徐工机械（000425.SZ）事件点评

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

混改步伐加速，传统业务企稳

2016 年 3 月 29 日

投资评级：增持（首次）

事件：

1、2016年3月，徐州市国资委下发的《徐州市国资委2016年度主要工作安排》指出，稳步推进徐工集团改革，加快集团整体上市步伐支持徐工集团内部企业重组和资产重组，优化国有资本结构，坚定不移地将徐工混合所有制改革推向深入。徐工集团混改启动。

2、3月15日公司公告称，计划向金融机构申请综合授信额度，总规模为600亿元，授信额度使用期限为一年。

投资要点

- **国企混改提速，预计将引进战投资本运作**

  徐州国资委高度重视徐工集团混改，预计2016年徐工混改有望提速。根据国企改革顶层设计方案，徐工预计将走商业类国企混改路径，通过引入战投、国有参股、整体上市、员工持股等混改方案来提升公司管理效率、提升盈利水平。目前徐工集团持有徐工机械42%的股权，徐工集团董事长王民提及改制：预期将国有控股降到25%左右，假设通过增发引进战投，则预计将增发150亿元，预计将有众多战投细分这些股份，同时管理层和技术骨干通过员工持股计划参股的可能性较大，预计资金将用于多元化和资本运作。

- **600 亿元大额授信预计将为后续资本运作保驾护航**

  公司向金融机构申请授信600亿元。我们认为，徐工的混合所有制改革开始全面加速，预计大额授信将为公司后续资本运作保驾护航。

- **工程机械行业仍处于缓慢出清，起重机械有望企稳**

  工程机械行业仍在底部出清过程中，公司收入主要为起重机械，受益铁路等基建投资保持平稳，预计2016年有望企稳。一带一路国家战略有望加速公司业务复苏。

- **公司已借助徐工投资为平台，未来持续寻找外延扩张机会**

  近年公司持续积极转型，公司2011年起，分别出资2亿元，5亿元，10亿元增资徐工投资对外投资参股，持续加码资本运作的力度。预计未来，公司将在徐工投资的平台上，积极寻找标的企业，完善产业链布局。另一方面，2015年7月，公司收购徐工信息，正式进军“互联网+”，向服务型制造业转型升级。

- **盈利预测与投资建议**

  公司PB为1.2倍，目前估值水平反应悲观预期。从多方面公开信息可以判断公司混改将加速、混改力度将空前。建议密切关注公司混改进展。我们预计公司2015-2017年的EPS为0.01，0.12，0.14元，对应PE 292/31/26X。首次覆盖，给予“**增持**”评级。假设公司混改成功，给予1.8倍PB估值水平，目标价5.5元。

- **风险提示**

  混改重组进程慢于预期、行业景气度回升缓慢

首席证券分析师　陈显帆
执业资格证书号码：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

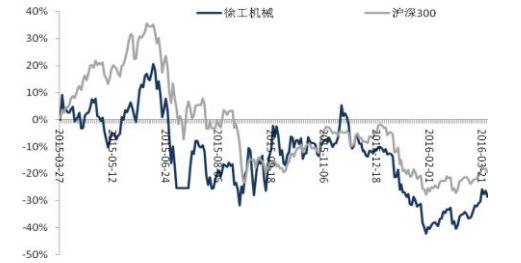
证券分析师　周尔双
执业资格证书号码：S0600515110002
13915521100
zhouersh@dwzq.com.cn

联系人　石炯
shijiong@dwzq.com.cn

联系人　毛新宇
maoxy@dwzq.com.cn

联系人　王皓
wangh@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价（元）	3.48
一年最高价/最低价	17.83/2.84
市净率	1.20
流通 A 股市值（亿元）	250.28

基础数据

每股净资产（元）	3.00
资产负债率（%）	54.93
总股本（百万股）	7084.29
流通 A 股（百万股）	7070.13

相关研究

工程机械：工程机械行业仍处于缓慢出清过程，建议关注龙头公司转型进展 2016.3.10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	**36539.3**	**32192.8**	**32534.3**	**33775.7**
现金	5158.1	7378.4	6827.2	6306.7
应收款项	22556.8	17208.3	18068.8	19333.6
存货	7714.3	6529.3	6507.7	6925.8
其他	1110.1	1076.8	1130.6	1209.7
非流动资产	**12311.2**	**13167.0**	**13311.4**	**13361.4**
长期股权投资	339.7	339.7	339.7	339.7
固定资产	8581.3	9510.0	9727.3	9850.2
无形资产	2187.9	2115.0	2042.1	1969.1
其他	1202.3	1202.3	1202.3	1202.3
资产总计	**48850.5**	**45359.8**	**45845.7**	**47137.1**
流动负债	**19763.0**	**16218.9**	**16200.7**	**16890.0**
短期借款	5175.9	5500.0	5500.0	5500.0
应付账款	10683.0	8161.7	8134.7	8657.2
其他	3904.1	2557.3	2566.0	2732.8
非流动负债	**8648.5**	**8648.5**	**8648.5**	**8648.5**
长期借款	3048.3	3048.3	3048.3	3048.3
其他	5600.2	5600.2	5600.2	5600.2
负债总计	**28411.6**	**24867.5**	**24849.2**	**25538.6**
少数股东权益	320.0	321.3	333.8	348.7
归属母公司股东权益	20118.9	20171.0	20662.7	21249.8
负债和股东权益总计	**48850.5**	**45359.8**	**45845.7**	**47137.1**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	737.7	3171.5	1034.3	1139.9
投资活动现金流	-871.0	-1240.7	-1257.6	-1269.0
筹资活动现金流	-1835.6	289.4	-327.8	-391.4
现金净增加额	-2010.7	2220.3	-551.2	-520.5
折旧和摊销	731.9	1007.3	1113.2	1219.1
资本开支	-815.1	-1240.7	-1257.6	-1269.0
营运资本变动	313.8	2076.1	-910.9	-1072.7
企业自由现金流	1870.1	2552.5	384.7	493.1

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**23306.3**	**17945.8**	**18843.1**	**20162.1**
营业成本	18033.5	14895.0	14845.8	15799.4
营业税金及附加	111.0	86.1	90.4	96.8
营业费用	1639.7	1076.8	1130.6	1209.7
管理费用	1954.3	1149.7	1203.5	1282.7
财务费用	610.5	716.5	701.0	717.1
投资净收益	36.9	0.0	0.0	0.0
其他	-543.0	72.9	72.9	72.9
营业利润	**451.3**	**94.7**	**944.8**	**1129.4**
营业外净收支	92.0	6.0	6.0	6.0
利润总额	**543.3**	**100.7**	**950.8**	**1135.4**
所得税费用	136.4	12.6	118.8	141.9
少数股东损益	-6.4	1.3	12.5	14.9
归属母公司净利润	**413.3**	**86.8**	**819.4**	**978.6**
EBIT	1647.3	811.2	1645.7	1846.5
EBITDA	2379.3	1818.5	2759.0	3065.6

重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益(元)	0.19	0.01	0.12	0.14
每股净资产(元)	9.10	2.85	2.92	3.00
发行在外股份(百万股)	2211	7084	7084	7084
ROIC(%)	3.6%	2.1%	4.3%	4.7%
ROE(%)	2.1%	0.4%	4.0%	4.6%
毛利率(%)	22.1%	16.5%	20.7%	21.2%
EBIT Margin(%)	7.1%	4.5%	8.7%	9.2%
销售净利率(%)	1.8%	0.5%	4.3%	4.9%
资产负债率(%)	58.2%	54.8%	54.2%	54.2%
收入增长率(%)	-13.7%	-23.0%	5.0%	7.0%
净利润增长率(%)	-72.6%	--	844.2%	19.4%
P/E	19.15	292.16	30.94	25.91
P/B	0.39	1.26	1.23	1.19
EV/EBITDA	15.27	18.03	11.88	10.91

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

公司网址： http://www.gsjq.com.cn