

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 3.80

目标价格: 5.20

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人: 范炜

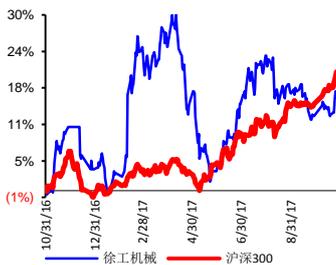
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,008
流通股本(百万股)	6,994
市价(元)	3.80
市值(百万元)	26,630
流通市值(百万元)	26,577

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 行业深度《工程机械: 栉风沐雨, 玉汝于成——中泰机械“精品研究”系列之一》-2017.8
- 2 行业深度《工程起重机: 复苏有望超预期; 重点推荐龙头: 徐工机械、三一重工》-2017.09
- 3《徐工机械(000425)业绩高增长, 经营质量大幅提升, 发展后劲十足》-2017.08
- 4《徐工机械(000425)深度: 汽车起重机龙头, 业绩有望超预期——受益“一带一路”、PPP、国企改革》-2017.04
- 5《工程机械: 汽车起重机-继挖掘机之后, 销量有望超预期》-2017.03

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16,695.78	16,891.23	24,081.83	32,469.53	38,492.62
增长率 yoy%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	11.85%
净利润	56.67	208.58	983.34	1,451.95	1,993.97
增长率 yoy%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
每股收益(元)	0.01	0.03	0.14	0.21	0.28
每股现金流量	0.02	0.32	-0.36	-0.68	-0.39
净资产收益率	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
P/E	531	114	27	18	13
PEG	—	0.42	0.08	0.41	.38
P/B	1.46	1.16	1.33	1.25	.15

**投资要点**
**事件:**

公司发布增发预案(二次修订稿), 将增发金额从 51.56 亿元下调为 41.56 亿元(取消使用募集资金 10 亿元“增资徐工集团财务有限公司”项目, 其余高空作业平台项目等均不变), 4 家发行对象认购金额按比例调减, 增发价格为 3.12 元/股。

**点评:**

1. 我们预计增发进程将加速: 公司于 2016 年 12 月发布增发预案, 历时已近 1 年。本次增发方案调整后, 我们预计增发过会时间临近;
2. 我们坚定看好工程机械 2018-2020 年更换及新增需求, 持续推荐龙头三一重工、徐工机械等;
3. 徐工集团规模长期位列中国工程机械行业第 1 名, 上市公司体外挖掘机业务增长迅速(市占率 10%, 内资企业中仅次于三一重工)。徐工机械为工程机械国企龙头, 汽车起重机龙头, 业绩弹性较大;
4. 公司核心骨干已通过认购了申万宏源宝鼎众盈 1 号集合资产管理计划间接投资公司股票, 总规模为 2.77 亿元, 2015 年完成建仓, 建仓均价相当于目前股价的 5.07 元, 目前股价倒挂。

**公司三季度净利润增长 3.7 倍, 盈利能力开始提升**

公司 1-9 月营业收入为 215.44 亿, 同比增长 78.20%, 净利润 7.78 亿, 同比增长 3.70 倍; 公司汽车起重机业务高速增长, 前三季度累计增长 117%; 公司三季度毛利率及净利率分别为 21.8% 及 3.2%, 盈利能力开始提升, 经营活动产生的现金流为 22.2 亿, 造血功能持续恢复。

**集团挖掘机业务大幅增长: 1-9 月同比增长 180%**

2017 年 1-9 月徐工集团挖掘机累计销售 10180 台, 同比增长 180%, 市场份额接近 10%。

**新总裁上任, 公司管理层顺利交接, 经营保持稳定**

因公司发展战略及工作调整, 原总裁王氏先生辞职, 公司董事会同时聘任陆川为公司总裁, 公司管理层实现顺利交接。

**投资建议: 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14、0.21、0.28 元, 对应 PE 分别为 27x、18x、13x。基于工程机械行业复苏的持续性, 我们认为公司业绩有望持续超预期, 维持“买入”评级。**
**风险提示: 宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、主要产品销量增速低于预期风险、企业经营性现金流恶化风险。**

**图表 1：徐工机械三张表预测**

损益表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	23,306,281	16,695,782	16,891,230	24,081,826	32,469,527	38,492,624
增长率	-17.14%	-28.4%	1.2%	42.6%	34.8%	18.6%
营业成本	-18,033,479	-13,261,892	-13,607,173	-18,699,538	-25,228,822	-29,446,857
% 销售收入	77.4%	79.4%	80.6%	77.7%	77.7%	76.5%
毛利	5,272,802	3,433,889	3,284,057	5,382,288	7,240,704	9,045,767
% 销售收入	22.6%	20.6%	19.4%	22.4%	22.3%	23.5%
营业税金及附加	-110,970	-127,023	-87,915	-142,083	-191,570	-227,106
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,639,672	-1,219,736	-1,277,479	-1,743,524	-2,350,794	-2,786,866
% 销售收入	7.0%	7.3%	7.6%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,874,816	-1,483,506	-1,502,501	-2,143,283	-2,889,788	-3,425,844
% 销售收入	8.0%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	1,647,344	603,625	416,162	1,353,399	1,808,553	2,605,951
% 销售收入	7.1%	3.6%	2.5%	5.6%	5.6%	6.8%
财务费用	-610,518	-1,058,215	54,832	-110,736	-129,623	-138,073
% 销售收入	2.6%	6.3%	-0.3%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-622,485	-544,033	-550,897	-572,472	-572,472	-572,472
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	36,925	862,234	199,059	366,073	475,788	346,973
% 税前利润	6.8%	148.0%	83.0%	31.2%	27.5%	14.8%
营业利润	451,266	-136,389	119,156	1,036,263	1,582,246	2,242,379
营业利润率	1.9%	-0.8%	0.7%	4.3%	4.9%	5.8%
营业外收支	92,009	194,570	120,735	136,771	150,359	135,622
税前利润	543,274	58,180	239,892	1,172,034	1,732,605	2,378,001
利润率	2.3%	0.3%	1.4%	4.9%	5.3%	6.2%
所得税	-136,353	-110,737	-23,301	-147,676	-218,308	-299,628
所得税率	25.1%	190.3%	9.7%	12.6%	12.6%	12.6%
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	-6,380	-109,230	8,007	41,021	62,348	84,401
归属于母公司的净利润	413,302	56,673	208,583	983,337	1,451,949	1,993,972
净利润率	1.8%	0.3%	1.2%	4.1%	4.5%	5.2%

现金流量表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	406,922	-52,557	216,591	1,024,358	1,514,297	2,078,373
少数股东损益	0	0	0	41,021	62,348	84,401
非现金支出	1,356,404	1,345,803	1,316,639	1,532,952	1,812,088	2,104,114
非经营收益	493,371	-249,748	185,962	-391,108	-496,524	-344,522
营运资金变动	-1,519,029	-932,925	526,148	-4,655,960	-7,564,505	-6,587,905
经营活动现金净流	737,668	110,574	2,245,340	-2,448,736	-4,672,298	-2,665,539
资本开支	816,873	253,278	382,545	2,056,808	2,550,851	2,665,125
投资	-483,000	-1,627,587	-1,312,910	-1,141,166	-1,141,166	-1,141,166
其他	428,831	123,207	355,421	366,073	475,788	346,973
投资活动现金净流	-871,042	-1,757,658	-1,340,035	-2,831,901	-3,216,228	-3,459,317
股权募资	1,519	12,390	200	0	0	0
债权募资	-779,316	2,437,610	-153,822	2,078,751	7,246,416	5,471,333
其他	-1,099,534	-826,061	-565,548	-118,156	-234,739	-138,073
筹资活动现金净流	-1,877,331	1,623,939	-719,171	1,960,596	7,011,678	5,333,260
现金净流量	-2,010,705	-23,146	186,135	-3,320,042	-876,848	-791,597

资产负债表 (人民币千元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	5,158,102	4,999,501	4,936,480	4,886,284	4,820,183	4,792,749
应收款项	22,556,802	21,616,050	18,481,347	26,402,259	37,062,408	45,423,933
存货	7,714,323	5,748,110	6,643,725	7,500,308	10,250,505	12,391,883
其他流动资产	1,110,079	415,547	430,495	683,407	904,514	1,064,720
流动资产	36,539,306	32,779,208	30,492,047	39,472,258	53,037,610	63,673,285
% 总资产	74.8%	76.8%	69.3%	72.8%	76.6%	78.5%
长期投资	1,022,718	1,848,830	3,517,166	3,517,166	3,517,166	3,517,166
固定资产	8,581,254	6,213,009	7,655,910	9,025,130	10,464,313	11,750,318
% 总资产	17.6%	14.5%	17.4%	16.7%	15.1%	14.5%
无形资产	2,196,777	1,509,348	1,881,168	1,744,047	1,766,458	1,749,557
非流动资产	12,311,232	9,928,736	13,485,007	14,717,106	16,178,699	17,447,804
% 总资产	25.2%	23.2%	30.7%	27.2%	23.4%	21.5%
资产总计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089
短期借款	5,175,856	9,078,435	7,802,844	9,881,595	17,128,012	22,599,345
应付款项	14,215,932	9,961,320	11,457,072	15,759,196	21,734,784	25,746,736
其他流动负债	371,257	214,551	269,339	439,358	425,602	488,854
流动资产	19,763,045	19,254,307	19,529,255	26,080,149	39,288,398	48,834,935
长期贷款	3,048,348	1,349,418	969,921	969,921	969,921	969,921
其他长期负债	5,600,185	1,500,082	2,996,296	5,738,469	6,042,870	6,322,740
负债	28,411,578	22,103,807	23,495,471	32,788,539	46,301,189	56,127,596
普通股股东权益	20,118,935	20,591,291	20,457,846	21,336,067	22,788,016	24,781,988
少数股东权益	320,024	12,846	23,736	64,757	127,105	211,506
负债股东权益合计	48,850,538	42,707,944	43,977,054	54,189,364	69,216,310	81,121,089

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.187	0.008	0.030	0.140	0.207	0.285
每股净资产 (元)	9.100	2.907	2.919	3.045	3.252	3.536
每股经营现金净流 (元)	0.334	0.016	0.320	-0.355	-0.676	-0.392
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.015	0.015	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.05%	0.28%	1.02%	4.61%	6.37%	8.05%
总资产收益率	0.85%	0.13%	0.47%	1.91%	2.19%	2.56%
投入资本收益率	4.40%	-2.12%	1.58%	4.41%	4.43%	5.27%
增长率						
营业总收入增长率	-17.14%	-28.36%	1.17%	42.57%	34.83%	18.55%
EBIT 增长率	-43.57%	-63.36%	-31.06%	225.21%	33.63%	44.09%
净利润增长率	-74.20%	-86.29%	268.05%	371.44%	47.66%	37.33%
总资产增长率	-5.01%	-12.57%	2.97%	23.22%	27.73%	17.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	322.9	416.1	361.3	320.0	335.0	348.0
存货周转天数	158.2	185.3	166.2	146.4	148.3	153.6
应付账款周转天数	159.7	168.8	141.3	148.1	152.3	153.9
固定资产周转天数	113.1	155.4	146.7	127.4	113.5	111.0
偿债能力						
净负债/股东权益	42.25%	33.61%	33.32%	41.83%	70.98%	87.08%
EBIT 利息保障倍数	2.7	0.6	-7.6	12.2	14.0	18.9
资产负债率	58.16%	51.76%	53.43%	58.40%	65.37%	67.87%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。