

2017年04月18日

公司研究

评级：增持（维持）

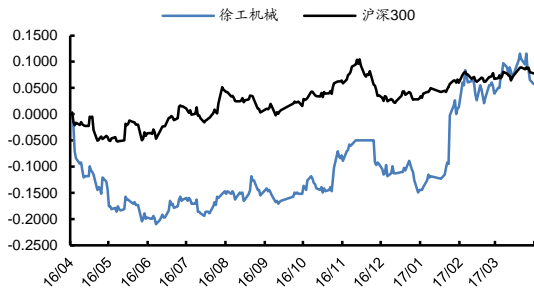
研究所

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

## 公司一季度业绩暴增，全年盈利能力有望显著提升

### ——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	1.8	23.6	4.9
沪深300	1.0	4.2	7.8

市场数据 2017-04-17

当前价格（元）	4.03
52周价格区间（元）	2.98-4.4
总市值（百万）	28241.14
流通市值（百万）	28184.07
总股本（万股）	700772.77
流通股（万股）	699356.57
日均成交额（百万）	244.59
近一月换手（%）	28.43

相关报告

《徐工机械（000425）事件点评：内修外练业绩有望改善，定增加码助力产业升级》——  
2017-02-12

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4月15日，公司发布2017年第一季度业绩预告，预计实现归母净利润1.7-2.2亿元，上年同期为1066万元，同比增长16-21倍。

### 投资要点：

- **工程机械行业景气度持续复苏，非挖产品延续挖机销量的强势表现。**受产品更新换代、行业集中度提升及基建投资拉动带来的增量需求，工程机械行业自2016年9月开始呈现显著复苏态势。据工程机械协会统计，2016年9月至2017年3月挖掘机累计销量为65315台，较上一年度同期水平增长88%。工程机械产品的销量结构与工程项目的施工周期显著相关，随着工程施工进度不断推进，行业景气度正从挖掘机这一先导产品逐渐向起重机、装载机、桩机等非挖产品延伸。2017年2月我国装载机和汽车起重机销量分别为6361台和1266台，较去年同期增长91%和250%，延续了挖机销量的强势表现。
- **公司在非挖产品领域优势明显，有望充分受益此轮景气复苏。**公司起重机、装载机、桩工机械市占率皆处于行业第一，道路机械属于国内行业第一，全球行业前四，在当前工程机械行业景气度由挖掘机向非挖产品传导的背景下，公司业绩有望充分受益。以起重机为例，公司2016年汽车起重机市占率为58%，2017年3月公司汽车起重机销量为833台，同比增长106%，月工作小时为99.77个小时，较上年同期提高19个小时，设备开工率为77.29%，较上年同期增加1.35个百分点，皆呈现出回暖态势。此外，工程机械行业在经历低谷后市场集中度有所提升，“马太效应”将会逐步显著，公司作为国内工程机械龙头企业，未来价值有望进一步凸显。
- **应收账款改善明显，海外业务不断发力。**公司于2016年年初将压降应收账款列为“一号工程”，该年应收账款规模减少26.15亿元，应收账款与营业收入的比值由2015年的1.08降低至2016年的0.91，资产质量得到显著改善。此外，公司积极开拓海外市场，2016年实现海外营业收入27.74亿元，占营收比重为16%，出口总额保持行业第一。其中，公司主攻的亚太地区出口收入同比增长40%，随着国家“一带一路”战略的持续推动，预计公司海外业绩将实现稳定增长。
- **维持公司“增持”评级：**公司定增项目已获中国证监会受理，目前正处于首次反馈阶段，基于审慎性原则，暂不考虑定增对公司业绩的影响，预计2017-2019年公司净利润分别为406百万元、538百万元、709百

万元，对应 EPS 分别为 0.06 元/股、0.08 元/股、0.10 元/股，按照 4 月 17 日收盘价 4.03 元计算，对应 PE 分别为 70、52、40 倍。我们看好非挖工程机械产品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；公司一带一路推进不及预期。

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	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	16891	22233	27451	33215
增长率(%)	1%	32%	23%	21%
净利润（百万元）	209	406	538	709
增长率(%)	312%	95%	32%	32%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.06	0.08	0.10
ROE(%)	1.02%	1.95%	2.53%	3.25%

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:	4.03	投资评级:	增持	日期:	2017/04/17	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	1%	2%	3%	3%	EPS	0.03	0.06	0.08	0.10
毛利率	19%	20%	20%	20%	BVPS	2.92	2.97	3.03	3.11
期间费率	17%	17%	17%	17%	<b>估值</b>				
销售净利率	1%	2%	2%	2%	P/E	135.40	69.52	52.48	39.86
<b>成长能力</b>					P/B	1.38	1.36	1.33	1.30
收入增长率	1%	32%	23%	21%	P/S	1.67	1.27	1.03	0.85
利润增长率	312%	95%	32%	32%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
总资产周转率	0.38	0.47	0.55	0.62	营业收入	16891	22233	27451	33215
应收账款周转率	0.91	1.22	1.52	1.83	营业成本	13607	17869	21961	26589
存货周转率	2.05	2.17	2.31	2.46	营业税金及附加	88	116	143	173
<b>偿债能力</b>					销售费用	1277	1667	2086	2558
资产负债率	53%	56%	57%	59%	管理费用	1503	1779	2224	2690
流动比	1.56	1.56	1.52	1.49	财务费用	(55)	150	242	192
速动比	1.22	1.19	1.13	1.09	其他费用/(-收入)	(352)	(300)	(300)	(300)
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	119	352	496	713
现金及现金等价物	4936	7309	9038	11107	营业外净收支	121	134	148	134
应收款项	18472	18222	18050	18200	利润总额	240	486	643	847
存货净额	6644	8288	9581	10867	所得税费用	23	73	96	127
其他流动资产	440	630	747	922	净利润	217	413	547	720
<b>流动资产合计</b>	<b>30492</b>	<b>34449</b>	<b>37416</b>	<b>41097</b>	少数股东损益	8	7	9	12
固定资产	7547	7670	7596	7526	归属于母公司净利润	209	406	538	709
在建工程	109	119	119	119	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
无形资产及其他	1821	1821	1638	1456	经营活动现金流	2245	1908	2395	2769
长期股权投资	846	846	846	846	净利润	217	413	547	720
<b>资产总计</b>	<b>43977</b>	<b>46823</b>	<b>49773</b>	<b>53457</b>	少数股东权益	8	7	9	12
短期借款	4417	4417	4417	4417	折旧摊销	761	559	566	544
应付款项	9430	11478	13501	15613	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	711	753	780	852	营运资金变动	1260	929	1274	1494
其他流动负债	4971	5395	5857	6778	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1340)</b>	<b>1111</b>	<b>(165)</b>	<b>(186)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19529</b>	<b>22043</b>	<b>24555</b>	<b>27660</b>	资本支出	(1443)	(133)	73	70
长期借款及应付债券	3957	3957	3957	3957	长期投资	(18)	0	0	0
其他长期负债	9	9	9	9	其他	121	1244	(239)	(256)
<b>长期负债合计</b>	<b>3966</b>	<b>3966</b>	<b>3966</b>	<b>3966</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1467</b>	<b>(81)</b>	<b>(108)</b>	<b>(142)</b>
<b>负债合计</b>	<b>23495</b>	<b>26009</b>	<b>28521</b>	<b>31626</b>	债务融资	995	0	0	0
股本	7008	7008	7008	7008	权益融资	0	0	0	0
股东权益	20482	20813	21252	21831	其它	472	(81)	(108)	(142)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43977</b>	<b>46823</b>	<b>49773</b>	<b>53457</b>	现金净增加额	2373	2938	2122	2442

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。