

徐工机械(000425)/专用设备
汽车起重机龙头，业绩有望超预期

——受益“一带一路”、PPP、国企改革

评级：买入(首次)

市场价格：3.72

目标价格：5.2

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

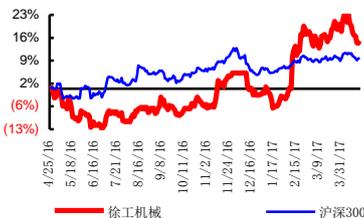
Email: zhurh@r.qizq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	7,008
流通股本(百万股)	6,994
市价(元)	3.97
市值(百万元)	27,821
流通市值(百万元)	27,764

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 机械行业行业周报：《3月起重机增速有望超挖机，工程机械持续性有望超预期，中东局势及油价上涨持续推油气装备、军民融合》-2017.04.10
- 2 工程机械行业点评报告：《汽车起重机：继挖掘机之后，销量有望超预期》-2017.03.14
- 3 工程机械行业点评报告：《挖机销量引领，持续性有望超市场预期》-2017.03.13

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,695.78	16,891.23	24,081.83	32,469.53	38,492.62
增长率 yoy%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
净利润	56.67	208.58	983.34	1,451.95	1,993.97
增长率 yoy%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.14	0.21	0.28
每股现金流量	0.02	0.32	-0.36	-0.68	-0.39
净资产收益率	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
P/E	531	114	27	18	13
PEG	—	0.42	0.08	0.41	0.38
P/B	1.46	1.16	1.33	1.25	1.15

投资要点
徐工机械：工程机械领军企业，汽车起重机龙头

公司是全国工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一。

公司产品品种丰富，实现工程机械全产业链布局。汽车起重机、随车起重机、压路机、沥青混凝土摊铺机、平地机、冷铣刨机、举高喷射消防车等多项核心产品以及工程机械液压件等多项零部件产品国内市场占有率第一。

背靠徐工集团，受益“一带一路”；徐工集团挖掘机业务大幅增长

徐州国资委持股 42.6%，是最大的工程机械上市国企之一，国资委的扶持将使徐工受益“一带一路”。徐工集团：挖掘机业务有望大幅增长，尚在上市公司之外。徐工挖机已成为国内挖掘机行业的第一集团军，市占率稳定近 10%，仅次于三一重工和卡特彼勒。

工程机械：行业复苏，汽车起重机接棒挖掘机，持续性有望超预期

新增需求改善、更换需求增加、需求结构修复、行业竞争格局改善等原因驱动行业复苏。挖掘机、推土机销量引领，汽车起重机紧随其后，混凝土等其他板块也跟随步入复苏通道。

徐工占据汽车起重机市场过半份额，且人员最为充足、供应链完善

作为国企，徐工机械在人员裁减方面较为谨慎，因此在行业需求暴涨的情况下，徐工拥有最为充足的人员机构，且零部件供应充足，短期内其市场占有率有望维持甚至持续提升。汽车起重机 3 月份徐工销量 784 台，同比增长 84.2%，2017 年一季度徐工销量占市场份额的 48.3%，居行业第一位。中联重科、三一重工分列二、三位，市场份额大致都在 20% 左右。

公司业绩 2016 年三季度开始企稳回升，持续性有望超预期

2017 年 Q1 业绩预告：净利润达 1.7-2.2 亿元，同比增长 15.09-19.82 倍。公司汽车起重机销售大幅增长。2017 年 3 月份，公司汽车起重机销量达 770 台，同比增长 84.2%。1-3 月份的总销量同比增速也达 116.2%，反弹强劲。

徐工机械：核心骨干持股，激励机制较好；目前股价倒挂，安全边际较好

公司核心骨干员工 2015 年 2 月认购申万宏源宝鼎众盈 1 号集合资产管理计划，主要投资于公司股票，实现个人利益与公司利益的统一。资管计划总规模为 2.77 亿元，存续期为 36 个月。建仓均价为 5.07 元/股。

投资建议：未来受益于工程机械行业回暖，公司作为汽车起重机龙头，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14、0.21、0.28 元，对应 PE 分别为 27x、18x、13x。基于工程机械行业复苏的持续性，我们认为公司业绩有望超预期，首次给予“买入”评级。
风险提示：宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、主要产品销量增速低于预期风险、企业经营性现金流恶化风险。

内容目录

一、徐工机械：工程机械领军企业，徐工集团支持力度大	5
1. 工程机械领军企业，汽车起重机龙头	5
2. 背靠徐工集团：国资委持股比例最大的上市工程机械公司之一	5
3. 集团挖掘机业务尚在上市公司之外，业绩有望大幅增长	6
4. 核心骨干持股，激励机制较好	7
二、工程机械：行业复苏，持续性有望超预期	8
1. 四大驱动因素：新增需求改善、更换需求增加、需求结构修复等.....	8
2. 挖掘机、推土机销量引领，混凝土等其他板块也步入复苏通道	10
3. 工程机械上市公司财务报表修复：现金流、应收账款、收入利润.....	10
三、汽车起重机：受益于基础建设拉动，销量增速有望接棒挖机	11
1. 工程起重机：汽车起重机、随车起重机占比 90%以上	11
2. 2017Q1 国内汽车起重机总销量 3814 台，同比增长 101.7%	13
3. 汽车起重机竞争格局：徐工份额约 50%，中联、三一各 20%左右	13
4. 汽车起重机：市场预期尚不充分，继挖机后销量有望超预期.....	14
四、徐工机械：汽车起重机龙头，业绩弹性大	14
1. 公司业绩 2016 年三季度开始企稳回升，持续性有望超预期	14
2. 公司汽车起重机销售大幅增长，带动公司业绩大幅增长	15
3. 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率	17
4. 盈利能力改善明显，现金造血功能恢复迅速	18
5. 主动处置财务负担加速公司业绩复苏	18
6. 受益一带一路、PPP，海外出口有望突破	19
五、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场	19
1. 高端装备智能化制造项目促进产品升级.....	20
2. 环境产业项目加码公司战略转型.....	21
3. 工程机械升级及国际化项目剑指海外市场	21
4. 工业互联网指明未来发展方向	22
六、盈利预测与估值	22
1. 盈利预测	23
2. 估值分析与投资建议	23
七、风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司产品品种丰富, 实现工程机械全产业链布局.....	- 5 -
图表 2: 2017 年全球工程机械制造商前 10 强	- 5 -
图表 3: 徐工机械股权结构: 徐州国资委为最终控制人	- 6 -
图表 4: 徐工集团组织架构 (红色在上市公司体内)	- 7 -
图表 5: 最近三年徐工挖机营业收入和营业利润情况 (单位: 万元)	- 7 -
图表 6: 徐工挖机销量情况: 2016H2 开始销量同比大幅增加	- 7 -
图表 7: 全国固定资产投资增速趋稳, 1-3 月达 9.2%	- 8 -
图表 8: 房地产固定资产投资与基础设施固定资产投资额	- 8 -
图表 9: 房地产开发投资增速 1-3 月累计达 9.1%	- 8 -
图表 10: 基础设施固定资产投资增速 1-3 月累计达 19%	- 8 -
图表 11: 中国工程机械行业规模 (单位: 亿元人民币)	- 9 -
图表 12: 需求结构修复, 二手车对新车的挤压已经度过高峰	- 9 -
图表 13: 挖掘机销量 2017Q1 同比增长 98.87%	- 10 -
图表 14: 推土机销量 17 年 2 月份同比增长 319.6%	- 10 -
图表 15: 工程机械上市公司 2017Q1 收入预计增长	- 11 -
图表 16: 工程机械上市公司利润 2016 年增速转正	- 11 -
图表 17: 工程机械行业经营性现金流从 2016Q2 转正	- 11 -
图表 18: 工程机械行业应收账款从 2015Q4 开始下降	- 11 -
图表 19: 工程起重机: 汽车起重机、随车起重机占比 90% 以上	- 12 -
图表 20: 常见工程起重机的特点	错误!未定义书签。
图表 21: 汽车起重机经过 5 年的销量下滑, 有望触底反弹	- 13 -
图表 22: 2017Q1 国内汽车起重机总销量同比增长 101.7%	- 13 -
图表 23: 国内主要厂商 2017Q1 汽车起重机销量	- 14 -
图表 24: 汽车起重机 CR3 约 90%	- 14 -
图表 25: 公司 2016 年主营收入止跌企稳	- 15 -
图表 26: 2016 年归母净利润触底反弹, 增速达 268%	- 15 -
图表 27: 公司主营产品中起重机械营收占比最大	- 15 -
图表 28: 公司 2016 年财务费用大幅降低	- 15 -
图表 29: 公司前四大业务营收占比趋于平稳	- 16 -
图表 30: 公司起重机械产品毛利率稳中有升	- 16 -
图表 31: 压路机销量 17 年 2 月份同比增长 96.3%	- 16 -
图表 32: 平地机销量 17 年 2 月份同比增长 64.9%	- 16 -

图表 33: 公司 16 年汽车起重机销量止跌回升.....	- 16 -
图表 34: 汽车起重机销量 17 年 3 月份增长 106.6%.....	- 16 -
图表 35: 公司 30 吨以下汽车起重机产品的销量增长最为突出.....	- 17 -
图表 36: 徐工近年人员数量相对保持平稳.....	- 17 -
图表 37: 徐工机械汽车起重机市场占有率逐渐回升.....	- 17 -
图表 38: 公司 2016 年应收账款同比降低 14.53%.....	- 18 -
图表 39: 公司 2106 年经营性现金达 22.45 亿元.....	- 18 -
图表 40: 徐工近年通过资产减值、出售资产等措施减轻财务负担.....	- 18 -
图表 41: 非公开发行募集资金投向 (单位: 万元)	- 20 -
图表 42: 印度“十二五”基础设施投资规划.....	- 21 -
图表 43: 印度钦奈投资建厂辐射周边区域市场.....	- 21 -
图表 44: 公司机械工业物联网体系.....	- 22 -
图表 45: 工程机械产业链公司估值比较: 徐工机械估值相对偏低.....	- 23 -
图表 46: 公司横向、纵向比较, 估值均处于合理偏低的位置.....	- 23 -
图表 47: 徐工机械三张表预测.....	- 25 -

一、徐工机械：工程机械领军企业，徐工集团支持力度大

1. 工程机械领军企业，汽车起重机龙头

- 公司为中国工程机械行业前 3 强：成立 74 年以来，徐工机械成为全国工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一。

公司产品品种丰富，实现工程机械全产业链布局。公司的主要产品包括工程起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械、混凝土机械、消防机械以及其它工程机械，其中汽车起重机、随车起重机、压路机、沥青混凝土摊铺机、平地机、冷铣刨机、举高喷射消防车等多项核心产品以及工程机械液压件等多项零部件产品国内市场占有率第一。

公司拥有布局全球的营销网络，是国内最大的工程机械出口商之一，汽车起重机、压路机、平地机等多项产品出口市场份额第一。

图表 1：公司产品品种丰富，实现工程机械全产业链布局



来源：徐工机械官网，中泰证券研究所

2. 背靠徐工集团：国资委持股比例最大的上市工程机械公司之一

2017 年工程机械信息供应商英国 KHL 集团主导发布的全球工程机械制造商 50 强排行榜中，徐工集团排名第 8，是上榜前十强的中国企业。

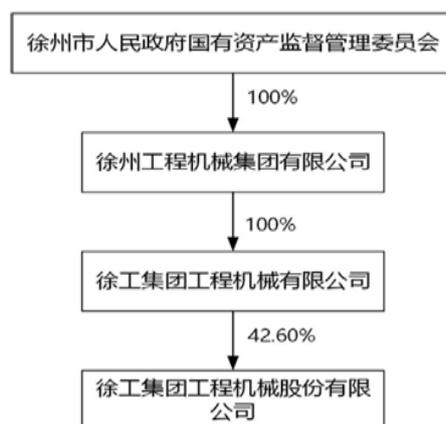
图表 2：2017 年全球工程机械制造商前 10 强

	2016/ 2017	Change	Company	Country	Construction Equipment sales (US\$ million)	Share of total
1	1	➡	Caterpillar	US	21,338	16.5%
2	2	➡	Komatsu	JP	14,053	10.9%
3	4	➡1	Hitachi Construction Machinery	JP	6,585	5.1%
4	5	➡1	Liebherr**	DE	6,180	4.8%
5	6	➡1	Volvo Construction Equipment	SE	5,947	4.6%
6	8	➡2	Doosan Infracore	KR	4,928	3.8%
7	7	➡	John Deere	US	4,900	3.8%
8	9	➡1	XCMG**	CN	4,771	3.7%
9	3	➡6	Terex	US	4,443	3.4%
10	30	➡20	Sandvik Mining and Rock Technology	SE	3,645	2.8%

来源：Yellow Table 2016, KHL, 中泰证券研究所

- **研发实力突出。**公司拥有国家级企业技术中心、国内行业第一家博士后科研工作站，成立了行业内唯一的国家级工程机械智能控制工程研究中心，先后承担了国家 863 计划、国家重点新产品计划等一批省部级以上重点技术创新项目。
- **国资委持股比例最大的上市工程机械公司之一：**公司的控股股东为徐工集团工程机械有限公司，持有上市公司 42.6% 的股份，公司的实际控制人为徐州工程机械集团有限公司，徐州市人民政府国有资产监督管理委员会（徐州国资委）为最终控制人。

图表 3：徐工机械股权结构：徐州国资委为最终控制人



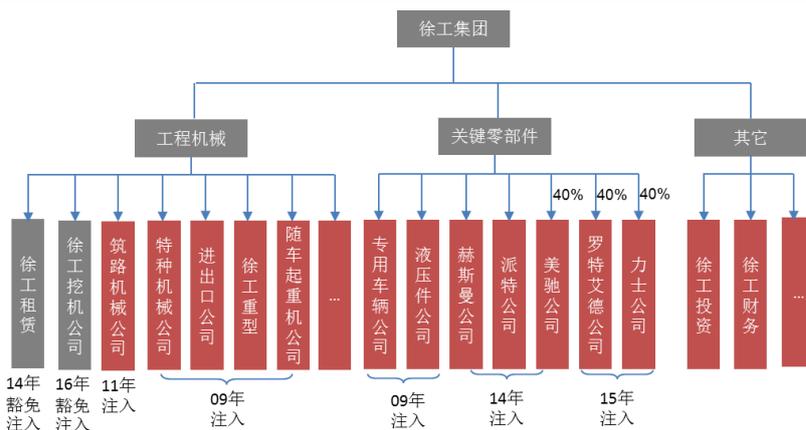
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **徐州国资委大力支持：**在 2017 年 4 月发布的《徐州市国资委 2017 年主要工作安排》中，徐工作为唯一被支持企业，被单项提及：
 - 1) 推进区域性先进制造业基地建设。围绕建设区域性先进制造业基地，打造“世界级”徐工，做强做优做大工程机械主业。
 - 2) 定向增发募集资金重点投向高端装备智能化制造项目、环境装备制造项目、工程机械升级等项目，抢占工程机械科技创新制高点，巩固提升徐州工程机械之都地位。
 - 3) 支持徐工集团积极参与国际产能和装备制造合作三年行动计划，加快徐工巴西工程机械产业园和“一带一路”沿线国家地区散件组装工厂建设，拓展海外市场，全力管控经营和资金风险，不断提升企业盈利能力。

3. 集团挖掘机业务尚在上市公司之外，业绩有望大幅增长

- **集团挖掘机业务曾经承诺注入上市公司：**2009 年 6 月 20 日，公司重大资产重组期间，针对徐工挖机等资产后续安排计划，徐工有限的公告曾经承诺：“2009 年重大资产重组交割日后未来五年内，在撤出对卡特彼勒（徐州）有限公司投资、徐州徐工挖掘机械有限公司资产质量和盈利能力得到明显提高、主要产品市场占有率位居同行业前列的前提下，将徐州徐工挖掘机械有限公司在适当时机注入到徐工机械。”
- **集团挖掘机业务 2016 年豁免注入：**2016 年 9 月 12 日，公司发布公告，拟豁免徐工集团做出的将所持徐工挖机注入公司的承诺。申请豁免履行承诺原因有：1) 挖掘机行业整体不景气且竞争激烈；2) 徐工挖机资产负债率高，注入公司将降低公司资产质量；3) 徐工挖机盈利能力较弱；4) 徐工挖机应收账款余额较大。

图表 4：徐工集团组织架构（红色在上市公司体内）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：最近三年徐工挖机营业收入和营业利润情况（单位：万元）

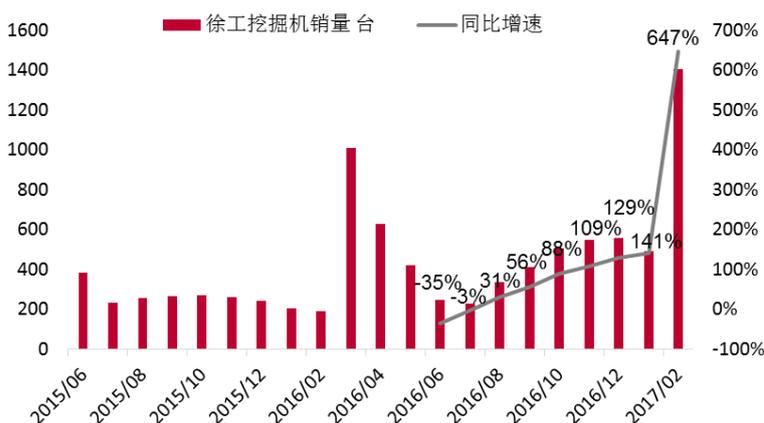
项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016H1
营业收入	481,599.11	321,386.60	254,984.82	136,469.59
营业利润	3,375.18	-1,752.43	-3,066.69	-189.11

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **集团挖掘机业务大幅增长:**2016 年下半年开始,工程机械行业开始复苏,挖掘机作为首先传导到的机械品种,销量同比大幅增长。可以认为 2016 年年中是挖掘机行业的拐点。

徐工挖机经过多年的成长,逐渐成为国内挖掘机行业的第一集团军,市占率稳定在近 10%的水平,仅次于三一重工和卡特彼勒。

图表 6：徐工挖机销量情况：2016H2 开始销量同比大幅增加



来源：wind，中泰证券研究所

4. 核心骨干持股，激励机制较好

- 徐工集团核心骨干员工于 2015 年 2 月认购了申万宏源宝鼎众盈 1 号集合资产管理计划,资管计划主要投资于公司股票,实现个人利益与公司

利益的统一。

- 资管计划总规模为 27747 万元，存续期为 36 个月。该资管计划建仓均价为 5.07 元/股，目前股价倒挂。

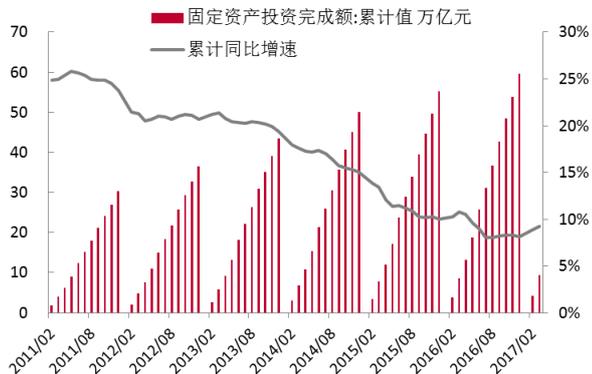
二、工程机械：行业复苏，持续性有望超市场预期

- 公司主营业务为工程机械，其经营业绩直接受宏观经济、国家固定资产投资建设等因素的影响。我们判断工程机械行业复苏的持续性有望超市场预期。

1. 四大驱动因素：新增需求改善、更换需求增加、需求结构修复等

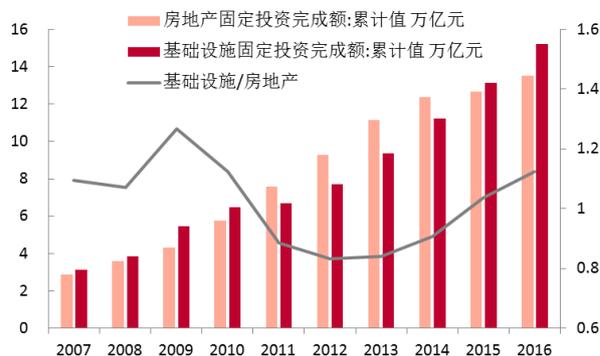
- **新增需求回暖。**2016 年下半年开始，国家以 PPP 为经济拉动模式，主要在基础建设方面实施了较大规模的项目投资。从下游需求看，尤其是高铁、地铁等基础设施建设一个持续的过程，持续期至少 3-4 年。目前国内在基础设施中大力推广 PPP 模式，城市轨道交通、铁路干线和支线建设、矿山、农田水利等基础设施领域需求回暖。2016 年供给侧改革，带动煤炭、钢铁、水泥等价格的上涨，矿山建设需求回暖，带动大型工程机械（大型挖掘机、汽车起重机）等产品的销量。

图表 7：全国固定资产投资增速趋稳，1-3 月达 9.2%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：房地产固定投资与基础设施固定投资额



来源：wind，中泰证券研究所

图表 9：房地产开发投资增速 1-3 月累计达 9.1%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：基础设施固定投资增速 1-3 月累计达 19%



来源：wind，中泰证券研究所

根据国家统计局统计，2017年1-3月份，全国固定资产投资9.38万亿元，同比名义增长9.2%，增速比1-2月份提高0.3个百分点。基础设施投资18997亿元，比去年同期增长23.5%，增速比1-2月份回落3.8个百分点，比去年同期提高3.9个百分点；

基础设施投资的快速增长，主要受益于国家“十三五”规划的165个重大项目和各地区的重大民生保障项目的加速落地。同时PPP项目的实施也促进了基建投资的增长。

根据财政部PPP(政府和社会资本合作)中心披露，截至2016年底，PPP项目已经签约落地1351个，计划总投资达2.2万亿，项目落地速度明显加快。1-3月，房地产开发投资19292亿元，增长9.1%，增速比去年同期加快2.9%。房地产开发投资增速回暖，主要因为“去库存”政策的作用下房地产销售持续回暖，以及房地产开工项目的增长，15年底至16年初房企大量拿地后，开始逐渐进入开发建设阶段。

- **更换需求增加。**近期工程机械销量中更新换代占了较大份额。一般情况下工程机械寿命6-10年，按8年的平均寿命估计，2008年随后的几年中国工程机械正好开始出现较大规模的设备销售，而这些设备在未来几年也将逐步退出市场，使得未来几年中国工程机械年替代需求增加。

图表 11：中国工程机械行业规模（单位：亿元人民币）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国工程机械行业规模	2224	2773	3157	4367	5465	5626	5663	5157	4570
同比增速	—	24.7%	13.8%	38.3%	25.1%	2.9%	0.7%	-8.9%	-11.4%

来源：中国工程机械行业协会，中泰证券研究所

- **需求结构修复。**需求结构的主要体现在两方面：二手车的出清和标准落后车型的升级。1) 2011-2013年工程机械激进的销售降低了购机门槛，带入了一批投机类客户，这类客户在未来几年工程机械行业下滑的形势中不少退出市场，导致市场在2013-2015年之间二手车销售规模增加，极大积压了新车销售的空间。在经过了几年的消化以后，中国工程机械在2016年开始复苏，总需求开始增加，二手车甩卖的压力大量减少，也使得市场给与了新车更多的需求空间。2) 2015年政府出台相关规定，明确了非道路发动机由“国二”向“国三”切换的具体限制时间为：从2015年10月1日起，非道路发动机生产企业及经销商不得生产和销售“国二”发动机；2016年4月1日起，主机厂不得生产和销售装配“国二”发动机的整机。标准落后车型的升级给上游整机厂商带来新增需求。

图表 12：需求结构修复，二手车对新车的挤压已经度过高峰

	2011	2015	同比
中国工程机械行业规模	5465 亿	4570 亿	-17%
二手车市场规模	1000 亿	2000 亿	100%
前六家工程机械上市公司销售业绩总和（新车销售规模情况）	1746 亿	743 亿	-58%

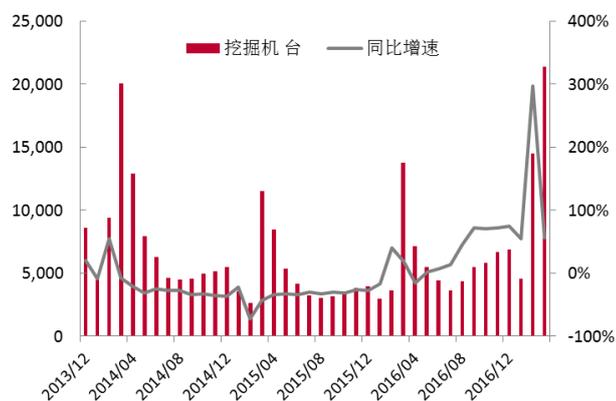
来源：中国工程机械行业协会，中泰证券研究所

- **行业竞争格局改善。**工程机械行业之前 2011 年达到销量顶峰，目前经过 6 年左右的行业深度调整，部分市场竞争者已经出局，行业竞争格局明显改善，龙头公司将率先及更好地实现复苏。

2. 挖掘机、推土机销量引领，混凝土等其他板块也步入复苏通道

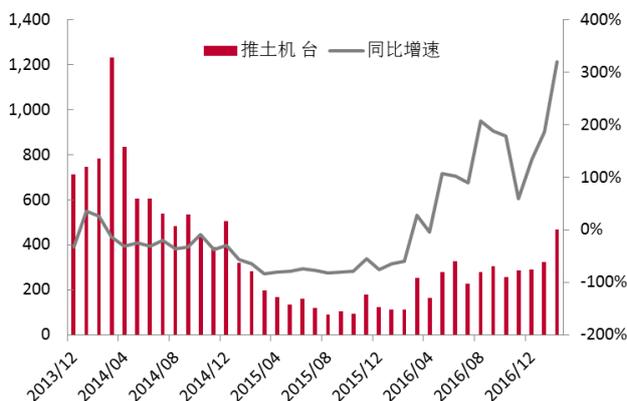
- **挖掘机引领工程机械行业增长。**据工程机械协会统计数据，2017 年 3 月挖掘机销量 21389 台,同比增长 56.2%,2017 年 1-3 月累计销量 40467 台，同比增长 98.87%。

图表 13: 挖掘机销量 2017Q1 同比增长 98.87%



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 14: 推土机销量 17 年 2 月份同比增长 319.6%



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

- **混凝土机械：增速有望超市场预期。**伴随着国家 2016 年下半年对房地产行业调控政策的加码，年初市场对房地产市场的态度普遍谨慎，预期 2017 年全年混凝土机械销量同比增长 10%左右。而根据 2017 年一季度的销量增长情况来看，我们判断 2017 年混凝土机械行业增速有望接近 20%。
- **混凝土机械：信心恢复和行业回暖的基础是需求的增加。**政府加大投资保增长，国 4 向国 5 升级的环保要求（搅拌车受影响较大）和更新换代促使需求增加。目前更新换代需求大致已占 30%以上。伴随城市化进程的推进，原先城市中的搅拌站有外迁重建的需求。

3. 工程机械上市公司财务报表修复：现金流、应收账款、收入利润

- 我们统计了工程机械行业主要上市公司。行业收入增速 2015Q1 见底，降幅持续收窄，到 2016 年 Q3 已经明显收窄，预计 2017 年 Q1 很多企业实现较大幅度增长。收入增长明显反映需求端的回暖。
- 从利润来看，行业营业利润在 2014 年底触底，2016Q3 同比转正，这表明企业的资产负债表在收缩且领先收入，行业的产能收缩已经持续多年，2016 年开始营业利润领先于收入端出现积极变化表明资产负债表的收缩已经初显成效。

图表 15：工程机械上市公司 2017Q1 收入预计增长



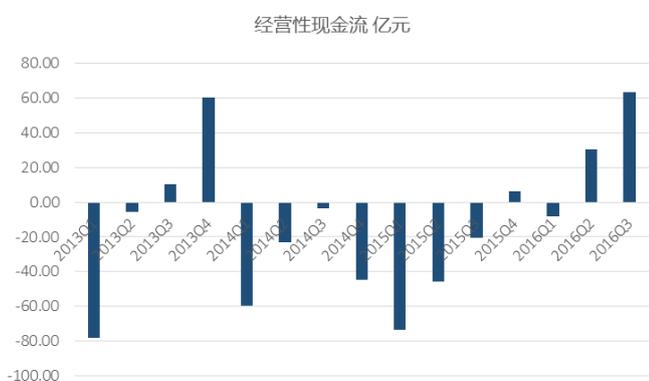
来源：wind，中泰证券研究所

图表 16：工程机械上市公司利润 2016 年增速转正



来源：wind，中泰证券研究所

图表 17：工程机械行业经营性现金流从 2016Q2 转正



来源：wind，中泰证券研究所

图表 18：工程机械行业应收账款从 2015Q4 开始下降



来源：wind，中泰证券研究所

- 从现金流的角度来看，现金流更能反映当期的真实经营情况。我们观察到行业经营性现金流从 2015Q2 就已开始转暖，2016Q2 开始已经连续两个季度转正。我们认为 2015Q1-2016Q1 的经营性现金流回暖主要来自于去产能背景下，企业收缩资产负债表带来的积极影响。2016Q2 至今，我们认为需求回暖的因素更大一些。在去产能接近末端的时期，需求的回暖给经营性现金流带来的边际弹性很大。
- 从应收账款的角度来看，行业应收账款从 2015Q4 开始下降，2016 年持续下行，行业企业经营质量提升。

三、汽车起重机：受益于基础建设拉动，销量增速有望接棒挖机

- 公司是国内工程起重机的绝对龙头，市占率常年保持 50%左右。公司起重机的销量增速有望接棒挖机，带动公司的业绩增长。

1. 工程起重机：汽车起重机、随车起重机占比 90%以上

- 工程起重机主要包括汽车起重机、轮胎起重机、随车起重机、履带式起重机等。它广泛应用于交通、油田、矿山、港口、水电、军工以及各种工程建设行业，是目前应用非常广泛的起重运输设备。
- 上世纪 90 年代以来，中国可以开始自主研发生产各种类的起重机。目

前国内的主要起重机龙头厂商有徐工、三一重工、中联重科等。

图表 19：工程起重机：汽车起重机、随车起重机占比 90%以上



来源：中泰证券研究所

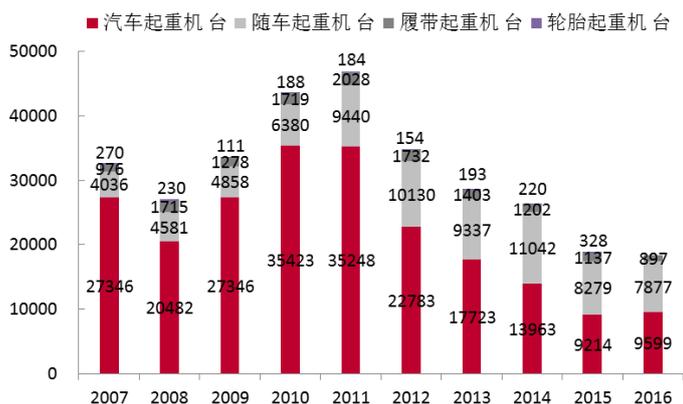
图表 20：常见工程起重机的特点

	机动性	装配	性价比	吨位	其他
汽车起重机	行驶速度快，机动灵活性一般。	采用专用或通用底盘，适宜于公路行驶。	作业性能高，结构较简单，价格便宜。	3~200t	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。
随车起重机	行驶速度快，机动灵活。	将作业装置安装在重型卡车上，集装载、运输、卸载三大功能。	作业性能较差，价格较低。	3.2~12t	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。
履带起重机	需要运输设备进行场地转运，并需要较大的安装空间和起吊设备协同安装。	采用履带底盘，可吊重行驶。	作业性能最高，结构较简单，价格较便宜，比汽车起重机便宜 25%。	15~1800t	作业辅助时间较长，撤离现场时间长。
轮胎起重机	行驶速度较慢，机动灵活性好，整机尺寸小，通过性好。	采用特制底盘，油气悬挂，可全轮驱动和转向，可越野行驶。	作业性能高，结构较复杂，价格稍贵，比汽车起重机贵 15%。	5~80t	作业辅助时间少，作业高度和幅度可随时变换。

来源：中国工程机械工业协会，中泰证券研究所整理

- 不同的工程起重机由于自身设计限制、价格等因素被应用于不同的场合。2015 年，国内汽车起重机与随车起重机合计占超 90%。履带起重机和轮胎起重机销量占比不足 10%。
- 汽车起重机作为弹性最大的品种，经过 5 年的缩量调整，2016 年年中开始触底反弹。

图表 21：汽车起重机经过 5 年的销量下滑，有望触底反弹

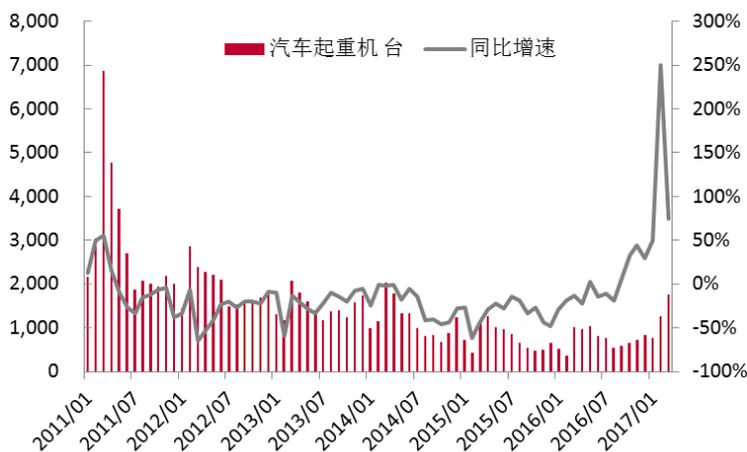


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

2. 2017Q1 国内汽车起重机总销量 3814 台，同比增长 101.7%

- 根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 3 月，国内汽车起重机销量达 1767 台，同比增长 75.1%。2017 一季度，国内汽车起重机总销量 3814 台，同比增长 101.7%。

图表 22：2017Q1 国内汽车起重机总销量同比增长 101.7%

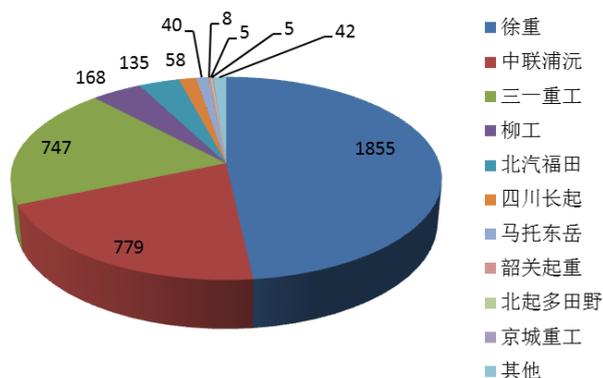


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

3. 汽车起重机竞争格局：徐工份额约 50%，中联、三一各 20%左右

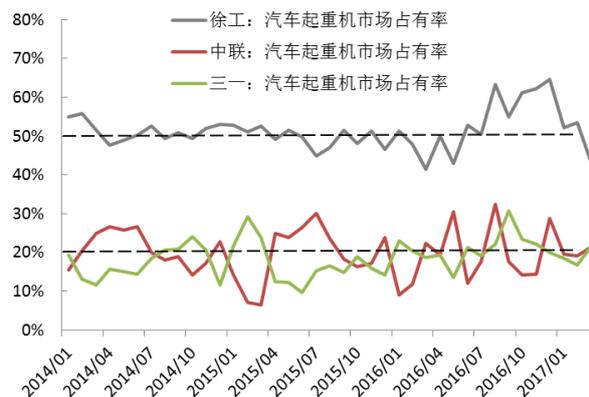
- 国产品牌中，汽车起重机 3 月份徐工销量 770 台，同比增长 84.2%。2017 年一季度徐工销量 1855 台，占市场份额的 48.3%，居行业第一位。中联重科销量 779 台，占市场第二位，三一重工占销量 747 台，占市场第三位。徐工、中联和三一的汽车起重机市占率总和近 90%。

图表 23: 国内主要厂商 2017Q1 汽车起重机销量



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 24: 汽车起重机 CR3 约 90%



来源: wind, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

4. 汽车起重机: 市场预期尚不充分, 继挖机后销量有望超市场预期

- **挖掘机作为工程机械行业复苏的先行指标:** 其销售数据的回暖后, 我们判断将依次出现起重机及混凝土机械的销售增长, 时间的滞后大约在一个季度至半年间。
- **徐工汽车起重机利用小时数:** 2017 年 2 月份, 徐工汽车起重机使用小时数达到 76.73 小时, 同比增长 279%。即使考虑到春节等因素, 2017 年 1-2 月份的平均利用小时数为 80.44 小时, 同比增长 74.7%。2016 年开工时间筑底明显, 去年 3-12 月份, 汽车起重机开工时间已有一半维持在历史开工的高峰, 说明下游市场使用积极, 再考虑后续 3-12 月份行业每月较低的基数, 说明汽车起重机有望逐步接棒挖机兴盛的势头。
- 通过对徐工机械、三一重工、中联重科等汽车起重机龙头企业的销售数据分析, 1-3 月份挖掘机、汽车起重机、混凝土机械产品销售同比增速陆续创近 6 年新高。我们判断工程机械行业需求复苏情况、行业反弹的持续性有望超市场预期。
- 目前市场对汽车起重机市场预期尚不充分。我们判断, 汽车起重机销量增长的持续性有望超市场预期。

四、徐工机械: 汽车起重机龙头, 业绩弹性大

1. 公司业绩 2016 年三季度开始企稳回升, 持续性有望超预期

- 2011 年公司业绩达到顶峰, 主营业务收入和归母净利润分别达 330 亿元、34 亿元。近 5 年受宏观经济增速回落、固定资产投资持续放缓的影响, 工程机械产品市场需求不振, 国内工程机械行业连续下滑和调整, 2015 年公司营收只达巅峰时期的一半。去年三季度开始公司业绩出现反弹迹象, 2016 年全年公司实现营收 168.9 亿元, 同比增长 1.17%, 止跌回升; 实现归母净利润 2.09 亿元, 同比增长 268.05%。

公司业绩大幅反弹的原因主要归结于三点: 1) 2015 年的基数较低; 2) 公司以汽车起重机为代表的主要产品销售回暖; 3) “三费”减少, 尤其是财务费用由于汇率变动及带息负债的变化同比大幅降低 105.18%。

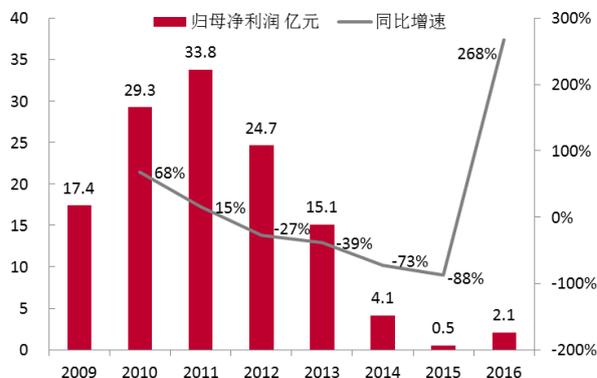
公司近期发布 2017 年一季度业绩预告,2017Q1 公司归母净利润达 1.7-2.2 亿元,同比增长 15.09-19.82 倍。

图表 25: 公司 2016 年主营收入止跌企稳



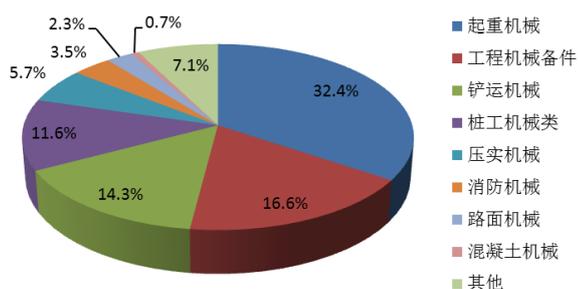
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 2016 年归母净利润触底反弹, 增速达 268%



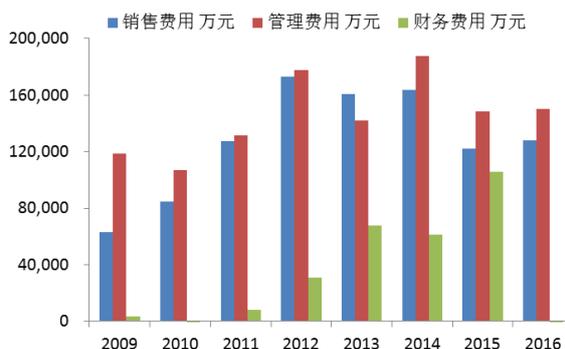
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 公司主营产品中起重机械营收占比最大



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 公司 2016 年财务费用大幅降低

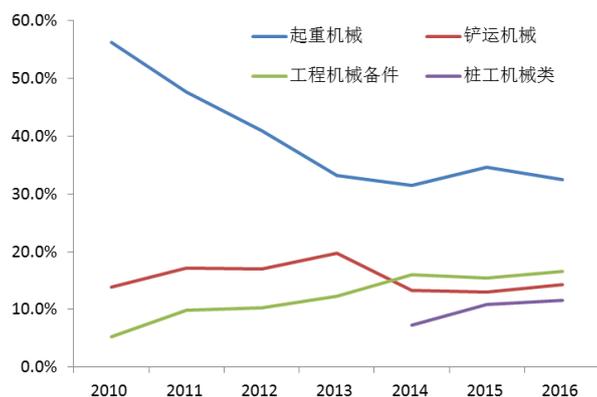


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

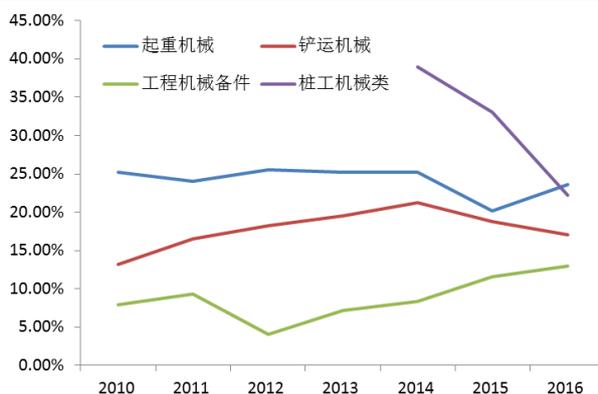
2. 公司汽车起重机销售大幅增长, 带动公司业绩大幅增长

- 公司主营收入中, 2016 年全年起重机械、工程机械配件、铲运机械和桩工机械占据前四大业务占比分别为 32.4%、16.6%、14.3%和 11.6%, 其中起重机械营收占比虽有下降, 但始终保持第一, 其毛利率经调整后已达到平稳的水平。公司 2016 年下半年, 汽车起重机、压路机、平地机销量同比增速回暖。其中汽车起重机在营收中占比较大, 且毛利率水平相对较高, 是带动公司业绩大幅反弹的主要因素。

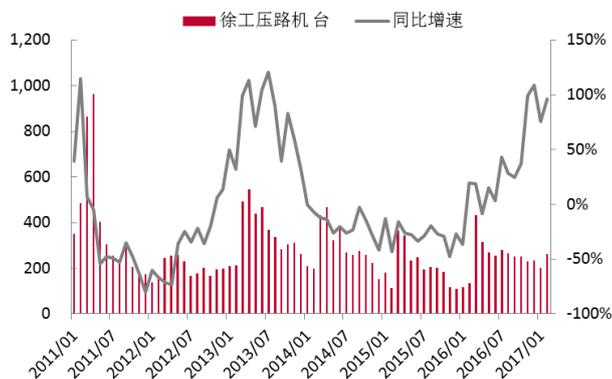
公司汽车起重机产品中, 30 吨以下的车型目前销量占比为 80%左右, 30-60t 和 60t 以上量级的销量约各占为 10%。从销量数据上来看, 25 吨级 QY25 型汽车起重机是最畅销系列车型

图表 29：公司前四大业务营收占比趋于平稳


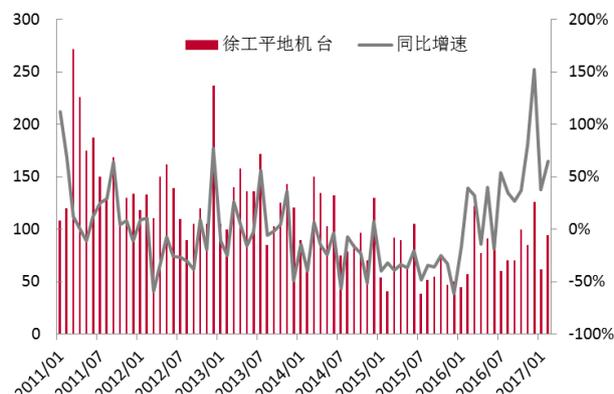
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 30：公司起重机械产品毛利率稳中有升


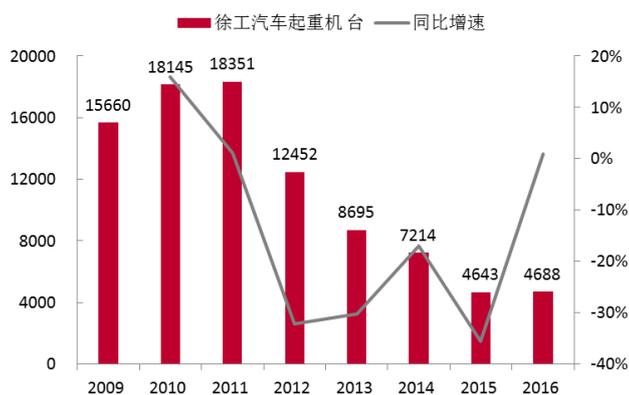
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31：压路机销量 17 年 2 月份同比增长 96.3%


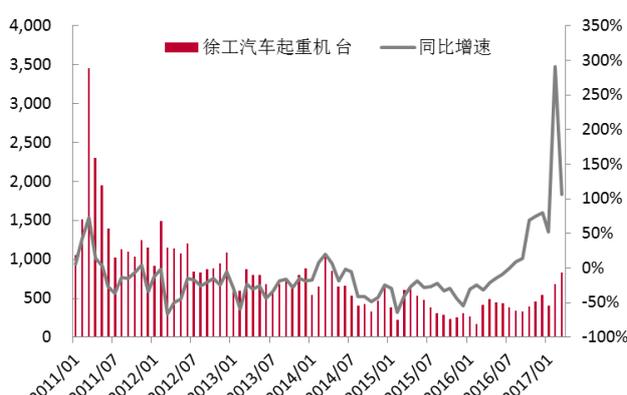
来源：wind，中泰证券研究所

图表 32：平地机销量 17 年 2 月份同比增长 64.9%


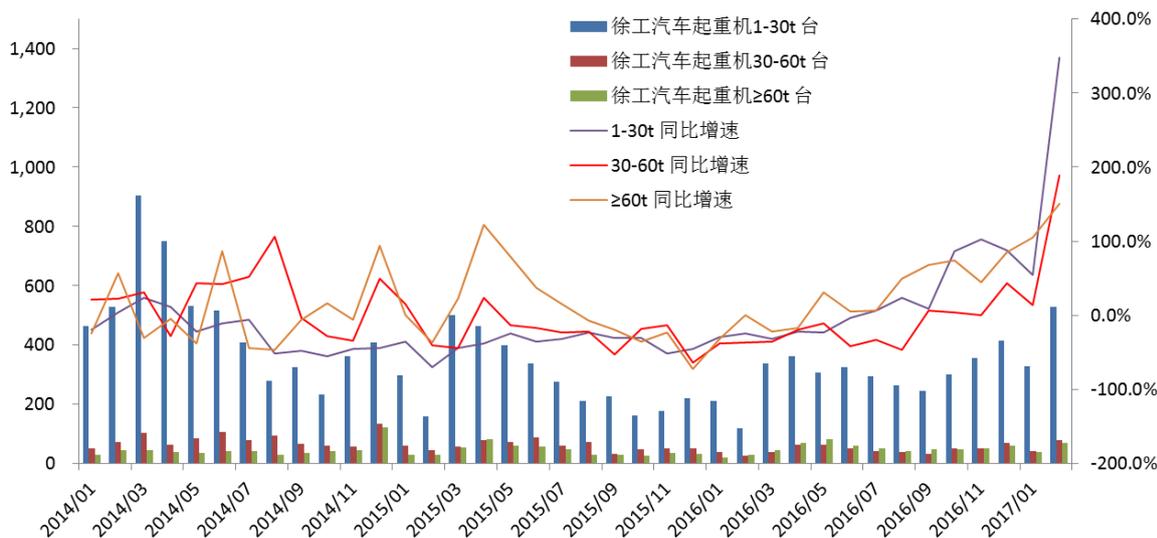
来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：公司 16 年汽车起重机销量止跌回升


来源：wind，中泰证券研究所

图表 34：汽车起重机销量 17 年 3 月份增长 106.6%


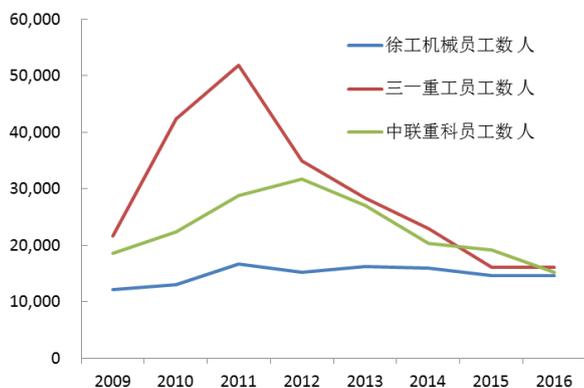
来源：wind，中泰证券研究所

图表 35: 公司 30 吨以下汽车起重机产品的销量增长最为突出


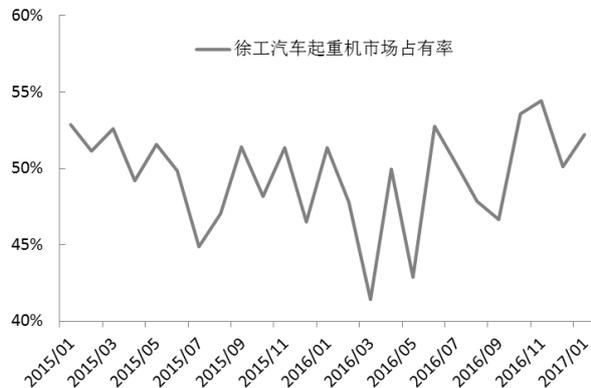
来源: wind, 中泰证券研究所

3. 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率

- 作为国企，徐工机械在人员裁减方面较为谨慎，相比同行近几年人员削减数量较少，因此在行业需求急剧增加的情况下，徐工拥有最为充足的人员配置，短期内其市场占有率有望持续提升。

图表 36: 徐工近年人员数量相对保持平稳


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 37: 徐工机械汽车起重机市场占有率逐渐回升


来源: wind, 中泰证券研究所

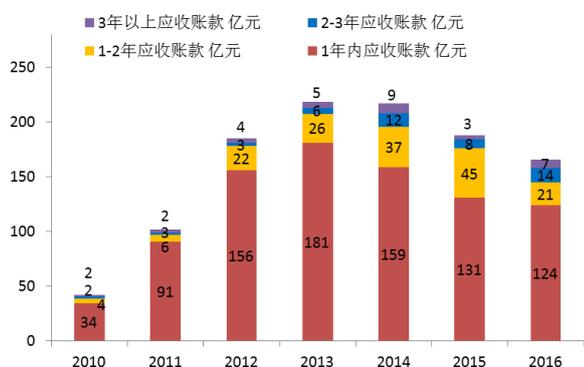
- 公司拥有专业化主机生产体系和核心零部件研发制造能力，生产范围涵盖 9 个产品类别的 80 余种不同产品类型，产品技术含量高，进入壁垒高，市场占有率高，大部分产品类别均包含多个产品系列，可满足不同客户的需求。
- 2017 年徐工机械核心技术产品研发取得重大突破，关键重大零部件全面突破走向市场。公司新增有效授权专利 1038 项、新增发明专利 307 项；多路阀通过工业化考核批量配套；行走减速机完成开发及试验；新型电控箱加快技术升级，稳步推进产业化配套；360 吨矿用挖掘机油缸在澳

大利亚实现无故障运行 8000 小时，标志着这一液压核心零部件已跻身世界最顶尖产品行列，受到澳大利亚矿山用户的青睐；液压件公司、传动公司实现外部市场突破增长，筹建液压阀泵马达中国合资企业。

4. 盈利能力改善明显，现金造血功能恢复迅速

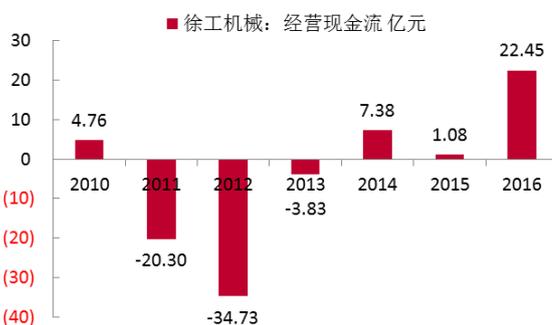
- 应收账款计提充分：**公司应收账款一方面按照账龄分类计提，计提比例 1 年以内(含 1 年)为 2%，1-2 年为 10%，2-3 年 50%，3 年以上 100%，另一方面有个别计提。公司通过多项措施来管理应收账款：1) 建立应收账款在线管理系统，加强应收账款事前、事中、事后管理；2) 建立应收账款责任终身制度；3) 将应收账款与利润考核一样列为一把手重点考核的首要任务项，严格落实领导人的清欠清收责任。由于行业回暖，下游客户现金流状况良好，购置新机意愿加强，目前公司的回款状况很好。
- 经营性现金流改善明显：**公司从 2013 年开始已紧缩销售政策，清理应收账款，控制逾期，今年将进一步强化风险控制，逐步提升信用销售首付比例，杜绝零首付甚至低首付现象，鼓励银行按揭。目前公司经营性现金流已经有明显好转。
- 汽车起重机毛利率在徐工机械各类产品中最高。**其今年年初强劲的表现有利于徐工今年释放较好的业绩。

图表 38: 公司 2016 年应收账款同比降低 14.53%



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 39: 公司 2106 年经营性现金达 22.45 亿元



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

5. 主动处置财务负担加速公司业绩复苏

- 公司近年来主动处置资产进行财务优化，加速公司的业绩复苏。**2015-2016 年公司共处置不良应收 13.01 亿元，出售资产 1057 亿元。

图表 40: 徐工近年通过资产减值、出售资产等措施减轻财务负担

时间	资产	处置结果	规模
2015.6.12	出售巴西投资有限公司 90% 股权给徐工香港发展	净资产总额 3.18 亿人民币 (溢价 32.8% 出售)	3.80 亿

2015.12.12	向徐州集团转让徐州徐工施 维英机械有限公司 75%股权	净资产为 11 亿人民币，75%股权对应净资产 8.25 亿，出 售价格为 6.77 亿，折扣率为 18%。 徐工机械报表影响：减少 53.02 亿（原值 61.7 亿）应收 账款，减少 0.66 亿（净值与原值基本相同）应收票据及 其他应收，减少 5.61 亿存货（原值 5.79 亿）	6.77 亿
2015.12.30	徐工一号应收账款资产支持 专项计划（期限 3 年）	公司及公司子公司徐州重型机械有限公司在业务经营活 动中形成的应收账款。	2.0 亿
2015.12.31		资产减值准备	5.44 亿
2016.12.31		资产减值准备	5.57 亿

来源：公司公告，中泰证券研究所

6. 受益一带一路、PPP，海外出口有望突破

- **受益 PPP、国企背景：**从大型企业和小型企业 PMI 指数的对比可以看出，基建投资 PPP 项目参与主体仍是国有企业为主，徐工机械与各大型国企施工单位、军工单位均保持了紧密的关系。
- **积极布局一带一路：**根据徐工机械在投资者互动平台上的披露，“一带一路”涉及 65 个国家，工程机械需求占全球需求的 30% 左右，占中国工程机械出口的 65%，占徐工品牌出口的 76%，因此“一带一路”国家是徐工的核心市场。目前，徐工已在“一带一路”沿线国家布局了较完善的营销网络，拥有 80 个经销商，17 个备件中心，4 个 KD 工厂，16 个办事处，为当地创造了 4000 多个就业岗位。
- **海外市场占有率较高：**在哈萨克斯坦，徐工产品市场占有率达到 80%，超过其他世界知名品牌。在东南亚菲律宾、马来西亚、印尼等国，徐工的履带吊更是有着明显的优势；在苏丹、卡塔尔等国，徐工产品的市场占有率也非常高。卡塔尔世界杯，徐工的经销商提供了在当地的销售和服务支持，有 3 亿多人民币的徐工设备在施工。在老挝的矿区、印尼和乌兹别克斯坦的铁路建设现场，中土的管线施工，也都有大量的徐工设备在施工。
- **出口持续提升：**未来五年，徐工将继续重点面向“一带一路”沿线国家，有序推进营销体系、研发基地、产业基地、金融及服务体系建设，持续为沿线国家基建项目实施提供全方位的施工装备保障，力争实现沿线国家市场收入三年翻一番的战略目标。

五、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场

- **2016 年 12 月 13 日公司发布定增预案：**拟 3.13 元/股向华信工业、盈灿投资、泰元投资和泰熙投资定向增发不超过 16.47 亿股，募集资金不超过 51.56 亿元。募集资金扣除发行费用后拟用于高端装备智能化制造项目、环境产业项目、工程机械升级及国际化项目、工业互联网提升项目以及增资徐工集团财务有限公司。
- 本次非公开发行 A 股股票完成后，华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资分别持有公司 7.38%、5.19%、4.61% 和 1.85% 的股份（其中泰熙投资、泰元投资的普通合伙人均为杭州新俊逸，构成一致行动关系，其合计持有公司股份的比例为 6.46%），成为持有公司 5% 以上的股份的

股东，因此本次非公开发行股票构成关联交易。

- **引入战略投资者华信工业，为拓展国际市场，提高“一带一路”沿线区域影响力：**华信工业是上海华信国际集团的全资子公司，实际控制人是中国华信能源有限公司（以下简称中国华信）。中国华信立足于国际能源与金融业务，国际业务占比达 100%。目前公司主要业务集中在欧洲国家，未来意图拓展至中东、北非等区域，与国家“一带一路”战略契合。公司通过绑定中国华信，可有效利用华信的市场渠道等海外优势，实现国际业务的跨越式发展。

图表 41：非公开发行募集资金投向（单位：万元）

序号	项目类型	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金金额	建设期	预期内部收益率
1	高端装备智能化制造项目	智能化地下空间施工装备制造项目	60,203	42,236	24 个月	21.25%
2		高空作业平台智能制造项目	123,460	95,870	24 个月	16.94%
3		智能化物流装备制造项目	120,450	80,270	24 个月	13.83%
4	环境产业项目	智能化压缩站项目	64,000	43,006	24 个月	17.38%
5	工程机械升级	大型桩工机械产业化升级技改工程项目	48,280	17,250	24 个月	29.16%
6	及国际化项目	印度工程机械生产制造基地投资项目	132,642	99,953	24 个月	12.10%
7		徐工机械工业互联网化提升项目	43,383	37,015	36 个月	/
8		增资徐工集团财务有限公司	100,000	100,000	/	/
合计			692,418	515,600	/	/

资料来源：公司公告、中泰证券研究所整理

1. 高端装备智能化制造项目促进产品升级

- **智能化地下空间施工装备制造项目：**以隧道及地下空间施工机械成套化为目标，生产各类地下空间施工装备。国家“十三五”期间的铁路、公路、城市轨道交通以及市政建设的发展将为地下空间施工装备提供广阔的发展前景，且该项目符合国家产业政策和指导方向。地下空间施工装备属于公司高端智能化装备制造战略中的重要组成部分，是公司抓住轨道交通、地下综合管廊、隧道施工等新市场机遇，向高端智能化装备制造转型的重要举措。项目总投资 60203 万元，建设期为 24 个月，预期内部收益率 21.25%。
- **高空作业平台智能制造项目：**欧美发达国家是主要市场，国内高空作业平台市场尚处发展初期，市场保有量很低，进入高速增长期。项目依托公司臂架类产品的核心制造能力和全球化的销售网络，为未来市场开发提供了良好的基础。项目总投资 123460 万元，建设期为 24 个月，预期内部收益率 16.94%。
- **智能化物流装备制造项目：**项目拟建立内燃叉车、电动叉车和 AGV 自动导引运输车的柔性化、品质化、规模化的生产体系，全面实现现代化、智能化物流装备开发、制造、试验等综合能力，形成中大吨位内燃叉车、中小吨位电动叉车、AGV 自动导引运输车和叉车属具规模化的生产能力。本项目的建设可形成中高档系列智能化物流装备完整的生产体系，提高公司智能化物流装备生产能力。项目总投资 120450 万元，建设期

为 24 个月，预期内部收益率 13.83%。

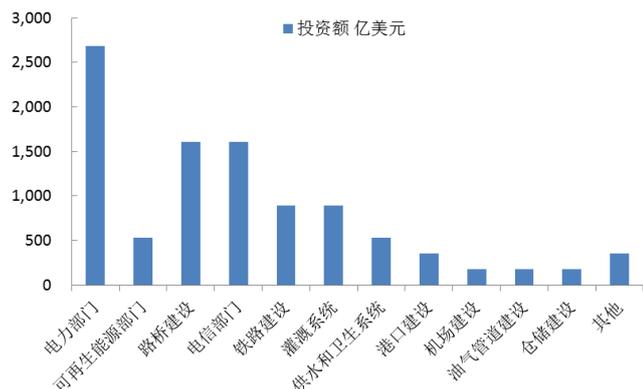
2. 环境产业项目加码公司战略转型

- **智能化压缩站项目：**公司依托工程机械主业的产业基础和技术积累向环卫机械领域延伸，目前已形成“一站三车”（垃圾压缩站、垃圾转运车、垃圾压缩车、道路清扫车）为主体的四大类别环卫机械系列化产品，本项目以公司垃圾压缩站系列产品为基础，进行智能化、成套化的提升。公司自主研发的 YJC40B 生活垃圾压缩机、YJG15A 生活垃圾压缩机、YJY45A 生活垃圾压缩机等产品获得江苏省高新技术产品认定，XZJ5250ZYS 压缩式垃圾车获中国机械工业科学技术奖。项目总投资 64000 万元，建设期为 24 个月，预期内部收益率 17.38%。

3. 工程机械升级及国际化项目剑指海外市场

- **大型桩工机械产业化升级技改工程项目：**公司桩工机械业务顶住了市场下行压力，逆势快速增长。2015 年桩工机械实现收入 17.99 亿元，较 2014 年 16.92 亿元增长 6.33%。主要产品旋挖钻机、水平定向钻市场占有率有稳步提升，均由 2010 年市场第 3 位上升至 2015 年市场第 1 位，并呈现不断上升趋势。但目前生产线陈旧，制约公司的进一步发展，急需改变目前生产作业空间狭小、制造工艺能力不足的矛盾和瓶颈。项目总投资 48280 万元，建设期为 24 个月，预期内部收益率 29.16%。
- **印度工程机械生产制造基地投资项目：**公司为抓住印度工程机械产品的市场机遇。本项目建成后将形成起重机、装载机、挖掘装载机、压路机及其他工程机械产品等一系列工程机械产品的生产能力。项目总投资 132642 万元，建设期为 24 个月，预期内部收益率 12.10%。

图表 42：印度“十二五”基础设施投资规划



资料来源：印度投资指南 2015 版，公司公告，中泰证券研究所整理

图表 43：印度钦奈投资建厂辐射周边区域市场



资料来源：Google 地图，中泰证券研究所整理

印度工程机械市场需求旺盛且具有较大的增长潜力，印度“十二五”（2013-2017）计划期间，政府拟在基础设施建设领域投入 56 万亿卢比（约合 10,000 亿美元），预计占其 GDP 的比重为 8%，较“十一五”计划提高 1.8 个百分点，投资领域包括公路、铁路、城市基础设施、商业和住宅建筑、港口、电力、水利设施、采矿、石油、天然气和机场等。另外印度城市化速度在加快，2001 年城市化率 27.8%，2030 将达到

40%，对比中国目前 51.7%城市化率，印度仍有很大的发展空间。经济的快速发展、基础设施建设投资的增加和城市化率的提高将带来对工程机械产品的旺盛需求。未来印度工程机械市场发展仍将呈现高速增长态势，印度本国工程机械工业实力较为薄弱，因而给国外工程机械企业带来了市场机会。政策方面，近年来为发展国内经济印度政府对于海外投资者制定了许多优惠政策，以吸引外国企业到印度进行投资。

印度钦奈是印度第四大城市，是印度最大的港口城市，区位优势明显。钦奈被称为“南印度门户”，交通方便。利用区位和交通优势本项目的产品可以方便运至东南亚、东非市场，降低进入东南亚、东非等地区市场运输成本。在此投资建设生产基地也有利于满足周边地区增量销售的需要，辐射周边国家，加大公司产品对于印度周边市场的开拓力度。

4. 工业互联网指明未来发展方向

- **徐工机械工业互联网化提升项目：**工程机械行业高速发展期已经度过，预计未来将进入相对平稳的发展期。以物联网、大数据及云计算等新一代信息技术应用为代表的互联网提升项目，正是公司实现跨越式发展和提升的重要举措。

欧美西门子、GE 等传统工业巨头均在全新技术革命的冲击下积极探索和研究，新型数字化工业生态圈正逐渐成形。GE 公司发布的 Predix 平台，每天共监测和分析来自 1 万亿美元设备资产上 1000 万个传感器发回的 5000 万条数据。基于 Predix 平台，GE 可以帮助客户将海量数据转化为准确的决策，及时、主动地确保资产安全，帮助设备更好地运行、消耗更少的燃料、更高效地部署服务，并且最大限度地减少意外停机时间。作为中国工程机械行业的领军企业，公司也迫切需要借助第四次工业革命，以企业互联网化为手段，提高公司产品的智能化水平，增加客户粘性，打造中国工程机械行业的生态圈。项目总投资 43383 万元，建设期为 36 个月。

图表 44：公司机械工业物联网体系



资料来源：公司公告，中泰证券研究所整理

六、盈利预测与估值

1. 盈利预测

- **核心假设：**宏观经济平稳复苏，行业竞争格局稳定，核心产品销量稳步提升，核心产品毛利率保持基本稳定。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 241 亿元、325 亿元、385 亿元，同比分别增长 42.6%、34.8%、18.6%；归属于母公司净利润分别为 9.83 亿元、14.52 亿元、19.94 亿元，同比分别增长 371.4%、47.7%、37.3%；对应 EPS 分别为 0.14 元、0.21 元、0.28 元。

2. 估值分析与投资建议

- **PE 估值分析：**对工程机械产业链龙头公司估值比较，徐工机械 2017-2019 年 PE 相对偏低，具有估值优势。

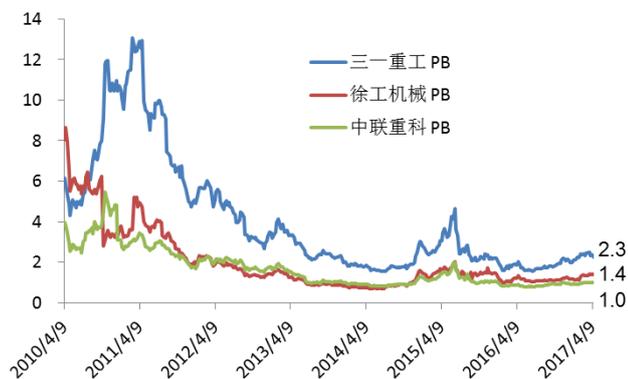
图表 45：工程机械产业链公司估值比较：徐工机械估值相对偏低

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
徐工机械	000425.SZ	3.72	0.01	0.03	0.14	0.21	0.28	515	125	27	18	13
三一重工	600031.SH	6.71	0.02	0.04	0.20	0.20	-	336	168	34	22	-
安徽合力	600761.SH	12.85	0.64	0.64	0.82	0.97	1.10	20	20	16	13	12
恒力液压	601100.SH	14.27	0.10	0.11	0.28	0.39	-	142	130	51	37	-
中联重科	000157.SH	4.45	0.01	-0.12	0.10	0.16	0.21	409	-	45	28	21
平均								284	111	35	24	15

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.04.24，除徐工机械外估值均为 wind 一致性预期，暂不考虑徐工机械本次非公开发行股份影响）

- **PB 估值分析：**横向比较来看，徐工 PB 估值略高于中联重科，远低于三一重工；纵向比较来看，徐工目前的 PB 为 1.4 倍，处于历史估值下沿。

图表 46：公司横向、纵向比较，估值均处于合理偏低的位置



资料来源：wind，中泰证券研究所整理

- 2015 年徐工集团核心骨干员工认购集合资产管理计划，用于投资公司股票，核心骨干认购劣后级份额，认购金额共计 9149 万元，

实现个人利益与公司利益的统一。

- 未来受益于工程机械行业回暖，公司作为汽车起重机龙头，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14、0.21、0.28 元，对应 PE 分别为 27x、18x、13x。基于工程机械行业复苏的持续性，我们认为公司业绩有望超预期，首次给予“买入”评级。

七、风险提示

- 宏观经济波动风险；
- 周期性行业反弹持续性风险；
- 行业内公司竞争关系变化风险；
- 主要产品销量增速低于预期风险；
- 企业经营性现金流恶化风险。

图表 47：徐工机械三张表预测

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	23,306,281	16,695,782	16,891,230	24,081,826	32,469,527	38,492,624
增长率	-17.14%	-28.4%	1.2%	42.6%	34.8%	18.6%
营业成本	-18,033,479	-13,261,892	-13,607,173	-18,699,538	-25,228,822	-29,446,857
% 销售收入	77.4%	79.4%	80.6%	77.7%	77.7%	76.5%
毛利	5,272,802	3,433,889	3,284,057	5,382,288	7,240,704	9,045,767
% 销售收入	22.6%	20.6%	19.4%	22.4%	22.3%	23.5%
营业税金及附加	-110,970	-127,023	-87,915	-142,083	-191,570	-227,106
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,639,672	-1,219,736	-1,277,479	-1,743,524	-2,350,794	-2,786,866
% 销售收入	7.0%	7.3%	7.6%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,874,816	-1,483,506	-1,502,501	-2,143,283	-2,889,788	-3,425,844
% 销售收入	8.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	1,647,344	603,625	416,162	1,353,399	1,808,553	2,605,951
% 销售收入	7.1%	3.6%	2.5%	5.6%	5.6%	6.8%
财务费用	-610,518	-1,058,215	54,832	-110,736	-129,623	-138,073
% 销售收入	2.6%	6.3%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-622,485	-544,033	-550,897	-572,472	-572,472	-572,472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36,925	862,234	199,059	366,073	475,788	346,973
% 税前利润	6.8%	148.0%	83.0%	31.2%	27.5%	14.8%
营业利润	451,266	-136,389	119,156	1,036,263	1,582,246	2,242,379
营业利润率	1.9%	-0.8%	0.7%	4.3%	4.9%	5.8%
营业外收支	92,009	194,570	120,735	136,771	150,359	135,622
税前利润	543,274	58,180	239,892	1,172,034	1,732,605	2,378,001
利润率	2.3%	0.3%	1.4%	4.9%	5.3%	6.2%
所得税	-136,353	-110,737	-23,301	-147,676	-218,308	-299,628
所得税率	25.1%	190.3%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	-6,380	-109,230	8,007	41,021	62,348	84,401
归属于母公司的净利润	413,302	56,673	208,583	983,337	1,451,949	1,993,972
净利润率	1.8%	0.3%	1.2%	4.1%	4.5%	5.2%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	0	0	0	41,021	62,348	84,401
非现金支出	1,356,404	1,345,803	1,316,639	1,532,952	1,812,088	2,104,114
非经营收益	493,371	-249,748	185,962	-391,108	-496,524	-344,522
营运资金变动	-1,519,029	-932,925	526,148	-4,655,960	-7,564,505	-6,587,905
经营活动现金净流	737,668	110,574	2,245,340	-2,448,736	-4,672,298	-2,665,539
资本开支	816,873	253,278	382,545	2,056,808	2,550,851	2,665,125
投资	-483,000	-1,627,587	-1,312,910	-1,141,166	-1,141,166	-1,141,166
其他	428,831	123,207	355,421	366,073	475,788	346,973
投资活动现金净流	-871,042	-1,757,658	-1,340,035	-2,831,901	-3,216,228	-3,459,317
股权募资	1,519	12,390	200	0	0	0
债权募资	-779,316	2,437,610	-153,822	2,078,751	7,246,416	5,471,333
其他	-1,099,534	-826,061	-565,548	-118,156	-234,739	-138,073
筹资活动现金净流	-1,877,331	1,623,939	-719,171	1,960,596	7,011,678	5,333,260
现金净流量	-2,010,705	-23,146	186,135	-3,320,042	-876,848	-791,597

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158,102	4,999,501	4,936,480	4,886,284	4,820,183	4,792,749
应收款项	22,556,802	21,616,050	18,481,347	26,402,259	37,062,408	45,423,933
存货	7,714,323	5,748,110	6,643,725	7,500,308	10,250,505	12,391,883
其他流动资产	1,110,079	415,547	430,495	683,407	904,514	1,064,720
流动资产	36,539,306	32,779,208	30,492,047	39,472,258	53,037,610	63,673,285
% 总资产	74.8%	76.8%	69.3%	72.8%	76.6%	78.5%
长期投资	1,022,718	1,848,830	3,517,166	3,517,166	3,517,166	3,517,166
固定资产	8,581,254	6,213,009	7,655,910	9,025,130	10,464,313	11,750,318
% 总资产	17.6%	14.5%	17.4%	16.7%	15.1%	14.5%
无形资产	2,196,777	1,509,348	1,881,168	1,744,047	1,766,458	1,749,557
非流动资产	12,311,232	9,928,736	13,485,007	14,717,106	16,178,699	17,447,804
% 总资产	25.2%	23.2%	30.7%	27.2%	23.4%	21.5%
资产总计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089
短期借款	5,175,856	9,078,435	7,802,844	9,881,595	17,128,012	22,599,345
应付款项	14,215,932	9,961,320	11,457,072	15,759,196	21,734,784	25,746,736
其他流动负债	371,257	214,551	269,339	439,358	425,602	488,854
流动资产	19,763,045	19,254,307	19,529,255	26,080,149	39,288,398	48,834,935
长期贷款	3,048,348	1,349,418	969,921	969,921	969,921	969,921
其他长期负债	5,600,185	1,500,082	2,996,296	5,738,469	6,042,870	6,322,740
负债	28,411,578	22,103,807	23,495,471	32,788,539	46,301,189	56,127,596
普通股股东权益	20,118,935	20,591,291	20,457,846	21,336,067	22,788,016	24,781,988
少数股东权益	320,024	12,846	23,736	64,757	127,105	211,506
负债股东权益合计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.008	0.030	0.140	0.207	0.285
每股净资产 (元)	9.100	2.907	2.919	3.045	3.252	3.536
每股经营现金净流 (元)	0.334	0.016	0.320	-0.355	-0.676	-0.392
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.015	0.015	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.05%	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
总资产收益率	0.85%	0.13%	0.47%	1.91%	2.19%	2.56%
投入资本收益率	4.40%	-2.12%	1.58%	4.41%	4.43%	5.27%
增长率						
营业总收入增长率	-17.14%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
EBIT 增长率	-43.57%	-63.36%	-31.06%	225.21%	33.63%	44.09%
净利润增长率	-74.20%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
总资产增长率	-5.01%	-12.57%	2.97%	23.22%	27.73%	17.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	322.9	416.1	361.3	320.0	335.0	348.0
存货周转天数	158.2	185.3	166.2	146.4	148.3	153.6
应付账款周转天数	159.7	168.8	141.3	148.1	152.3	153.9
固定资产周转天数	113.1	155.4	146.7	127.4	113.5	111.0
偿债能力						
净负债/股东权益	42.25%	33.61%	33.32%	41.83%	70.98%	87.08%
EBIT 利息保障倍数	2.7	0.6	-7.6	12.2	14.0	18.9
资产负债率	58.16%	51.76%	53.43%	58.40%	65.37%	67.87%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。