

徐工机械(000425)/专用设备

42亿定增过会；工程机械国企龙头业绩有望高增长

评级：买入(维持)

市场价格：4.54

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

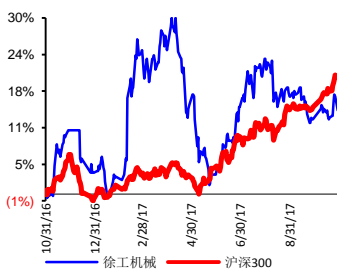
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

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) | 4.54 |
| 市值(百万元) | 31,816 |
| 流通市值(百万元) | 31,753 |

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 行业深度《混凝土机械：2018-2020年有望持续复苏》-2017.11
- 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 《徐工机械(000425)工程机械国企龙头，发力高端制造》-2017.12
- 6 《徐工机械(000425)调整增发方案，预计增发进程将加快》-2017.12

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 | 5.67 | 20.58 | 983.34 | 1,451.95 | 1,993.7 |
| 增长率 yoy% | -86.29% | 28.05% | 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 | 454 | 151 | 32 | 22 | 16 |
| PEG | 16.2 | 0.41 | 0.67 | 0.58 | 0.53 |
| P/B | 1.56 | 1.56 | 1.49 | 1.40 | 1.28 |

投资要点
发审会审核通过42亿增发方案，项目完成速度超市场预期

2017年12月27日，徐工机械发布公告，称中国证券监督管理委员会发行审核委员会对公司非公开发行A股股票的申请进行了审核。根据审核结果，公司本次非公开发行A股股票的申请获得审核通过。公司上周末刚刚完成证监会有关增发问题的答复，此次增发通过完成速度超市场预期。

华信工业等四家增发对象实力雄厚，增发价格为3.12元/股

此次增发规模不超过41.6亿元(锁定3年)，发行价格为3.12元/股；参与增发的对象包括华信工业、盈灿投资、泰元投资、泰熙投资四家，国际业务拓展实力强劲；增发项目包括高端装备智能化制造、机械工业互联网化提升项目、工程机械升级及国际化项目、环境产业等。

徐工机械：工程机械国企龙头，发力高端制造

徐工机械是工程机械国企龙头，其实际控制人为徐工集团(徐州国资委100%控股)，徐工集团规模长期位列中国工程机械行业第1名。徐工机械占据中国汽车起重机半壁江山，着力发展高端制造，公司目前在基础桩工、环卫、高空作业平台等新兴板块产品有较好增长，业绩弹性较大。

徐工机械：3季报净利润增长3.7倍，未来业绩高速增长可期

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：1-11月同比增长168%

2017年1-11月徐工集团挖掘机累计销售12665台，同比增长168%，市场份额10%左右。

公司核心骨干资产管理计划购买价格为5.07元

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。

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32x、22x、16x。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：徐工机械三张表预测

| 损益表（人民币千元） | | | | | | | 资产负债表（人民币千元） | | | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 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 | 货币资金 | 5,158,102 | 4,999,501 | 4,936,480 | 4,886,284 | 4,820,183 | 4,792,749 |
| 增长率 | -17.14% | -28.4% | 1.2% | 42.6% | 34.8% | 18.6% | 应收款项 | 22,556,802 | 21,616,050 | 18,481,347 | 26,402,259 | 37,062,408 | 45,423,933 |
| 营业成本 | -18,033,479 | -13,261,892 | -13,607,173 | -18,699,538 | -25,228,822 | -29,446,857 | 存货 | 7,714,323 | 5,748,110 | 6,643,725 | 7,500,308 | 10,250,505 | 12,391,883 |
| % 销售收入 | 77.4% | 79.4% | 80.6% | 77.7% | 77.7% | 76.5% | 其他流动资产 | 1,110,079 | 415,547 | 430,495 | 683,407 | 904,514 | 1,064,720 |
| 毛利 | 5,272,802 | 3,433,889 | 3,284,057 | 5,382,288 | 7,240,704 | 9,045,767 | 流动资产 | 36,539,306 | 32,779,208 | 30,492,047 | 39,472,258 | 53,037,610 | 63,673,285 |
| % 销售收入 | 22.6% | 20.6% | 19.4% | 22.4% | 22.3% | 23.5% | % 总资产 | 74.8% | 76.8% | 69.3% | 72.8% | 76.6% | 78.5% |
| 营业税金及附加 | -110,970 | -127,023 | -87,915 | -142,083 | -191,570 | -227,106 | 长期投资 | 1,022,718 | 1,848,830 | 3,517,166 | 3,517,166 | 3,517,166 | 3,517,166 |
| % 销售收入 | 0.5% | 0.8% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 8,581,254 | 6,213,009 | 7,655,910 | 9,025,130 | 10,464,313 | 11,750,318 |
| 营业费用 | -1,639,672 | -1,219,736 | -1,277,479 | -1,743,524 | -2,350,794 | -2,786,866 | % 总资产 | 17.6% | 14.5% | 17.4% | 16.7% | 15.1% | 14.5% |
| % 销售收入 | 7.0% | 7.3% | 7.6% | 7.2% | 7.2% | 7.2% | 无形资产 | 2,196,777 | 1,509,348 | 1,881,168 | 1,744,047 | 1,766,458 | 1,749,557 |
| 管理费用 | -1,874,816 | -1,483,506 | -1,502,501 | -2,143,283 | -2,889,788 | -3,425,844 | 非流动资产 | 12,311,232 | 9,928,736 | 13,485,007 | 14,717,106 | 16,178,699 | 17,447,804 |
| % 销售收入 | 8.0% | 8.9% | 8.9% | 8.9% | 8.9% | 8.9% | % 总资产 | 25.2% | 23.2% | 30.7% | 27.2% | 23.4% | 21.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,647,344 | 603,625 | 416,162 | 1,353,399 | 1,808,553 | 2,605,951 | 资产总计 | 48,850,538 | 42,707,944 | 43,977,054 | 54,189,364 | 69,216,310 | 81,121,089 |
| % 销售收入 | 7.1% | 3.6% | 2.5% | 5.6% | 5.6% | 6.8% | 短期借款 | 5,175,856 | 9,078,435 | 7,802,844 | 9,881,595 | 17,128,012 | 22,599,345 |
| 财务费用 | -610,518 | -1,058,215 | 54,832 | -110,736 | -129,623 | -138,073 | 应付款项 | 14,215,932 | 9,961,320 | 11,457,072 | 15,769,196 | 21,734,784 | 25,746,736 |
| % 销售收入 | 2.6% | 6.3% | -0.3% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 其他流动负债 | 371,257 | 214,551 | 269,339 | 439,358 | 425,602 | 488,854 |
| 资产减值损失 | -622,485 | -544,033 | -550,897 | -572,472 | -572,472 | -572,472 | 流动资产 | 19,763,045 | 19,254,307 | 19,529,255 | 26,080,149 | 39,288,398 | 48,834,935 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 3,048,348 | 1,349,418 | 969,921 | 969,921 | 969,921 | 969,921 |
| 投资收益 | 36,925 | 862,234 | 199,059 | 366,073 | 475,788 | 346,973 | 其他长期负债 | 5,600,185 | 1,500,082 | 2,996,296 | 5,738,469 | 6,042,870 | 6,322,740 |
| % 税前利润 | 6.8% | 148.0% | 83.0% | 31.2% | 27.5% | 14.8% | 负债 | 28,411,578 | 22,103,807 | 23,495,471 | 32,788,539 | 46,301,189 | 56,127,596 |
| 营业利润 | 451,266 | -136,389 | 119,156 | 1,036,263 | 1,582,246 | 2,242,379 | 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 |
| 营业利润率 | 1.9% | -0.8% | 0.7% | 4.3% | 4.9% | 5.8% | 少数股东权益 | 320,024 | 12,846 | 23,736 | 64,757 | 127,105 | 211,506 |
| 营业外收支 | 92,009 | 194,570 | 120,735 | 136,771 | 150,359 | 135,622 | 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 |
| 税前利润 | 543,274 | 58,180 | 239,892 | 1,172,034 | 1,732,605 | 2,378,001 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 2.3% | 0.3% | 1.4% | 4.9% | 5.3% | 6.2% | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 所得税 | -136,353 | -110,737 | -23,301 | -147,676 | -218,308 | -299,628 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 25.1% | 190.3% | 9.7% | 12.6% | 12.6% | 12.6% | 每股收益 (元) | 0.187 | 0.008 | 0.030 | 0.140 | 0.207 | 0.285 |
| 净利润 | 406,922 | -52,557 | 216,591 | 1,024,358 | 1,514,297 | 2,078,373 | 每股净资产 (元) | 9.100 | 2.907 | 2.919 | 3.045 | 3.252 | 3.536 |
| 少数股东损益 | -6,380 | -109,230 | 8,007 | 41,021 | 62,348 | 84,401 | 每股经营现金净流 (元) | 0.334 | 0.016 | 0.320 | -0.355 | -0.676 | -0.392 |
| 归属于母公司的净利润 | 413,302 | 56,673 | 208,583 | 983,337 | 1,451,949 | 1,993,972 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.015 | 0.015 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 1.8% | 0.3% | 1.2% | 4.1% | 4.5% | 5.2% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表（人民币千元） | | | | | | | 净资产收益率 | 2.05% | 0.28% | 1.02% | 4.61% | 6.37% | 8.05% |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 总资产收益率 | 0.85% | 0.13% | 0.47% | 1.91% | 2.19% | 2.56% |
| 净利润 | 406,922 | -52,557 | 216,591 | 1,024,358 | 1,514,297 | 2,078,373 | 投入资本收益率 | 4.40% | -2.12% | 1.58% | 4.41% | 4.43% | 5.27% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 41,021 | 62,348 | 84,401 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 1,356,404 | 1,345,803 | 1,316,639 | 1,532,952 | 1,812,088 | 2,104,114 | 营业总收入增长率 | -17.14% | -28.36% | 1.17% | 42.57% | 34.83% | 18.55% |
| 非经营收益 | 493,371 | -249,748 | 185,962 | -391,108 | -496,524 | -344,522 | EBIT增长率 | -43.57% | -63.36% | -31.06% | 225.21% | 33.63% | 44.09% |
| 营运资金变动 | -1,519,029 | -932,925 | 526,148 | -4,655,960 | -7,564,505 | -6,587,905 | 净利润增长率 | -74.20% | -86.29% | 268.05% | 371.44% | 47.66% | 37.33% |
| 经营活动现金净流 | 737,668 | 110,574 | 2,245,340 | -2,448,736 | -4,672,298 | -2,665,539 | 总资产增长率 | -5.01% | -12.57% | 2.97% | 23.22% | 27.73% | 17.20% |
| 资本开支 | 816,873 | 253,278 | 382,545 | 2,056,808 | 2,550,851 | 2,665,125 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -483,000 | -1,627,587 | -1,312,910 | -1,141,166 | -1,141,166 | -1,141,166 | 应收账款周转天数 | 322.9 | 416.1 | 361.3 | 320.0 | 335.0 | 348.0 |
| 其他 | 428,831 | 123,207 | 355,421 | 366,073 | 475,788 | 346,973 | 存货周转天数 | 158.2 | 185.3 | 166.2 | 146.4 | 148.3 | 153.6 |
| 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 | 应付账款周转天数 | 159.7 | 168.8 | 141.3 | 148.1 | 152.3 | 153.9 |
| 股权募资 | 1,519 | 12,390 | 200 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 113.1 | 155.4 | 146.7 | 127.4 | 113.5 | 111.0 |
| 债权募资 | -779,316 | 2,437,610 | -153,822 | 2,078,751 | 7,246,416 | 5,471,333 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -1,099,534 | -826,061 | -565,548 | -118,156 | -234,739 | -138,073 | 净负债/股东权益 | 42.25% | 33.61% | 33.32% | 41.83% | 70.98% | 87.08% |
| 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 | EBIT利息保障倍数 | 2.7 | 0.6 | -7.6 | 12.2 | 14.0 | 18.9 |
| 现金净流量 | -2,010,705 | -23,146 | 186,135 | -3,320,042 | -876,848 | -791,597 | 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。