

2017年03月13日

# 徐工机械 (000425.SZ)

## 深度分析

### 行业回暖，排头兵再起航

#### 投资要点

- ◆ **需求端回暖及供给端存量逐渐出清拉动行业触底反弹**：长期来看，基建和房地产行业投资增速仍是工程机械未来能否持续回暖的重要因素。基建投资已成为政府稳定经济增长，调节投资过冷过热的重要手段，预计基建投资增速将继续维持在 20% 左右的水平；下游基建开工、矿山复产及 PPP 项目推进是 2016 年下半年工程机械行业回暖的主要因素；2010-2011 两年间进入市场的新机逐渐进入淘汰期或三四线城市和农村地区，已无法对新机的销售形成明显竞争。二手机出清是个缓慢渐进的过程，但仍然对行业回暖有较显著的作用。
- ◆ **行业回暖传导路径已明确，龙头首受益**：行业景气度传导路径已明确：挖掘机在去年二季度转暖，起重机三季度同比增速明显提升，混凝土机械今年初已有明显起色。公司的汽车起重机销量处于市场领导地位，从 2009 年起重机市场占有率一直保持在 50% 左右；公司铲运机械市场占有率仍有提升空间，供给侧改革后，资源类价格企稳，矿产复工对新机需求仍会持续；路面、桩工、压实机械将持续受益我国公路铁路投资规模继续保持高位；公司在举高类设备技术优势明显，国内高端消防设备市场空间未完全打开，消防装备增长持续性强；混凝土机械行业今年初已逐步有明显起色；公司工程机械零部件业务是唯一在近几年未受行业蛰伏影响的板块，收入增速将至少保持与行业同步，毛利率有改善空间。
- ◆ **国货自强，行业排头兵地位稳固**：工程机械行业经过近五年的深度洗牌，行业集中度不断提升，而国产品牌的渗透率在持续增长；出口是缓解工程机械行业产能过剩而国内需求不足的重要途径，“一带一路”战略为工程机械出海带来了契机。公司全面深化国际化扎根，自营出口和徐工品牌主机出口总额持续保持国内行业领先地位；公司配套能力建设走在同行前列，收入规模未受行业低潮影响而逆势增长。公司目前具备液压元件、装载机配件、道路机械配件等工程机械零部件的生产能力，其中工程机械油缸零部件的市占率在国内市场长期保持前列；公司加强应收账款管理成效显著，2014 年公司经营性现金流转为正，2016 年前三季度经营性现金流大幅增加至 15.79 亿元。公司存货周转速度处于行业内的较快水平，2016 年前三季度存货周转期约为 174 天，较 2015 年有所缩短。
- ◆ **锚定高端，布局海外**：公司拟定增募资 51.56 亿元，将主要用于高端装备智能化制造项目、智能化压缩站项目和工程机械升级及印度工程机械生产制造基地投资项目。公司战略明确，锚定高端装备将继续提升公司技术优势，发力智能化地下空间施工装备、高空作业平台和智能化物流装备；拟投资 2.5 亿美元布局印度生产制造基地，未来将以印度工程机械生产制造基地项目为主体，加快面向“一带一路”国家的投资布局，积极拓展包括印度在内的南亚、东南亚、中东、东非等工程机械市场，扩大公司产品的全球市场份额，实现公司国际化目标。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年~2018 年营收分别为 158 亿元、199 亿元、234 亿元；实现归母净利润分别为 2.20 亿元、7.75 亿元、14.25 亿元；每股收益分别为 0.03 元、0.11 元和 0.20 元。行业回暖刚起步，利润传导有时滞，选取市销率(PS)

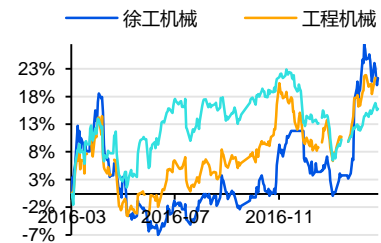
机械 | 工程机械 III

投资评级 **买入-A(上调)**  
 6 个月目标价 5.24 元  
 股价(2017-03-10) 3.93 元

#### 交易数据

总市值(百万元) 27,540.37  
 流通市值(百万元) 27,484.71  
 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 2.98/4.19 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	10.34	6.31	2.46
绝对收益	13.58	8.56	21.94

#### 分析师

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

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20655736

#### 相关报告

徐工机械：定增加码主业，助力公司产业升级 2016-12-16

作为指标进行估值更合理；考虑到公司行业地位及历史市销率数据，我们选取 1.85 倍市销率作为公司合理估值，2017 年预测收入 199 亿元，则对应合理市值为 367 亿元，6 个月目标价 5.24 元，给予“买入-A”评级。

- ◆ **风险提示：**国内经济增速继续放缓，下游需求不足；市场竞争加剧导致公司盈利能力下降；政治经济环境变化境外投资风险等。

#### 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	15,842.1	19,853.4	23,396.0
同比增长(%)	-13.7%	-28.5%	-4.9%	25.3%	17.8%
营业利润(百万元)	451.3	-142.3	101.2	748.3	1,540.9
同比增长(%)	-72.0%	-131.5%	-171.1%	639.4%	105.9%
净利润(百万元)	413.3	50.6	220.4	774.7	1,424.6
同比增长(%)	-72.6%	-87.8%	335.6%	251.4%	83.9%
每股收益(元)	0.06	0.01	0.03	0.11	0.20
PE	66.6	544.3	124.9	35.6	19.3
PB	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、	<b>“周”而复始</b> .....	<b>5</b>
(一)	“四万亿”致工程机械行业“提前消费” .....	5
(二)	需求端回暖是拉动行业触底反弹的主要动力.....	7
(三)	供给端存量逐渐出清为新机销售扫清障碍 .....	9
二、	<b>国货自强，稳固行业排头兵地位</b> .....	<b>9</b>
(一)	行业集中度继续提升，国产品牌渗透率不断提高 .....	11
(二)	“走出去”是消化过剩产能的重要途径 .....	13
(三)	配套能力建设卓有成效.....	15
(四)	财务状况持续改善.....	16
1、	应收账款管理效果明显 .....	16
2、	收入规模增长将提升盈利能力.....	17
三、	<b>锚定高端，布局海外</b> .....	<b>18</b>
(一)	高端装备智能化制造项目 .....	19
(二)	印度工程机械生产制造基地投资项目 .....	20
四、	<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
五、	<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：“四万亿”投资计划.....	5
图 2：挖掘机年销量与增速（台，%）.....	5
图 3：装载机年销量与增速（台，%）.....	6
图 4：汽车起重机年销量与增速（台，%）.....	6
图 5：挖掘机月累计销量与月同比增速（台，%）.....	7
图 6：汽车起重机月累计销量与月同比增速（台，%）.....	7
图 7：固定资产投资完成额增速（%）.....	8
图 8：各吨位挖掘机销售月同比增速（%）.....	8
图 9：环渤海动力煤价格指数（元/吨）.....	9
图 10：普氏铁矿石价格指数：62%Fe（美元/吨）.....	9
图 11：公司营业收入各业务构成 .....	10
图 12：公司汽车起重机 .....	10
图 13：公司履带式起重机.....	10
图 14：公司装载机 .....	11
图 15：公司旋挖钻机.....	11
图 16：公司平地机 .....	11
图 17：公司压路机 .....	11
图 18：汽车起重机市场集中度.....	12
图 19：挖掘机近一年市场集中度 .....	12
图 20：挖掘机市场集中度及徐工挖掘机市占率（%）.....	13
图 21：压路机市场集中度及徐工压路机市占率（%）.....	13
图 22：一带一路 .....	14
图 23：我国工程机械进出口金额（亿美元）.....	14
图 24：公司出口额及出口占总收入比重（万元，%）.....	15

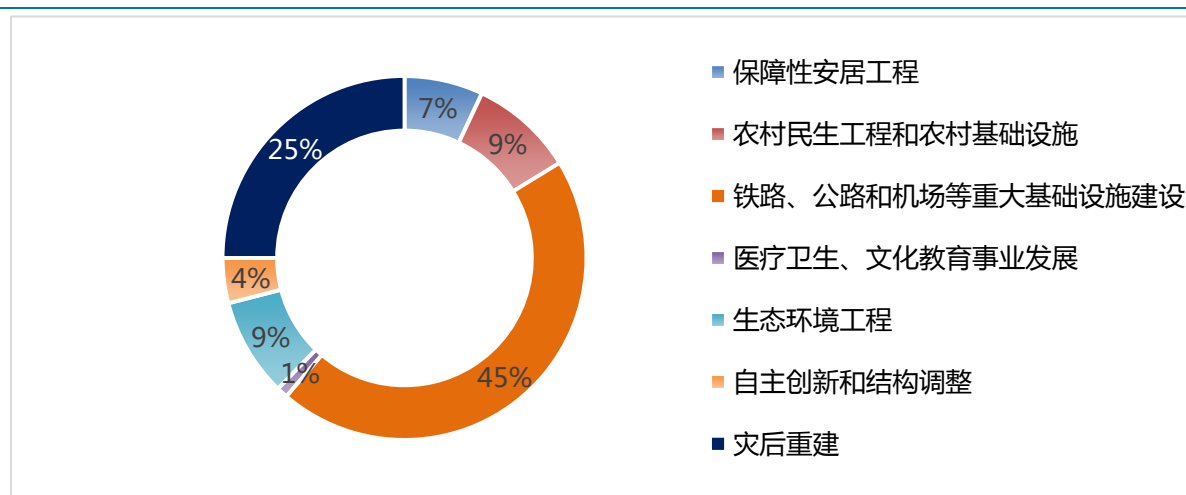
图 25：内销与出口毛利率（%） .....	15
图 26：公司工程机械备件收入及占总收入比重（亿元，%） .....	16
图 27：同行业应收账款周转天数（天） .....	17
图 28：公司应收账款结构（%） .....	17
图 29：同行业公司经营性现金流量净额/营业收入（%） .....	17
图 30：同行业公司存货周转率对比（次） .....	17
图 31：公司营业收入及归母净利润（亿元） .....	18
图 32：企业销售额与净利率关系（亿元，%） .....	18
图 33：规模以上快递业务量及增速（万件，%） .....	20
图 34：印度人口数量与增速（亿人，%） .....	21
图 35：印度 GDP 增速（%） .....	21
图 36：印度“钻石四边形”高铁网络 .....	21
图 37：同行业公司历史市销率对比 .....	24
表 1：国内挖掘机年销量排名及市场集中度 .....	13
表 2：公司配套能力建设相关子公司 .....	15
表 3：募集资金使用计划（万元） .....	18
表 4：主要财务假设 .....	23
表 5：可比公司市值、股价与估值（2017 年 3 月 7 日） .....	24

## 一、“周”而复始

### （一）“四万亿”致工程机械行业“提前消费”

2008 年底政府推出了进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的十项措施及两年（2009-2010 年）投入四万亿元的刺激经济方案。从“四万亿”投资计划的投向来看，大部分投入到了基础设施建设及保障性住房等工程，这些项目与工程机械行业是息息相关的。

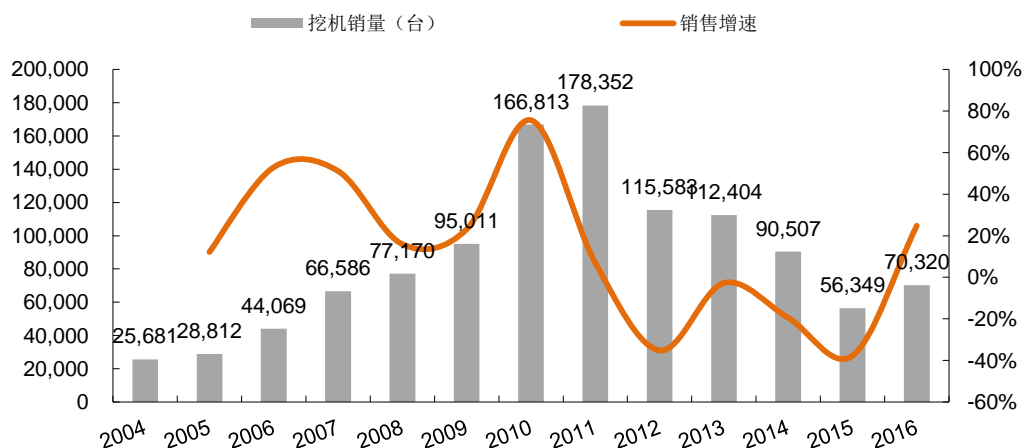
图 1：“四万亿”投资计划



资料来源：发改委，华金证券研究所

工程机械行业是我国经济发展的重要支柱产业，在我国重大工程项目建设、新型城镇化建设中发挥着至关重要的作用。“四万亿”投资计划后，工程机械各类机型新机销量在 2010-2011 年出现了井喷式增长。挖掘机销量作为工程机械行业冷暖的先行指标，2010 年销量达 16.68 万台，同比 2009 年增速 75.57%；2011 年挖掘机销量创下历史最高水平，年销量达 17.84 万台。

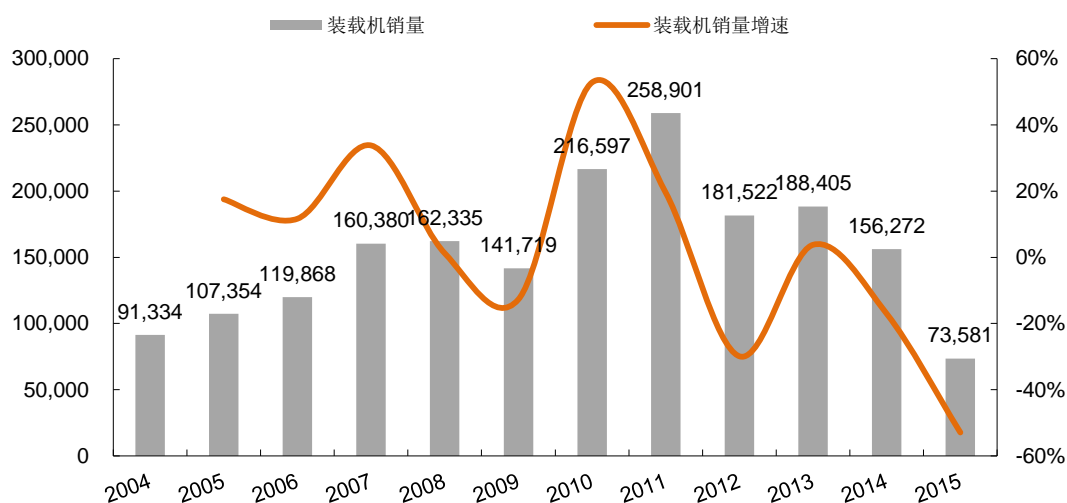
图 2：挖掘机年销量与增速（台，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

2010年,装载机年销量达21.66万台,同比增速达52.84%;2011年,装载机年销量达25.89万台。

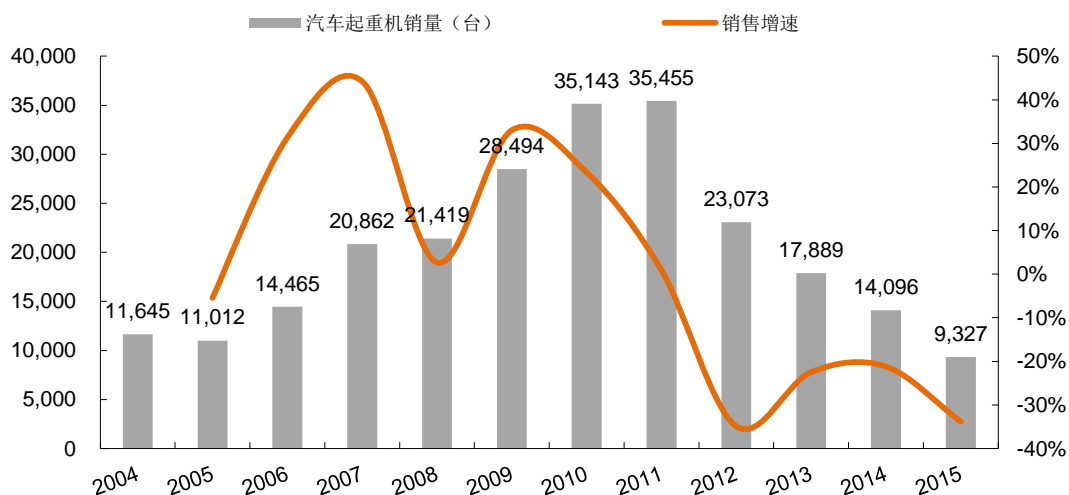
图3：装载机年销量与增速（台，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

2010年,汽车起重机年销量达3.51万台,同比增速达23.33%;2011年,汽车起重机年销量达3.55万台。

图4：汽车起重机年销量与增速（台，%）



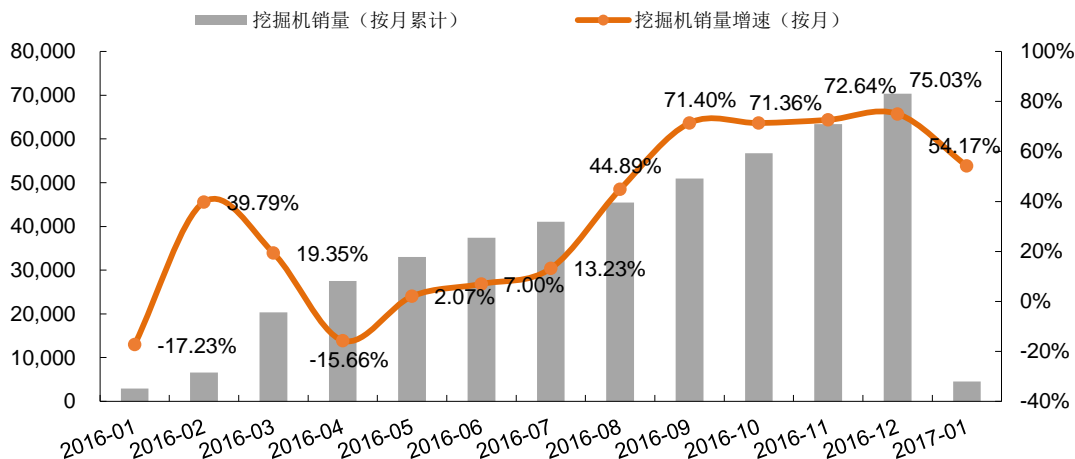
资料来源：Wind，华金证券研究所

2010-2011年工程机械销量井喷式增长,在一定程度上透支了行业后续多年的市场对新机的需求,2012-2015年,挖掘机销量持续下滑,复合增速为-25.03%;装载机复合增速-26.98%;汽车起重机复合增速-28.38%。连续多年的深度调整,部分工程机械企业为消化扩张期的过剩产能,推行激进的销售政策,出现了分期付款及零首付等一系列促进新机销售的政策,而国内整体经济增速放缓,部分行业出现开工不足,回款成为企业无法控制的财务风险,行业也因此经受了严重的冲击和阵痛。

## （二）需求端回暖是拉动行业触底反弹的主要动力

挖掘机销量在 2016 年 5 月起同比增速持续转正；2016 年 8 月起连续 6 个月同比增速超过 45%。以挖掘机为代表的工程机械销量触底反弹。

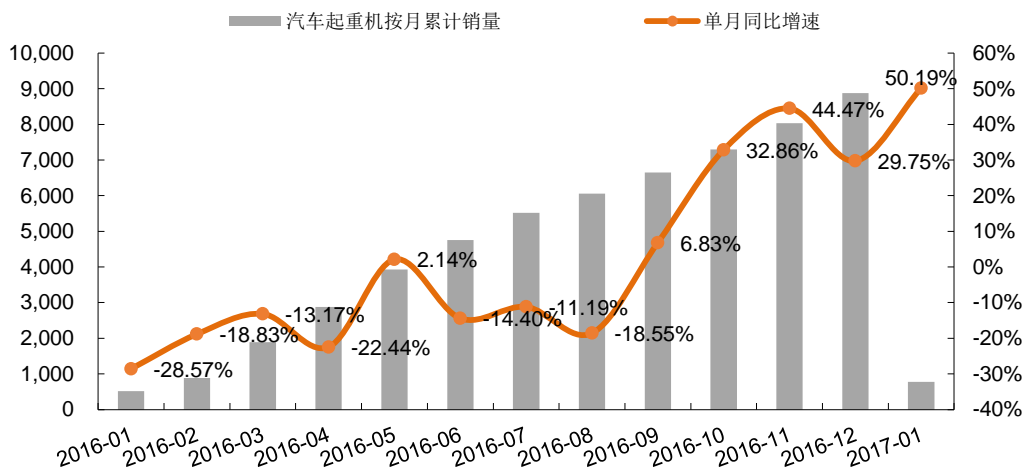
图 5：挖掘机月累计销量与月同比增速（台，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

起重机销量增速 2016 年 9 月起同比持续正增长，10 月起增速保持在 30%以上。

图 6：汽车起重机月累计销量与月同比增速（台，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

历史数据来看，国内工程机械行业收入与城镇固定资产投资额相关性非常高。趋势上看，固定资产投资完成额增速近几年持续放缓，2016 年已下滑至 8%左右。制造业投资、房地产投资、基建投资是固定资产投资中占比最大的三个行业。2016 年上述三项占比分别为 31.48%、17.2%、19.93%，一共占比约七成。而基建投资已成为政府稳定经济增长，调节投资过冷过热的重要手段；我们判断未来相当长一段时间，基础设施建设投资增速将继续维持在 20%左右的水平；房地产市场受到调控的影响，将继续维持低速增长态势；制造业受益“大众创业，万众创新”及国

内制造转型升级步伐的加快，投资增速将企稳回升。长期来看，基建和房地产行业投资增速仍是工程机械未来能否持续回暖的重要因素。

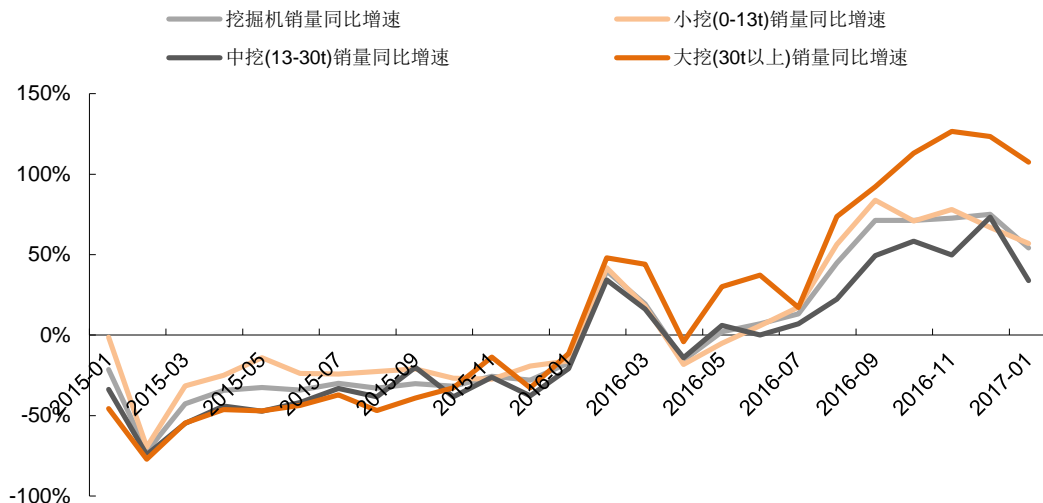
图 7：固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

挖掘机销量自 2016 年三季度起企稳回升，大中小挖掘机增速水平各有不同：大型挖掘机（30 吨以上）增速明显较高，小挖（小于 13 吨）次之，中挖增速相对较缓。增速不同反应了下游需求的结构差异。小挖主要面向市政、新农村建设、水利建设等；中挖需求来自房地产、公路等；大挖主要需求来自矿山开采等。

图 8：各吨位挖掘机销售月同比增速（%）

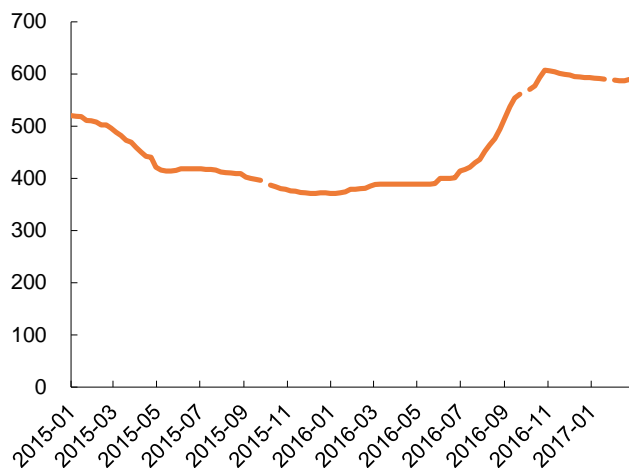


资料来源：Wind，华金证券研究所

大型挖掘机的需求主要来自矿山开采。在资源价格较低时，矿山减产，并持续消化库存，矿主为节省成本，部分开采设备逐渐清理。铁矿石价格从 2016 年 1 月逐步回暖，煤炭价格从 2016 年 6 月中旬起也明显企稳回升，矿山出现了复工，并随着资源价格上涨过程中复工开采积极性逐步得到加强，这催生了对大型挖掘机的需求，2016 年底某些品牌大型挖掘机代理商出现了断货的情况。

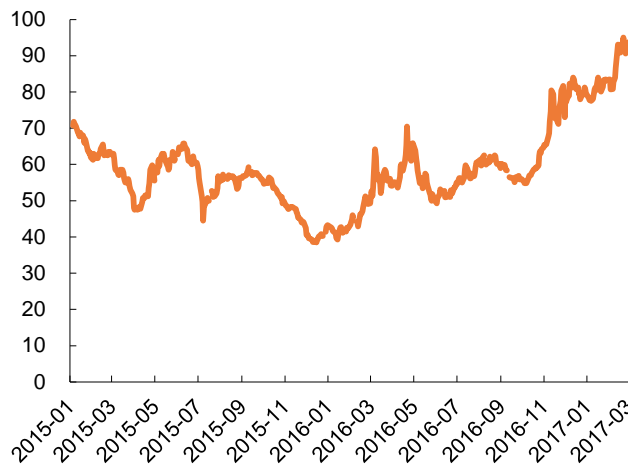


图 9：环渤海动力煤价格指数（元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：普氏铁矿石价格指数：62%Fe（美元/吨）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）供给端存量逐渐出清为新机销售扫清障碍

在美国，二手机后市场服务业被誉为“黄金产业”；在欧洲，后市场也是设备制造产业获利的主要来源。经济发达国家的二手设备业务发展都非常完善，以旧换新、租赁、拍卖等交易方式极其普遍。在日本和欧美二手机最主要的来源是通过以旧换新进行回收，各机械制造厂家都通过以旧换新来促进新车的销售。

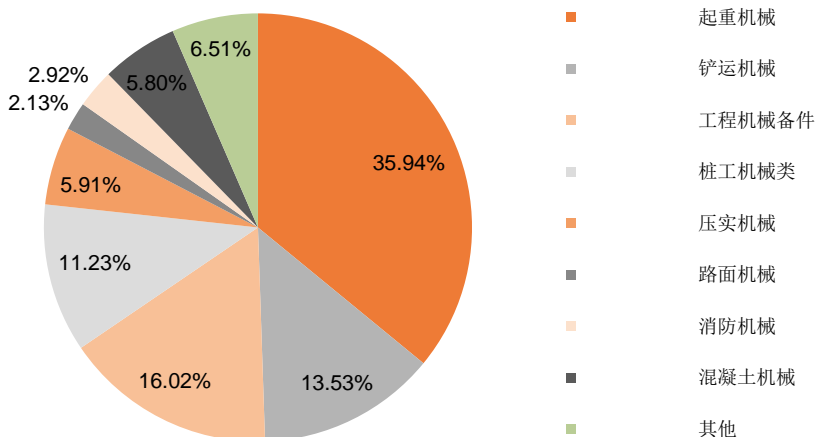
近几年，我国工程机械行业需求不振，一方面各大企业布局海外，另一方面开始把眼光瞄准后市场。后市场中二手设备占很大的比重，二手工程机械交易已经成为新机销售之外的第二大市场。2010-2011年是工程机械的大年，这两年进入市场的新机，在16-17年进入5-8年的淘汰期；另外一些二手机虽然仍在开工，但已进入三四线城市和农村地区，已经无法对新机的销售形成竞争。

## 二、国货自强，稳固行业排头兵地位

公司是中国工程机械行业的排头兵，在国内工程机械行业主营业务收入排名前列，是全国工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一，也是国内行业标准的开发者和制定者，拥有业内领先的产品创新能力和国内最完善的零部件制造体系，多项核心产品国内市场占有率第一或位于前列。

公司目前有三大事业部，分别为起重机械事业部，铲运机械事业部和道路机械事业部；2015年起重机械销售占营业收入 35.94%，铲运机械销售占 13.53%；其中铲运机械事业部以装载机为主，近年异军突起的挖掘机业务目前不在上市公司体内；虽然道路机械事业部在公司收入的占比较小，但是受益于“十三五”计划加速推进公路建设，道路机械市场较好，2016 年度将有小幅增长。

图 11：公司营业收入各业务构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司起重产品覆盖 8-220 吨汽车起重机，100-2000 吨级全地面起重机，25-150 吨越野轮胎起重机，能为全球客户提供全套化吊装解决方案，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。公司的汽车起重机销量处于市场领导地位，从 2009 年起起重机市场占有率一直保持在 50%左右。2016 年公司汽车起重机销量为 4688 台，1-30 吨型销量为 3533 台，占比 75.36%。

2016 年徐工研发的最新一代 G 系列新品启动上市，G 一代攻克了“智能臂架”等行业最高水准的 15 项关键技术，其中 6 项是行业首创或首发。相比于传统机型，在保证百公里综合油耗降低 12%的基础上，产品爬坡能力提升至 45%、作业能量利用率提升 15%、综合工况平均节油率达到 15%。目前 G 系列销量已占三分之一，效率、精准度和安全性都得到了很大提升，奠定了公司保持国内起重机械龙头地位的基础。

图 12：公司汽车起重机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 13：公司履带式起重机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

装载机方面，公司 6 吨以上大吨位市场占有率增长 5 个百分点，装载机已上升至国内行业前 3 强，V 系列装载机新型产品 2016 年上半年投放后领跑市场；大型矿山装载机及液压油缸批量装备澳大利亚力拓集团等世界级矿山企业。

公司的桩工机械主要以徐州徐工基础工程机械有限公司为平台，该子公司是在 2014 年通过同一控制下合并注入到上市公司。2014-2015 年桩工机械分别收入 16.92 亿元和 17.99 亿元，毛利率相对较高，分别达 33%和 39%。

图 14：公司装载机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 15：公司旋挖钻机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司道路机械主要包括压路机、摊铺机、拌和机、平地机、铣刨机等。压路机、摊铺机、平地机、铣刨机连续多年市场占有率第一。目前道路机械事业部在公司收入占比较小，2016 年度市场较好，有小幅增长。预计一带一路将带来更多机遇。压路机在工程机械中属于道路设备的范畴，广泛用于高等级公路、铁路、机场跑道、大坝、体育场等大型工程项目的填方压实作业，可以碾压沙性、半粘性及粘性土壤、路基稳定土及沥青混凝土路面层。2016 年交通部在新闻发布会表示，“十三五”期间着力推进高速公路、普通国省道、农村公路等建设，确保完成公路投资 1.65 万亿元的目标任务。其中仅 2016 年确保实现全年新增高速公路 4500 公里、新改建国省干线 1.6 万公里左右、新改建农村公路 20 万公里等目标任务。从 2010 年起公司压路机的市场份额始终保持在 20%以上，此次公路建设投资将有望拉动公司路面机械的销量增长。

图 16：公司平地机



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 17：公司压路机

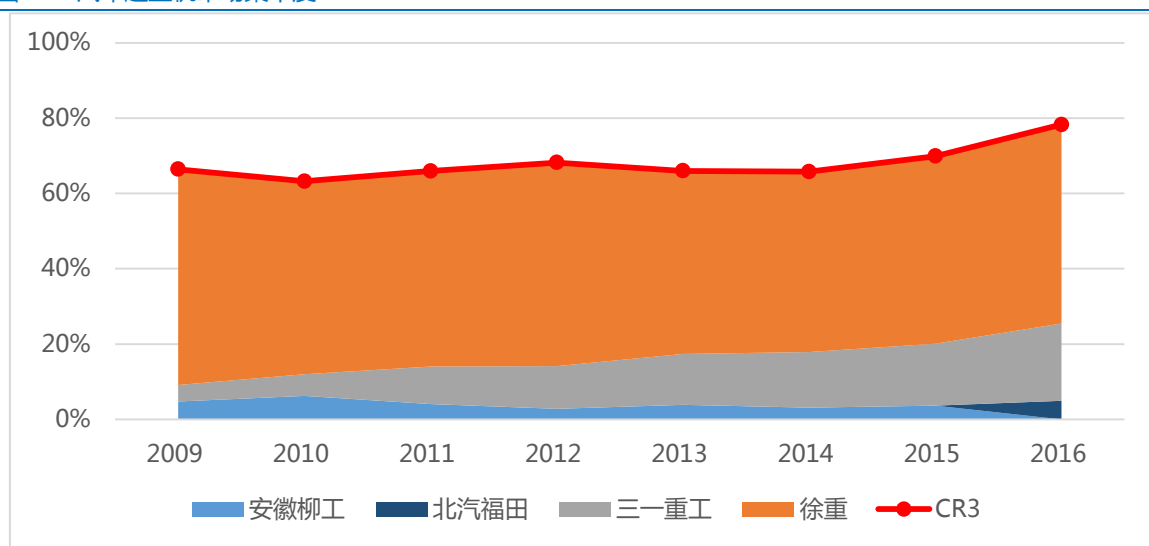


资料来源：公司官网，华金证券研究所

## （一）行业集中度继续提升，国产品牌渗透率不断提高

工程机械行业经过 2012 年以来的深度洗牌，行业集中度不断提升，而国产品牌的渗透率在持续增长。部分整机企业直销占比不断增加，在整体营收规模下的情况下，分销占比的下滑主要由于部分弱小分销商逐步退出了市场。徐工机械的直销占比在 2014 年为 15%，至 2015 年已提升至 34%。2016 年 4 月 1 日中国工程机械行业迎来了强制性“国三标准”政策的推行。除农用机械外，所有工程机械生产制造和销售企业一律不得销售达不到“国三标准”的设备。由此带来行业的强力洗牌，部分小型弱势生产企业已被强制性退出或自然淘汰出市场。

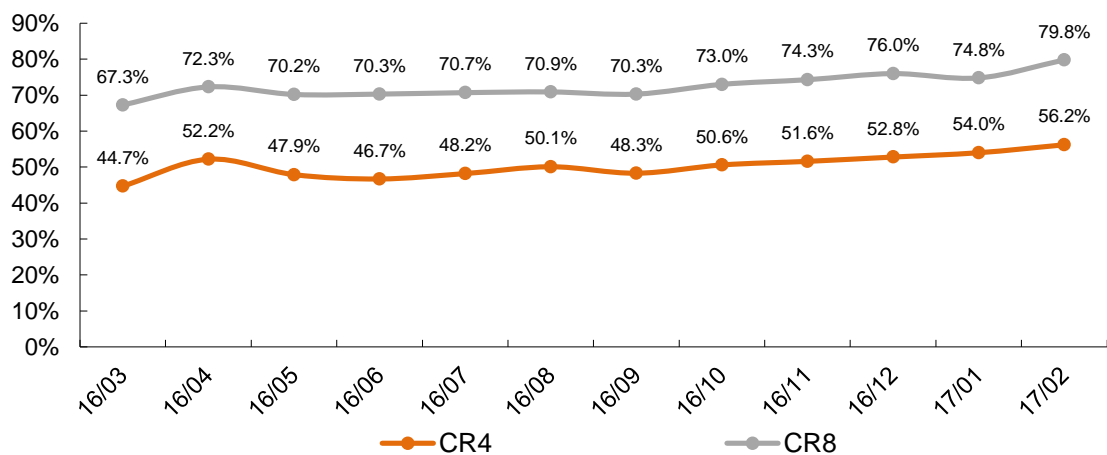
图 18：汽车起重机市场集中度



资料来源：Wind，华金证券研究所

行业连续五年低谷虽然给国内工程机械企业带来了重大的冲击，但从另一方面行业低潮逼迫国内品牌更加聚焦国际市场、重视技术创新、提高管理效率，以增强市场竞争力。从近几年挖掘机销量排名可以清晰看到，以三一、徐挖、柳工等为代表的国产品牌销量排名持续提升，不断挤占日韩品牌市场份额，也体现国产品牌市场影响力和客户认可度已今非昔比。

图 19：挖掘机近一年市场集中度



资料来源：工程机械行业协会，华金证券研究所

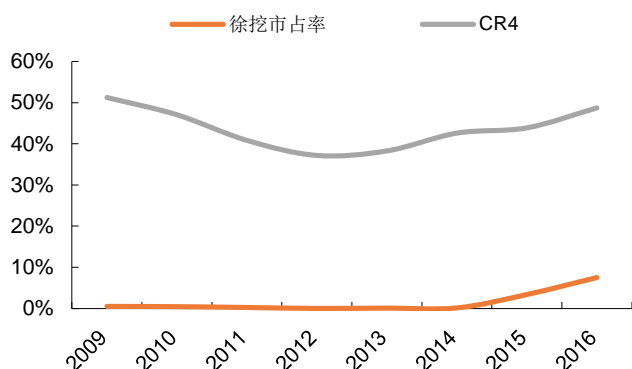
表 1：国内挖掘机年销量排名及市场集中度

Rank	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1	斗山	小松	三一	三一	三一	三一	三一	三一
2	小松	斗山	小松	小松	卡特彼勒	卡特彼勒	卡特彼勒	卡特彼勒
3	日立建机	日立建机	斗山	斗山	小松	小松	神钢	徐挖
4	神钢	神钢	日立建机	日立建机	日立建机	神钢	小松	小松
5	三一	三一	神钢	神钢	斗山	日立建机	日立建机	斗山
6	卡特彼勒	现代	卡特彼勒	卡特彼勒	神钢	斗山	斗山	日立建机
7	现代	卡特彼勒	现代	沃尔沃	沃尔沃	沃尔沃	柳工	柳工
8	玉柴	沃尔沃	玉柴	玉柴	柳工	柳工	山东临工	神钢
9	沃尔沃	玉柴	沃尔沃	柳工	山重建机	山东临工	久保田	山东临工
10	福田雷沃	柳工	柳工	山重建机	玉柴	山河智能	山河智能	山河智能
CR4	51.24%	47.05%	40.83%	37.17%	38.27%	42.60%	43.87%	48.72%

资料来源：Wind，华金证券研究所

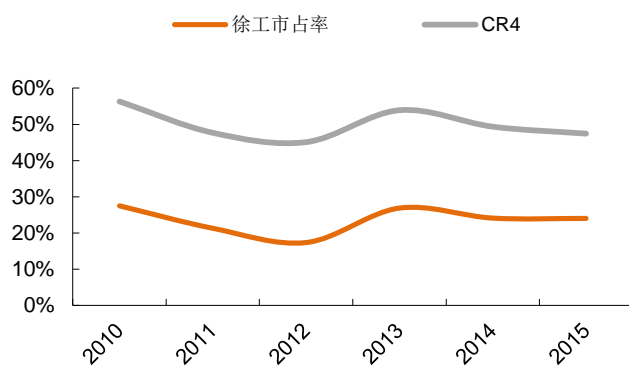
市占率提升的背后是国产品牌在技术上的提升及故障率的降低。徐工的汽车起重机、压路机、装载机超早期及早期故障反馈率分别累计下降 65.5%、38%和近 40%。而体现技术实力的大吨位高端产品，如 130 吨以上超大吨位轮式起重机市场占有率增长 12.7%稳居第一，6 吨以上大吨位装载机市场占有率增长 5%，单钢轮全液压压路机市场占有率增长 6.4%，XR280 以上大吨位旋挖钻机占据国内市场半壁江山。

图 20：挖掘机市场集中度及徐工挖掘机市占率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 21：压路机市场集中度及徐工压路机市占率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）“走出去”是消化过剩产能的重要途径

从各工程机械企业产能利用率上来看，产能过剩的问题依然存在，而目前在整体经济增速放缓的背景下，“走出去”是缓解工程机械行业产能过剩而国内需求不足的重要途径。

“一带一路”战略为工程机械出海带来了契机，目前已取得积极进展。据统计局，2016 年对“一带一路”沿线国家进出口 62517 亿元，比上年增长 0.5%。其中出口增长 0.5%，进口增长 0.4%。全年对“一带一路”沿线国家直接投资 145 亿美元；沿线国家对我直接投资新设立企业 2905 家，增长 34.1%，直接投资金额 458 亿元。对沿线国家承包工程业务完成营业额 760 亿美元，增长 9.7%，占同期我国对外承包工程业务完成营业额的 47.7%。

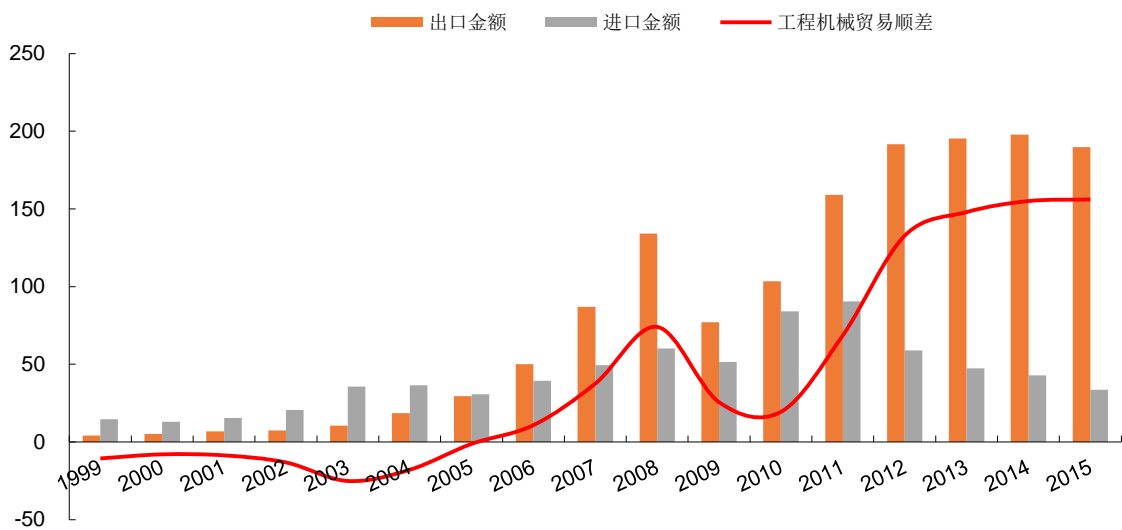
图 22：一带一路



资料来源：Wind，华金证券研究所

政府一直支持并实施走出去战略，鼓励企业参与境外基础设施建设和产能合作，推动包括工程机械在内的中国装备走向世界。伴随着走出去战略特别是“一路一带”战略推进和落地，为具有比较优势的中国工程机械产品出口及工程机械企业境外建厂投资带来长期需求和发展机遇。工程机械进出口以 2005 年为分水岭，由贸易逆差变为顺差；2010 年以后，顺差不断扩大。国产品牌在国内不断挤占外资品牌市场空间，在国际上国产品牌性价比优势明显，出口势头强劲；工程机械有望乘政策东风，在出口上继续发力，拉动行业增长。

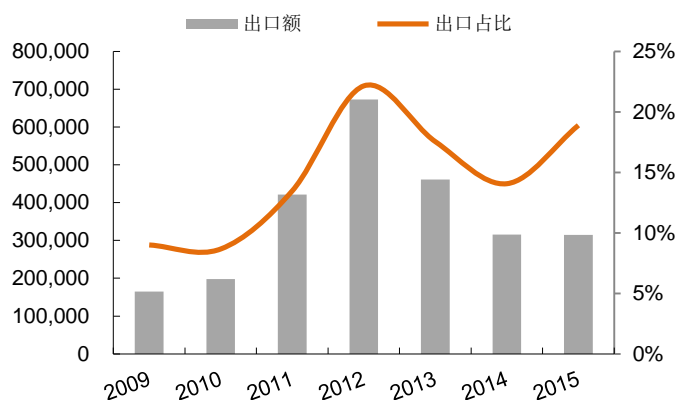
图 23：我国工程机械进出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

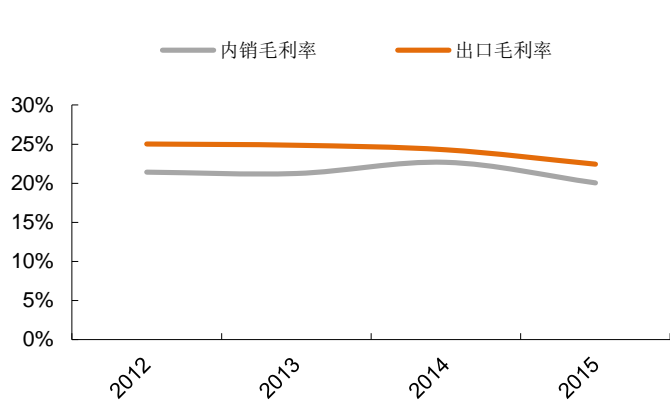
公司全面深化国际化扎根，自营出口和徐工品牌主机出口总额持续保持国内行业领先地位。目前出口占收入的比重约 20%，公司原本出口市场以非洲、中东地区为主，近年公司也在开始针对欧美等高端市场用户要求，专门设计制造的适应性新产品，产品也开始出口至美国等国家。公司拥有布局全球的营销网络，是国内最大的工程机械出口商之一，汽车起重机、压路机、平地机等多项产品出口市场份额第一。出口一方面可以解决国内需求不足及产能利用率不够的问题，另一方面，出口产品综合毛利率略高于内销产品。

图 24：公司出口额及出口占总收入比重（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：内销与出口毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司近几年一直注重海外布局，积极拓展海外渠道，通过优化业务职能，强化一线团队，强化大客户的抢抓和大项目的带动，支撑起外销业绩跨越式提升，推动出口总额大幅增长，在全球市场上频频收获大订单，在全球工程机械市场形成了极大的冲击力和影响力。在产品营销方面，公司建立起了包括海外第三方经销商和服务中心的海外销售网络，辐射 177 个国家和地区。在科研创新方面，公司在美国和欧洲分别设立了海外研究中心，高效利用国际区域优势研发资源，致力于北美和欧洲市场的产品适应性改进及全新产品开发。同时，公司搭建了备件电商和应收账款在线管理等信息化平台。以公司拓展巴西市场为例。2013 年巴西综合基地实现试生产，公司国际化开始迈出实质性步伐。2014 年巴西公司一期项目投产，打造了第一个国际化样板。2015 年公司不断推进巴西公司业务资产重组，环境产业、消防产业和高空作业平台产业实现分立发展。当年公司在巴西经济衰退的不利情况下，销售额依旧保持 8% 逆势增长，同时巴西公司的 8 种产品已经获得菲纳米资质，16 款适应性新产品也已经下线。

### （三） 配套能力建设卓有成效

公司重视产品的配套能力建设，除整机业务以外，还努力完善工程机械零部件布局，以核心零部件撬动起重机械产业的高科技。公司长期以聚焦突破核心技术为目标，形成稳定的技术投入增长机制，重点瞄准国内首创和国际先进目标，已经具备了核心零部件批量配套技术。

表 2：公司配套能力建设相关子公司

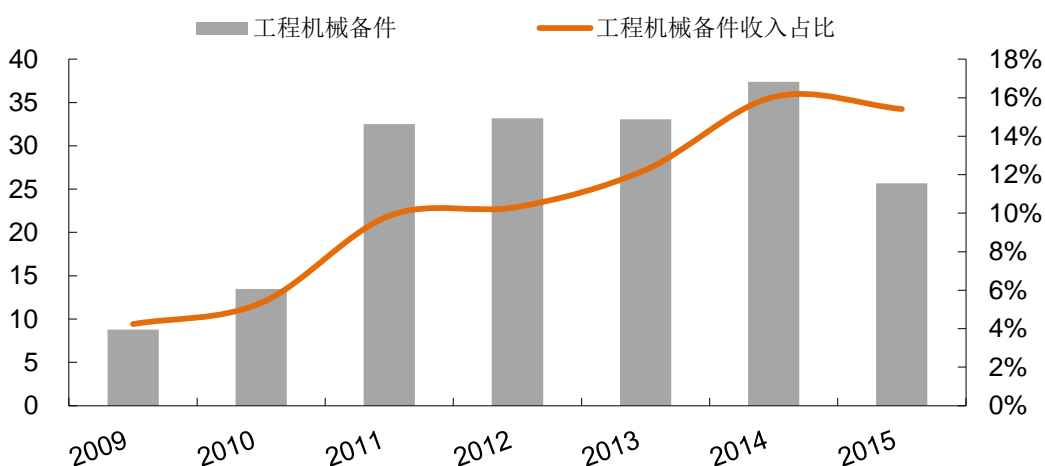
同一控制下合并取得子公司	持股比例	经营范围
徐州徐工液压件有限公司	100%	液压件、工程机械配件制造等
徐州工程机械保税有限公司	100%	普通机械及配件；汽车零部件等
徐州徐工筑路机械有限公司	100%	工程机械及配件、液压附件及气动元件制造等

同一控制下合并取得子公司	持股比例	经营范围
徐州徐工特种工程机械有限公司	100%	工程机械及配件、矿用防爆柴油机及配件制造等
徐州徐工履带底盘有限公司	100%	矿山机械设备和履带底盘研制、制造等

资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司已经形成了有压有保的产业布局，高水平布局液压零部件、消防、环卫装备基地和履带底盘基地，加紧传动零部件产业整合，新型电控变速箱批量配套并通过市场考验。目前具备液压元件，装载机械配件，道路机械配件等工程机械零部件的生产能力，其中工程机械油缸零部件的市占率在国内市场长期保持前列。

图 26：公司工程机械备件收入及占总收入比重（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （四）财务状况持续改善

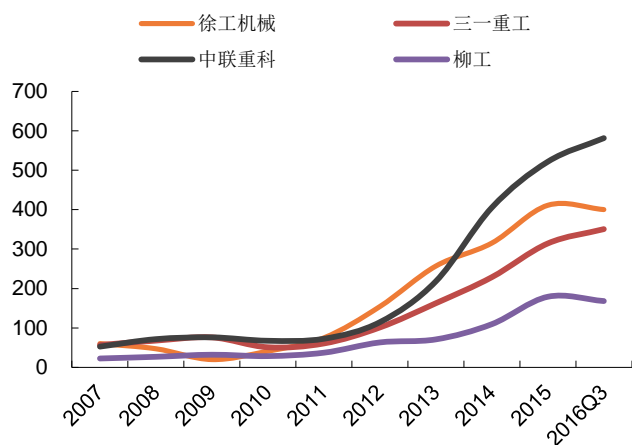
### 1、 应收账款管理效果明显

自金融危机以来，全球整体宏观经济环境低迷、国内经济增速逐渐放缓，国内工程机械行业受大环境影响，业绩出现下滑调整。为扩大销售以及减少库存积压，赊销成为行业内的普遍现象。公司所处专用设备制造行业，销售模式多为分期付款，在市场萧条的情况下，收款分期期限较长，回款速度较慢，导致应收账款周转率逐年下降。

公司从 2013 年开始紧缩销售政策，清理应收账款，控制逾期，并将进一步强化风险控制，逐步提升信用销售首付比例，杜绝零首付甚至低首付现象，鼓励银行按揭。公司目前应收账款管理措施：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；建立应收账款责任终身制度；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。公司应收账款中两年以上应收账款对收入比重已明显减少；应收账款周转天数近两年有明显下降趋势。另外，随着下游基础建设项目的增加，将继续带动工程机械行业回暖，公司的应收账款周转速度有望加快。

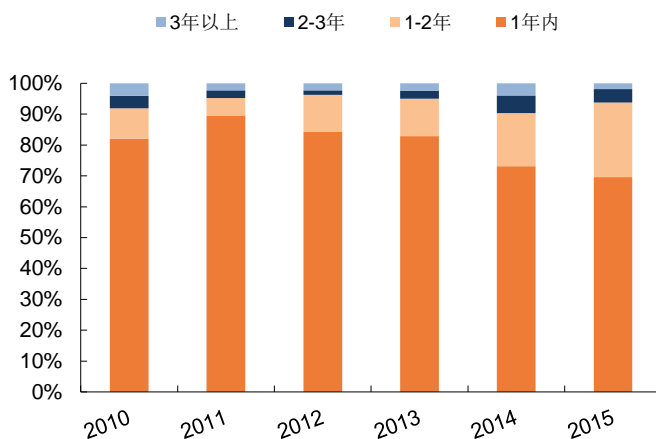


图 27：同行业应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，华金证券研究所

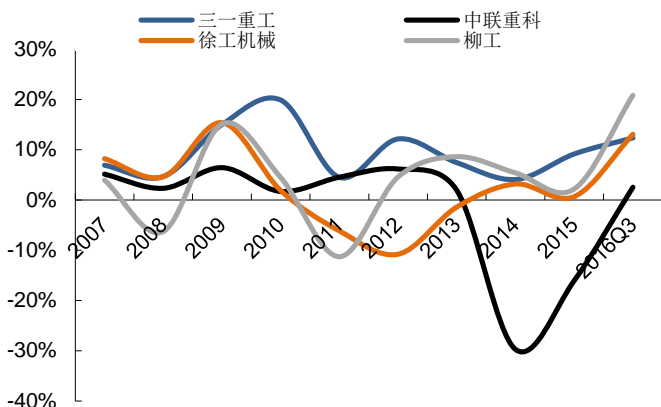
图 28：公司应收账款结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

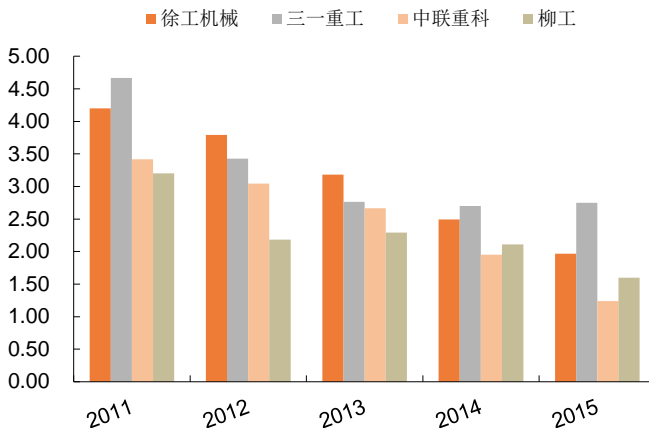
由于加强应收账款管理，公司营业收入质量逐渐提高，2014 年公司经营性现金流由负转正。2016 年公司的经营性现金流大幅增加至 15.79 亿元。从行业层面分析，受经济环境增速放缓影响，行业内主要公司的存货周转率都呈现逐年下降的趋势。徐工机械的存货周转速度处于行业内的较快水平，2016 年三季度存货周转期约为 174 天，较 2015 年有所缩短。

图 29：同行业公司经营性现金流量净额/营业收入（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：同行业公司存货周转率对比（次）

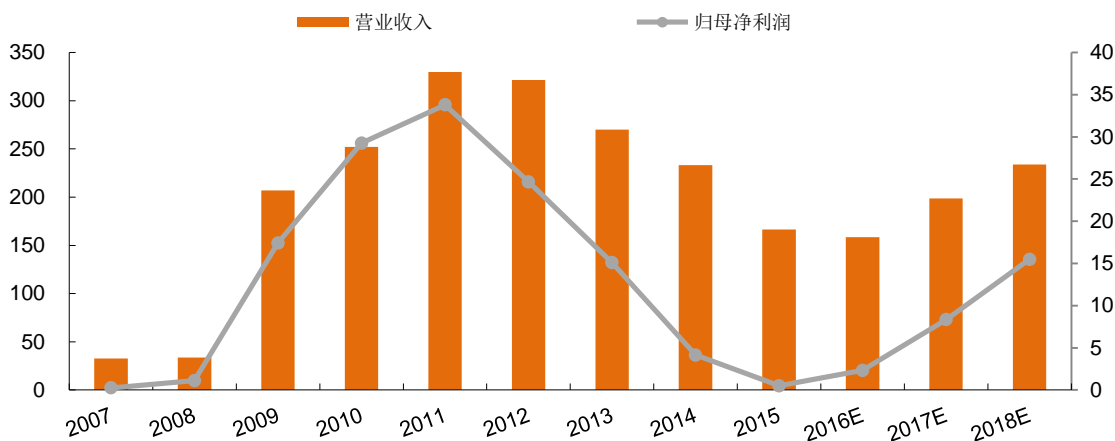


资料来源：Wind，华金证券研究所

## 2、收入规模增长将提升盈利能力

2009 年受到“四万亿”投资计划的带动，公司业绩大幅增长，2011 年实现归母净利润 33.79 亿元。之后随着国内固定资产投资增速放缓，2012 年起公司收入及净利润均出现持续回落。2016 年行业回暖，前三季度实现营业收入 120.9 亿元，收入下降速度放缓；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 779%。据公司，2016 年利润大幅增长，预计实现利润 1.8-2.4 亿元。

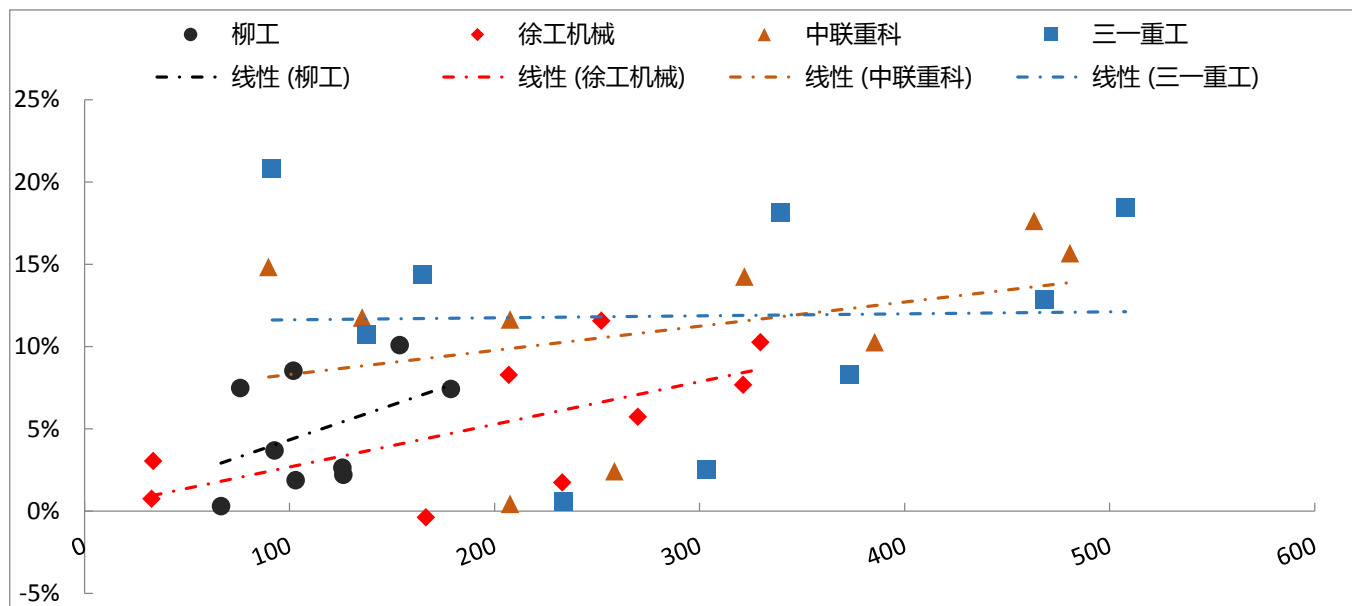
图 31：公司营业收入及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所预测

通过统计和观察主要公司历年销售额与净利率关系发现，二者呈现一定的正相关性。徐工机械、柳工和中联重科年销售额较高时，净利率水平也较高。预期未来几年行业逐步回暖，公司将回到营收平稳增长的正常轨道，而国内出口业务仍有很大空间，行业集中度不断提高仍在继续，企业的毛利率水平或将持续改善，净利率将逐渐向上。

图 32：企业销售额与净利率关系（亿元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、锚定高端，布局海外

公司拟定增非公开发行股票 16.47 亿股，募集资金 51.56 亿元，将主要用于高端装备智能化制造项目、智能化压缩站项目和工程机械升级及印度工程机械生产制造基地投资项目。

表 3：募集资金使用计划（万元）

序号	项目类型	项目名称	项目投资总额	拟使用资金
----	------	------	--------	-------

1		智能化地下空间施工装备制造项目	60,203	42,236
2	高端装备智能化制造项目	高空作业平台智能制造项目	123,460	95,870
3		智能化物流装备制造项目	120,450	80,270
4	环境产业项目	智能化压缩站项目	64,000	43,006
5		大型桩工机械产业化升级技改工程项目	48,280	17,250
6	工程机械升级及国际化项目	印度工程机械生产制造基地投资项目	132,642	99,953
7	徐工机械工业互联网化提升项目		43,383	37,015
8	增资徐工集团财务有限公司		100,000	100,000
		合计	692,418	515,600

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （一） 高端装备智能化制造项目

此次公司布局高端装备智能化制造重点放在智能化地下空间施工装备、高空作业平台智能制造项目和智能化物流装备，而募集资金将主要用于高空作业平台智能制造项目和智能化物流装备项目中。

### 1、 高空作业平台智能制造项目

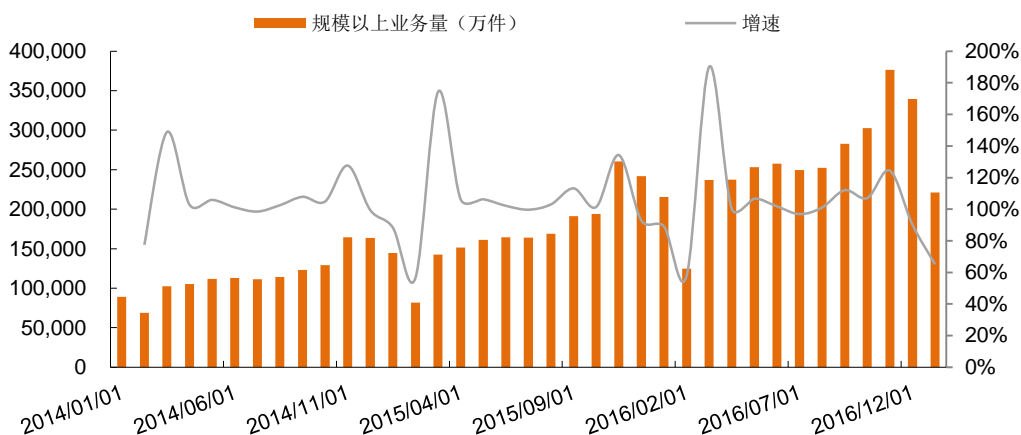
我国高空作业平台市场尚处发展初期，市场保有量很低，大量的高空作业仍以脚手架为主，或对叉车、起重设备等进行改造以达到高空作业的目的，安全隐患高。随着我国城市化进程的推进及高空作业安全标准的不断提升，将形成了潜力巨大的高空作业平台市场，预计高空作业平台市场将进入高速增长期。

公司的高空作业平台从 2008 年开始销售，2016 年新公司成立后突飞猛进的发展。此次项目生产的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，能够替代吊篮、脚手架等传统登高方式，可以大幅提高高空作业的安全性及作业效率，这些产品可被广泛地用于建筑施工、钢结构安装、室内外装修、建筑物幕墙清洗、仓库、超市、大型设备制造、机场、车站、大型展馆等领域。

### 2、 智能化物流装备制造项目

根据《物流业发展中长期规划（2014—2020 年）》，我国物流业到 2020 年的发展目标为：物流业增加值年均增长 8%左右，物流业增加值占国内生产总值的比重达到 7.5%左右；新的物流装备、技术广泛应用；信息化和供应链管理明显提升；物流整体运行效率显著提高。从 2014 年起，我国快递业务量呈逐年上涨趋势，快递业务的快速增长在一定程度上将带动物流装备行业的发展。

图 33：规模以上快递业务量及增速（万件，%）



资料来源：国家邮政局，华金证券研究所

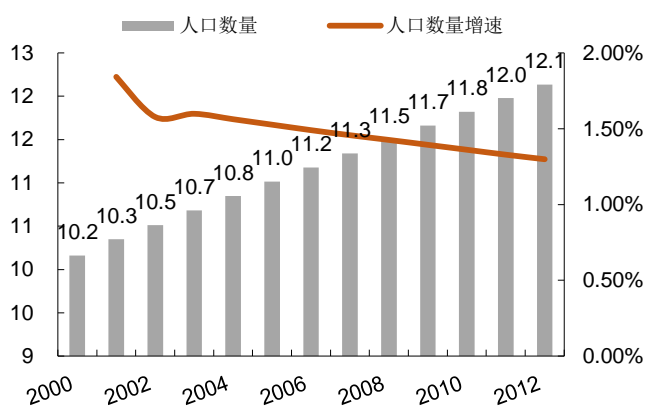
对于高端物流装备领域,其产品体现在高附加值、高技术含量、高可靠性和大吨位四个方面,而目前外资品牌控制了车桥、传动、控制、传感等关键技术,基本垄断了高端智能化物流装备这一较高利润率的产品市场。此次项目拟建立内燃叉车、电动叉车和 AGV 自动导引运输车的柔性化、品质化、规模化的生产体系,全面实现现代化、智能化物流装备开发、制造、试验等综合能力,提高公司的综合实力,形成中大吨位内燃叉车、中小吨位电动叉车、AGV 自动导引运输车 and 叉车属具规模化的生产能力。

## （二）印度工程机械生产制造基地投资项目

公司响应国家实施“一带一路”和“走出去”的战略,抓住印度市场机遇,并辐射南亚、东南亚、中东、东非等周边工程机械市场,实现国际化的发展战略,2016 年公司拟出资不超过 2.5 亿美元在印度钦奈建设工程机械生产制造基地,实施印度工程机械生产制造基地投资项目。本次投资完成后,公司将以印度工程机械生产制造基地项目为主体,加快面向“一带一路”国家的投资布局,积极拓展包括印度在内的南亚、东南亚、中东、东非等工程机械市场,扩大公司产品的全球市场份额,实现公司国际化目标。

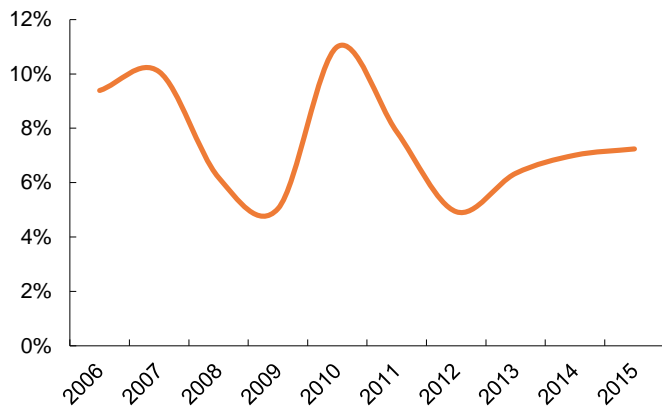
印度“十二五”(2013-2017)计划期间,政府拟在基础设施建设领域投入 56 万亿卢比(约合 10,000 亿美元),预计占其 GDP 的比重为 8%,较“十一五”计划提高 1.8 个百分点,投资领域包括公路、铁路、城市基础设施、商业和住宅建筑、港口、电力、水利设施、采矿、石油、天然气和机场等。随着印度经济较快增长,对基础设施建设投入将逐渐加大,这将带来对工程机械产品的旺盛需求,预计未来几年印度工程机械市场发展仍将呈现高速增长态势。

图 34：印度人口数量与增速（亿人，%）



资料来源：联合国数据库，华金证券研究所

图 35：印度 GDP 增速（%）



资料来源：中经网统计数据库，华金证券研究所

目前印度正在进行“钻石四边形”铁路网规划建设，钦奈是四边形一角，是未来规划铁路重要站点；钦奈国际机场为印度联接南亚、东南亚、中东、欧洲和北美洲的主要枢纽；钦奈港还是印度最大的人工港，是印度第二繁忙的集装箱枢纽，承担大宗工业货物、车辆等运输。利用其区位优势可大大降低公司产品和物流的运输成本。

图 36：印度“钻石四边形”高铁网络



资料来源：互联网，华金证券研究所

印度工程机械生产制造基地建成后，公司在印度将形成起重机、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。通过该项目的实施，可以大大缩短产品的供货周期。另外，印度装配制造基地的建立将实现产品当地化生产，有利于避免进口关税、产品跨境运输费、保险费等支出，降低产品出口税费成本；通过本地化生产利用当地的人力资源成本优势，降低人工成本，进一步提升产品成本优势。同时借助公司工程机械产品的技术优势和

产品研发优势，加快产品更新换代，可以根据市场需求及时开发适应印度市场的工程机械产品，更好地满足当地经销商和直接客户对产品功能和技术性能等的偏好。

## 四、盈利预测与估值

基于对工程机械整个行业的判断及公司在行业地位及经营情况，我们预测公司未来几年各业务板块主要财务指标如下：

公司传统强项起重机业务预计 2017-2018 年销售收入分别增长 30%，20%。从工程机械行业的景气度传导来看，挖掘机销量增速启动后，起重机械紧跟其后。汽车起重机的销量数据已从 2016 年三季度起同比增速有明显提高，公司依然会保持行业龙头地位，坐享行业集中度及收入规模提升带来的毛利率及净利率的回升；公司铲运机械市场占有率仍有提升空间，供给侧改革后，资源类价格企稳，大型矿场复工对新机需求仍会持续，公司装载机毛利率有向龙头柳工看齐的空间；路面、桩工、压实机械将持续受益我国公路铁路继续保持高位的投资增速；消防机械受益于公司在举高类设备明显的技术优势，国内高端消防设备市场空间仍在增长，预计将继续保持 30% 的增速；公司工程机械零部件业务是唯一在近几年未受行业衰退影响的板块，收入增速将至少保持与行业同步，毛利率有改善空间。

表 4：主要财务假设

单位：百万元		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
起重机械	营业收入	8,942	7,330	5,757	5,584	7,259	8,711
	增长率	-32.07%	-18.02%	-21.47%	-3.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	6,684	5,484	4,595	4,439	5,589	6,533
	毛利率	25.25%	25.19%	20.17%	20.50%	23.00%	25.00%
铲运机械	营业收入	5,313	3,097	2,168	2,060	2,575	3,038
	增长率	-2.90%	-41.72%	-29.98%	-5.00%	25.00%	18.00%
	营业成本	4,275	2,437	1,762	1,668	2,034	2,370
	毛利率	19.55%	21.28%	18.74%	19.00%	21.00%	22.00%
工程机械备件	营业收入	3,307	3,738	2,567	2,695	3,504	4,205
	增长率	-0.30%	13.02%	-31.32%	5.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	3,070	3,427	2,270	2,331	2,978	3,490
	毛利率	7.16%	8.31%	11.56%	13.50%	15.00%	17.00%
桩工机械	营业收入		1,692	1,799	1,979	2,275	2,503
	增长率			6.33%	10.00%	15.00%	10.00%
	营业成本		1,032	1,204	1,316	1,513	1,664
	毛利率		39.02%	33.09%	33.50%	33.50%	33.50%
压实机械	营业收入	1,290	1,161	946	946	1,230	1,476
	增长率	17.41%	-9.96%	-18.50%	0.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	1,019	908	740	748	960	1,151
	毛利率	21.02%	21.81%	21.76%	21.00%	22.00%	22.00%
路面机械	营业收入	415	442	342	342	444	533
	增长率	-7.02%	6.53%	-22.72%	0.00%	30.00%	20.00%
	营业成本	314	332	265	267	338	400
	毛利率	24.34%	25.05%	22.47%	22.00%	24.00%	25.00%
消防机械	营业收入	855	475	468	585	761	989
	增长率	20.61%	-44.44%	-1.39%	25.00%	30.00%	30.00%
	营业成本	457	258	287	363	449	574
	毛利率	46.49%	45.67%	38.64%	38.00%	41.00%	42.00%
混凝土机械	营业收入	3,410	2,619	929	-	-	-
	增长率	-10.84%	-23.21%	-64.54%	-100.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	2,261	1,777	726	-	-	-
	毛利率	33.71%	32.14%	21.78%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	营业收入	2,775	1,865	1,044	1,044	1,044	1,044
	增长率	19.30%	-32.78%	-44.05%	0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本	2,470	1,630	907	908	903	903
	毛利率	11.01%	12.63%	13.12%	13.00%	13.50%	13.50%
合计	营业收入	26,307	22,419	16,019	15,235	19,092	22,499
	增长率	-13.34%	-14.78%	-28.55%	-4.90%	25.32%	17.84%
	营业成本	20,550	17,285	12,757	12,040	14,764	17,085
	毛利率	21.89%	22.90%	20.37%	20.97%	22.67%	24.06%

资料来源：Wind，华金证券研究所预测

表 5：可比公司市值、股价与估值（2017 年 3 月 7 日）

可比公司	证券代码	市值（亿元）	最新股价	PS (TTM)	PB (2016Q3)	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)
三一重工	600031.SH	565	7.29	2.64	2.34	194	40	26
中联重科	000157.SZ	373	4.82	1.88	0.97	-185	46	27
柳工	000528.SZ	102	9.21	1.53	1.15	284	67	37
恒立液压	601100.SH	102	16.05	8.15	2.91	129	69	47
安徽合力	600761.SH	88	14.35	1.51	2.00	20	18	16
建设机械	600984.SH	65	10.25	5.06	2.03	39	28	21
山河智能	002097.SZ	70	8.73	4.69	2.85	98	36	28
山推股份	000680.SZ	82	6.68	2.06	2.40			
厦工股份	600815.SH	70	7.26	2.19	2.61			
杭叉集团	603298.SH	187	29.76	4.08	7.96			
可比公司平均值		170	11.44	3.38	2.72	83	43	29
可比公司中位数		95	8.97	2.41	2.37	98	40	27
徐工机械	280	4.02	1.78	1.37	120	31	17	17

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 37：同行业公司历史市销率对比



资料来源：互联网，华金证券研究所

我们预测公司 2016-2018 年营收分别为 158 亿元、199 亿元、234 亿元；实现归母净利润分别为 2.20 亿元、7.75 亿元、14.25 亿元；每股收益分别为 0.03 元、0.11 元和 0.20 元。行业回暖刚起步，利润传导有时滞，选取市销率（PS）作为指标能得到更合理的估值；考虑到公司的行业地位及历史市销率数据，我们选取 1.85 倍市销率作为公司合理估值，2017 年预期收入 199 亿元，则对应合理市值为 367 亿元，6 个月目标价 5.24 元，给予“买入-A”评级。

## 五、风险提示



国内经济增速继续放缓，下游需求不足；市场竞争加剧导致公司盈利能力下降；政治经济环境变化境外投资风险等。

**财务报表预测和估值数据汇总**
**利润表**

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,306.3	16,657.8	15,842.1	19,853.4	23,396.0
减:营业成本	18,033.5	13,242.9	12,519.9	15,352.6	17,766.3
营业税费	111.0	126.8	120.4	103.2	117.0
销售费用	1,639.7	1,218.7	1,124.8	1,350.0	1,544.1
管理费用	1,874.8	1,471.5	1,346.6	1,429.4	1,567.5
财务费用	610.5	1,058.4	104.9	316.3	324.4
资产减值损失	622.5	544.0	539.3	568.6	550.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	36.9	862.2	15.0	15.0	15.0
营业利润	451.3	-142.3	101.2	748.3	1,540.9
加:营业外净收支	92.0	188.5	181.8	209.2	228.7
利润总额	543.3	46.3	283.0	957.4	1,769.7
减:所得税	136.4	108.9	50.9	124.5	221.2
净利润	413.3	50.6	220.4	774.7	1,424.6

**资产负债表**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	5,158.1	4,999.5	11,253.8	5,956.0	7,018.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	20,523.4	19,516.4	10,560.4	29,848.4	19,576.1
应收票据	2,033.4	2,005.1	1,080.8	2,957.7	2,038.4
预付帐款	1,110.1	392.4	1,220.2	761.5	1,437.6
存货	7,714.3	5,748.1	4,465.6	9,014.6	7,036.7
其他流动资产	0.0	117.8	39.3	52.3	69.8
可供出售金融资产	683.0	1,021.0	568.0	757.4	782.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	339.7	827.8	827.8	827.8	827.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	8,190.6	6,027.7	5,202.3	4,376.9	3,551.6
在建工程	390.6	185.3	185.3	185.3	185.3
无形资产	2,187.9	1,497.6	1,430.0	1,362.3	1,294.6
其他非流动资产	519.3	369.3	427.5	435.8	406.3
资产总额	48,850.5	42,707.9	37,260.9	56,536.1	44,225.1
短期债务	3,301.3	4,533.0	125.0	552.6	636.8
应付帐款	10,059.2	6,180.9	7,081.0	10,189.6	10,008.0
应付票据	3,379.7	3,391.1	2,030.1	4,709.5	3,482.5
其他流动负债	3,022.8	5,149.3	3,390.8	4,034.0	4,383.2
长期借款	3,048.3	1,349.4	50.0	12,193.8	70.0
其他非流动负债	5,600.2	1,500.1	4,558.7	3,886.3	3,315.0
负债总额	28,411.6	22,103.8	17,235.6	35,565.9	21,895.4
少数股东权益	320.0	12.8	24.4	82.8	206.6
股本	2,210.9	7,084.3	7,007.7	7,007.7	7,007.7
留存收益	17,990.8	13,408.2	12,993.1	13,879.7	15,115.4
股东权益	20,439.0	20,604.1	20,025.3	20,970.2	22,329.7

**现金流量表**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	406.9	-62.7	220.4	774.7	1,424.6
加:折旧和摊销	733.9	801.7	893.1	893.1	893.1
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	104.9	316.3	324.4
投资损失	-36.9	-862.2	-15.0	-15.0	-15.0
少数股东损益	-6.4	-113.3	11.6	58.3	123.9
营运资金的变动	-1,741.6	-1,074.6	10,158.8	-19,294.6	11,071.0
经营活动产生现金流量	737.7	107.7	11,373.7	-17,267.3	13,822.0
投资活动产生现金流量	-871.0	-1,752.0	468.0	-174.3	-9.8
融资活动产生现金流量	-1,835.6	1,670.3	-5,587.4	12,143.8	-12,749.4

**财务指标**

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	-13.7%	-28.5%	-4.9%	25.3%	17.8%
营业利润增长率	-72.0%	-131.5	-171.1	639.4%	105.9%
净利润增长率	-72.6%	-87.8%	335.6%	251.4%	83.9%
EBITDA 增长率	-38.4%	-4.3%	-35.9%	78.1%	40.9%
EBIT 增长率	-53.6%	-13.7%	-77.5%	416.6%	75.2%
NOPLAT 增长率	-60.2%	-256.1	-113.6	448.1%	76.2%
投资资本增长率	-0.6%	-6.2%	-42.5%	122.4%	-35.7%
净资产增长率	3.7%	0.8%	-2.8%	4.7%	6.5%
盈利能力					
毛利率	22.6%	20.5%	21.0%	22.7%	24.1%
营业利润率	1.9%	-0.9%	0.6%	3.8%	6.6%
净利润率	1.8%	0.3%	1.4%	3.9%	6.1%
EBITDA/营业收入	7.7%	10.3%	6.9%	9.9%	11.8%
EBIT/营业收入	4.6%	5.5%	1.3%	5.4%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	58.2%	51.8%	46.3%	62.9%	49.5%
负债权益比	139.0%	107.3%	86.1%	169.6%	98.1%
流动比率	1.85	1.70	2.27	2.49	2.01
速动比率	1.46	1.40	1.91	2.03	1.63
利息保障倍数	1.74	0.87	1.97	3.37	5.75
营运能力					
固定资产周转天数	111	154	128	87	61
流动营业资本周转天数	267	372	284	309	326
流动资产周转天数	579	749	698	700	660
应收帐款周转天数	325	433	342	366	380
存货周转天数	112	145	116	122	123
总资产周转天数	756	989	909	850	775
投资资本周转天数	432	584	468	439	422
费用率					
销售费用率	7.0%	7.3%	7.1%	6.8%	6.6%
管理费用率	8.0%	8.8%	8.5%	7.2%	6.7%
财务费用率	2.6%	6.4%	0.7%	1.6%	1.4%
三费/营业收入	17.7%	22.5%	16.3%	15.6%	14.7%
投资回报率					
ROE	2.1%	0.2%	1.1%	3.7%	6.4%
ROA	0.8%	-0.1%	0.6%	1.5%	3.5%
ROIC	2.8%	-4.5%	0.6%	6.2%	4.9%
分红指标					
DPS(元)	0.02	-	-	0.01	0.03
分红比率	32.1%	0.0%	0.0%	10.0%	15.0%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.3%	0.8%

**业绩和估值指标**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.06	0.01	0.03	0.11	0.20
BVPS(元)	2.87	2.94	2.85	2.98	3.16
PE(X)	66.6	544.3	124.9	35.6	19.3
PB(X)	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
P/FCF	-28.9	-323.2	4.1	-5.2	24.5
P/S	1.2	1.7	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.2	19.5	20.5	20.5	9.8
CAGR(%)	27.0%	-391.2	-46.9%	27.0%	-391.2
PEG	2.5	-1.4	-2.7	1.3	-0.0
ROIC/WACC	0.3	-0.5	0.1	0.7	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**

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

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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