



2017年03月26日

## 买入(首次评级)

当前价: 4.18 元  
目标价: - 元

### 机械军工行业研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

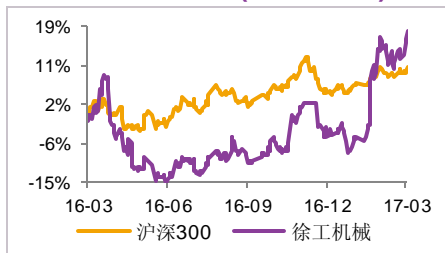
研究助理: 陈鼎如

电话: 010-64814011  
邮箱: chendingru@lxsec.com

研究助理: 陈梦洁

邮箱: chenmengjie@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	16,891	21,959	25,252	27,778
(+/-)	1.40%	30.0%	15.0%	10.0%
净利润	209	695	1,303	1,841
(+/-)	268%	233%	87.6%	41.3%
EPS(元)	0.03	0.10	0.19	0.26
P/E	113.56	42.17	22.48	15.91

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

## 徐工机械(000425.SZ)

# 【联讯机械公司点评】徐工机械(000425): 业绩迎来向上拐点, “一带一路” 酝酿重大发展机遇

### 投资要点

#### ◇ 事件

公司 2016 年年报披露, 2016 年公司实现营业收入 168.91 亿元, 同比增长 1.17%; 实现归母净利润 2.09 亿元, 同比增长 268.05%; 应收账款同比下降 14.53%; 经营现金流净额 22.45 亿元, 同比增长 19.3 倍; 财务费用同比下降 105.18%, 管理费用基本持平, 销售费用增长 4.7%, 三项费用合计同比压降 27.55%。

#### ◇ 受益工程机械行业回暖, 业绩迎来向上拐点

2011 到 2016 年国内工程机械市场经历了 5 年 4 个月连续下降, 市场容量萎缩到不足高点的 1/3。工程机械行业经历寒冬后, 从 2016 年 8 月以后表现出强劲反弹趋势, 根据主要产品的销售情况和开工小时数, 同时结合未来固定资产投资情况, 判断工程机械行业已经入新一轮复苏周期, 回暖趋势基本确立。国内主要汽车起重机 2016 四季度各月分别同比实现 32.9%、44.5% 和 29.8% 的高速增长, 2017 年 1 月同比增长 50.19%, 草根调研显示高增长行情仍将延续, 公司作为国内起重机龙头企业和主要工程机械生产企业, 将受益于行业回暖, 业绩迎来向上拐点。

#### ◇ 有效控制应收账款, 甩掉包袱

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。目前公司应收账款方面按照账龄分类计提, 计提比例 1 年以内(含 1 年)为 2%, 1-2 年为 10%, 2-3 年 50%, 3 年以上 100%, 应收账款计提较为充分。2016 年应收账款同比下降 14.53%, 财务包袱得到有效控制。

#### ◇ 受海外子公司汇兑损益增加影响, 财务费用大幅下降

公司 2016 年财务费用为 -0.55 亿元, 同比下降 105.18%, 大幅减少, 主要因为 2016 年人民币对美元中间价贬值幅度超过 6%, 公司加大海外产品市场以美元报价和结算, 受汇率市场影响, 海外公司汇兑损益大幅增加。

#### ◇ 加快海外市场拓展, 有望受益“一带一路”

拟投资建设印度工程机械生产制造基地, 项目总投资额为 13.26 亿元, 将抓住印度工程机械产品的市场机遇, 立足印度, 辐射东南亚、南亚、中东、东非等周边工程机械市场, 进一步落实国际化发展战略。2017 年有“一带一路”峰会, “一带一路”无疑是 2017 年资本市场和实体经济最值得期待的亮点。随着“一带一路”战略的推进, 基建领域的投资将为工程机械产品带来巨大市场空间, 公司加快海外市场布局, 有望充分受益。



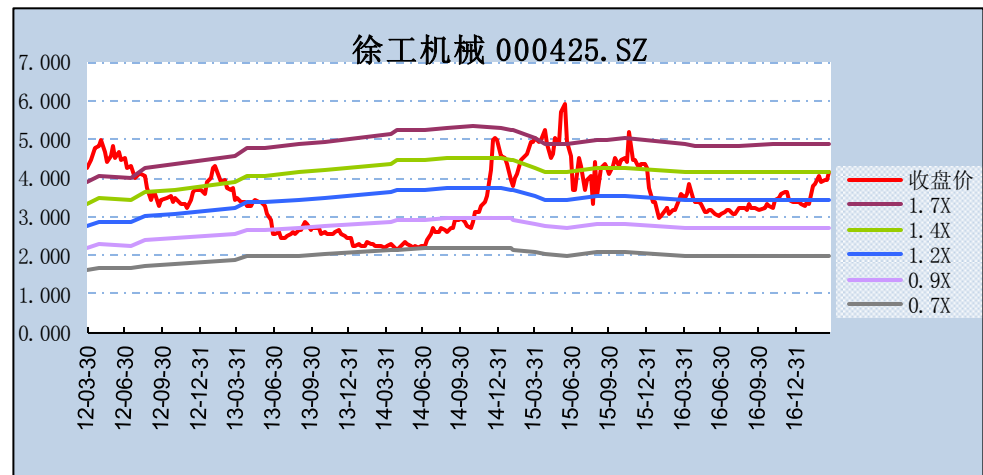
### ◇ 盈利预测与投资建议

预计公司 2017—2019 年归母净利润分别为 6.95 亿元、13.03 亿元和 18.41 亿元，EPS 分别为 0.10 元、0.19 元、0.26 元，对应的 P/E 分别为 42.17x、22.48x、15.91x。鉴于工程机械行业持续回暖，公司主要产品销量大幅提升，目前在手订单饱满；另外，看好 2017 年“一带一路”战略推进为工程机械行业带来重大发展机遇，给予“买入”评级。

### ◇ 风险提示

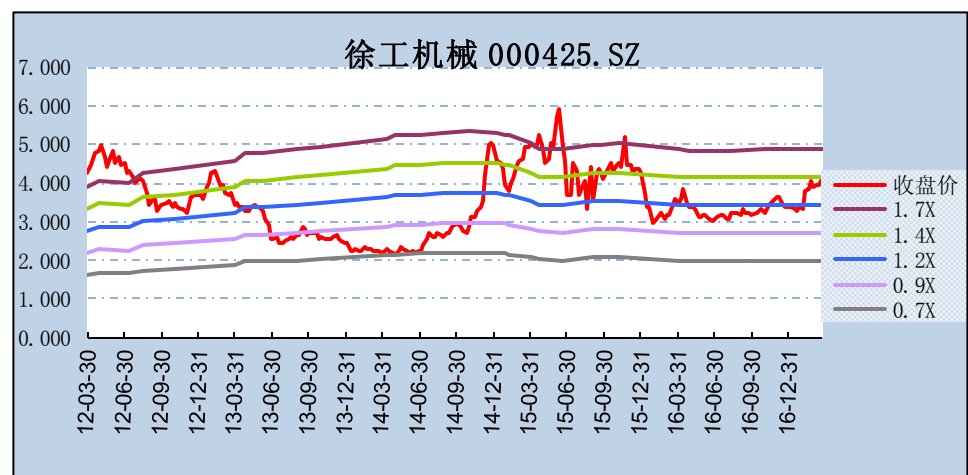
“一带一路”战略推进不及预期；国内固定资产投资不及预期。

图表1：徐工机械 PE-Bands



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

图表2：徐工机械 PB-Bands



资料来源：Wind 资讯 联讯证券

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	30,492	36,590	40,981	44,260	经营活动现金	2,245	2,694	2,964	3,112
货币资金	4,936	5,516	6,287	7,125	净利润	217	703	1,311	1,849
应收账款	15,414	19,268	21,580	23,090	折旧摊销	766	842	927	1,019
其它应收款	481	587	646	678	财务费用	-55	-30	10	100
预付账款	308	400	461	507	投资损失	-199	-201	-203	-205
存货	6,644	8,637	9,932	10,926	营运资金变动	-2,562	240	1,090	983
其他	2,708	2,183	2,076	1,934	其它	4,079	1,141	-171	-635
非流动资产	13,485	14,159	14,867	15,611	投资活动现金	-1,340	-1,407	-1,477	-1,551
长期股权投资	846	888	933	979	资本支出	507	609	670	717
固定资产	7,547	7,924	8,321	8,737	长期投资	846	888	933	979
无形资产	1,821	1,912	2,007	2,107	其他	-2,693	-2,904	-3,080	-3,247
其他	3,271	3,435	3,607	3,787	筹资活动现金	-701	-708	-715	-723
资产总计	43,977	50,750	55,849	59,870	短期借款	4,417	4,859	5,345	5,880
流动负债	19,529	25,388	28,688	30,984	长期借款	970	1,018	1,069	1,123
短期借款	4,417	4,859	5,345	5,880	其他	-6,089	-6,586	-7,130	-7,725
应付账款	5,576	6,970	7,667	8,204	现金净增加额	204	579	771	838
其他	9,536	13,559	15,676	16,900					
非流动负债	3,966	4,958	5,454	5,781	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	970	1,018	1,069	1,123	成长能力				
其他	2,996	3,939	4,384	4,658	营业收入	1.40%	30.00%	15.00%	10.00%
负债合计	23,495	30,346	34,142	36,764	营业利润	-183.76%	525.62%	83.41%	39.75%
少数股东权益	24	26	28	30	归属母公司净	268.05%	233.01%	87.63%	41.27%
归属母公司股东权益	20,458	20,378	21,679	23,076	获利能力				
负债和股东权益	43,977	50,750	55,849	59,870	毛利率	19.44%	21.92%	23.96%	25.34%
<b>利润表（百万元）</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	净利率	1.23%	3.16%	5.16%	6.63%
营业收入	16,891	21,959	25,252	27,778	ROE	1.05%	3.44%	6.23%	8.25%
营业成本	13,607	17,145	19,202	20,739	偿债能力				
营业税金及附加	88	105	118	128	资产负债率	53.43%	59.80%	61.13%	61.41%
销售费用	1,277	1,691	1,944	2,139	流动比率	156.14%	144.12%	142.85%	142.85%
管理费用	1,503	1,932	2,222	2,444	速动比率	122.12%	110.11%	108.23%	107.59%
财务费用	-55	-30	10	10	营运能力				
资产减值损失	551	578	607	638	总资产周转率	0.39	0.46	0.47	0.48
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转	1.01	1.27	1.24	1.24
投资净收益	199	209	219	230	应付账款周转	2.58	2.73	2.62	2.61
营业利润	119	745	1,367	1,911	每股指标(元)				
营业外收入	136	150	165	181	每股收益	0.03	0.10	0.19	0.26
营业外支出	15	17	18	20	每股经营现金	0.32	0.38	0.42	0.44
利润总额	240	878	1,513	2,071	每股净资产	2.92	2.91	3.10	3.30
所得税	23	176	202	222	估值比率				
净利润	217	703	1,311	1,849	P/E	113.56	42.17	22.48	15.91
少数股东损益	8	8	8	8	P/B	1.16	1.44	1.35	1.27
归属母公司净利润	209	695	1,303	1,841	EV/EBITDA	66.95	34.09	24.91	20.11
EBITDA	631	1,588	2,294	2,930					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)