

2016年12月16日

徐工机械 (000425.SZ)

动态分析

定增加码主业，助力公司产业升级

投资要点

- ◆ **公司拟定增 51 亿元加码主业：**公司发布定增预案，公司拟非公开发行募集资金不超 51.56 亿元，用于投资公司高端装备智能化制造项目、环境产业项目、工程机械升级及国际化项目、徐工机械工业互联网化提升项目和增资徐工集团财务有限公司。此次定增，有助于丰富公司高端装备产线，推动工程机械的转型升级，同时大力发展环境产业，拓展业务增长点。
- ◆ **下游房地产与基建拉动，工程机械行业复苏有望持续：**自今年 9 月份起，工程机械行业迎来久违的“触底反弹”，挖掘机、起重机、装载机三大主力销量全线回暖。工程机械行业的复苏，除了去年同期基数过低的因素外，主要是由于下游房地产与基建复苏回暖，同时叠加传统旺季的来临。据万得数据显示，房屋新开工面积进入 2016 年后持续向好，1-10 月累积同比增长 8.1%。基建投资增速近几年保持相对稳定，在固定资产投资中的比重不断上升，2016 年 1-10 月基建投资累积增速 17.59%，为工程机械的复苏提供了强有力支撑。
- ◆ **公司第三季度业绩高速增长，现金流改善明显：**公司今年第三季度营业收入实现 39.52 亿元，同比增长 11.14%；净利润实现 3835.22 万元，同比增长 319.34%，业绩得到显著改善。另外，公司近年来在应收账款清理方面取得显著成果，内部经营结构得到调整，经营活动现金流量净额从 2011 年的 -20.3 亿元转变为 2016 年第三季度的 15.8 亿元。
- ◆ **投资建议：**暂不考虑公司定增带来的影响，我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.03、0.07 和 0.11 元。我们给予增持-A 建议，6 个月目标价为 4 元，相当于 2018 年 36 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**宏观经济下行的风险；市场竞争不断加剧，影响企业盈利能力；募投项目进展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	23,306.3	16,657.8	15,785.0	16,960.9	18,353.4
同比增长(%)	-13.7%	-28.5%	-5.2%	7.5%	8.2%
营业利润(百万元)	451.3	-142.3	198.3	479.0	896.5
同比增长(%)	-72.0%	-131.5%	-239.4%	141.5%	87.2%
净利润(百万元)	413.3	50.6	217.9	455.9	758.7
同比增长(%)	-72.6%	-87.8%	330.7%	109.2%	66.4%
每股收益(元)	0.06	0.01	0.03	0.07	0.11
PE	58.7	479.2	111.3	53.2	32.0
PB	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

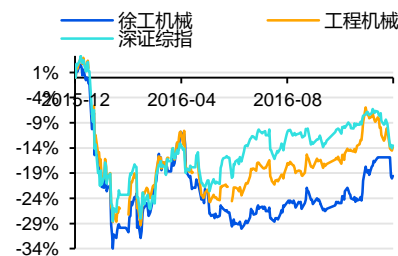
机械 | 工程机械 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	4 元
股价(2016-12-15)	3.46 元

交易数据

总市值(百万元)	24,246.74
流通市值(百万元)	24,197.74
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	2.76/4.45 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.99	7.82	-5.98
绝对收益	-1.14	7.45	-18.87

分析师

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

报告联系人

贺根
 hegen@huajinsec.cn
 021-20655669

相关报告

一、公司拟定增 51 亿元加码主业

公司发布定增预案，公司拟非公开发行募集资金不超 51.56 亿元（含本数），扣除发行费用后的净额全部用于公司高端装备智能化制造项目、环境产业项目、工程机械升级及国际化项目、徐工机械工业互联网化提升项目和增资徐工集团财务有限公司。

表 1：公司定增投资项目（单位：万元）

项目类型	项目名称	项目投资总额	拟使用金额
高端装备智能化制造项目	智能化地下空间施工装备制造项目	60203	42236
	高空作业平台智能制造项目	123460	95870
	智能化物流装备制造项目	120450	80270
环境产业项目	智能化压缩站项目	64000	43006
工程机械升级及国际化项目	大型桩工机械产业化升级技改工程项目	48280	17250
	印度工程机械生产制造基地投资项目	132642	99953
徐工机械工业互联网化提升项目		43383	37015
增资徐工集团财务有限公司		100000	100000
	合计	692418	515600

资料来源：公司公告 华金证券研究所

智能化地下空间施工装备制造项目，以隧道及地下空间施工机械成套化为目标，生产各类地下空间施工装备，主要运用于铁路、公路及矿山中的隧道施工、城市轨道交通、地下综合管廊等各类地下空间施工作业。项目建成后，公司将形成地铁暗挖设备、超前钻探支护设备以及各种开挖设备、支护设备、出渣设备等地下空间施工机械的系列成套化生产能力。

高空作业平台智能制造项目，生产高空作业平台系列产品，包括臂架式、剪叉式、桅柱式和蜘蛛式四个类别。未来几年国内高空作业平台产业将进入高速发展，公司将其列为战略发展方向。公司是国家著名的臂架类机械生产单位，因此在高空作业平台产品的研发与生产上具有良好的基础。

智能化物流装备制造项目 拟建立内燃叉车、电动叉车和 AGV 自动导引运输车的柔性化、品质化、规模化的生产体系。此项目有助于公司拓展高端物流装备市场，提高物流装备产品的竞争实力和市场占有率。

智能化压缩站项目，针对我国需求日益提高的城市垃圾处理行业，生产移动站、垂直站、分体站及智能化成套压缩站等各类垃圾处理设备。智能化成套压缩站是公司自主研发的集成式垃圾压缩处理中心，具有中央智能集中控制、信息系统集成业务管控、自动故障提示和保养提醒、配置多样和个性化定制等特点。环境产业是公司战略发展方向，公司以环卫机械设备作为切入点，未来有望进一步向下游环境保护服务产业链拓展。

大型桩工机械产业化升级技改工程项目，对徐工基础现有桩工机械产品、定向钻产品及煤矿机械产品的升级技改项目，项目建成后将改善公司生产环境、提高工艺制造水平及扩大产品生产能力。

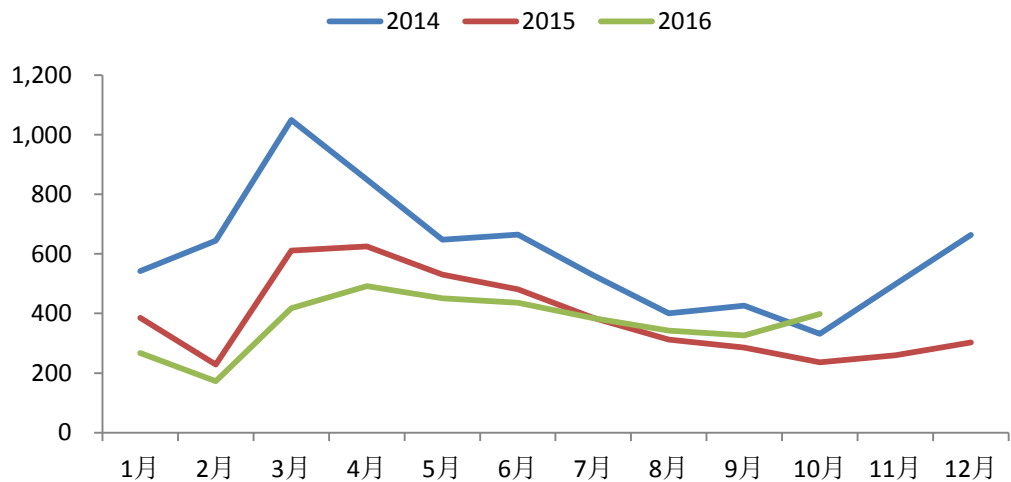
印度工程机械生产制造基地投资项目，立足印度，辐射东南亚、南亚、中东、东非等周边工程机械市场。本项目建成后将形成起重机、装载机、挖掘装载机、压路机及其他工程机械产品等一系列工程机械产品的生产能力，助力公司工程机械的转型升级和国际化布局。

徐工机械工业互联网化提升项目，主要建设内容包括徐工工业云、徐工大数据平台、徐工物联网平台、营销管控一体化平台、智能供应链、协同研发信息平台、财务共享服务中心等。项目有助于推进公司互联网与工业融合的提升建设，实现公司产业升级。

二、工程机械行业触底反弹，复苏有望延续至明年上半年

自今年9月份起，工程机械行业迎来久违的“触底反弹”，挖掘机、起重机、装载机三大主力销量全线回暖。以徐重汽车起重机为例，今年上半年销量降幅收窄，三季度起同比增长逐步上升。10月徐重汽车起重机的销量为398辆，与去年同期的236辆相比，增长68.6%。

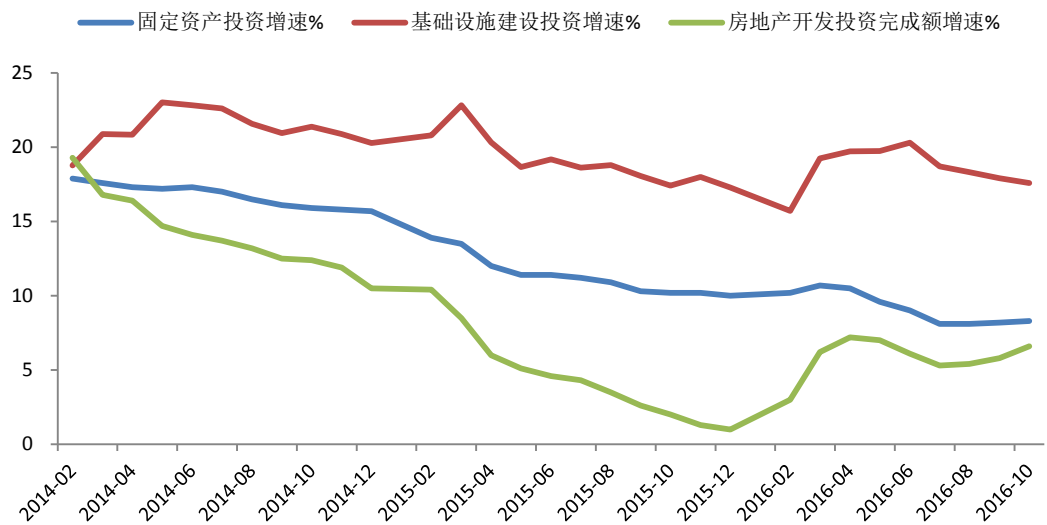
图1：徐重汽车起重机销量（台）



资料来源：WIND 华金证券研究所

工程机械今年的复苏，除了去年同期基数过低的因素外，主要是由于下游房地产与基建复苏回暖，另外加上传统旺季来临。据万得数据显示，房屋新开工面积进入2016年后持续向好，1-10月累积同比增长8.1%。基建投资增速近几年保持相对稳定，在固定资产投资中的比重不断上升，2016年1-10月基建投资累积增速17.59%，为工程机械的复苏提供了强有力支撑。相比房地产投资，基建拉动经济负面效果更低，边际效果相对增加。虽然近期的房地产调控在明年将会给工程机械的复苏带来一定压力，但是我们认为国家未来将会继续加码基建投资，工程机械行业的复苏在明年上半年有望延续。

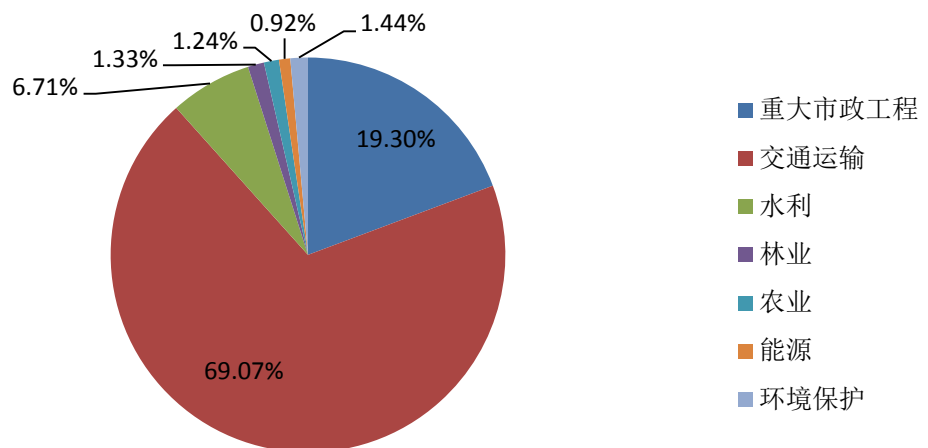
图 2：固定资产投资及基建、房地产投资增速



资料来源：WIND 华金证券研究所

近两年，发改委、财政部等各部门发布多项政策，助力 PPP 项目在国内的推广。在 2016 年 9 月，发改委向社会公开推介传统基础设施 PPP 项目 1233 个，总投资约 2.14 万亿元，涉及能源、交通运输、水利、环境保护、农业、林业和重大市政工程等七个领域。此次第三批项目金额与数量与前两次相当，但第三批的示范项目为 516 个，投资 1.17 万亿，相较第一批与第二批的示范项目均有大幅增长。PPP 有助于减轻了政府的财政负担，同时还减缓地方融资平台的压力。政府连续第三批 PPP 项目的推介，保证了十三五期间基建投资的力度，工程机械行业复苏有望因此延续。

图 3：第三批 PPP 推介项目行业分布



资料来源：发改委网站 华金证券研究所

三、公司第三季度业绩高速增长，现金流改善明显

公司今年业绩显著改善，2016 年前三季度营业收入为 120.9 亿元，同比下降 7.45%；净利润为 1.65 亿元，同比增长 779.31%。其中，第三季度营业收入实现 39.52 亿元，同比增长 11.14%；净利润实现 3835.22 万元，同比增长 319.34%。公司业绩高速增长，除行业回暖外，主要原因为公司今年财务费用得到大幅降低。公司前三季度财务费用为 1 亿元，同比去年同期的 7.51 亿元，大幅降低了 87%。财务费用的降低，主要由于巴西雷亚尔波动的影响形成的汇兑收益同比大幅增加。

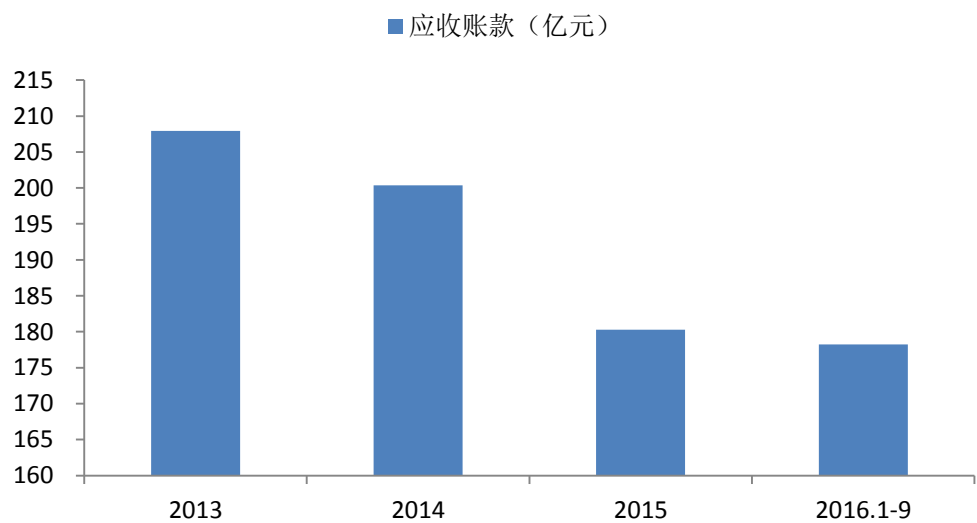
公司近年来在应收账款清理方面取得显著成果。公司从 2013 年开始已紧缩销售政策，清理应收账款，控制逾期。公司今年进一步强化风险控制，逐步提升信用销售首付比例，鼓励银行按揭，过去零首付甚至低首付现象不再存在。当前行业普遍存在资金问题，盘活资金为重中之重。公司经过清理应收账款，内部经营结构得到调整，经营活动现金流量净额从 2011 年的-20.3 亿元转变为 2016 年第三季度的 15.8 亿元。

表 2：公司清理应收账款主要措施

序号	主要措施
1	建立应收账款在线管理系统，加强应收账款事前、事中、事后管理
2	建立应收账款责任终身制度
3	将应收账款与利润考核一样列为一把手重点考核的首要任务项，严格落实领导人的清欠清收责任

资料来源：公司公告 华金证券研究所

图 4：公司应收账款（亿元）



资料来源：WIND 华金证券研究所

四、公司业绩明年值得关注，给予增持-A 建议

徐工机械为我国最具影响力的工程机械品牌之一，公司多款工程机械主机及零部件在国内市场份额占据前列。伴随工程机械行业逐步复苏，我们认为公司有望迎来利润表上的弹性。暂不考虑公司定增带来的影响，我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.03、0.07 和 0.11 元。我们给予增持-A 建议，6 个月目标价为 4 元，相当于 2018 年 36 倍的动态市盈率。

五、风险提示

宏观经济下行的风险；市场竞争不断加剧，影响企业盈利能力；募投项目进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,306.3	16,657.8	15,785.0	16,960.9	18,353.4	年增长率					
减:营业成本	18,033.5	13,242.9	12,588.5	13,429.7	14,201.9	营业收入增长率	-13.7%	-28.5%	-5.2%	7.5%	8.2%
营业税费	111.0	126.8	90.8	102.5	118.7	营业利润增长率	-72.0%	-131.5	-239.4	141.5%	87.2%
销售费用	1,639.7	1,218.7	1,068.3	1,105.9	1,260.5	净利润增长率	-72.6%	-87.8%	330.7%	109.2%	66.4%
管理费用	1,874.8	1,471.5	1,164.6	1,371.3	1,486.4	EBITDA 增长率	-38.4%	-4.3%	-28.9%	23.8%	28.1%
财务费用	610.5	1,058.4	126.2	135.3	142.5	EBIT 增长率	-53.6%	-13.7%	-64.6%	89.3%	69.1%
资产减值损失	622.5	544.0	674.5	499.5	422.1	NOPLAT 增长率	-60.2%	-256.1	-119.6	89.3%	69.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.6%	-6.2%	-5.1%	-12.1%	31.7%
投资和汇兑收益	36.9	862.2	126.2	162.2	175.2	净资产增长率	3.7%	0.8%	-2.1%	2.9%	3.5%
营业利润	451.3	-142.3	198.3	479.0	896.5	盈利能力					
加:营业外净收支	92.0	188.5	103.0	149.4	144.0	毛利率	22.6%	20.5%	20.3%	20.8%	22.6%
利润总额	543.3	46.3	301.3	628.4	1,040.5	营业利润率	1.9%	-0.9%	1.3%	2.8%	4.9%
减:所得税	136.4	108.9	75.3	157.1	260.1	净利润率	1.8%	0.3%	1.4%	2.7%	4.1%
净利润	413.3	50.6	217.9	455.9	758.7	EBITDA/营业收入	7.7%	10.3%	7.7%	8.9%	10.5%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.5%	2.1%	3.6%	5.7%
						偿债能力					
						资产负债率	58.2%	51.8%	54.0%	55.5%	53.2%
						负债权益比	139.0%	107.3%	117.5%	124.6%	113.7%
						流动比率	1.85	1.70	2.10	1.97	2.07
						速动比率	1.46	1.40	1.83	1.60	1.78
						利息保障倍数	1.74	0.87	2.57	4.54	7.29
						营运能力					
						固定资产周转天数	111	154	128	102	78
						流动营业资本周转天数	267	372	398	344	374
						流动资产周转天数	579	749	777	787	762
						应收帐款周转天数	325	433	456	405	431
						存货周转天数	112	145	117	125	126
						总资产周转天数	756	989	987	960	907
						投资资本周转天数	432	584	581	495	495
						费用率					
						销售费用率	7.0%	7.3%	6.8%	6.5%	6.9%
						管理费用率	8.0%	8.8%	7.4%	8.1%	8.1%
						财务费用率	2.6%	6.4%	0.8%	0.8%	0.8%
						三费/营业收入	17.7%	22.5%	14.9%	15.4%	15.7%
						投资回报率					
						ROE	2.1%	0.2%	1.1%	2.2%	3.5%
						ROA	0.8%	-0.1%	0.5%	1.0%	1.7%
						ROIC	2.8%	-4.5%	0.9%	1.9%	3.6%
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.00	0.01	0.01
						分红比率	32.1%	0.0%	15.3%	15.8%	10.3%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%
						现金流量表					
						净利润	406.9	-62.7	217.9	455.9	758.7
						加:折旧和摊销	733.9	801.7	895.6	895.6	895.6
						资产减值准备	622.5	544.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	633.8	709.2	126.2	135.3	142.5
						投资损失	-36.9	-862.2	-126.2	-162.2	-175.2
						少数股东损益	-6.4	-113.3	8.0	15.4	21.7
						营运资金的变动	-1,741.6	-1,074.6	274.1	2,104.6	-7,766.6
						经营活动产生现金流量	737.7	107.7	1,395.6	3,444.7	-6,123.4
						投资活动产生现金流量	-871.0	-1,752.0	681.5	-27.1	150.4
						融资活动产生现金流量	-1,835.6	1,670.3	908.3	-460.4	-763.0
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.06	0.01	0.03	0.07	0.11
						BVPS(元)	2.87	2.94	2.88	2.96	3.06
						PE(X)	58.7	479.2	111.3	53.2	32.0
						PB(X)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
						P/FCF	-25.4	-284.5	7.5	8.0	-3.6
						P/S	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	8.6	17.5	23.7	16.8	16.3
						CAGR(%)	5.0%	-331.8	-47.3%	5.0%	-331.8
						PEG	11.7	-1.4	-2.3	10.6	-0.1
						ROIC/WACC	0.4	-0.7	0.1	0.3	0.5

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

华金证券有限责任公司（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有限责任公司（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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

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