

2017年07月10日

徐工机械 (000425.SZ)

公司快报

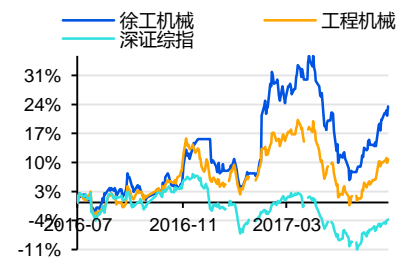
机械 | 工程机械 III

投资评级	买入-A(维持)
6个月目标价	5.24元
股价(2017-07-09)	3.95元

交易数据

总市值(百万元)	26,979.75
流通市值(百万元)	26,925.23
总股本(百万股)	7,007.73
流通股本(百万股)	6,993.57
12个月价格区间	3.05/4.40元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.35	-2.72	24.07
绝对收益	10.63	-8.15	19.39

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20655610

报告联系人

王志杰
 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20655680

相关报告

徐工机械：行业回暖加速报表修复，国际化布局迈向新高度 2017-03-30

徐工机械：行业回暖，排头兵再起航 2017-03-13

徐工机械：定增加码主业，助力公司产业升级 2016-12-16

投资要点

事件：6月份工程机械行业继续超预期运行，根据工程机械协会公布的最新数据显示，6月挖掘机销量8933台，同比增长100.8%，1-6月累计销量为75068台，同比增长100.5%。1-6月累计销量已经超越了2016年全年销量水平，销量数据仍然保持非常高的景气度。

◆ **依托国内外大基建和更新需求释放等多因素叠加,推动土方机械持续强劲复苏,汽车起重机业务产销两旺**：2017年以来，中国公路投资维持高速增长，1-5月公路累计投资6491亿元，增速达32.7%，整个国内基建投入有望继续保持两位数增速。“十三五”期间，2016年是全国各地基建项目签约年，2017年则是落地开工年，PPP项目落地率持续上升由2016年初的19.6%上升至2017年一季度末的34.5%，仅落地项目金额已达到2.8万亿元，基建项目迎来开工高峰期。一带一路战略推进，更多国外基建项目落地，2016年国内企业对外承接项目2440亿美元，同比增幅16%。排放标准的提升和以挖掘机为代表的工程机械进入更新周期，行业估计2017年工程机械700多万台的市场保有量中，将有约240万台老旧设备被逐渐淘汰。以上多因素共振，直接促使工程机械企业在2016年下半年就出现了回暖的势头，2017年上半年土方机械保持强劲复苏，虽然增速下半年因为基数原因会放缓，但行业复苏推动力依然强劲，行业发展趋势未变，2017年产销两旺的势头有望贯穿全年。公司挖掘机业务尚在集团培育阶段，现已稳居挖机第一集团，伴随盈利能力的提升，挖机业务未来注入上市公司可期。公司起重机业务相对供不应求，市占率呈稳步提升的态势，其他桩工设备、路面设备、铲运设备、消防设备等产品也受益明显，产销两旺。

◆ **紧跟国家一带一路布局,汽车起重机业务持续景气**：国家战略一带一路快速推进和全球经济复苏，大型基建公司海外订单继续快速增长，为工程机械一带一路出口带来机会。1-5月徐工集团出口超24亿元，同比增长94.18%，继续保持中国工程机械出口第一位。汽车起重机开机时间稳步提高，市占率保持50%以上，持续性有望超预期。

◆ **核心骨干持股,业绩转入上升通道**：核心骨干2.77亿元认购资管计划间接持有公司股票，建仓均价5.07元，有利于实现个人利益与公司利益的统一。2016年应收账款下降26亿元，降幅约为15%，2016年公司经营性现金流净额为22.45亿元，同比增长19倍，现金流逐季度稳定向好。2017年一季度实现营业收入59.98亿元，同比增长72.47%，应收账款仅增加4%，经营性现金净流入6.92亿元，同比增长1463%，归属于母公司所有者的净利润2.02亿，同比增长1810%，汽车起重机现有资源下产能效率达到90%以上，经营质量显著提高，业绩转入上升通道。

◆ **投资建议**：我们预测2017-2019年营业收入分别为205亿元、242亿元和279亿元，净利润分别为9.27亿元、14.77亿元、19.17亿元，每股收益分别为0.13元、0.21元、0.27元，维持“买入-A”评级，6个月目标价为5.24元，相当于2017年40倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：基建投资增速低于预期，原材料价格剧烈波动，行业竞争状况恶化。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5
同比增长(%)	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业利润(百万元)	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7
同比增长(%)	-131.5%	-183.8%	701.4%	69.1%	33.1%
净利润(百万元)	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0
同比增长(%)	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
PE	574.8	139.4	31.4	19.7	15.2
PB	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5	年增长率					
减:营业成本	13,242.9	13,607.2	16,012.4	18,826.0	21,576.1	营业收入增长率	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业税费	126.8	87.9	113.0	125.8	139.5	营业利润增长率	-131.5	-183.8	701.4%	69.1%	33.1%
销售费用	1,218.7	1,277.5	1,458.6	1,645.4	1,841.4	净利润增长率	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
管理费用	1,471.5	1,502.5	1,746.2	1,742.2	1,869.3	EBITDA 增长率	-4.3%	-51.9%	100.4%	42.0%	25.0%
财务费用	1,058.4	-54.8	8.7	42.8	94.4	EBIT 增长率	-13.7%	-93.0%	1398.0	72.1%	35.4%
资产减值损失	544.0	550.9	450.0	350.0	300.0	NOPLAT 增长率	-256.1	-104.7	1326.8	74.1%	36.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.2%	-7.6%	9.8%	4.9%	12.1%
投资和汇兑收益	862.2	199.1	200.0	150.0	70.0	净资产增长率	0.8%	-0.6%	-1.7%	7.7%	8.9%
营业利润	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7	盈利能力					
加:营业外净收支	188.5	120.7	180.2	210.1	231.7	毛利率	20.5%	19.4%	22.1%	22.2%	22.7%
利润总额	46.3	239.9	1,135.0	1,825.2	2,381.4	营业利润率	-0.9%	0.7%	4.6%	6.7%	7.7%
减:所得税	108.9	23.3	158.9	237.3	297.7	净利润率	0.3%	1.2%	4.5%	6.1%	6.9%
净利润	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0	EBITDA/营业收入	10.3%	4.9%	8.1%	9.7%	10.5%
						EBIT/营业收入	5.5%	0.4%	4.7%	6.9%	8.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.8%	53.4%	59.6%	60.0%	61.1%
货币资金	4,999.5	4,936.5	6,163.1	7,259.2	8,370.1	负债权益比	107.3%	114.7%	147.5%	150.3%	157.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.70	1.56	1.60	1.62	1.77
应收帐款	19,516.4	15,895.4	20,626.9	21,718.4	27,107.3	速动比率	1.40	1.22	1.27	1.25	1.42
应收票据	2,005.1	2,576.3	2,126.1	3,863.2	3,090.0	利息保障倍数	0.87	-1.17	110.96	38.78	23.78
预付帐款	392.4	308.1	1,346.0	337.3	1,419.0	营运能力					
存货	5,748.1	6,643.7	7,922.4	9,880.4	10,012.8	固定资产周转天数	154	145	127	99	78
其他流动资产	117.8	132.1	83.3	111.0	108.8	流动营业资本周转天数	372	335	269	266	270
可供出售金融资产	1,021.0	2,671.0	1,458.4	1,716.8	1,948.7	流动资产周转天数	749	674	602	606	602
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	433	377	320	315	315
长期股权投资	827.8	846.1	846.1	846.1	846.1	存货周转天数	145	132	128	132	128
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	989	924	822	774	742
固定资产	6,027.7	7,547.0	6,932.4	6,317.8	5,703.2	投资资本周转天数	584	536	444	404	381
在建工程	185.3	108.9	108.9	108.9	108.9	费用率					
无形资产	1,497.6	1,820.5	1,744.9	1,669.2	1,593.6	销售费用率	7.3%	7.6%	7.1%	6.8%	6.6%
其他非流动资产	369.3	491.4	460.6	433.2	449.7	管理费用率	8.8%	8.9%	8.5%	7.2%	6.7%
资产总额	42,707.9	43,977.1	49,819.1	54,261.6	60,758.3	财务费用率	6.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
短期债务	4,533.0	4,417.5	5,506.1	5,860.6	6,005.7	三费/营业收入	22.5%	16.1%	15.6%	14.2%	13.6%
应付帐款	6,180.9	6,892.4	10,594.8	9,983.3	12,642.4	投资回报率					
应付票据	3,391.1	3,853.7	3,706.3	5,806.1	5,052.6	ROE	0.2%	1.0%	4.6%	6.9%	8.2%
其他流动负债	5,149.3	4,365.8	4,180.4	4,977.9	4,576.4	ROA	-0.1%	0.5%	2.0%	2.9%	3.4%
长期借款	1,349.4	969.9	2,335.7	3,331.8	5,873.5	ROIC	-4.5%	0.2%	3.4%	5.4%	7.1%
其他非流动负债	1,500.1	2,996.3	3,365.5	2,620.6	2,994.1	分红指标					
负债总额	22,103.8	23,495.5	29,688.8	32,580.3	37,144.8	DPS(元)	-	0.02	0.02	0.04	0.05
少数股东权益	12.8	23.7	72.5	183.7	350.4	分红比率	0.0%	50.4%	15.0%	20.0%	20.0%
股本	7,084.3	7,007.7	7,007.7	7,007.7	7,007.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	1.0%	1.3%
留存收益	13,408.2	13,474.5	13,050.0	14,489.9	16,255.4						
股东权益	20,604.1	20,481.6	20,130.3	21,681.3	23,613.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
现金流量表						BVPS(元)	2.94	2.92	2.86	3.07	3.32
净利润	-62.7	216.6	927.3	1,476.7	1,917.0	PE(X)	574.8	139.4	31.4	19.7	15.2
加:折旧和摊销	801.7	765.7	690.2	690.2	690.2	PB(X)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
资产减值准备	544.0	550.9	-	-	-	P/FCF	-341.3	14.3	23.0	23.2	21.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.7	1.7	1.4	1.2	1.0
财务费用	709.2	470.0	8.7	42.8	94.4	EV/EBITDA	20.4	39.7	21.5	15.1	12.6
投资损失	-862.2	-199.1	-200.0	-150.0	-70.0	CAGR(%)	-393.7	112.7%	33.9%	-393.7	112.7%
少数股东损益	-113.3	8.0	48.8	111.2	166.7	PEG	-1.5	1.2	0.9	-0.1	0.1
营运资金的变动	-1,074.6	459.5	-3,026.8	-1,962.5	-4,067.2	ROIC/WACC	-0.6	0.0	0.4	0.7	0.9
经营活动产生现金流量	107.7	2,245.3	-1,551.8	208.4	-1,268.8						
投资活动产生现金流量	-1,752.0	-1,340.0	1,412.7	-108.5	-161.9						
融资活动产生现金流量	1,670.3	-701.3	1,365.7	996.1	2,541.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn