

# 徐工机械 (000425.SZ)

## 行业需求回暖，经营质量显著改善

### 核心观点：

公司发布 2016 年年报，实现营业收入 168.91 亿元，同比增长 1.17%，归母净利润 2.09 亿元，同比增长 268.05%，扣非后归母净利润-620.56 万元。拟每 10 股派发现金红利 0.15 元（含税），不送股不转增。

**工程机械行业需求回暖，营收利润水平明显改善。**工程机械行业从 2016 年下半年以来明显复苏，以挖掘机为代表的工程机械产品出现了不同程度的复苏。在需求复苏带动下，公司营收利润水平明显改善，分季度来看，第三季度和第四季度收入分别实现 11.14%、32.17%，收入处于加速过程中。分产品看，除了混凝土机械业务大幅度下滑以外，起重机业务微幅下滑，消防机械、铲运、路面等业务都实现了 10% 以上的增速，受行业回暖影响明显。

**资产负债表修复明显，现金流大幅改善，经营质量提升。**终端销量回升，带动了公司资产负债表的明显修复，公司应收账款 154.14 亿元，同比下滑 14.53%，达到最近五年的新低。下游开工量提升，新机销售加快，公司现金流也明显改善，2016 年公司经营性现金流同比增长 19.3 倍，达到 22.45 亿元。从各项关键指标来看，公司整体经营质量的改善和修复效果明显。

**新老产品齐发力，积极布局海外业务。**公司在行业低谷中逐步布局新产品，传统的起重机和路面设备仍然保持国内市场份额第一，铲运业务市场份额也进一步提升。新业务方面，环卫业务、高空消防平台等新产品都实现翻倍增长。同时，公司积极响应一带一路，海外业务收入占比达到 18.89%。

**投资建议：**预计公司 17-19 年营业收入分别为 210.31/245.15/270.12 亿元，EPS 分别为 0.11/0.17/0.20，对应的 PE 估值为 37x/25x/20x。行业需求回暖，公司资产负债表未来持续修复，我们上调公司至“买入”评级。

**风险提示：**行业需求低于预期；应收账款回收低于预期；市场竞争恶化。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,657.8	16,891.2	21,030.8	24,514.9	27,012.2
增长率(%)	-28.53%	1.40%	24.51%	16.57%	10.19%
EBITDA(百万元)	1,399.61	1,181.9	1,959.8	1,893.95	2,161.46
净利润(百万元)	50.60	208.58	782.68	1,184.2	1,429.55
增长率(%)	-87.76%	312.23%	275.23%	51.30%	20.72%
EPS(元/股)	0.007	0.030	0.112	0.169	0.204
市盈率(P/E)	595.05	113.56	37.43	24.74	20.49
市净率(P/B)	1.46	1.16	1.38	1.31	1.24
EV/EBITDA	26.46	25.81	16.81	15.35	12.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

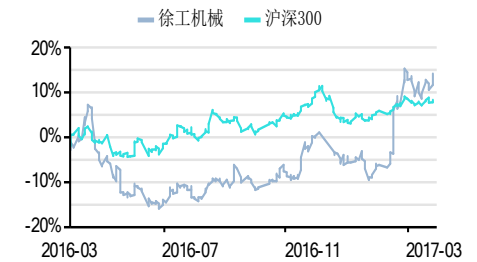
### 公司评级

当前价格 4.11 元

前次评级 谨慎增持

报告日期 2017-03-25

### 相对市场表现



分析师：罗立波 S0260513050002

021-60750636

luolibob@gf.com.cn

分析师：刘芷君 S0260514030001

021-60750802

liuzhijun@gf.com.cn

### 相关研究：

徐工机械(000425.SZ)：3 2013-10-30

季度收入降幅似触底

徐工机械(000425.SZ)：2013-08-30

业绩低于预期，应收帐款压力大

徐工机械1季报点评：财务 2013-04-24

费用高企，现金流待改善

联系人：代川

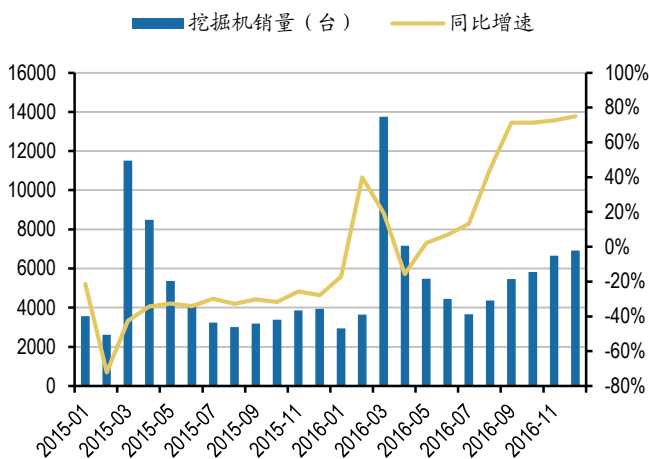
daichuan@gf.com.cn

## 一、行业需求回暖，营收利润增幅明显

根据工程机械协会数据，从2016年三季度以来，工程机械行业各个品类销量回升明显，2016年12月挖掘机单月销量6910台，同比增长75.03%，环比增长3.70%。单月销量继续加速，连续4个月保持在70%+的水平，单月销量增速创六年以来新高。2016年1-12月累计销量70320台，同比增长24.80%，其中下半年以来销售增速发力，增速达到50.55%。从挖掘机开机小时数来看，2016年11月全球龙头企业小松挖掘机平均开动小时数142.2小时，同比上升17.04%。进一步佐证挖掘机需求底部回升，行业逐渐回暖的向上态势。

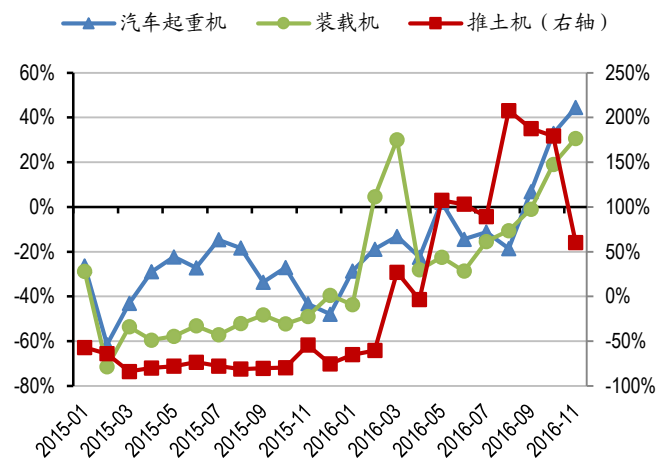
进一步表明，紧随着挖掘机销量回暖的大势，工程机械的其他产品陆续表现出明显的回暖迹象，说明行业景气回升，借由挖掘机一个点向工程机械整个行业面逐渐扩展。汽车起重机、装载机和推土机增速也明显回升。

图1：挖掘机销量及增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：起重机、装载机和推土机增速

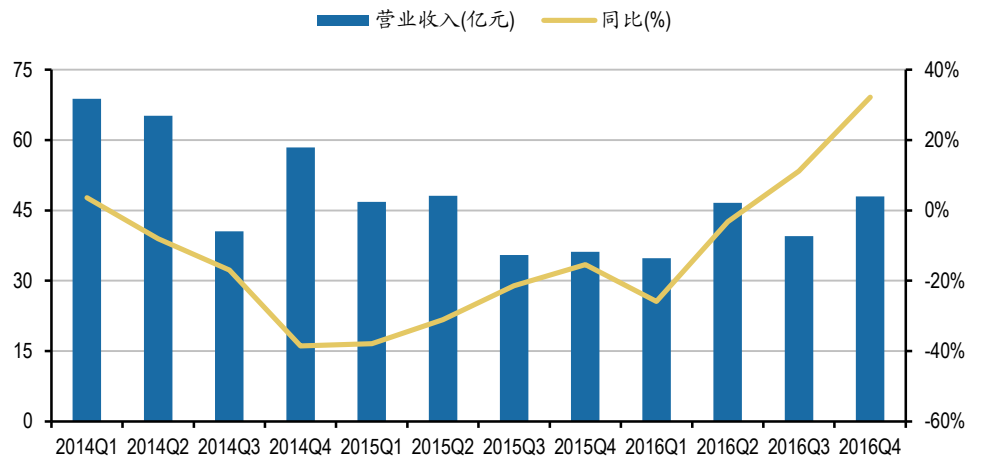


数据来源：wind,广发证券发展研究中心

在需求复苏带动下，公司营收利润水平明显改善，分季度来看，第三季度和第四季度收入分别实现11.14%、32.17%，营业收入从2015年一季度以来一直处于加速过程中，从净利润来看，2016年每个季度都实现了净利润为正，整体净利润同比增长268%。分产品看，除了混凝土机械业务大幅度下滑以外，起重机业务微幅下滑，消防机械、铲运、路面等业务都实现了10%以上的增速。

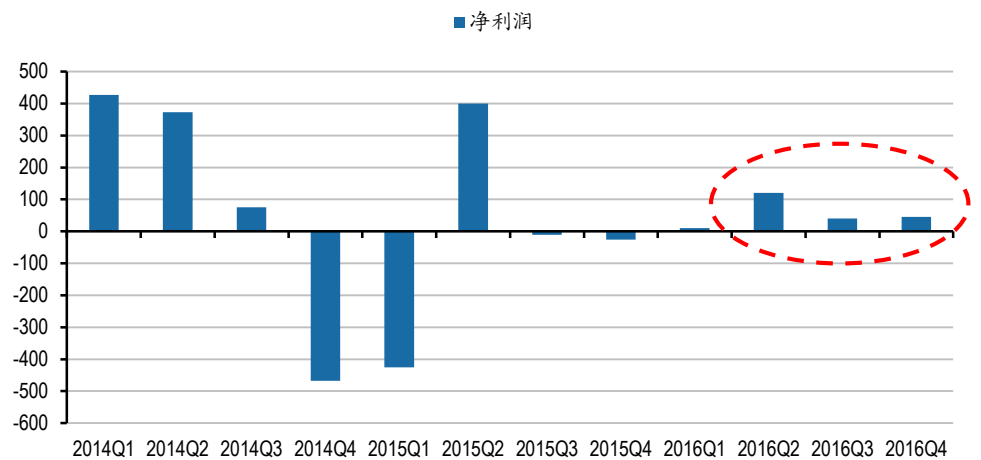
毛利率方面，2016年公司整体毛利率为19.44%，相对于2015年的20.50%微幅下滑，主要受原材料成本影响，但仍然在波动范围之内。整体而言，随着行业销量回暖，尤其是公司的几个核心主打产品销量上移，公司的盈利能力也会逐步改善。

图3：徐工机械单季度营业收入及增速（亿元）



数据来源：wind,广发证券发展研究中心

图4：徐工机械单季度净利润情况（百万元）



数据来源：wind,广发证券发展研究中心

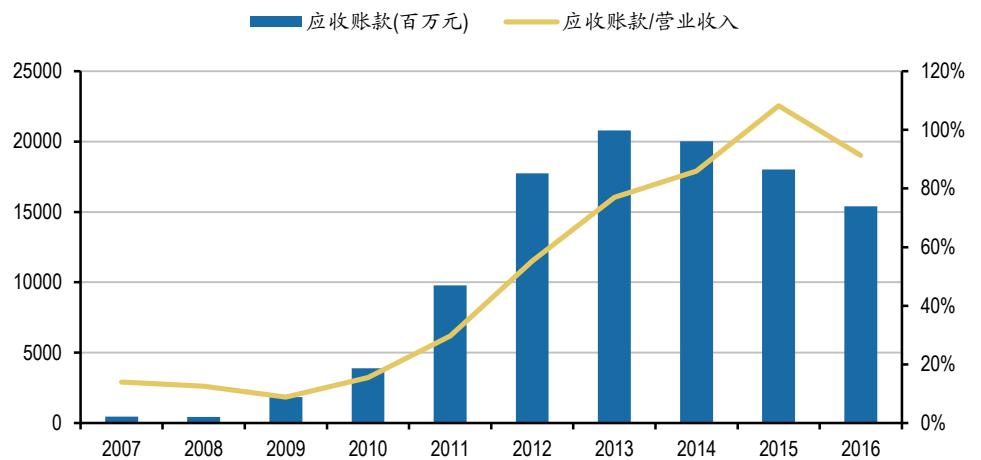
## 二、资产负债表修复明显，经营质量显著改善

资产负债表的出清过程是市场尤其关注的焦点。工程机械企业过去几年累积了大量的应收账款，公司2013年最高峰时期的应收账款达到208亿元，占营业收入的比例达到77%，2015年这一比例达到108%，应收账款高于营业收入。2016年以来，公司应收账款余额为154亿元，同比下滑14.50%，应收账款绝对金额连续4年下滑。公司主要产品销售模式有全额付款、按揭贷款、分期付款和融资租赁，公司通过按揭和融资租赁

赁模式的销售金额分别为19.19亿元、22.93亿元，占公司2016年度营业收入的比例分别为11.4%、13.6%。公司因代垫逾期按揭或融资租赁款净增加应收账款约为2524万元，公司2016年因代垫逾期计提坏账准备而减少当期利润总额约为3416万元。整体来看，公司按揭、融资租赁等业务虽然存在轻度逾期的情况，但整体风险处于可控状态。

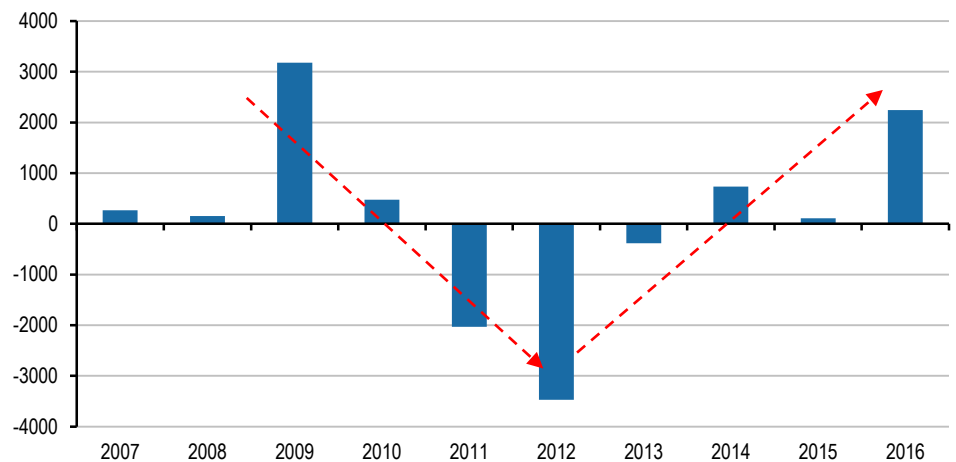
在销量带动下，下游开工量提升，新机销售加快，公司现金流也明显改善，2016年公司经营性现金流同比增长19.3倍，达到22.45亿元。从各项关键指标来看，公司整体经营质量的改善和修复效果明显。

图5：徐工机械应收账款及其占营业收入比例



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：徐工机械经营性现金流净额（百万元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### 三、投资建议及风险提示

**投资建议：**预计公司17-19年营业收入分别为210.31/245.15/270.12亿元，EPS分别为0.11/0.17/0.20，对应的PE估值为37x/25x/20x。行业需求回暖，公司资产负债表未来持续修复，我们上调公司至“买入”评级。

**风险提示：**行业需求低于预期；应收账款回收低于预期；市场竞争恶化。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	32779	30492	21952	24339	25897
货币资金	5000	4936	304	4174	7305
应收及预付	21914	18780	16166	13802	11519
存货	5748	6644	5482	6363	7074
其他流动资产	118	132	0	0	0
<b>非流动资产</b>	9929	13509	13159	12180	12136
长期股权投资	828	846	846	846	846
固定资产	6028	7547	7759	6902	6845
在建工程	185	109	100	200	250
无形资产	1509	1881	1650	1427	1391
其他长期资产	1379	3126	2804	2804	2804
<b>资产总计</b>	42708	44001	35110	36519	38033
<b>流动负债</b>	19254	19529	9937	10147	10219
短期借款	4533	4417	0	0	0
应付及预收	10164	11654	9937	10147	10219
其他流动负债	4558	3458	0	0	0
<b>非流动负债</b>	2850	3966	3957	3957	3957
长期借款	1349	970	970	970	970
应付债券	1497	2987	2987	2987	2987
其他非流动负债	3	9	0	0	0
<b>负债合计</b>	22104	23495	13894	14104	14176
股本	7084	7008	7008	7008	7008
资本公积	3486	3344	3344	3344	3344
留存收益	9922	10130	10808	11957	13340
归属母公司股东权益	20591	20482	21160	22309	23692
少数股东权益	13	24	56	106	165
<b>负债和股东权益</b>	42708	44001	35110	36519	38033

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	16658	16891	21031	24515	27012
营业成本	13243	13607	16673	19354	21515
营业税金及附加	127	88	105	146	145
销售费用	1219	1277	1472	1839	1987
管理费用	1472	1503	1682	2206	2161
财务费用	1058	-55	136	33	-37
资产减值损失	544	551	389	-87	-80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	862	199	199	199	199
<b>营业利润</b>	-142	119	772	1223	1521
营业外收入	213	136	154	168	152
营业外支出	25	15	20	20	18
<b>利润总额</b>	46	240	906	1371	1655
所得税	109	23	91	137	165
<b>净利润</b>	-63	217	815	1234	1489
少数股东损益	-113	8	33	49	60
<b>归属母公司净利润</b>	51	209	783	1184	1430
EBITDA	1400	1182	1960	1894	2161
EPS (元)	0.01	0.03	0.11	0.17	0.20

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	108	2245	3985	3651	3824
净利润	-63	217	815	1234	1489
折旧摊销	802	766	862	924	957
营运资金变动	-926	526	1633	1849	1713
其它	294	737	675	-356	-336
<b>投资活动现金流</b>	-1752	-1340	-610	402	-580
资本支出	-248	-383	-809	202	-779
投资变动	-1504	-1063	199	199	199
其他	0	106	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1621	-719	-8007	-183	-113
银行借款	9414	8150	-4417	0	0
债券融资	-6977	-8304	-3395	0	0
股权融资	8	0	0	0	0
其他	-825	-566	-195	-183	-113
<b>现金净增加额</b>	-24	186	-4632	3869	3131
<b>期初现金余额</b>	5158	5000	4936	304	4174
<b>期末现金余额</b>	5134	5186	304	4174	7305

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	-28.5	1.4	24.5	16.6	10.2
营业利润增长	-131.5	183.8	548.0	58.4	24.3
归属母公司净利润增长	-87.8	312.2	275.2	51.3	20.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	20.5	19.4	20.7	21.1	20.3
净利率	-0.4	1.3	3.9	5.0	5.5
ROE	0.2	1.0	3.7	5.3	6.0
ROIC	-3.2	1.6	4.7	4.7	6.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.8	53.4	39.6	38.6	37.3
净负债比率	0.3	0.3	0.2	-	-0.1
流动比率	1.70	1.56	2.21	2.40	2.53
速动比率	1.38	1.21	1.56	1.66	1.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.36	0.39	0.53	0.68	0.72
应收账款周转率	0.88	1.01	1.62	2.43	3.65
存货周转率	1.97	2.20	3.04	3.04	3.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	0.03	0.11	0.17	0.20
每股经营现金流	0.02	0.32	0.57	0.52	0.55
每股净资产	2.91	2.92	3.02	3.18	3.38
<b>估值比率</b>					
P/E	595.0	113.6	37.4	24.7	20.5
P/B	1.5	1.2	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	26.5	25.8	16.8	15.4	12.0

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。