

徐工机械 (000425) \机械设备

——龙头增速显著高于行业，国际化进一步加快

事件：

公司发布2017年半年度业绩预告，公司上半年归母净利润预计达5.00亿-6.00亿元，同比增长293.66%-372.39%，中值增长333.03%，去年同期盈利1.27亿元。

投资要点：

► **业绩大幅增长，超出预期，上半年工程机械板块持续强势。**工程机械行业2016年下半年以来迎来了强劲复苏，2017年上半年延续强势。以挖掘机为例，2017年1月-5月全国26家主要生产厂家累计销售66136台，同比大幅增长100.5%。而此次起重机等装备复苏稍滞后于挖掘机，2017年开始大幅增长，2017年1-5月，全国汽车起重机累计销售7418台，同比增长88.8%，公司汽车起重机销售约3700台，同比增长超过100%。公司起重机行业市占率超过50%，作为行业领军企业，增速远超行业平均水平。未来随着行业集中度的持续提高，公司竞争优势将更加明显。公司起重机新产品引领行业发展，G1系列产品销量紧俏，性能卓越，工况可智能自动规划，系统自动推荐工况，减少人为操纵失误。耗油降低12%以上，爬坡能力提升45%。目前该系列产品占公司起重机比例在1/3左右，占比较高，以25吨为主，占G1系列50%左右。不断的技术革新持续强化徐工品牌优势。此外，其他如装载机、桩工机械、路面机械等业务亦大幅增长，公司业绩大幅超出预期。2017年下半年工程机械销量在2016年基数影响下，增速将有所放缓，但绝对值仍将保持较高水平。

► **定增引进战略投资者，项目高端化转型，看点颇多。**公司最新定增引入华信工业等实力较强战略投资者助力产业转型。实施项目包括智能地下空间施工装备（受益于地铁、地下管廊等加速建设）、高空作业平台（受益于替代建筑脚手架趋势以及安全消费升级等）、智能化垃圾压缩站（行业规模较大）和印度工程机械工厂建设（成本优势明显）等。整体战略向智能化高端装备转型，各项目均具有较好的市场前景。其中，印度工程机械工厂建设瞄准印度较低的城镇化率和急剧增长的基建投资需求，而印度本土工程机械企业实力较弱，公司可抓住“一带一路”建设契机进一步扩大国际份额，以印度为基点，辐射东南亚市场。我们看好公司国际化步伐的进一步加快。

投资建议：	推荐
上次建议：	首次覆盖
当前价格：	3.98元
目标价格：	5.00元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	7,008/6,994
流通A股市值（百万元）	26,785
每股净资产（元）	2.95
资产负债率（%）	54.47
一年内最高/最低（元）	4.38/3.04

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号：S0590515090002
 电话：0510-85613713
 邮箱：mas@glsc.com.cn

陈猛
 电话：0510-85607670
 邮箱：chenmeng@glsc.com.cn

相关报告

➤ **首次覆盖，给予“推荐”评级**

预计公司2017年~2019年EPS为0.14元、0.20元以及0.24元，市盈率对应当前股价分别为27.83倍、19.37倍、15.95倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。给予2018年25倍PE，目标价5.00元。

➤ **风险提示**

- (1) 定增进度以及项目进度不达预期；
- (2) 原材料价格的进一步大幅上涨；
- (3) 基建投资的放缓

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16,657.83	16,891.23	24,289.24	30,428.47	35,902.17
增长率（%）	-28.53%	1.40%	43.80%	25.28%	17.99%
EBITDA（百万元）	1,385.88	1,293.80	2,192.56	2,827.69	3,326.26
净利润（百万元）	50.60	208.58	956.74	1,374.94	1,669.51
增长率（%）	-87.76%	312.23%	358.69%	43.71%	21.42%
EPS（元/股）	0.01	0.03	0.14	0.20	0.24
市盈率（P/E）	526.29	127.67	27.83	19.37	15.95
市净率（P/B）	1.29	1.30	1.25	1.19	1.13
EV/EBITDA	21.45	22.37	14.70	12.50	11.30

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,234.28	5,098.41	2,428.92	3,042.85	3,590.22	营业收入	16,657.8	16,891.2	24,289.2	30,428.4	35,902.1
应收账款+票据	21,521.40	18,471.70	25,874.83	32,343.53	38,165.37	营业成本	13,242.8	13,607.1	18,923.3	23,715.0	28,067.5
预付账款	392.44	308.07	440.55	550.68	649.80	营业税金及附加	126.78	87.92	114.29	142.86	168.58
存货	5,748.11	6,643.73	8,105.34	10,131.68	11,955.38	营业费用	1,218.73	1,277.48	1,660.72	1,992.87	2,311.73
其他	23.11	122.42	122.42	122.42	122.42	管理费用	1,471.52	1,502.50	1,878.13	2,253.75	2,614.35
流动资产合计	32,919.34	30,644.34	36,972.06	46,191.16	54,483.20	财务费用	1,058.41	-54.83	126.77	134.15	136.68
长期股权投资	827.78	846.12	896.35	947.80	999.80	资产减值损失	544.00	550.90	605.99	696.88	752.64
固定资产	6,027.66	7,546.98	6,424.44	5,656.46	4,853.01	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	185.35	108.93	587.00	643.00	712.00	投资净收益	9.65	48.78	50.23	51.45	52.00
无形资产	1,497.64	1,820.53	1,808.59	1,756.28	1,703.98	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,032.75	2,731.69	2,684.56	2,677.80	2,671.05	营业利润	-994.83	-31.12	1,030.24	1,544.38	1,902.70
非流动资产合计	9,571.19	13,054.24	12,400.94	11,681.35	10,939.83	营业外净收益	1,041.08	271.01	130.00	130.00	130.00
资产总计	42,490.52	43,698.58	49,373.00	57,872.51	65,423.02	利润总额	46.25	239.89	1,160.24	1,674.38	2,032.70
短期借款	4,532.96	4,417.46	4,250.33	7,317.98	9,476.50	所得税	108.93	23.30	166.50	243.44	297.10
应付账款+票据	8,350.72	9,429.64	13,484.38	16,855.48	19,889.47	净利润	-62.68	216.59	993.74	1,430.94	1,735.59
其他	6,156.07	5,412.81	6,397.23	7,302.03	8,258.36	少数股东损益	-113.28	8.01	37.00	56.00	66.08
流动负债合计	19,039.76	19,259.92	24,131.94	31,475.50	37,624.33	归属于母公司净	50.60	208.58	956.74	1,374.94	1,669.51
长期带息负债	2,846.63	3,957.08	3,957.08	3,957.08	3,957.08	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	2,846.63	3,957.08	3,957.08	3,957.08	3,957.08	营业收入	-28.53%	1.40%	43.80%	25.28%	17.99%
负债合计	21,886.39	23,217.00	28,089.02	35,432.58	41,581.41	EBIT	-48.68%	-9.61%	185.57%	39.95%	21.93%
少数股东权益	12.85	23.74	60.74	116.74	182.82	EBITDA	-25.98%	-6.64%	69.47%	28.97%	17.63%
股本	7,084.29	7,007.73	7,007.73	7,007.73	7,007.73	归属于母公司净	-72.60%	312.23%	358.69%	43.71%	21.42%
资本公积	3,486.38	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10	获利能力					
留存收益	10,020.62	10,106.01	10,871.41	11,971.36	13,306.97	毛利率	20.50%	19.44%	22.09%	22.06%	21.82%
股东权益合计	20,604.14	20,481.58	21,283.98	22,439.93	23,841.62	净利率	-0.38%	1.28%	4.09%	4.70%	4.83%
负债和股东权益总	42,490.52	43,698.58	49,373.00	57,872.51	65,423.02	ROE	0.25%	1.02%	4.51%	6.16%	7.06%
现金流量表						ROIC	0.82%	1.53%	5.18%	6.31%	6.72%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	-939.11	5.78	833.01	1,268.99	1,573.09	资产负债	51.51%	53.13%	56.89%	61.23%	63.56%
折旧摊销	801.69	765.74	684.55	717.16	752.88	流动比率	1.73	1.59	1.53	1.47	1.45
财务费用	709.18	469.99	347.77	436.15	540.68	速动比率	1.43	1.24	1.19	1.14	1.13
存货减少	2,074.56	-938.69	-1,461.62	-2,026.34	-1,823.70	营运能力					
营运资金变动	-3,000.08	1,464.83	-2,496.44	-2,302.94	-1,930.65	应收账款周转率	0.83	0.94	0.96	0.97	0.97
其它	981.97	134.68	605.99	696.88	752.64	存货周转率	2.30	2.05	2.33	2.34	2.35
经营活动现金流	628.21	1,902.34	-1,486.74	-1,210.09	-135.06	总资产周转率	0.39	0.39	0.49	0.53	0.55
资本支出	410.39	507.27	587.00	643.00	712.00	每股指标(元)					
长期投资	2,123.30	2,094.90	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.01	0.03	0.14	0.20	0.24
其他	781.70	1,262.14	110.50	110.50	110.50	每股经营现金流	0.09	0.27	-0.21	-0.17	-0.02
投资活动现金流	-1,751.98	-1,340.03	-476.50	-532.50	-601.50	每股净资产	2.94	2.92	3.03	3.19	3.38
债权融资	2,437.61	-153.82	-167.13	3,067.65	2,158.51	估值比率					
股权融资	8.00	0.20	0.00	0.00	0.00	市盈率	526.29	127.67	27.83	19.37	15.95
其他	-775.31	-547.66	-539.12	-711.14	-874.58	市净率	1.29	1.30	1.25	1.19	1.13
筹资活动现金流	1,670.30	-701.28	-706.25	2,356.51	1,283.93	EV/EBITDA	21.45	22.37	14.70	12.50	11.30
现金净增加额	496.79	-156.87	-2,69.49	613.92	547.37	EV/EBIT	50.88	54.82	21.37	16.75	14.60

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

