

2017年02月12日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

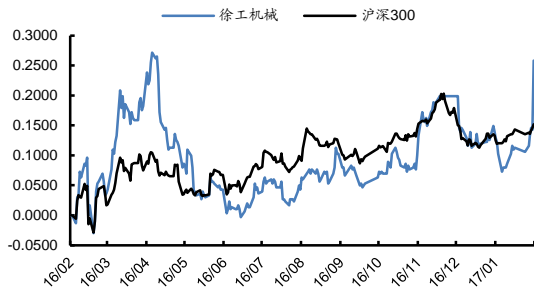
研究所

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

## 内修外练业绩有望改善，定增加码助力产业升级

### ——徐工机械（000425）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
徐工机械	10.5	14.5	25.8
沪深300	2.4	-0.1	15.2

市场数据	2017/02/11
当前价格（元）	3.80
52周价格区间（元）	2.83-3.95
总市值（百万）	26629.37
流通市值（百万）	26575.55
总股本（万股）	700772.77
流通股（万股）	699356.57
日均成交额（百万）	201.55
近一月换手（%）	13.36

相关报告

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%。

### 事件：

2017年1月26日，公司发布2016年年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润为1.80-2.40亿元，上年同期为5667万元，同比上升217.63%-323.50%。2016年公司归母净利润同比上升的主要原因系公司期间费用同比下降，其中汇率波动产生正收益。

### 投资要点：

- **起重机行业景气持续复苏，公司营收迎来改善。**受我国基建投资稳健增长、全国商品房市场回暖及PPP项目投资有所增加以及行业二手市场逐步出清带来的增量需求，2016年9月以来我国工程机械行业景气呈现复苏态势。以起重机为例，2016年12月我国汽车起重机销量为846台，同比增长70.61%，公司起重机销量同比增速自2016年8月回正后持续提高，2016年12月销量为546台，同比增长80.20%，市占率高达64.54%。我们认为公司作为国内工程机械龙头企业，有望充分受益于此轮行业景气复苏，收入端将迎来显著改善。
- **力夯风控+降本挖潜，公司盈利能力不断提升。**公司于2016年年初将压降应收账款列为“一号工程”，通过建立应收账款责任终身制度、将应收账款列为一把手首要考核指标、重新分类计提应收账款等方式对应收账款进行清理和控制。截至2016年第三季度，公司应收账款规模较上年同期降低50.24亿元，经营性现金流量净额为15.79亿元，较上年同期提升13.37亿元。此外，公司着力推进降本挖潜工程，盈利能力不断提高。2016年前三季度公司销售费用同比下降10.33%，且受巴西雷亚尔波动的影响形成汇兑收益，同期财务费用同比下降86.63%。
- **定增加码助力公司产业升级。**公司于2016年12月13日发布定增预案，拟以3.13元/股的价格向上海华信国际集团工业装备有限公司等4名特定对象募集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、徐工机械工业于联网化提升项目和增资徐工集团财务有限公司，目前定增已获江苏省国资委批复，尚待中国证监会审核。我们认为此次定增有助于进一步优化和丰富公司的主营业务结构，完善公司全产业链的产品体系，提升公司在高端装备智能制造、环境产业、国际化市场等领域的竞争力。
- **首次覆盖，给予“增持”评级：**基于审慎性原则，暂不考虑定增对公司业绩的影响，预计2016-2018年公司净利润分别为236百万元、342百万元、472百万元，对应EPS分别为0.03元/股、0.05元/股、0.07元

/股，按照 2 月 10 日收盘价 3.80 元计算，对应 PE 分别为 113、78、56 倍。我们看好汽车起重机行业未来销售数据高速成长的可持续性，认为公司将成为其中最受益标的，给予公司“增持”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。

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	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	16658	15969	20003	24068
增长率(%)	-29%	-4%	25%	20%
净利润（百万元）	51	236	342	472
增长率(%)	-88%	366%	45%	38%
摊薄每股收益（元）	0.01	0.03	0.05	0.07
ROE(%)	0.25%	1.13%	1.62%	2.20%

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:	3.80	投资评级:	增持	日期:	2017/02/11	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	0%	1%	2%	2%	EPS	0.01	0.03	0.05	0.07
毛利率	21%	18%	18%	18%	BVPS	2.91	2.97	3.00	3.06
期间费率	23%	17%	17%	16%	<b>估值</b>				
销售净利率	0%	1%	2%	2%	P/E	532.04	112.90	77.94	56.38
<b>成长能力</b>					P/B	1.31	1.28	1.26	1.24
收入增长率	-29%	-4%	25%	20%	P/S	1.62	1.67	1.33	1.11
利润增长率	-88%	366%	45%	38%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	0.39	0.37	0.44	0.51	营业收入	16658	15969	20003	24068
应收账款周转率	0.77	0.87	1.14	1.40	营业成本	13243	13082	16318	19742
存货周转率	2.30	1.94	2.05	2.17	营业税金及附加	127	122	152	183
<b>偿债能力</b>					销售费用	1219	1086	1300	1564
资产负债率	52%	52%	53%	54%	管理费用	1472	1418	1700	1925
流动比	1.70	1.83	1.80	1.77	财务费用	1058	150	294	258
速动比	1.40	1.44	1.37	1.31	其他费用/(-收入)	318	50	50	50
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	(142)	162	288	445
现金及现金等价物	5000	5993	7110	8181	营业外净收支	189	120	120	120
应收款项	21521	18444	17537	17144	利润总额	46	282	408	565
存货净额	5748	6816	8051	9195	所得税费用	109	42	61	85
其他流动资产	510	639	700	722	净利润	(63)	240	347	480
<b>流动资产合计</b>	<b>32779</b>	<b>31892</b>	<b>33398</b>	<b>35242</b>	少数股东损益	(113)	4	6	8
固定资产	6028	6726	6700	6675	归属于母公司净利润	51	236	342	472
在建工程	185	195	195	195	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
无形资产及其他	1498	1498	1398	1298	经营活动现金流	108	1884	1551	1523
长期股权投资	828	828	828	828	净利润	(63)	240	347	480
<b>资产总计</b>	<b>42708</b>	<b>43710</b>	<b>45090</b>	<b>46809</b>	少数股东权益	(113)	4	6	8
短期借款	4533	3433	3433	3433	折旧摊销	800	451	486	475
应付款项	8351	7964	8581	9289	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	389	373	467	562	营运资金变动	(516)	1189	712	561
其他流动负债	5981	5693	6083	6613	投资活动现金流	(1752)	(1889)	26	25
<b>流动负债合计</b>	<b>19254</b>	<b>17463</b>	<b>18565</b>	<b>19898</b>	资本支出	2368	(709)	26	25
长期借款及应付债券	2847	5447	5447	5447	长期投资	(488)	0	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	其他	(3632)	(1181)	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>2850</b>	<b>5450</b>	<b>5450</b>	<b>5450</b>	筹资活动现金流	2637	1453	(68)	(94)
<b>负债合计</b>	<b>22104</b>	<b>22913</b>	<b>24014</b>	<b>25348</b>	债务融资	(4540)	1500	0	0
股本	7084	7008	7008	7008	权益融资	8	0	0	0
股东权益	20604	20797	21076	21461	其它	7169	(47)	(68)	(94)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>42708</b>	<b>43710</b>	<b>45090</b>	<b>46809</b>	现金净增加额	993	1448	1509	1454

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。

## 【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。