

2017年08月07日

公司研究

评级：买入（上调）

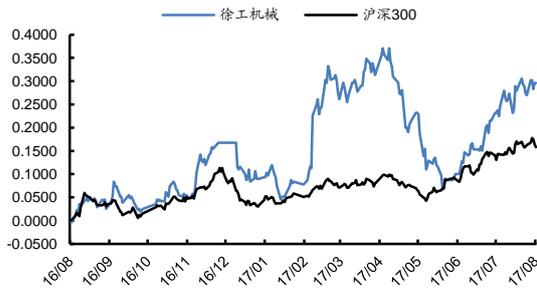
研究所

证券分析师：冯胜 S0350515090001
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn
联系人：王可
wangk05@ghzq.com.cn

龙头效应日益凸显，上半年出口翻番助力业绩腾飞

——徐工机械（000425）动态分析

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
徐工机械	5.3	5.2	29.6
沪深300	2.4	8.9	15.8

市场数据 2017-08-04

当前价格（元）	4.00
52周价格区间（元）	3.08-4.4
总市值（百万）	28030.91
流通市值（百万）	27974.26
总股本（万股）	700772.77
流通股（万股）	699356.57
日均成交额（百万）	263.89
近一月换手（%）	26.18

相关报告

《徐工机械（000425）事件点评：公司一季度业绩暴增，全年盈利能力有望显著提升》——
2017-04-18

《徐工机械（000425）事件点评：内修外练业绩有望改善，定增加码助力产业升级》——
2017-02-12

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **工程机械行业增长超预期，集团挖机市占率不断提升。**受产品更新换代需求增加、房地产及基建投资增长、海外需求复苏等因素影响，工程机械行业增长超预期。以挖掘机为例，2017年6月销量为8933台，同比增长100.8%，1-6月累销售为75069台，同比增长100.5%；1-6月设备平均开工率为84.79%，较上年同期提升10.89个百分点。公司背靠徐工集团，集团旗下徐工挖机2017年1-6月累计销售挖掘机6521台，同比增长125.2%；市占率为8.8%，同比提升1.1个百分点，仅次于三一重工和卡特彼勒。随着工程机械行业的“马太效应”日益明显，徐工集团挖掘机有望大幅增长。
- **起重机市场增速提档，公司业绩有望充分受益。**起重机施工领域包含石油化工、风电、核电、建筑房地产、钢铁、化工能源、交通运输等，随着工程机械行业持续回暖，起重机等非挖产品增速开始提档。2017年1-6月起重机累计销量为9166台，同比增长92.8%，远高于2016年9-12月36.5%的累计同比增速水平。公司是国内起重机市场龙头，2017年上半年在汽车起重机、履带起重机、随车起重机的市占率分别为49.4%、43.9%、55.8%，较上年同期增长1.4、17.8、1.3个百分点。在起重机销量增速持续提升的背景下，公司作为行业龙头受益显著。
- **上半年海外收入翻番，有望充分受益“一带一路”战略。**2017年上半年工程机械行业出口额同比增长30.2%，其中公司实现出口4.18亿美元，同比增长81.1%，出口额和增速皆远高于三一重工（2.79亿美元/0.1%）、中联重科（1.44亿美元/-2.2%）；其中公司在“一带一路”沿线国家实现销售收入2.96亿美元，占海外收入比重为73.5%，为国内同行业之最。2017年5月30日徐工印尼公司开业，同时世界最大起重能力履带式起重机XGC88000获欧盟CE证书，公司海外布局不断加速。预计随着国家“一带一路”战略的深化，公司海外业务有望延续高增长。
- **上调公司至“买入”评级：**根据公司业绩预告，2017年上半年实现净利润5-6亿元，同比增长3.94-4.72倍。基于审慎性原则，暂不考虑定增对公司业绩的影响，预计2017-2019年公司净利润分别为8.98亿元、11.83亿元、14.02亿元，对应EPS分别为0.13元/股、0.17元/股、0.20元/股，按照8月4日收盘价4.00元计算，对应PE分别为31、24、20倍。我们认为起重销量增速提档将为公司带来的良好业绩弹性，同时受“一带一路”战略驱动公司海外收入有望持续高增长，上调公

司至“买入”评级。

- **风险提示:** 工程机械行业景气度出现下滑; 公司工程机械产品销售不达预期; 定增行政审批不通过的风险; 公司一带一路推进不及预期。

表1: 公司盈利及估值预测 (暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16891	31500	40950	50565
增长率(%)	1%	86%	30%	23%
净利润(百万元)	209	898	1183	1402
增长率(%)	312%	330%	32%	18%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.13	0.17	0.20
ROE(%)	1.02%	4.23%	5.33%	6.01%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表2: 徐工机械盈利预测表(暂不考虑本次发行股份摊薄因素及收购影响)

证券代码:	000425.SZ		股价:	4.00	投资评级:	买入	日期:	2017/08/04	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	1%	4%	5%	6%	EPS	0.03	0.13	0.17	0.20
毛利率	19%	21%	21%	20%	BVPS	2.92	3.02	3.16	3.32
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值				
销售净利率	1%	3%	3%	3%	P/E	134.39	31.22	23.69	20.00
成长能力					P/B	1.37	1.32	1.27	1.21
收入增长率	1%	86%	30%	23%	P/S	1.66	0.89	0.68	0.55
利润增长率	312%	330%	32%	18%					
营运能力					利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.38	0.58	0.68	0.75	营业收入	16891	31500	40950	50565
应收账款周转率	0.91	1.67	2.03	2.28	营业成本	13607	24887	32552	40330
存货周转率	2.05	2.17	2.31	2.46	营业税金及附加	88	164	213	263
偿债能力					销售费用	1277	2382	3112	3894
资产负债率	53%	61%	63%	65%	管理费用	1503	2678	3317	4096
流动比	1.56	1.44	1.40	1.38	财务费用	(55)	150	189	141
速动比	1.22	1.04	0.99	0.96	其他费用/(-收入)	(352)	(300)	(300)	(300)
资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	119	940	1267	1542
现金及现金等价物	4936	10508	12563	14561	营业外净收支	121	134	148	134
应收款项	18472	18913	20195	22165	利润总额	240	1074	1414	1676
存货净额	6644	11545	14202	16483	所得税费用	23	161	212	251
其他流动资产	440	893	1114	1404	净利润	217	913	1202	1425
流动资产合计	30492	41859	48074	54614	少数股东损益	8	15	19	23
固定资产	7547	7670	7596	7526	归属于母公司净利润	209	898	1183	1402
在建工程	109	119	119	119	现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	1821	1821	1638	1456	经营活动现金流	2245	5214	2859	2848
长期股权投资	846	846	846	846	净利润	217	913	1202	1425
资产总计	43977	54232	60430	66974	少数股东权益	8	15	19	23
短期借款	4417	4417	4417	4417	折旧摊销	761	559	566	544
应付款项	9430	15987	20013	23682	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	711	1067	1163	1297	营运资金变动	1260	3727	1072	857
其他流动负债	4971	7580	8691	10287	投资活动现金流	(1340)	1111	(165)	(186)
流动负债合计	19529	29052	34284	39684	资本支出	(1443)	(133)	73	70
长期借款及应付债券	3957	3957	3957	3957	长期投资	(18)	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	121	1244	(239)	(256)
长期负债合计	3966	3966	3966	3966	筹资活动现金流	4666	(180)	(237)	(280)
负债合计	23495	33018	38250	43650	债务融资	995	0	0	0
股本	7008	7008	7008	7008	权益融资	0	0	0	0
股东权益	20482	21215	22180	23324	其它	3671	(180)	(237)	(280)
负债和股东权益总计	43977	54232	60430	66974	现金净增加额	5572	6146	2457	2382

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士、学士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017年7月加入国海证券研究所，重点覆盖天然气产业链、工程机械等领域。

【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。