

2017年10月30日

徐工机械 (000425.SZ)

动态分析

国内国外双线开花 工业云市场大有可为

投资要点

- ◆ **主导产品产销两旺，Q3 业绩弹性持续释放**：工程机械行业景气度持续，徐工作为起重机械和路面机械龙头，充分受益行业回暖和集中度提高。前三季度营收/归母净利润为 215.44 亿元 / 7.78 亿元，分别同增 78.20% / 370.39%。单季度看，Q3 实现营收 71.04 亿元，同比上涨 79.77%，归母净利 2.28 亿元，同增 493.30%。资产负债表方面，公司严控债权逾期，应收账款增幅控制在 10% 以内。利润表方面，期间费用率进入下降通道，资产减值损失的影响大幅降低，净利率同比提升 2.21pct，业绩弹性持续释放。
- ◆ **国际化布局进入利润贡献期，定增有望扩大领先优势**：公司上半年实现出口 22 亿元，同比增长 34.11%。根据国家海关数据，上半年徐工品牌主机出口和自营出口额稳居行业国内品牌第一，国际化布局开始进入收获期。此外公司拟定增 52 亿元，丰富高端装备产品线，提升在“一带一路”沿线市场影响力，进一步加速国际化战略，扩大先发优势。
- ◆ **“徐工+阿里”联手打造徐工工业云，对标 GE Predix 工业云平台**：工业物联网是制造业未来的发展方向，市场空间广阔且在国内尚属蓝海市场。在政策领域，国家推出多项举措力推云计算在工业领域的发展；在商业模式上已有 GE Predix 平台成功经验可循。我们认为徐工与阿里的强强联手将实现优势互补，共同打造的国内首个工业云平台有望成为公司未来新的利润增长点。
- ◆ **投资建议**：我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 205 亿元、242 亿元和 279 亿元，净利润分别为 9.27 亿元、14.77 亿元，19.17 亿元，每股收益分别为 0.13 元、0.21 元、0.27 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价为 5.24 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：基建投资增速低于预期；原材料价格剧烈波动；行业竞争状况恶化；定增方案不通过。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5
同比增长(%)	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业利润(百万元)	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7
同比增长(%)	-131.5%	-183.8%	701.4%	69.1%	33.1%
净利润(百万元)	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0
同比增长(%)	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
PE	516.6	125.3	28.2	17.7	13.6
PB	1.3	1.3	1.3	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

买入-A(维持)

6 个月目标价

5.24 元

股价(2017-10-30)

3.73 元

交易数据

总市值(百万元)	26,138.82
流通市值(百万元)	26,086.00
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	3.17/4.40 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.36	-11.28	17.66
绝对收益	1.36	-4.85	14.57

分析师

 张仲杰
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-20377099

报告联系人

 王志杰
 wangzhijie@huajinsec.cn
 021-20377179

相关报告

- 徐工机械：各类业务齐头并进 业绩大幅增长 2017-08-31
- 徐工机械：行业景气持续，迈向新征程 2017-07-10
- 徐工机械：行业回暖加速报表修复，国际化布局迈向新高度 2017-03-30
- 徐工机械：行业回暖，排头兵再起航 2017-03-13
- 徐工机械：定增加码主业，助力公司产业升级 2016-12-16

内容目录

一、主导产品产销两旺，Q3 业绩弹性持续释放.....	3
二、国际化布局进入利润贡献期，定增有望扩大领先优势.....	4
三、“徐工+阿里”联手打造徐工工业云，对标 GE Predix 工业云平台.....	5
（一）工业云是制造业未来发展方向.....	5
（二）对标 Predix，GE 转型成功之路有望复制.....	5
四、盈利预测.....	6
五、风险提示.....	6

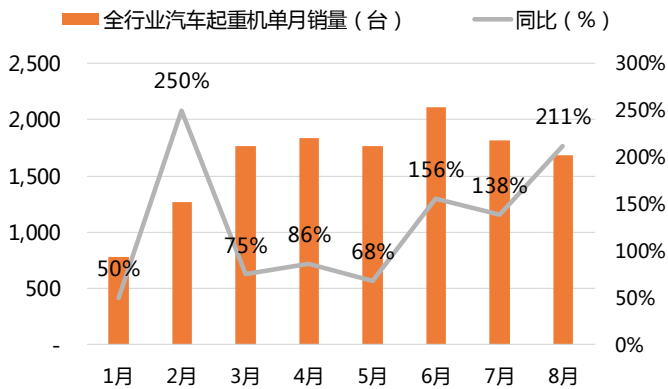
图表目录

图 1：2017 年 1-8 月全行业汽车起重机单月销量及增速.....	3
图 2：2017 年 1-8 月徐工汽车起重机单月销量及市占率.....	3
图 3：2011-2017Q3 营业收入及增速.....	3
图 4：2011-2017Q3 归母净利润及增速.....	3
图 5：2011-2017Q3 公司毛利率、净利率.....	4
图 6：2011-2017Q3 公司期间费用率及资产减值损失占营收比重.....	4
图 7：2011-2017H1 公司海外营收及同比增长率.....	4
图 8：阿里云工业互联网平台.....	5

一、主导产品产销两旺，Q3 业绩弹性持续释放

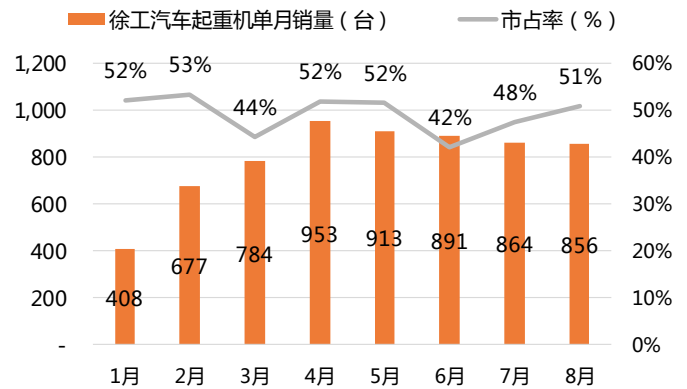
“基建+更新+出口”三因素叠加，工程机械行业景气度持续超预期。8月全行业汽车起重机销售1682台，同增211.48%；前8个月累计销售汽车起重机13029台，同增115.14%。此外，随车起重机累计销售7495台（+46.44%），履带起重机累计销售845台（+44.20%）。徐工作为起重机械和路面机械龙头，市占率稳居行业第一，充分受益行业回暖。

图 1：2017 年 1-8 月全行业汽车起重机单月销量及增速



资料来源：工程机械协会，华金证券研究所

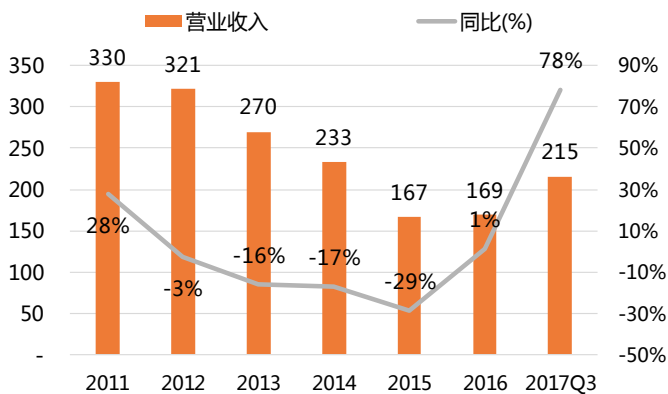
图 2：2017 年 1-8 月徐工汽车起重机单月销量及市占率



资料来源：工程机械协会，华金证券研究所

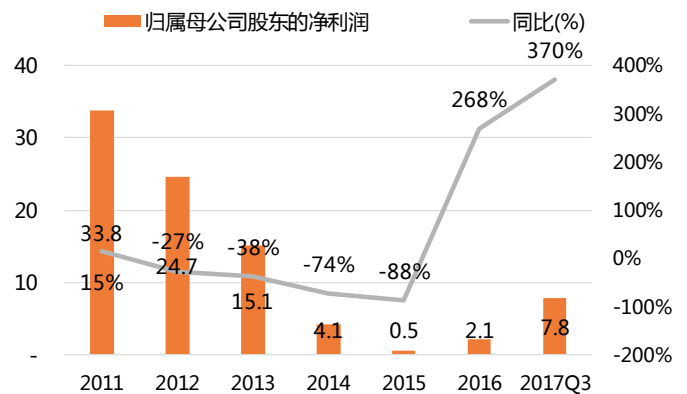
需求回暖催化经营业绩改善，Q3 业绩弹性持续释放。前三季度营收/归母净利润为 215.44 亿元 / 7.78 亿元，分别同增 78.20% / 370.39%。单季度看，Q3 实现营收 71.04 亿元，同比上涨 79.77%，归母净利 2.28 亿元，同增 493.30%。资产负债表方面，公司严控债权逾期，应收账款增幅控制在 10%以内。利润表方面，期间费用率进入下降通道，资产减值损失的影响大幅降低，净利率同比提升 2.21pct，业绩弹性持续释放。

图 3：2011-2017Q3 营业收入及增速



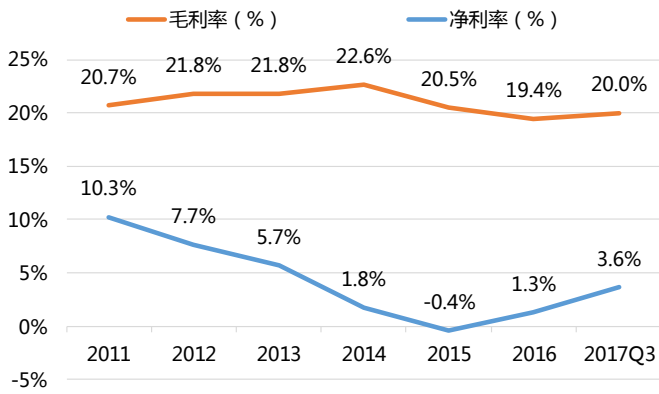
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：2011-2017Q3 归母净利润及增速



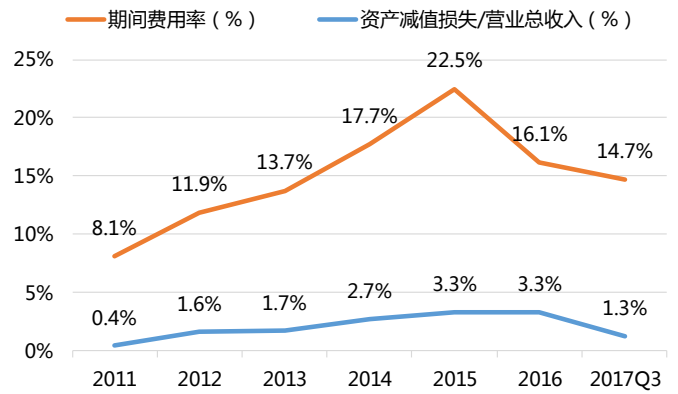
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2011-2017Q3 公司毛利率、净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：2011-2017Q3 公司期间费用率及资产减值损失占营收比重

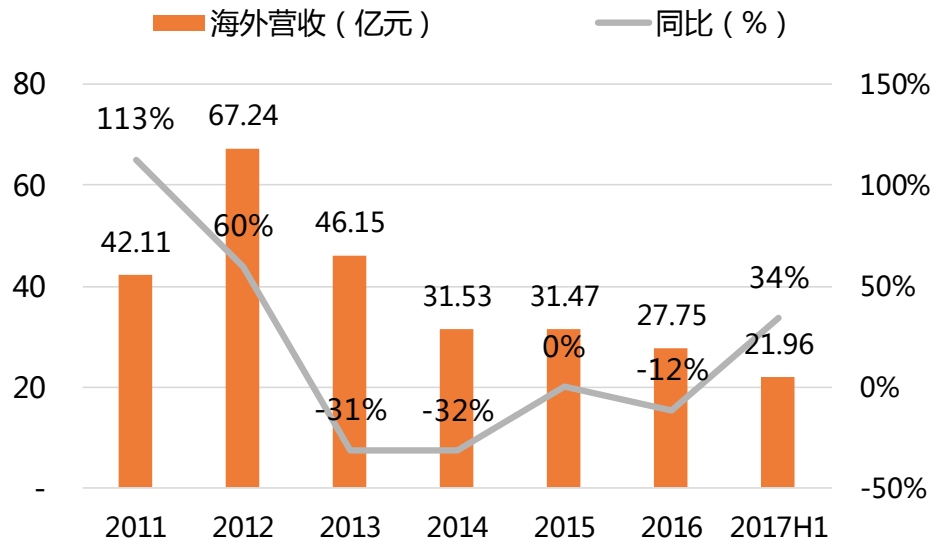


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、国际化布局进入利润贡献期，定增有望扩大领先优势

海外市场拓展成效初显。上半年公司实现出口 22 亿元，同比增长 34.11%。根据国家海关数据，上半年徐工品牌主机出口和自营出口额稳居行业国内品牌第一，国际化布局开始进入收获期。徐工巴西制造上半年收入翻倍，跨境电商直销收入持续翻番增长。随着国家“一带一路”战略的深化，公司海外业务有望延续高增长。

图 7：2011-2017H1 公司海外营收及同比增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

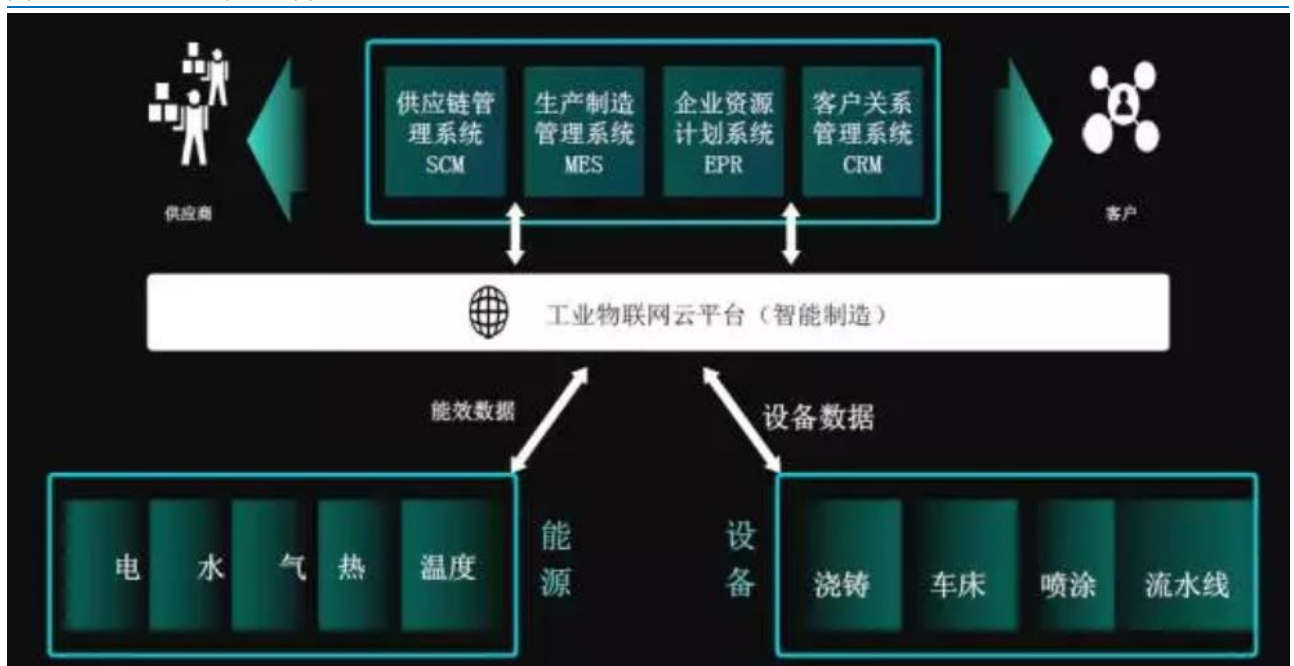
华信工业 20 亿定增徐工机械，助力公司海外扩张。此前公司推出非公开发行股票预案，拟募集 52 亿元投入印度工程机械生产制造基地等项目。其中华信工业认购 6.39 亿股，占非公开发行股数的 38.79%。华信工业是中国华信能源有限公司孙公司，中国华信长期奉行公共外交战略，与一带一路沿线国家政府构筑了良好的合作关系，曾多次协助国企拿下海外项目。我们认为，徐工机械海外战略与中国华信海外资源高度匹配，公司可借助华信在海外的影响力迅速扩张市场规模，进一步扩大出口领先优势。

三、“徐工+阿里”联手打造徐工工业云，对标 GE Predix 工业云平台

（一）工业云是制造业未来发展方向

“中国制造 2025”是中国由制造大国向制造强国迈进的宏伟规划，在这一历史进程中，工业与互联网的融合是该计划顺利推进的核心要素。通过工业云平台，企业可以将分散的信息资源统一整合，表现出更为集约、协同的管理特征，大幅提高生产设施的利用率，减轻制造业运营成本，从而提升制造业整体竞争实力。

图 8：阿里云工业互联网平台



资料来源：阿里云，华金证券研究所

政策加码，推动工业云成为制造业转型升级新动能。根据《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》及《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》，相比 2015 年底，到 2018 年末实现工业云企业用户翻一番，新产品研发周期缩短 12%，库存周转率提高 25%，能源利用率提高 5%。

国内工业云发展尚不成熟，未来发展前景广阔。根据埃森哲报告，全球工业互联网市场规模 2012 年约为 200 亿美元，2020 年预计将达到 5000 亿美元，年均复合增长率超过 49%。尽管当前我国投入运行的工业云平台为数不多，但基于我国具备完善的工业与云计算体系，以及国内巨头布局意工业 4.0 的意愿强烈，判断国内工业物联网行业将在几年内呈现爆发式增长。

（二）对标 Predix，GE 转型成功之路有望复制

通用电气积极布局工业物联网，成为全球领军者。2013 年以来，GE 先后剥离金融、家电等业务，成立 GE Digital 集团，积极投身工业 4.0 浪潮。通过联合 Intel、Cisco 等巨头，开发了基于云计算的管理平台 Predix。目前该平台已管理超过 13 个行业的过万亿资产的资产，成为行业龙头。2016 年，GE Digital 为集团贡献了 36 亿美元的营业收入。

阿里云+徐工=中国的 Predix。阿里巴巴是全球第三大云计算服务商，拥有雄厚的软件研发技术实力；徐工在装备制造和工程制造业拥有多年的行业经验，已形成了完整的研、产、供、销、服全价值链信息化体系，积累了 150T 的工业大数据，双方的合作将充分优势互补，共同打造集工业设计、智能制造、能效管理、智能服务运维、柔性生产等于一体的中国首个工业云平台。

根据规划，徐工工业互联网将实现：(1) 基于云平台提取徐工数字化能力，输出给内外部企业；(2) 在云平台基础上部署协同设计云、众包众创云、电子商务、全球物联网、实现社会化设计、社会化制造、社会化的服务新模式；(3) 逐步向社会开放企业资源，预计 2017 年底全面向社会开放徐工工业云。**我们认为，徐工机械是工程机械行业首家布局工业物联网产业的企业，并抢先与国内云计算龙头阿里合作，极具先发优势，凸显了管理层的长远眼光。国内工业互联网尚属蓝海市场，徐工凭借自身技术积淀与 TMT 厂商联合推广新平台的举措与 GE 如出一辙，有望复制 Predix 成功经验，成为新的利润增长点，为企业长久发展提供源源不断的动力。**

四、盈利预测

我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 205 亿元、242 亿元和 279 亿元，净利润分别为 9.27 亿元、14.77 亿元，19.17 亿元，每股收益分别为 0.13 元、0.21 元、0.27 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价为 5.24 元，相当于 2018 年 25 倍的动态市盈率。

五、风险提示

基建投资增速低于预期；原材料价格剧烈波动；行业竞争状况恶化；定增方案不通过。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	16,657.8	16,891.2	20,543.8	24,197.3	27,900.5	年增长率					
减:营业成本	13,242.9	13,607.2	16,012.4	18,826.0	21,576.1	营业收入增长率	-28.5%	1.4%	21.6%	17.8%	15.3%
营业税费	126.8	87.9	113.0	125.8	139.5	营业利润增长率	-131.5	-183.8	701.4%	69.1%	33.1%
销售费用	1,218.7	1,277.5	1,458.6	1,645.4	1,841.4	净利润增长率	-87.8%	312.2%	344.6%	59.2%	29.8%
管理费用	1,471.5	1,502.5	1,746.2	1,742.2	1,869.3	EBITDA 增长率	-4.3%	-51.9%	100.4%	42.0%	25.0%
财务费用	1,058.4	-54.8	8.7	42.8	94.4	EBIT 增长率	-13.7%	-93.0%	1398.0	72.1%	35.4%
资产减值损失	544.0	550.9	450.0	350.0	300.0	NOPLAT 增长率	-256.1	-104.7	1326.8	74.1%	36.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-6.2%	-7.6%	9.8%	4.9%	12.1%
投资和汇兑收益	862.2	199.1	200.0	150.0	70.0	净资产增长率	0.8%	-0.6%	-1.7%	7.7%	8.9%
营业利润	-142.3	119.2	954.9	1,615.1	2,149.7	盈利能力					
加:营业外净收支	188.5	120.7	180.2	210.1	231.7	毛利率	20.5%	19.4%	22.1%	22.2%	22.7%
利润总额	46.3	239.9	1,135.0	1,825.2	2,381.4	营业利润率	-0.9%	0.7%	4.6%	6.7%	7.7%
减:所得税	108.9	23.3	158.9	237.3	297.7	净利润率	0.3%	1.2%	4.5%	6.1%	6.9%
净利润	50.6	208.6	927.3	1,476.7	1,917.0	EBITDA/营业收入	10.3%	4.9%	8.1%	9.7%	10.5%
						EBIT/营业收入	5.5%	0.4%	4.7%	6.9%	8.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.8%	53.4%	59.6%	60.0%	61.1%
货币资金	4,999.5	4,936.5	6,163.1	7,259.2	8,370.1	负债权益比	107.3%	114.7%	147.5%	150.3%	157.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.70	1.56	1.60	1.62	1.77
应收帐款	19,516.4	15,895.4	20,626.9	21,718.4	27,107.3	速动比率	1.40	1.22	1.27	1.25	1.42
应收票据	2,005.1	2,576.3	2,126.1	3,863.2	3,090.0	利息保障倍数	0.87	-1.17	110.96	38.78	23.78
预付帐款	392.4	308.1	1,346.0	337.3	1,419.0	营运能力					
存货	5,748.1	6,643.7	7,922.4	9,880.4	10,012.8	固定资产周转天数	154	145	127	99	78
其他流动资产	117.8	132.1	83.3	111.0	108.8	流动营业资本周转天数	372	335	269	266	270
可供出售金融资产	1,021.0	2,671.0	1,458.4	1,716.8	1,948.7	流动资产周转天数	749	674	602	606	602
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	433	377	320	315	315
长期股权投资	827.8	846.1	846.1	846.1	846.1	存货周转天数	145	132	128	132	128
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	989	924	822	774	742
固定资产	6,027.7	7,547.0	6,932.4	6,317.8	5,703.2	投资资本周转天数	584	536	444	404	381
在建工程	185.3	108.9	108.9	108.9	108.9	费用率					
无形资产	1,497.6	1,820.5	1,744.9	1,669.2	1,593.6	销售费用率	7.3%	7.6%	7.1%	6.8%	6.6%
其他非流动资产	369.3	491.4	460.6	433.2	449.7	管理费用率	8.8%	8.9%	8.5%	7.2%	6.7%
资产总额	42,707.9	43,977.1	49,819.1	54,261.6	60,758.3	财务费用率	6.4%	-0.3%	0.0%	0.2%	0.3%
短期债务	4,533.0	4,417.5	5,506.1	5,860.6	6,005.7	三费/营业收入	22.5%	16.1%	15.6%	14.2%	13.6%
应付帐款	6,180.9	6,892.4	10,594.8	9,983.3	12,642.4	投资回报率					
应付票据	3,391.1	3,853.7	3,706.3	5,806.1	5,052.6	ROE	0.2%	1.0%	4.6%	6.9%	8.2%
其他流动负债	5,149.3	4,365.8	4,180.4	4,977.9	4,576.4	ROA	-0.1%	0.5%	2.0%	2.9%	3.4%
长期借款	1,349.4	969.9	2,335.7	3,331.8	5,873.5	ROIC	-4.5%	0.2%	3.4%	5.4%	7.1%
其他非流动负债	1,500.1	2,996.3	3,365.5	2,620.6	2,994.1	分红指标					
负债总额	22,103.8	23,495.5	29,688.8	32,580.3	37,144.8	DPS(元)	-	0.02	0.02	0.04	0.05
少数股东权益	12.8	23.7	72.5	183.7	350.4	分红比率	0.0%	50.4%	15.0%	20.0%	20.0%
股本	7,084.3	7,007.7	7,007.7	7,007.7	7,007.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	1.1%	1.5%
留存收益	13,408.2	13,474.5	13,050.0	14,489.9	16,255.4						
股东权益	20,604.1	20,481.6	20,130.3	21,681.3	23,613.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-62.7	216.6	927.3	1,476.7	1,917.0	EPS(元)	0.01	0.03	0.13	0.21	0.27
加:折旧和摊销	801.7	765.7	690.2	690.2	690.2	BVPS(元)	2.94	2.92	2.86	3.07	3.32
资产减值准备	544.0	550.9	-	-	-	PE(X)	516.6	125.3	28.2	17.7	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
财务费用	709.2	470.0	8.7	42.8	94.4	P/FCF	-306.7	12.8	20.7	20.9	19.4
投资损失	-862.2	-199.1	-200.0	-150.0	-70.0	P/S	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	-113.3	8.0	48.8	111.2	166.7	EV/EBITDA	18.6	36.1	19.7	13.8	11.6
营运资金的变动	-1,074.6	459.5	-3,026.8	-1,962.5	-4,067.2	CAGR(%)	-393.7	112.7%	33.9%	-393.7	112.7%
经营活动产生现金流量	107.7	2,245.3	-1,551.8	208.4	-1,268.8	PEG	-1.3	1.1	0.8	-0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-1,752.0	-1,340.0	1,412.7	-108.5	-161.9	ROIC/WACC	-0.6	0.0	0.4	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	1,670.3	-701.3	1,365.7	996.1	2,541.7						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn