，2020 年全国新开工装配式建筑面积为 6.3 亿平，同比+50.7%，占新建建筑面积比例约 20.5%，仍有较大的提升空间。受益人力成本提高、碳中和等政策因素影响，我们预计装配式建筑仍将加速渗透，公司中长期受益装配式建筑渗透加速的产业趋势。

公司背靠陕西国资委旗下陕建机集团，作为国企上市公司融资优势明显，具备快速扩张的能力。

庞源租赁公司积极开拓市场，在上海、广州等 10 个地区投资建设智能装备维修再制造生产基地，加快对二三线城市的布局，缩短服务半径，提升服务效率，抢占市场份额。通过与母公司塔吊制造协同、加快全国各城市的基地建设、遥遥领先行业庞大的设备保有量及安全管控能力形成了较高的竞争壁垒，具备了高质量发展的先发优势。

- **上调公司到“买入”投资评级。**预计 2021、2022、2023 年 EPS 分别为 0.83 元、1.1 元、1.31 元，按照 4 月 12 日 11.45 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 13.77X、10.38X、8.71X。考虑到公司是塔吊租赁行业绝对龙头，塔吊租赁市场随着建筑业总产值稳健增长，随着装配式建筑比例渗透而提高，行业空间大、龙头市场份额低，公司逆势扩张，不断扩大龙头优势，未来仍有较大的成长空间。去年疫情对建筑市场的影响，最终拖累了公司 2020 年业绩，但今年疫情影响缓解，公司塔吊租赁业务有望量价齐增，上调评级，给与公司“买入”投资评级。

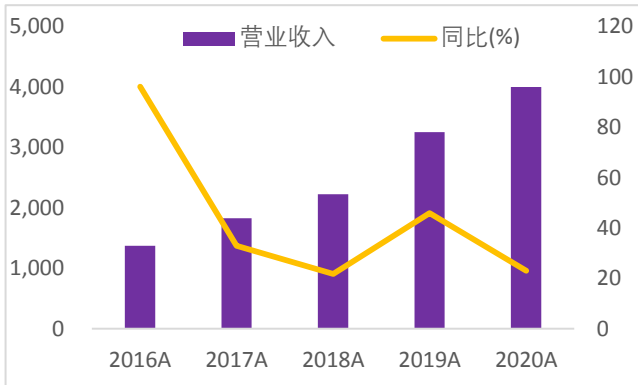
**风险提示：**行业竞争加剧，塔吊租赁价格持续下行，塔吊利用率继续低迷；塔吊需求不及预期；其他子公司亏损幅度加大；宏观经济复苏不及预期；扩张带来的财务费用增加及现金流恶

化可能带来的不利影响；公司信息披露违规可能带来的风险。

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4001.24	5116.81	6355.21	7513.01
增长率	23.06%	27.88%	24.20%	18.22%
归母净利润（百万元）	553.27	804.11	1066.22	1270.84
增长率	9.46%	45.34%	32.60%	19.19%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.83	1.10	1.31
净资产收益率 ROE	9.51%	10.06%	11.98%	12.76%
PE	20.01	13.77	10.38	8.71
PB	1.90	1.39	1.24	1.11

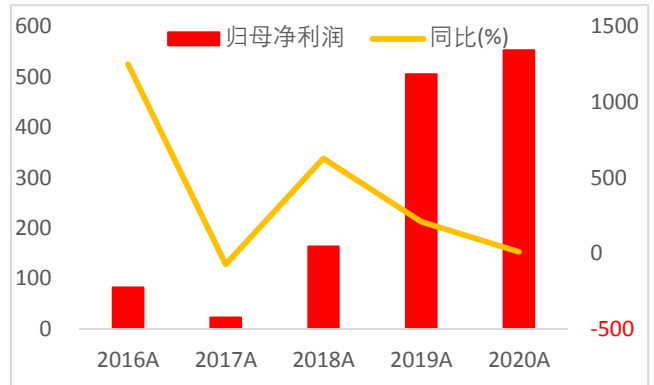
资料来源：wind、贝格数据、中原证券

图 1: 近年公司营业收入 (百万元)



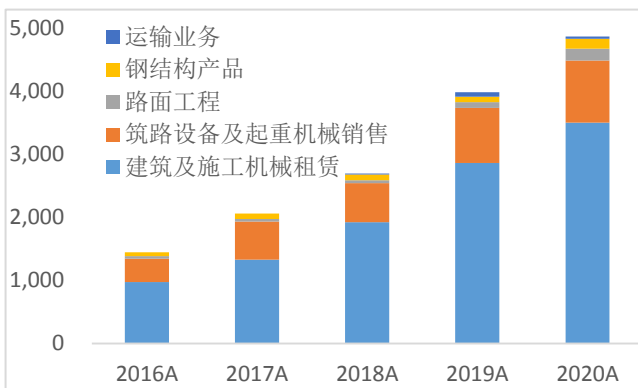
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 近年公司归母净利润 (百万元)



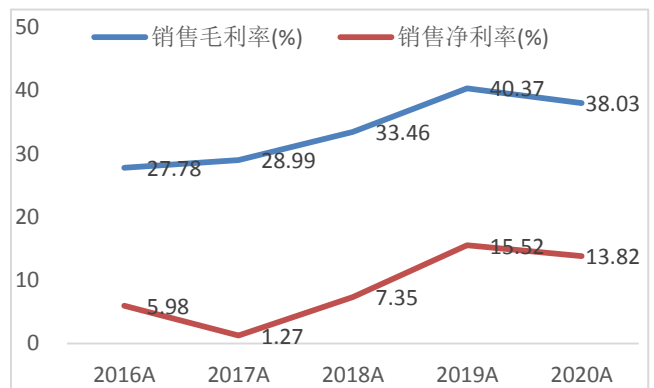
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 近年公司主营构成情况 (百万元)



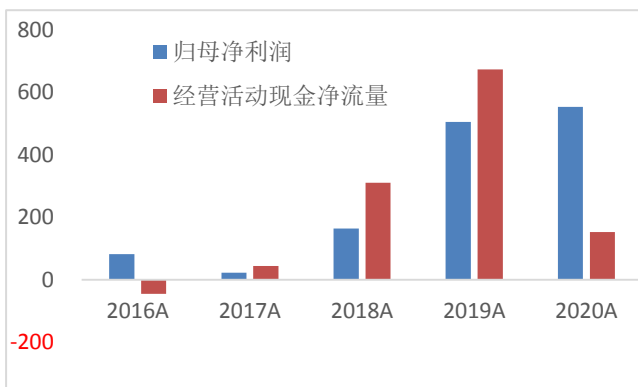
资料来源: 中国光伏行业协会, 中原证券

图 4: 近年公司毛利率和净利率 (%)



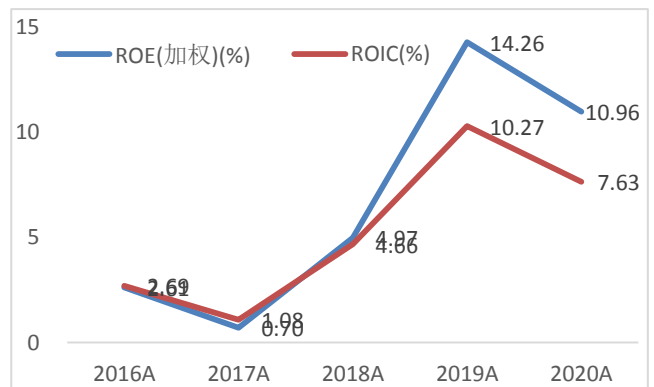
资料来源: 中国光伏行业协会, 中原证券

图 5: 近年公司经营现金流 (百万元)



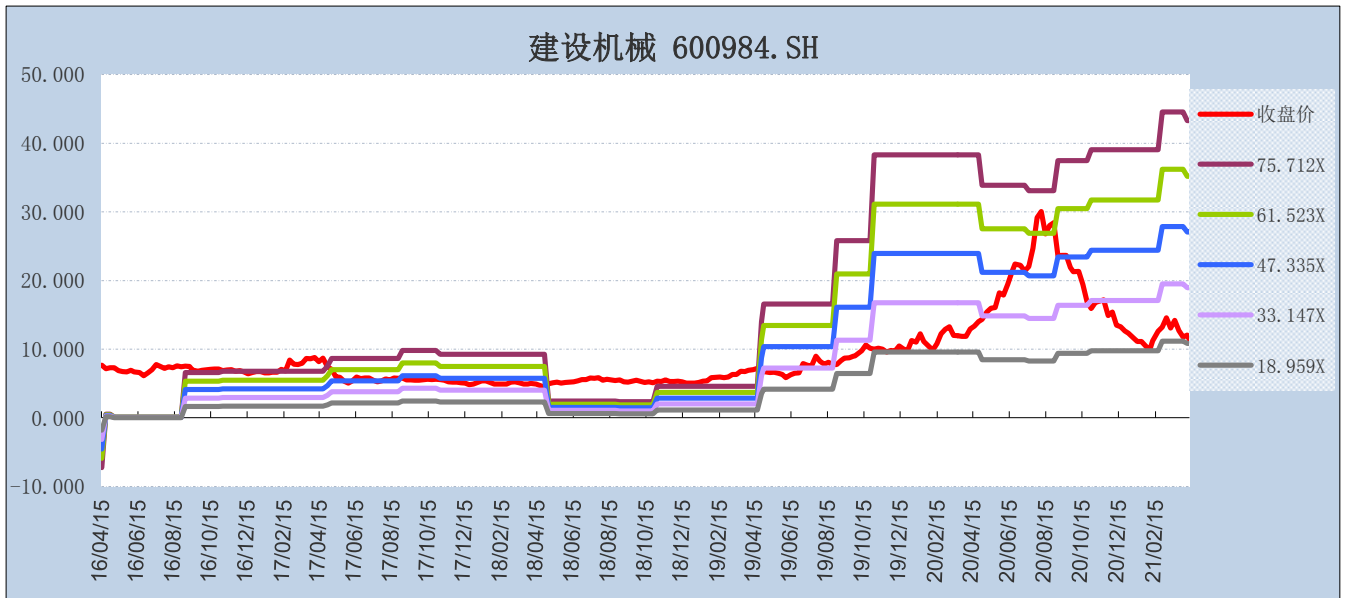
资料来源: wind, 中原证券

图 6: 近年公司 ROE、ROIC (%)



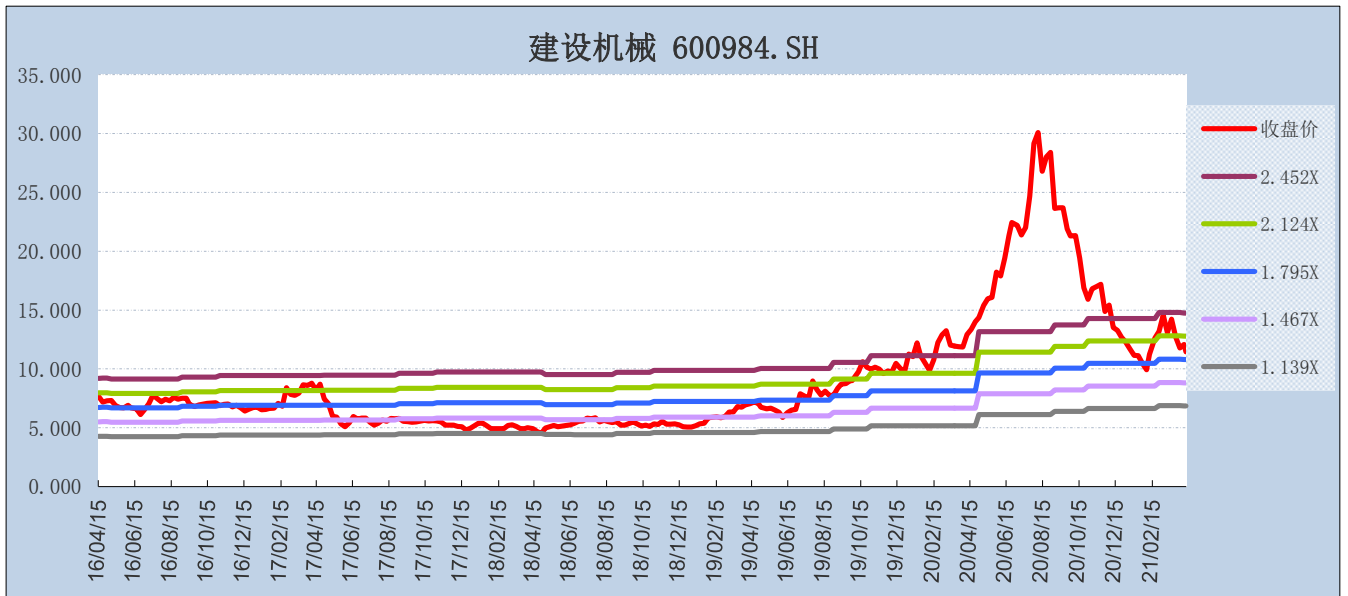
资料来源: wind, 中原证券

图 7: 建设机械 PE-Band



资料来源: wind, 中原证券

图 8: 建设机械 PB-Band



资料来源: wind, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4001.24	5116.81	6355.21	7513.01	净利润	553.12	804.41	1066.52	1271.14
营业成本	2479.43	3216.05	3920.15	4626.80	折旧与摊销	477.35	455.18	407.37	407.37
营业税金及附加	21.62	29.68	34.95	41.32	财务费用	246.61	307.01	381.31	450.78
销售费用	38.96	51.17	63.55	75.13	资产减值损失	-60.44	67.00	83.00	94.00
管理费用	267.32	488.66	603.74	713.74	经营营运资本变动	-897.60	-393.20	-477.18	-418.22
财务费用	246.61	307.01	381.31	450.78	其他	-165.70	-49.31	-86.03	-95.44
资产减值损失	-60.44	67.00	83.00	94.00	<b>经营活动现金流净额</b>	153.34	1191.10	1374.99	1709.64
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1609.25	-1400.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-277.75	95.60	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1887.01	-1304.40	-1000.00	-1000.00
<b>营业利润</b>	659.95	957.25	1268.49	1511.24	短期借款	415.29	-1626.63	0.00	0.00
其他非经营损益	0.94	0.39	1.17	2.02	长期借款	1180.03	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	660.89	957.63	1269.66	1513.26	股权融资	1457.29	1459.00	0.00	0.00
所得税	107.77	153.22	203.15	242.12	支付股利	0.00	-110.65	-160.82	-213.24
净利润	553.12	804.41	1066.52	1271.14	其他	101.43	212.92	715.69	625.22
少数股东损益	-0.15	0.30	0.30	0.30	<b>筹资活动现金流净额</b>	3154.04	-65.36	554.87	411.98
归属母公司股东净利润	553.27	804.11	1066.22	1270.84	<b>现金流量净额</b>	1420.13	-178.66	929.86	1121.62
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2367.37	2188.71	3118.57	4240.18	成长能力				
应收和预付款项	4262.80	4855.27	5721.66	6378.42	销售收入增长率	23.06%	27.88%	24.20%	18.22%
存货	333.22	561.20	690.96	819.59	营业利润增长率	16.00%	45.05%	32.51%	19.14%
其他流动资产	492.21	361.15	448.56	530.28	净利润增长率	9.58%	45.43%	32.58%	19.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EBITDA 增长率</b>	19.57%	24.25%	19.64%	15.18%
投资性房地产	9.46	9.46	9.46	9.46	获利能力				
固定资产和在建工程	6450.99	7467.80	8084.61	8701.42	毛利率	38.03%	37.15%	38.32%	38.42%
无形资产和开发支出	623.45	599.27	575.09	550.91	三费率	13.82%	16.55%	16.50%	16.50%
<b>其他非流动资产</b>	599.07	551.26	551.26	551.26	净利率	13.82%	15.72%	16.78%	16.92%
资产总计	15138.57	16594.12	19200.16	21781.53	ROE	9.51%	10.06%	11.98%	12.76%
短期借款	1626.63	0.00	0.00	0.00	ROA	3.65%	4.85%	5.55%	5.84%
应付和预收款项	2879.94	3294.69	3869.29	4287.90	ROIC	11.63%	13.21%	16.37%	19.09%
长期借款	1567.03	1567.03	1567.03	1567.03	<b>EBITDA/销售收入</b>	34.59%	33.60%	32.37%	31.54%
<b>其他负债</b>	3246.79	3775.10	4900.85	6005.70	营运能力				
负债合计	9320.39	8636.82	10337.17	11860.64	总资产周转率	0.31	0.32	0.36	0.37
股本	966.96	966.96	966.96	966.96	固定资产周转率	0.72	0.75	0.84	0.91
资本公积	3915.14	5415.14	5415.14	5415.14	应收账款周转率	1.27	1.23	1.27	1.32
留存收益	918.11	1611.56	2516.96	3574.56	存货周转率	6.43	7.05	6.10	6.01
归属母公司股东权益	5813.85	7993.66	8899.05	9956.65	<b>销售商品提供劳务收到现金/营业收入</b>	65.24%	—	—	—
<b>少数股东权益</b>	4.34	4.64	4.94	5.24	资本结构				
股东权益合计	5818.18	7998.30	8903.99	9961.89	资产负债率	61.57%	52.05%	53.84%	54.45%
负债和股东权益合计	15138.57	16635.12	19241.16	21822.53	带息债务/总负债	34.27%	18.14%	15.16%	13.21%
					流动比率	1.25	1.79	1.93	2.11
					速动比率	1.19	1.66	1.80	1.96
					<b>股利支付率</b>	0.00%	13.76%	15.08%	16.78%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	每股指标				
EBITDA	1383.91	1719.44	2057.17	2369.39	每股收益	0.57	0.83	1.10	1.31
PE	20.01	13.77	10.38	8.71	每股净资产	6.01	8.27	9.20	10.30
PB	1.90	1.39	1.24	1.11	每股经营现金	0.16	1.23	1.42	1.77
PS	2.77	2.16	1.74	1.47	每股股利	0.00	0.11	0.17	0.22
EV/EBITDA	9.14	6.34	4.90	3.81					
股息率	0.00%	1.00%	1.45%	1.93%					

资料来源: wind、贝格数据、中原证券



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。