建设机械（600984）

短期业绩承压，公司成长逻辑依然存在

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,251	4,062	5,430	6,800
同比（%）	46.0%	24.9%	33.7%	25.2%
归母净利润（百万元）	516	639	1,011	1,313
同比（%）	236.5%	24.0%	58.1%	29.9%
每股收益（元/股）	0.62	0.66	1.05	1.36
P/E（倍）	27.34	25.75	16.29	12.54

事件：10 月 28 日公司发布三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 26.97 亿元，同比增长 17.87%；归属于母公司所有者的净利润 3.75 亿元，同比减少 1.76%。

■ **Q3 收入快速增长，信用减值压制单季度利润**

①公司 Q3 单季度实现营业收入 11.62 亿元，同比+30.66%，较 Q2 收入增速进一步提升，我们认为主要原因有： Q2 以来国内疫情得到有效控制，庞源塔机利用率持续恢复提升；公司塔机设备保有量不断提升，执行订单的塔机设备数量不断增加，加快订单收入确认。②利润端，公司 Q3 实现归母净利润 2.14 亿，同比+10.27%，与收入端增速差距明显，其中最主要原因系疫情影响回款，前三季度应收账款增加至 32.96 亿元，较上半年增加了 2.87 亿元，Q3 公司信用减值损失达到 0.54 亿，去年同期为 0.23 亿元，侵蚀了公司整体利润。

■ **报告期内费用率有所下降，母公司拖累导致 Q3 盈利水平有所下降**

2020 前三季度公司毛利率为 38.64%，同比-1.27pct，净利率为 13.91%，同比-2.77pct；前三季度期间费用率 17.13%，同比-0.75pct，整体费用率较去年同期有所下降，其中销售费用率为 0.82%，同比-0.23pct；管理费用率 6.53%，同比-1.02pct；研发费用率 3.34%，同比+0.07pct；财务费用率 6.45%，同比+0.45pct。

Q3 单季度毛利率为 41.14%，环比-3.32pct，净利率 18.42%，环比-2.28pct。实际上 Q3 庞源塔机利用率更高，庞源 Q3 毛利率环比 Q2 有所改善，进一步分析公司整体毛利率环比下降的原因，我们计算得出母公司 Q3 毛利率为 10.49%，Q2 毛利率 13.84%，母公司毛利率环比下降了 3.35 个百分点，本部拖累是公司 Q3 整体盈利能力下降的最大原因。

■ **静待业绩反转，公司中长期成长逻辑依然存在**

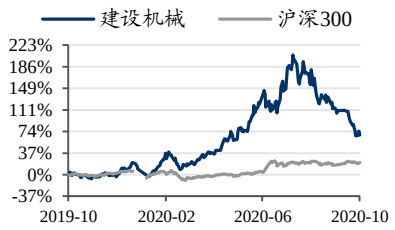
①统计庞源官网数据，2020 年塔机租赁累计订单已经达 32.7 亿元。从塔机利用率看，9 月最新利用率为 73.2%，基本恢复到正常水平，四季度经营业绩有望好于三季度。②中长期看，国内塔机租赁是千亿级别市场，庞源市占率仅 3-4%，庞源依托上市公司平台，背靠陕煤集团，具备融资这方面的优势；此外，公司作为国内塔机租赁龙头，企业品牌形象持续提升，而广泛的营销网点为公司扩张提供便利，已经具备持续扩张的条件，公司中长期成长逻辑依然存在。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到疫情影响，我们下调全年业绩预测，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 6.39/10.11/13.13 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 25.75/16.29/12.54 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，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

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.03
一年最低/最高价	9.39/31.96
市净率(倍)	2.92
流通 A 股市值(百万元)	14629.71

基础数据

每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	57.92
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）：Q2 经营改善显著，应收减值加大致业绩略低于预期》2020-08-30
2、《建设机械（600984）》2020-06-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

建设机械三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4418**	**7636**	**9788**	**12886**
现金	743	2587	3855	5483
应收账款	2881	4007	4761	5962
存货	403	637	666	832
其他流动资产	391	405	507	610
非流动资产	**5943**	**6423**	**6673**	**6862**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4854	5339	5594	5788
在建工程	15	215	274	292
无形资产	142	137	132	127
其他非流动资产	931	732	672	654
资产总计	**10361**	**14059**	**16461**	**19748**
流动负债	**4646**	**6180**	**7085**	**8102**
短期借款	2136	3000	3000	3000
应付账款	2074	2620	3283	4101
其他流动负债	436	560	801	1002
非流动负债	**1912**	**2812**	**3712**	**4612**
长期借款	387	387	387	387
其他非流动负债	1525	2425	3325	4225
负债合计	**6557**	**8991**	**10796**	**12714**
少数股东权益	5	22	48	83
归属母公司股东权益	3798	4348	5217	6345
负债和股东权益	**10361**	**14059**	**16461**	**19748**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	673	1341	2663	2573
投资活动现金流	-698	-958	-956	-966
筹资活动现金流	80	774	-142	-184
现金净增加额	55	1157	1565	1422
折旧和摊销	369	533	596	667
资本开支	-705	-950	-956	-966
营运资本变动	-126	51	919	448

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3251**	**4062**	**5430**	**6800**
减:营业成本	1945	2584	3329	4158
营业税金及附加	20	26	35	44
营业费用	38	81	109	136
管理费用	359	452	575	719
财务费用	200	98	122	132
资产减值损失	-8	100	110	110
加:投资净收益	0	0	0	0
其他收益	-134	5	5	5
营业利润	**563**	**726**	**1156**	**1506**
加:营业外净收支	16	15	15	15
利润总额	**578**	**741**	**1171**	**1521**
减:所得税费用	63	81	129	167
少数股东损益	-1	20	31	41
归属母公司净利润	**516**	**639**	**1011**	**1313**
EBIT	985	923	1388	1748
EBITDA	1354	1456	1984	2416

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.62	0.66	1.05	1.36
每股净资产(元)	4.59	4.50	5.40	6.56
发行在外股份(百万股)	828	967	967	967
ROIC(%)	15.9%	12.8%	19.6%	26.7%
ROE(%)	13.6%	14.7%	19.4%	20.7%
毛利率(%)	40.2%	36.4%	38.7%	38.9%
销售净利率(%)	15.8%	16.2%	19.2%	19.9%
资产负债率(%)	63.3%	64.0%	65.6%	64.4%
收入增长率(%)	46.0%	24.9%	33.7%	25.2%
净利润增长率(%)	236.5%	24.0%	58.1%	29.9%
P/E	27.34	25.75	16.29	12.54
P/B	3.71	3.79	3.16	2.59
EV/EBITDA	15.26	15.85	12.55	11.10

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