

公司研究/季报点评

2019年11月01日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.52  
合理价格区间(元): 5.73~6.30

**章诚** 执业证书编号: S0570515020001  
021-28972071  
zhangcheng@htsc.com

**黄波** 执业证书编号: S0570519090003  
0755-82493570  
huangbo@htsc.com

**李倩倩** 执业证书编号: S0570518090002  
liqianqian013682@htsc.com

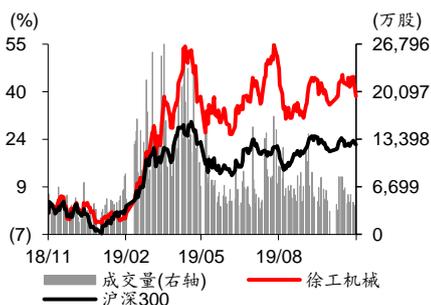
**关东奇来** 执业证书编号: S0570519040003  
021-28972081  
guandongqilai@htsc.com

**时威** 021-28972071  
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《徐工机械(000425 SZ,买入): 19H1 盈利增107%, 经营质量提升》2019.09
- 2《徐工机械(000425,买入): 业绩快速增长, 国改预期进一步提升效率》2019.07
- 3《徐工机械(000425,买入): 业绩快速增长, 盈利能力有望持续提升》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 收入增速收窄, 起重机市占率回升

## 徐工机械(000425)

### 收入增速收窄, 起重机市占率回升

公司发布 2019 年三季报, 1-9 月实现营业收入 432 亿元/+27%, 归母净利润 30.2 亿元/+100%, 扣非后 27.2 亿元/+99%, 业绩符合预期。Q3 收入增速较 Q1 与 Q2 有所收窄, 但市占率逐步回升。公司起重机业务有望保持增长。预计 2019-21 年 EPS 为 0.50/0.57/0.66 元, PE 为 9.1/7.9/6.8x。给予 20 年 PE 估值 10x~11x, 对应目标价 5.73~6.30 元, 维持“买入”评级。

### Q3 收入增长 19%, 起重机仍有增长空间

公司 Q3 收入增速较 Q1 与 Q2 有所收窄, 我们判断主要受到行业需求影响。Q3 汽车起重机行业单季度销量同比降 4%, 相比 1-6 月 50% 的同比增速大幅下降。公司的市占率自 6 月开始逐步回升, 7 月销量约是二三名之和。公司中大吨位起重机占比提升, 在百吨级/千吨级/随车起重机市场均具备较大优势。我们预计未来 2-3 年起重机市场仍有增长空间, 主要得益于基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应。

### 盈利能力稳步提升, Q3 研发投入增长 28%

公司主要产品毛利率稳定, 1-9 月毛利率为 18.6%/+0.7 pct, Q3 单季度毛利率为 19.2%/-0.1 pct。净利率提升较快, 1-9 月净利率为 7.0%/+2.6 pct, Q3 单季度净利率为 6.1%/+2.2 pct, 主要原因是期间费用率下降, 销售/管理/财务费用率同比分别下降 0.52/0.16/0.28 pct。Q3 单季度研发投入同比和环比分别增长 28%和 27%。

### 经营效率提升, 经营现金流稳定

1-9 月存货周转率同比大幅提升, 应收账款周转率小幅提升。公司抓住行业复苏机会, 努力出清风险, 夯实资产质量。财务结构稳健, 9 月末资产负债率为 52.62%, 同比持平, 环比小幅下降。销售增长的同时回款力度加强, 1-9 月经营活动净现金流 31.02 亿元/+61%。

### 微调盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到起重机行业与公司产品结构变化的影响, 微调盈利预测。预计 2019-21 年归母净利润为 38.84/44.87/51.88 亿元, EPS 为 0.50/0.57/0.66 元 (上调 2.0%/1.8%/1.5%), PE 为 9.1/7.9/6.8x。同行业国内公司 20 年 PE 均值为 9.3x, 海外龙头 CAT 与小松 20 年 PE 均值为 11.1x。我们预计 2020 年工程机械行业有望平稳发展, 公司起重机业务保持较快增长, 混改稳步推进, 优质资产注入预期强。给予公司 2020 年 PE 估值 10x~11x, 对应目标价 5.73~6.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内经济下行超预期; 基建投资增速未如期提升, 地产投资持续收窄; 行业竞争环境恶化; 新产品市场拓展不顺利; 减值损失影响。

公司基本资料

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总股本 (百万股)     | 7,834     |
| 流通 A 股 (百万股)  | 6,994     |
| 52 周内股价区间 (元) | 3.20-5.12 |
| 总市值 (百万元)     | 35,408    |
| 总资产 (百万元)     | 69,119    |
| 每股净资产 (元)     | 4.15      |

资料来源: 公司公告

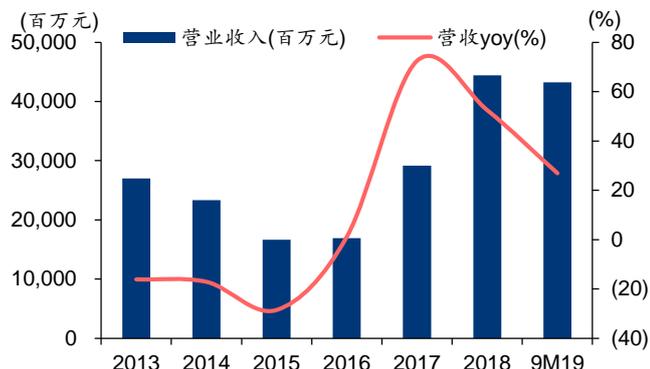
经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 29,131 | 44,410 | 55,221 | 62,317 | 67,987 |
| +/-%           | 72.46  | 52.45  | 24.34  | 12.85  | 9.10   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,021  | 2,046  | 3,884  | 4,487  | 5,188  |
| +/-%           | 389.31 | 100.44 | 89.87  | 15.50  | 15.64  |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.13   | 0.26   | 0.50   | 0.57   | 0.66   |
| PE (倍)         | 34.69  | 17.31  | 9.12   | 7.89   | 6.82   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

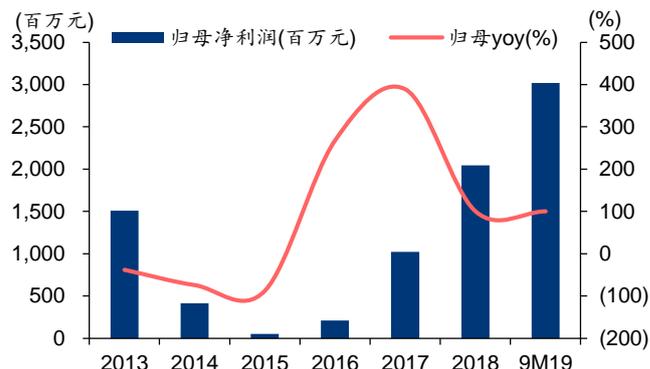
**经营指标概览**

**图表1: 19年1-9月实现营业收入432亿元/+27%**



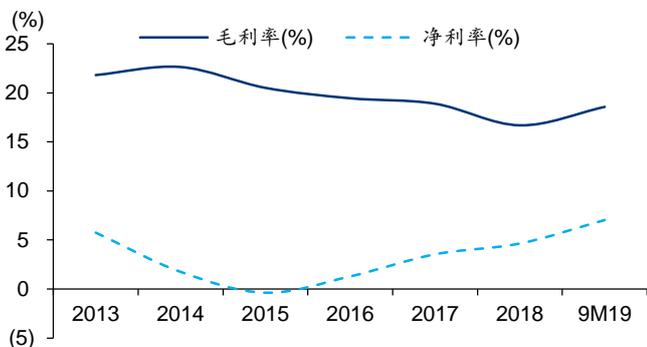
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表2: 19年1-9月实现归母净利润30.2亿元/+100%**



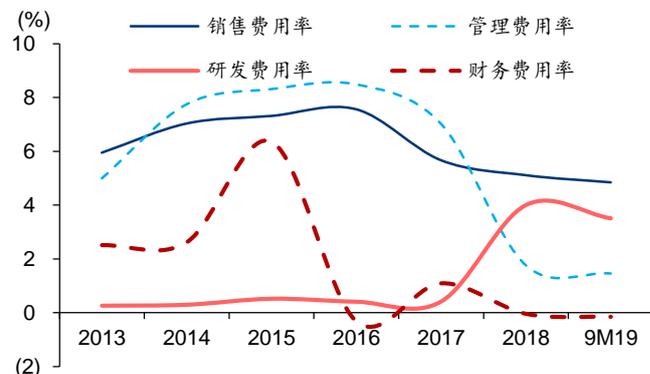
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表3: 19年1-9月毛利率同比增长0.65 pct, 净利率增长2.58 pct**



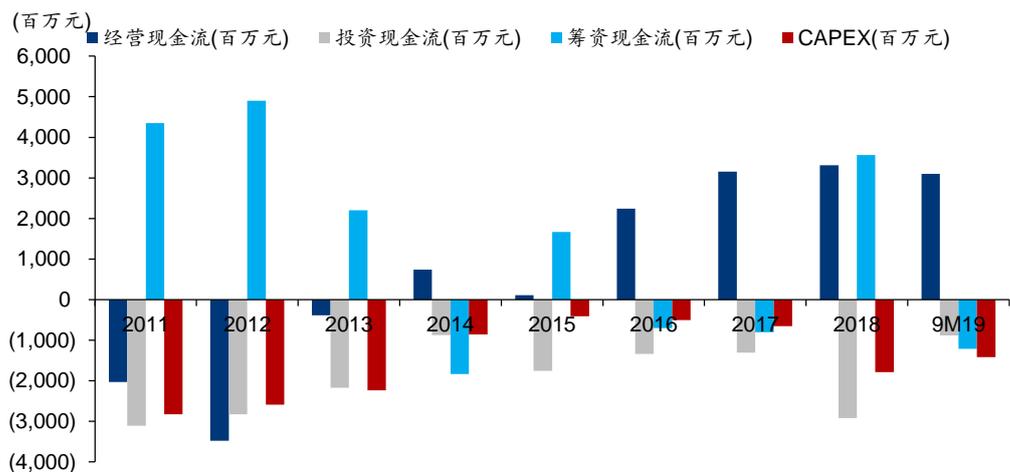
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表4: 19年1-9月销售/管理费用率同比分别下降0.52/0.16 pct**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表5: 19年1-9月经营现金流稳定增长, 投资支出减少**



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 盈利预测调整明细

图表6: 盈利预测调整明细

|        | 新预测值   |        |        | 调整幅度 pct |       |       | 调整原因   |
|--------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|--|
|        | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2019E    | 2020E | 2021E |  |
| 营业收入增速 | 24.34% | 12.85% | 9.10%  | -4.74    | -2.23 | -0.90 | 汽车起重机行业 Q3 下行, 我们预计全年增速收窄                    |
| 毛利率    | 18.51% | 18.69% | 18.84% | 0.71     | 0.74  | 0.84  | 产品结构变化, 高毛利的中大吨位起重机产品占比上升                    |
| 净利率    | 7.03%  | 7.20%  | 7.63%  | 0.38     | 0.49  | 0.59  | 正向: 毛利率上升, 财务费用率下降;<br>反向: 研发费用率上升, 非经常性收益减少 |

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 可比公司估值

图表7: 可比公司估值

| 证券代码  | 证券简称    | 预测来源   | 总市值<br>亿元 | PE(x) |       |       |       | PB(x) |       |       |       |
|-------|---------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |         |        |           | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
| 国内公司  | 均值      |        |           | 27.03 | 11.66 | 9.27  | 8.03  | 2.08  | 1.73  | 1.47  | 1.26  |
| 三一重工  | 600031  | 万得一致预期 | 1,134     | 18.54 | 10.26 | 8.89  | 7.94  | 3.64  | 2.73  | 2.21  | 1.84  |
| 中联重科  | 000157  | 万得一致预期 | 451       | 22.79 | 11.20 | 9.24  | 8.28  | 1.20  | 1.12  | 1.03  | 0.95  |
| 柳工    | 000528  | 万得一致预期 | 92        | 11.69 | 9.20  | 8.32  | 7.70  | 0.96  | 0.90  | 0.83  | 0.76  |
| 建设机械  | 600984  | 万得一致预期 | 84        | 55.09 | 15.99 | 10.64 | 8.20  | 2.51  | 2.17  | 1.82  | 1.49  |
| 海外公司  | 均值      |        |           | 10.37 | 11.16 | 11.11 | 10.78 | 3.30  | 3.27  | 3.02  |       |
| 卡特彼勒  | CAT US  | 彭博一致预期 | 795       | 12.60 | 12.86 | 12.94 | 12.41 | 5.79  | 5.50  | 5.52  | 5.08  |
| 小松    | 6301 JP | 彭博一致预期 | 21,516    | 8.14  | 9.47  | 9.29  | 9.15  | 1.15  | 1.09  | 1.02  | 0.96  |
| 本报告公司 |         |        |           |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 徐工机械  | 000425  | 华泰证券   | 354       | 17.31 | 9.12  | 7.89  | 6.82  | 1.18  | 1.23  | 1.06  | 0.92  |

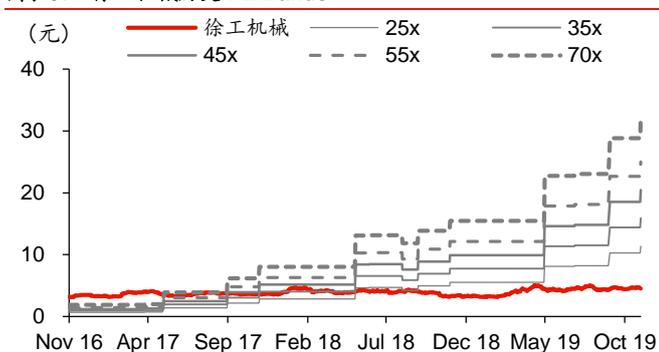
单位: 国内公司的 EPS/市值为人民币, 海外公司卡特彼勒为美元、小松为日元;

数据时间: 2019年10月31日

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

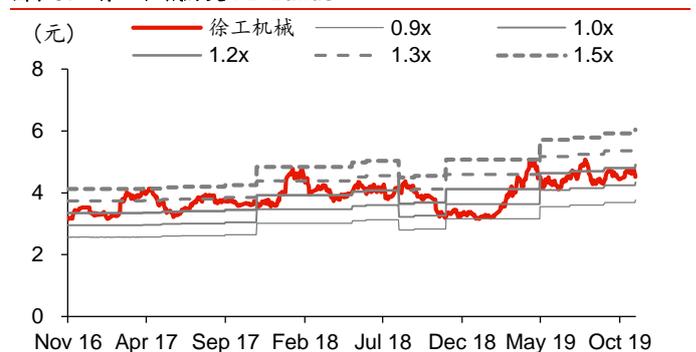
## PE/PB - Bands

图表8: 徐工机械历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 徐工机械历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 36,179 | 45,655 | 58,144 | 62,524 | 67,852 |
| 现金         | 6,940  | 11,295 | 9,844  | 10,328 | 10,166 |
| 应收账款       | 14,486 | 18,055 | 25,611 | 27,713 | 30,667 |
| 其他应收账款     | 584.12 | 568.15 | 843.66 | 900.46 | 1,001  |
| 预付账款       | 907.88 | 1,275  | 1,610  | 1,791  | 1,958  |
| 存货         | 9,371  | 10,196 | 14,339 | 15,418 | 17,054 |
| 其他流动资产     | 3,890  | 4,265  | 5,897  | 6,375  | 7,005  |
| 非流动资产      | 13,591 | 15,595 | 16,183 | 17,184 | 17,779 |
| 长期投资       | 959.96 | 2,336  | 1,877  | 2,030  | 1,979  |
| 固定投资       | 7,192  | 7,179  | 8,501  | 9,427  | 10,062 |
| 无形资产       | 1,983  | 2,202  | 2,298  | 2,398  | 2,496  |
| 其他非流动资产    | 3,455  | 3,878  | 3,507  | 3,330  | 3,242  |
| 资产总计       | 49,770 | 61,250 | 74,328 | 79,708 | 85,631 |
| 流动负债       | 20,905 | 27,007 | 41,267 | 42,036 | 42,643 |
| 短期借款       | 2,583  | 3,487  | 15,836 | 12,857 | 11,522 |
| 应付账款       | 6,890  | 8,792  | 18,914 | 22,383 | 23,981 |
| 其他流动负债     | 11,432 | 14,727 | 6,517  | 6,796  | 7,140  |
| 非流动负债      | 4,810  | 3,903  | 3,947  | 4,046  | 4,144  |
| 长期借款       | 1,806  | 825.24 | 915.24 | 1,005  | 1,095  |
| 其他非流动负债    | 3,004  | 3,077  | 3,032  | 3,041  | 3,049  |
| 负债合计       | 25,714 | 30,909 | 45,214 | 46,083 | 46,787 |
| 少数股东权益     | 37.70  | 207.42 | 230.59 | 255.92 | 285.75 |
| 股本         | 7,008  | 7,834  | 7,834  | 7,834  | 7,834  |
| 资本公积       | 3,344  | 5,012  | 5,012  | 5,012  | 5,012  |
| 留存公积       | 11,007 | 12,623 | 16,038 | 20,524 | 25,713 |
| 归属母公司股东权益  | 24,018 | 30,133 | 28,883 | 33,370 | 38,558 |
| 负债和股东权益    | 49,770 | 61,250 | 74,328 | 79,708 | 85,631 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 3,153    | 3,309    | (7,303)  | 5,707    | 3,101    |
| 净利润        | 1,029    | 2,056    | 3,907    | 4,512    | 5,218    |
| 折旧摊销       | 870.65   | 1,052    | 956.41   | 1,171    | 1,369    |
| 财务费用       | 318.47   | (18.27)  | 222.59   | 478.29   | 369.29   |
| 投资损失       | (283.97) | (380.31) | (348.20) | (348.20) | (348.20) |
| 营运资金变动     | 806.98   | (268.33) | (9,140)  | (141.33) | (3,555)  |
| 其他经营现金     | 412.52   | 867.59   | (2,901)  | 35.74    | 48.20    |
| 投资活动现金     | (1,302)  | (2,917)  | (1,235)  | (1,855)  | (1,648)  |
| 资本支出       | 653.02   | 1,789    | 1,800    | 1,800    | 1,800    |
| 长期投资       | (100.00) | 1,120    | (425.24) | 141.75   | (47.25)  |
| 其他投资现金     | (749.39) | (7.98)   | 139.92   | 86.54    | 104.33   |
| 筹资活动现金     | (800.39) | 3,563    | 7,086    | (3,368)  | (1,614)  |
| 短期借款       | (1,834)  | 903.80   | 12,349   | (2,979)  | (1,335)  |
| 长期借款       | 835.64   | (980.32) | 90.00    | 90.00    | 90.00    |
| 普通股增加      | 0.00     | 825.94   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | 1,668    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | 198.34   | 1,146    | (5,353)  | (479.54) | (368.88) |
| 现金净增加额     | 1,007    | 3,968    | (1,452)  | 483.87   | (161.29) |

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2017   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 29,131 | 44,410  | 55,221 | 62,317 | 67,987 |
| 营业成本        | 23,629 | 36,998  | 45,000 | 50,668 | 55,179 |
| 营业税金及附加     | 184.00 | 216.56  | 325.03 | 350.29 | 379.73 |
| 营业费用        | 1,652  | 2,272   | 2,651  | 2,991  | 3,263  |
| 管理费用        | 689.76 | 782.74  | 886.30 | 997.07 | 1,089  |
| 财务费用        | 318.47 | (18.27) | 222.59 | 478.29 | 369.29 |
| 资产减值损失      | 373.66 | 754.46  | 580.00 | 576.50 | 576.50 |
| 公允价值变动收益    | 0.00   | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益       | 283.97 | 380.31  | 348.20 | 348.20 | 348.20 |
| 营业利润        | 1,140  | 2,109   | 4,312  | 4,983  | 5,768  |
| 营业外收入       | 26.76  | 114.05  | 40.00  | 40.00  | 40.00  |
| 营业外支出       | 12.66  | 8.68    | 10.01  | 10.01  | 10.01  |
| 利润总额        | 1,154  | 2,215   | 4,342  | 5,013  | 5,798  |
| 所得税         | 125.41 | 159.18  | 434.16 | 501.32 | 579.80 |
| 净利润         | 1,029  | 2,056   | 3,907  | 4,512  | 5,218  |
| 少数股东损益      | 8.14   | 9.92    | 23.17  | 25.32  | 29.84  |
| 归属母公司净利润    | 1,021  | 2,046   | 3,884  | 4,487  | 5,188  |
| EBITDA      | 2,329  | 3,144   | 5,491  | 6,633  | 7,506  |
| EPS (元, 基本) | 0.15   | 0.26    | 0.50   | 0.57   | 0.66   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力          |        |        |        |       |       |
| 营业收入          | 72.46  | 52.45  | 24.34  | 12.85 | 9.10  |
| 营业利润          | 770.87 | 85.03  | 104.40 | 15.58 | 15.75 |
| 归属母公司净利润      | 389.31 | 100.44 | 89.87  | 15.50 | 15.64 |
| 获利能力 (%)      |        |        |        |       |       |
| 毛利率           | 18.89  | 16.69  | 18.51  | 18.69 | 18.84 |
| 净利率           | 3.50   | 4.61   | 7.03   | 7.20  | 7.63  |
| ROE           | 4.25   | 6.79   | 13.45  | 13.44 | 13.46 |
| ROIC          | 5.91   | 8.64   | 11.47  | 13.44 | 13.55 |
| 偿债能力          |        |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 51.67  | 50.46  | 60.83  | 57.81 | 54.64 |
| 净负债比率 (%)     | 22.32  | 18.22  | 39.99  | 32.96 | 29.80 |
| 流动比率          | 1.73   | 1.69   | 1.41   | 1.49  | 1.59  |
| 速动比率          | 1.27   | 1.30   | 1.06   | 1.12  | 1.19  |
| 营运能力          |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率        | 0.62   | 0.80   | 0.81   | 0.81  | 0.82  |
| 应收账款周转率       | 1.69   | 2.37   | 2.39   | 2.34  | 2.33  |
| 应付账款周转率       | 3.79   | 4.72   | 3.25   | 2.45  | 2.38  |
| 每股指标 (元)      |        |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.13   | 0.26   | 0.50   | 0.57  | 0.66  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.40   | 0.42   | (0.93) | 0.73  | 0.40  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.07   | 3.85   | 3.69   | 4.26  | 4.92  |
| 估值比率          |        |        |        |       |       |
| PE (倍)        | 34.69  | 17.31  | 9.12   | 7.89  | 6.82  |
| PB (倍)        | 1.47   | 1.18   | 1.23   | 1.06  | 0.92  |
| EV_EBITDA (倍) | 12.08  | 8.95   | 5.12   | 4.24  | 3.75  |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com