

**徐工机械(000425)/专用设备**
**一带一路：徐工印尼公司开业，对印尼出口连续两年翻倍增长**
**评级：买入(维持)**

市场价格：3.59

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.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

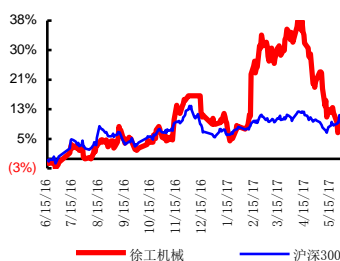
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.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)	3.59
市值(百万元)	25,158
流通市值(百万元)	25,107

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《徐工机械(000425)：一带一路：徐工1-4月出口2.9亿美元，翻倍增长》-2017.6.11
- 《徐工机械(000425)深度：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》-2017.04.25
- 《工程机械：汽车起重机-继挖掘机之后，销量有望超预期》-2017.03.14
- 《工程机械：挖机销量引领，持续性有望超市场预期》-2017.3.12

**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	1,999.9
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	25	17	13
PEG	—	0.42	0.15	0.41	0.50
P/B	1.46	1.16	1.26	1.19	1.09

备注：

**投资要点**

- **事件：2017年5月30日，徐工印度尼西亚公司正式开业。**

印尼是徐工集团国际化的重要海外市场，近两年徐工对印尼的出口增速连年超过100%。徐工多项产品的印尼市场占有率已牢牢占据印尼中国品牌第一位。

徐工印尼公司的建立，将促进徐工品牌在印尼可持续发展，并为徐工品牌辐射整个亚太区打下坚实的基础。

- **受益“一带一路”，徐工集团1-4月出口达2.9亿美元，同比翻番增长。**其中在“一带一路”国家的出口金额占徐工集团出口的75%。
- **新总裁上任，管理层顺利交接：**公司董事会于2017年4月8日收到公司总裁王民先生、副总裁杨东升先生的辞职报告；王民先生仍担任公司董事长。公司董事会聘任陆川先生为公司总裁。

- **背靠徐工集团，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。

- **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25x、17x、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，维持“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、徐工印度尼西亚公司正式开业，立足印尼，辐射亚太.....	3
二、徐工集团 1-4 月出口达 2.9 亿美元，同比翻倍增长.....	3
(1) 欧洲市场取得突破，1-4 月公司出口达 2.9 亿美元，同比增长 97%..	3
(2) 受益一带一路，海外出口有望继续提升.....	4
三、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定.....	4
(1) 因公司发展战略及工作调整，原总裁王民先生辞职、仍担任董事长..	5
(2) 新任总裁陆川先生上任，实现公司管理层顺利交接.....	5
四、审议通过《非公开发行预案修订案》，非公开发行进展顺利.....	6
五、一季度业绩大幅增长，汽车起重机销量持续性有望超预期.....	6
(1) 2017 年一季度公司业绩大幅增长，依靠汽车起重机产品的销量增加..	6
(2) 2017 年一季度国内汽车起重机总销量 3814 台，同比增长 101.7%..	6
(3) 徐工为汽车起重机龙头，充分享受销量的快速增长.....	7
六、徐工机械：国内工程机械领军企业，徐工集团支持力度大.....	7
(1) 公司背靠徐工集团：国资委持股比例最大的上市工程机械公司之一..	7
(2) 集团挖掘机业务尚在上市公司之外，业绩有望大幅增长.....	7
(3) 核心骨干持股，激励机制较好.....	9
七、徐工机械：汽车起重机龙头，业绩弹性大.....	9
(1) 公司业绩 2016 年三季度开始企稳回升，持续性有望超预期.....	9
(2) 公司汽车起重机销售大幅增长，带动公司业绩大幅增长.....	10
(3) 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率.....	11
(4) 盈利能力改善明显，现金造血功能恢复迅速.....	12
(5) 主动处置财务负担加速公司业绩复苏.....	13
八、徐工机械：定增促进转型升级，布局高端市场.....	13
九、盈利预测和投资建议.....	14
十、风险提示.....	14

## 一、徐工印度尼西亚公司正式开业，立足中国，辐射亚太

- **事件：**2017年5月30日，徐工印度尼西亚公司正式开业。
- **背景：**印度尼西亚是东南亚最大的经济体、东盟的创始国之一及G20成员国，对于东南亚地区的政治和经济都起着举足轻重的作用，加上其显著的战略位置，是沟通亚洲、大洋洲、太平洋和印度洋的交通枢纽，是国家“一带一路”的重要一环。
- **印度尼西亚是徐工集团国际化的重要海外市场：**近两年徐工对印尼的出口金额连续以超过100%的速度猛增，截至2016年底，徐工品牌在印尼市场的装载机、起重机、旋挖钻机、塔机、隧道掘进机等产品市场占有率已牢牢占据印尼中国品牌第一位。
- **徐工在印尼参与过多个大型工程项目：**徐工进入印尼市场已有25年，自从进入印尼市场以来，徐工积极参与当地公路、铁路、电力、机场、商业等工程与基础设施建设，代表项目有印尼第一高楼项目INDONESIA-ONE、印尼迄今为止最大规模火电站爪哇7号2×1050MW燃煤发电项目、印尼加蒂格迪大坝的隧道建设、雅万铁路开工仪式等。

**图表 1：印尼迄今为止最大规模火电站爪哇7号2×1050MW燃煤发电项目施工现场**



来源：公司网站，中泰证券研究所

- **意义：**徐工印尼公司的建立，将携手经销商，为印尼客户提供更加完善的一站式体验，扶持经销商良性成长，促进徐工品牌在印尼可持续发展，并为徐工品牌辐射整个亚太区打下坚实的基础。

## 二、徐工集团1-4月出口达2.9亿美元，同比翻倍增长

(1) 欧洲市场取得突破，1-4月公司出口达2.9亿美元，同比增长97%

- **事件：**徐工集团在欧洲市场取得突破，今年1-4月份公司出口额达2.9亿美元，同比增长97%。其中“一带一路”国家的出口金额占徐工集团出口的75%。

**图表 2：徐工波兰工厂位置**


来源：公司官网，中泰证券研究所

- **欧洲波兰工厂辐射中东欧，“一带一路”战略地位显著：**波兰在中东欧战略地位显著，是“一带一路”连通欧洲经济圈的门户和桥头堡。徐工集团 2004 年进入波兰市场，2010 年在波兰建立合资工厂，负责产品本地化研发、改装与装配，同时提供售后服务、备件配套等服务，同时辐射中东欧地区。近年，徐工在波兰销售的产品品种不断增加，市场占有率在中资品牌中遥遥领先，其中装载机、压路机、平地机等产品在中资品牌中占有率达 50% 以上。
- **集团公司远期发展战略：**未来的几年、十几年甚至更长时间，集团将集中资金、精力、人力，投向一带一路和国际化，重点的措施包括收购兼并、建设网点、建设基地。

## (2) 受益一带一路，海外出口有望继续提升

- **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。
- **出口有望持续提升：**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。

## 三、新总裁上任，公司管理层顺利交接，经营保持稳定

**(1) 因公司发展战略及工作调整，原总裁王民先生辞职、仍担任董事长**

- 公司董事会 2017 年 4 月 8 号收到总裁王民先生、副总裁杨东升先生的辞职报告，辞职报告自送达董事会之日生效。
- 王民先生辞去公司总裁职务后，继续担任公司董事长、党委书记、董事会战略委员会主任委员、董事会提名委员会委员及公司部分下属子公司董事长职务。
- 因工作调整，杨东升先生将担任徐州工程机械集团有限公司、徐工集团工程机械有限公司总经理、董事职务，故申请辞去所任公司副总裁职务。杨东升先生辞去公司副总裁职务后，继续担任公司部分下属子公司董事长职务。

**(2) 新任总裁陆川先生上任，实现公司管理层顺利交接**

- 2017 年 4 月 10 日，经公司董事长王民先生提名，公司董事会聘任陆川先生为公司总裁。
- 陆川先生，男，1985 年 12 月加入中国共产党，硕士研究生学历，硕士学位，教授级高级会计师、高级经济师、工程师。历任徐工集团工程机械股份有限公司副总裁、董事、党委委员等职务。

**图表 3：公司总裁陆川先生教育背景**

学习期间	学校	专业	学历/学位
1984.07-1988.07	东南大学	金属材料及热处理	本科/学士
1995.09-1999.04	清华大学	工商管理	研究生/硕士

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：公司总裁陆川先生工作经历**

工作期间	工作单位	职位	工作内容
1988.07-1995.09	江苏省机电研究所	技术员、工程师	技术管理
1999.05-2000.03	起重机械分公司	总经理助理兼财务审计部部长	企业管理
2000.03-2002.06	起重机械分公司	总会计师	企业管理
2002.06-2004.12	徐州工程机械集团有限公司	监事	企业管理
	徐工集团工程机械有限公司	监事	
	起重机械分公司	总会计师	
2004.12-2009.11	徐州工程机械集团有限公司	监事	企业管理
	徐工集团工程机械有限公司	监事	
	徐州重型机械有限公司	总会计师、董事	
2009.11-2009.12	徐工集团工程机械股份有限公司建设机械分公司	总经理	企业管理
	徐州重型机械有限公司	董事	
2009.12-2011.08	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁	企业管理
	徐州重型机械有限公司	董事	
	徐工集团工程机械股份有限公司建设机械分公司	总经理、党委书记	
2011.08-2012.07	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁	企业管理
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委副书记、董事	

2012.07-2013.05	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁	企业管理
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委副书记、董事	
	徐州建机工程机械有限公司	董事长	
2013.06-2014.12	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁、董事	企业管理
	徐工起重机械事业部	总经理、党委书记	
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委书记、董事	
	徐州建机工程机械有限公司	董事长	
2014.12-2015.02	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁、董事、党委委员	企业管理
	徐工起重机械事业部	总经理、党委书记	
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委书记、董事	
	徐州建机工程机械有限公司	董事长	
2015.02-2016.01	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁、董事、党委委员	企业管理
	徐工起重机械事业部	总经理、党委书记	
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委书记、董事	
	徐州建机工程机械有限公司	董事长	
2016.01-至今	徐州徐工液压件有限公司	董事长	企业管理
	徐工集团工程机械股份有限公司	副总裁、董事、党委委员	
	徐工起重机械事业部	总经理、党委书记	
	徐州重型机械有限公司	总经理、党委书记、董事	
	徐州建机工程机械有限公司	董事长	
	徐州徐工液压件有限公司	董事长	
	徐工消防安全装备有限公司	董事长	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司管理层实现顺利交接，有利于公司新领导班子的建设，企业法人治理结构的完善，更有助于推动公司“十三五”及“珠峰登顶”战略目标的实现。

#### 四、审议通过《非公开发行预案修订案》，非公开发行进展顺利

- 2017年5月6日公司审议通过了《非公开发行预案（修订稿）的议案》，本次修订主要对本次非公开发行募集资金投资项目智能化地下空间施工装备制造项目、智能化物流装备制造项目及智能化压缩站项目的实施地点和项目投资总额等相关内容进行了调整，未改变募集资金的投资方向和各项目拟投资募集资金金额。
- 《非公开发行预案（修订稿）的议案》的顺利通过表明公司非公开发行进展顺利，有望成功通过定增来促进转型升级，布局高端市场。

#### 五、一季度业绩大幅增长，汽车起重机销量持续性有望超预期

##### (1) 2017年一季度公司业绩大幅增长，依靠汽车起重机产品的销量增加

- 公司2017年一季度营收60亿，同比增长72.47%；实现归母净利润2.01亿，同比增长18倍。

##### (2) 2017年一季度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年一季度，国内汽车起重机总销量3814台，同比增长101.7%。

### (3) 徐工为汽车起重机龙头，充分享受销量的快速增长

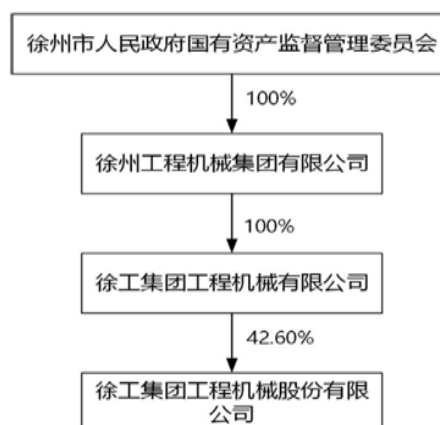
- 国产品牌中，汽车起重机3月份徐工销量770台，同比增长84.2%。2017年一季度徐工销量1855台，占市场份额的48.3%，居行业第一位。中联重科销量779台，占市场第二位，三一重工占销量747台，占市场第三位。徐工、中联和三一的汽车起重机市占率总和近90%。

## 六、徐工机械：国内工程机械领军企业，徐工集团支持力度大

### (1) 公司背靠徐工集团：国资委持股比例最大的上市工程机械公司之一

- 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 5：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。

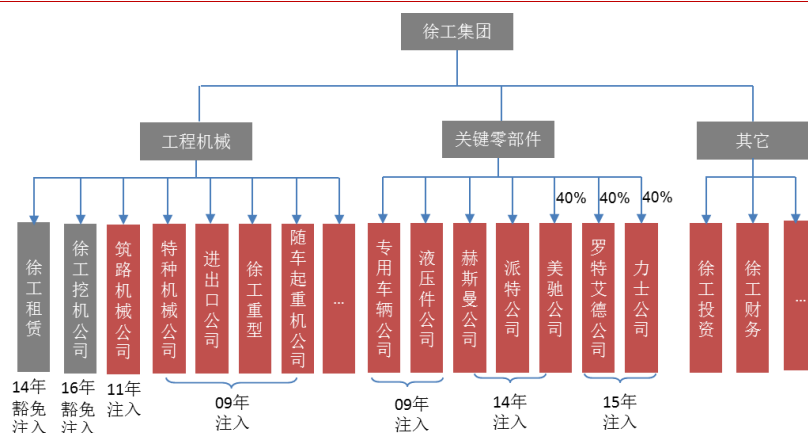
### (2) 集团挖掘机业务尚在上市公司之外，业绩有望大幅增长

- **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 6：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 7：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

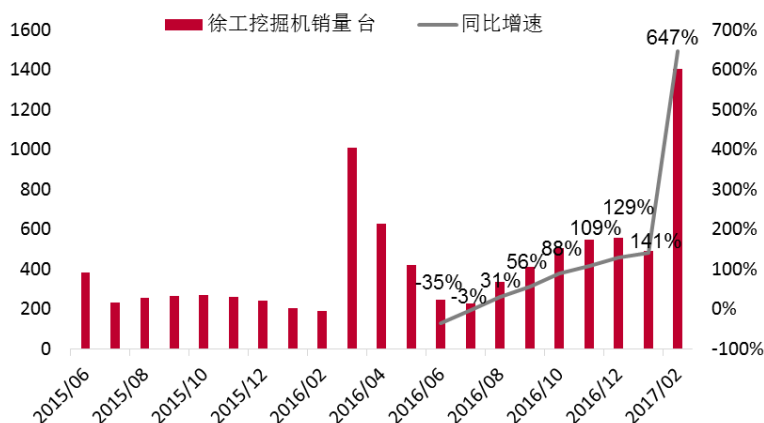
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **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 8：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

### (3) 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。

## 七、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

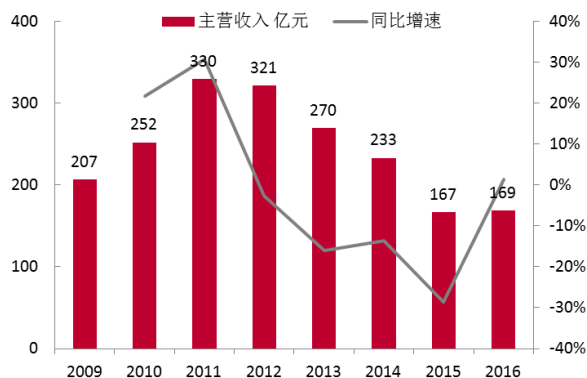
- 2011 年公司业绩达到顶峰，主营业务收入和归母净利润分别达 330 亿元、34 亿元。近 5 年受宏观经济增速回落、固定资产投资持续放缓的影响，工程机械产品市场需求不振，国内工程机械行业连续下滑和调整，2015 年公司营收只达巅峰时期的一半。去年三季度开始公司业绩出现反弹迹象，2016 年全年公司实现营收 168.9 亿元，同比增长 1.17%，止跌回升；实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 268.05%。

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。

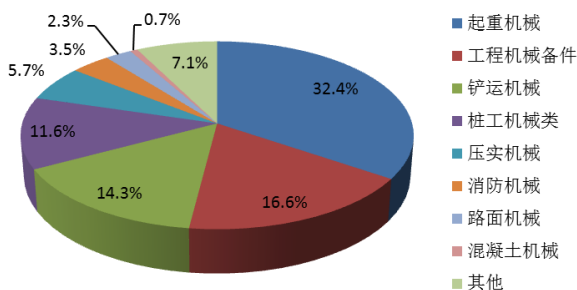
图表 9：公司 2016 年主营收入止跌企稳

图表 10：2016 年归母净利润触底反弹，增速达 268%



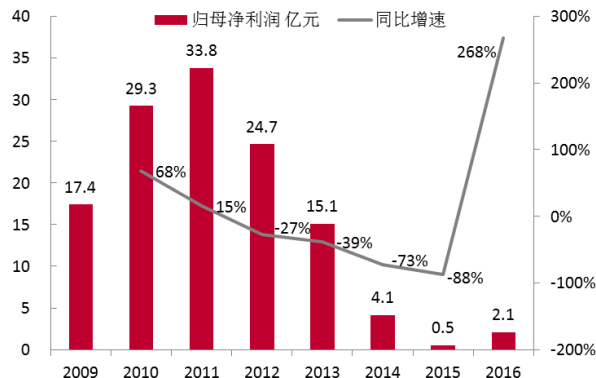
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：公司主营产品中起重机械营收占比最大



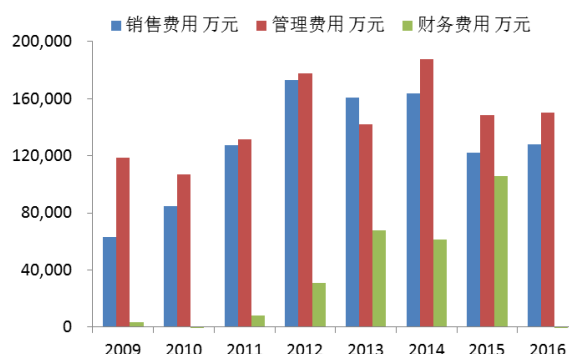
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13：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 12：公司 2016 年财务费用大幅降低



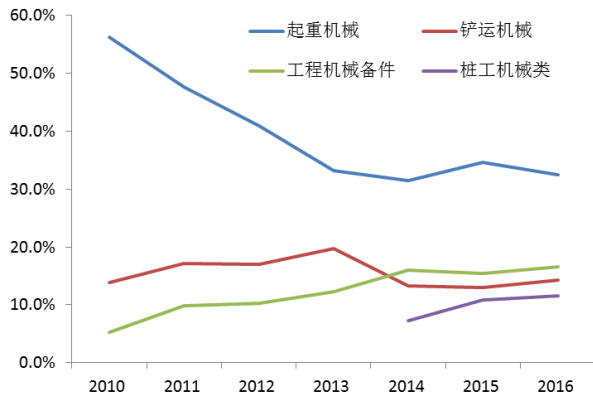
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14：公司起重机械产品毛利率稳中有升

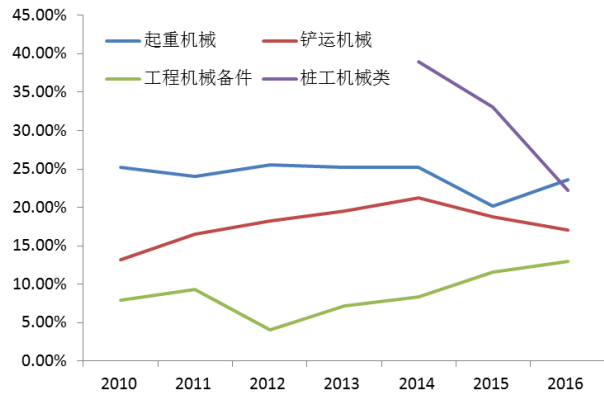
## (2) 公司汽车起重机销售大幅增长，带动公司业绩大幅增长

- 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，其毛利率经调整后又达到平稳的水平。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

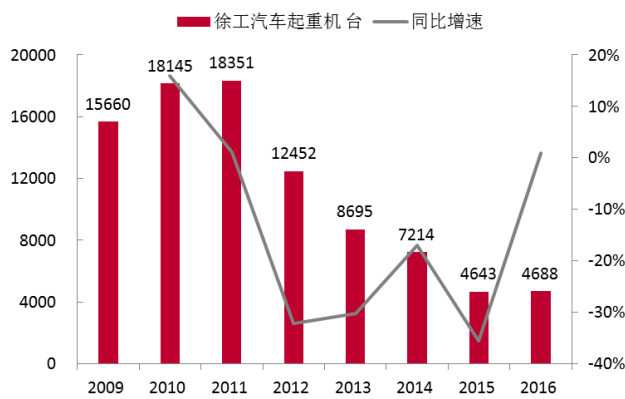


来源：公司公告，中泰证券研究所



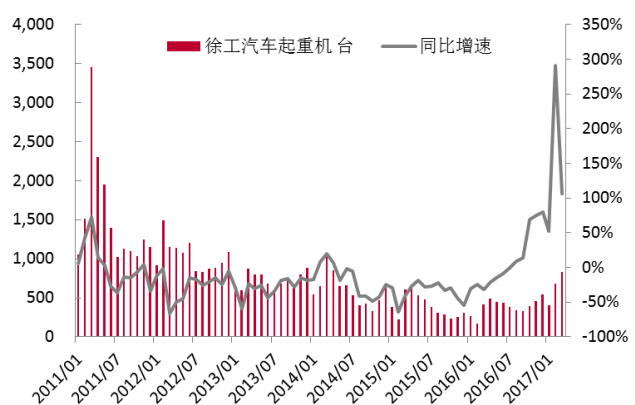
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 15：公司 16 年汽车起重机销量止跌回升



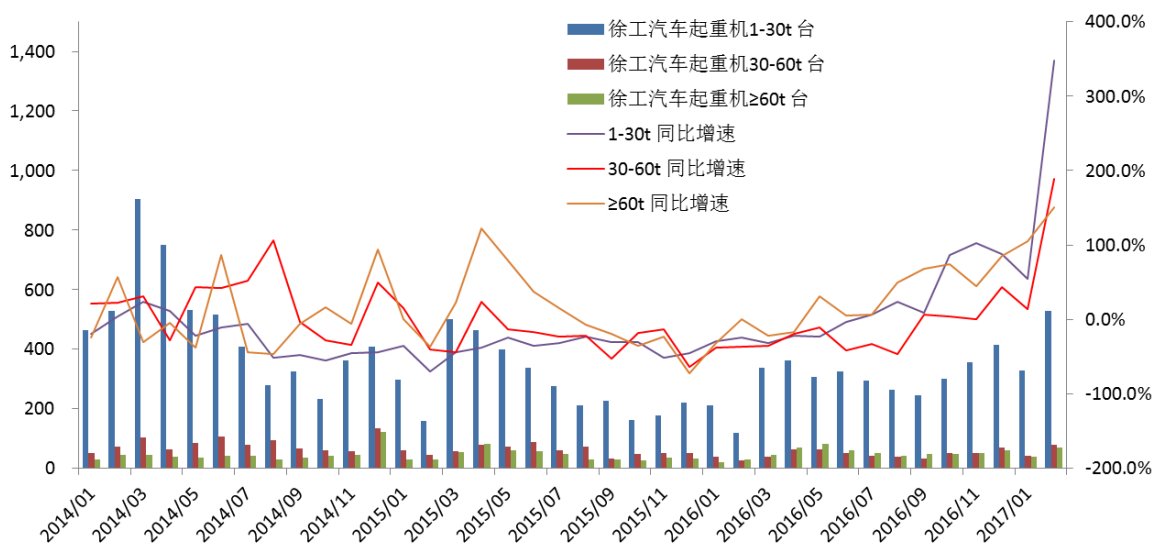
来源：wind，中泰证券研究所

图表 16：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 17：公司 30 吨以下汽车起重机产品的销量增长最为突出

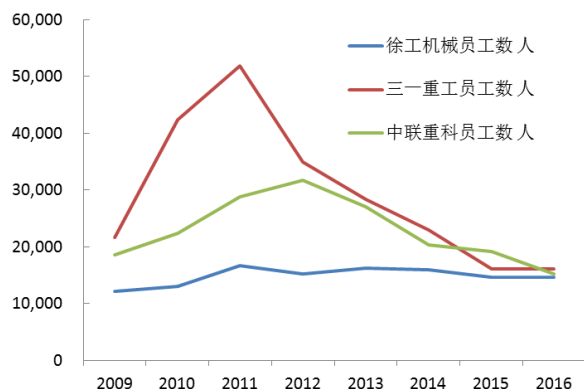


来源：wind，中泰证券研究所

(3) 人员及供应链优势助推公司提升市场占有率

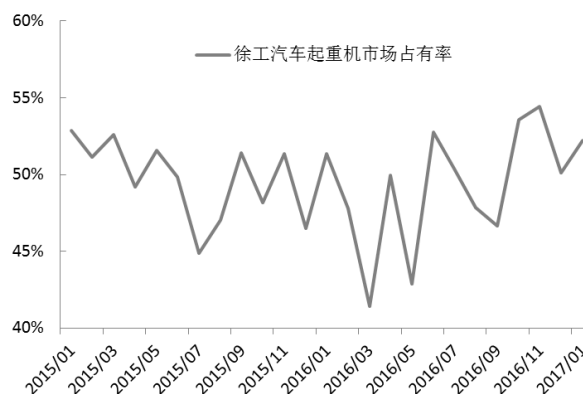
- 作为国企，徐工机械在人员裁减方面较为谨慎，相比同行近几年人员削减数量较少，因此在行业需求急剧增加的情况下，徐工拥有最为充足的人员配置，短期内其市场占有率有望持续提升。

图表 18: 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 19: 徐工机械汽车起重机市场占有率逐渐回升

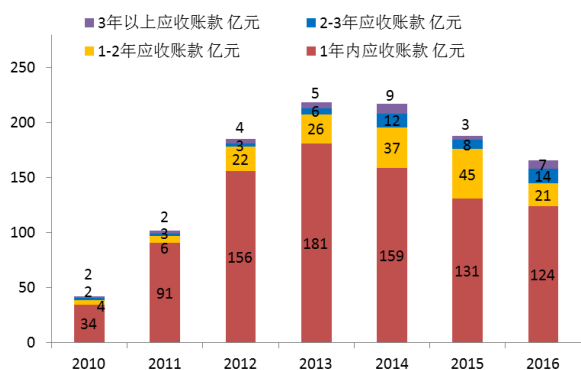


来源: wind, 中泰证券研究所

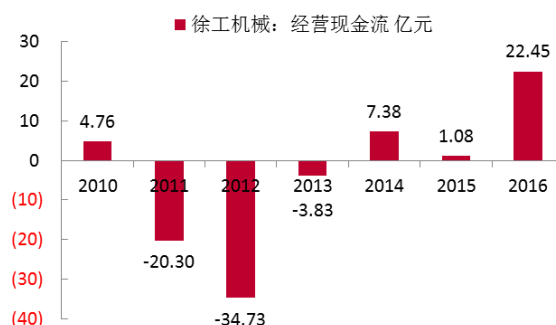
- 公司拥有专业化主机生产体系和核心零部件研发制造能力，生产范围涵盖 9 个产品类别的 80 余种不同产品类型，产品技术含量高，进入壁垒高，市场占有率高，大部分产品类别均包含多个产品系列，可满足不同客户的需求。
- 2017 年徐工机械核心技术产品研发取得重大突破，关键重大零部件全面突破走向市场。公司新增有效授权专利 1038 项、新增发明专利 307 项；多路阀通过工业化考核批量配套；行走减速机完成开发及试验；新型电控箱加快技术升级，稳步推进产业化配套；360 吨矿用挖掘机油缸在澳大利亚实现无故障运行 8000 小时，标志着这一液压核心零部件已跻身世界最顶尖产品行列，受到澳大利亚矿山用户的青睐；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 20: 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 21: 公司 2016 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 22: 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

## 八、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。
- 2017 年 5 月 6 日《非公开发行预案 (修订稿) 的议案》顺利通过:** 表明公司非公开发行进展顺利, 有望成功通过定增来促进转型升级, 布局

高端市场。

## 九、盈利预测和投资建议

- **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。
- 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 25x、17x、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，维持“买入”评级。

## 十、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 23：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	1,363,399	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
% 投资收益	6.8%	1482.0%	83.0%	31.2%	27.5%	14.6%
营业利润	451,266	-136,389	119,156	1,036,263	1,502,246	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	1,652,605	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%	76.4%	78.9%
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
流动负债	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。