

徐工机械(000425)/专用设备

增发获批，打开成长新空间

评级：买入(维持)

市场价格：4.43

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：朱荣华

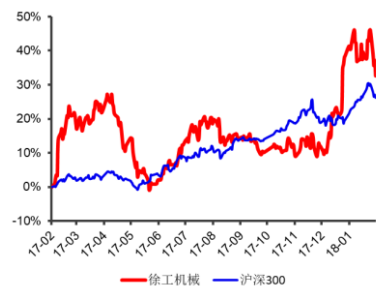
Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

Email: fanwei@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) | 4.43 |
| 市值(百万元) | 31,045 |
| 流通市值(百万元) | 30,983 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 徐工机械(000425): 2017年业绩预增近5倍，工程机械国企龙头王者归来
- 徐工机械(000425): 业绩高增长，经营质量大幅提升，发展后劲十足
- 徐工机械(000425): 中报预盈5-6亿元超预期；传统产业新兴板块全线增长
- 徐工机械(000425): 一带一路：徐工集团1-5月出口超24亿元，同比接近翻倍增长
- 徐工机械(000425)深度报告：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

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 | 25,389.21 | 31,520.70 | 37,683.00 |
| 增长率 yoy% | -28.36% | 1.17% | 50.31% | 24.15% | 19.55% |
| 净利润(百万元) | 56.67 | 208.58 | 1,034.33 | 1,552.94 | 2,042.80 |
| 增长率 yoy% | -86.9% | 268.05% | 395.88% | 50.14% | 31.54% |
| 每股收益(元) | 0.01 | 0.03 | 0.15 | 0.22 | 0.29 |
| 每股现金流量 | 0.02 | 0.32 | 0.32 | 0.40 | 0.69 |
| 净资产收益率 | 0.28% | 1.02% | 4.84% | 6.77% | 8.18% |
| P/E | 531 | 114 | 30 | 20 | 15 |
| PEG | — | 0.42 | 0.08 | 0.42 | 0.50 |
| P/B | 1.46 | 1.16 | 1.49 | 1.38 | 1.27 |

备注：

投资要点

- **事件：公司非公开发行获中国证监会核准批文。**批复主要内容：一、核准你公司非公开发行不超过13.32亿股新股。二、本次发行股票应严格按照报送我会的申请文件实施。三、本批复自核准发行之日起6个月内有效。

公司2016年12月发布定增预案(后进行修订)：公司拟3.12元/股向华信工业、盈灿投资、泰元投资和泰熙投资定向增发不超过13.32亿股，募集资金不超过41.56亿元。拟用于高端装备智能化制造项目等。

- **公司2017年业绩预告：**徐工机械2017年全年实现归属于上市公司股东的净利润10亿元~10.5亿元，2016年同期盈利2.1亿元，同比增长近5倍。
- **公司四季度净利润预计2.22亿元-2.72亿元，环比稳中有升：**公司一、二、三季度净利润分别为2.02亿元、3.48亿元、2.28亿元。公司四季度净利润环比稳中有升。我们判断公司全年经营重心在修复资产负债表。2018年公司有望轻装上阵，业绩实现高速增长。
- **2017年公司业绩同比大幅增长主要原因：**公司推进降成本、压费用、控风险、提效率等多项措施，全面加快推动传统优势产品向高端、高可靠性、高附加值、大吨位的“三高一大”战略转型，产品市场竞争力优势明显。公司在行业出现恢复性增长时抓住机遇，国内外市场全面发力，传统产业与新兴板块全线增长。
- **徐工机械：工程机械领军企业，背靠徐工集团，集团挖掘机业务大幅增长**

公司是全国工程机械制造商中产品品种与系列最多元化、最齐全的公司之一，实现另外工程机械全产业链布局。汽车起重机、随车起重机、压路机等多项核心产品以及零部件产品国内市场占有率第一。

公司徐州国资委持股42.6%，徐工集团：挖掘机业务有望大幅增长，尚在上市公司之外。徐工挖机已成为国内挖掘机行业的第一集团军，市占率稳定近10%，仅次于三一重工和卡特彼勒。

- **徐工占据汽车起重机市场过半份额，且人员最为充足、供应链完善**

作为国企，徐工机械在人员裁减方面较为谨慎，因此在行业需求暴涨的情况下，徐工拥有最为充足的人员机构，且零部件供应充足，市场占有率有望稳中有升。

2017年汽车起重机徐工销量9805台，同比增长109.2%。2017年全年徐工销量占市场份额的48.1%，居行业第一位。中联重科、三一重工分列二、三位，市场份额大致都在20%左右。

- **投资建议：**受益于工程机械行业回暖，公司作为国内工程机械行业龙头，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.15、0.22、0.29元，对应PE分别为30x、20x、15x，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 | 25,389,208 | 31,520,701 | 37,682,998 |
| 增长率 | -17.14% | -28.4% | 1.2% | 50.3% | 24.2% | 19.6% |
| 营业成本 | -18,033,479 | -13,261,892 | -13,607,173 | -19,727,414 | -24,318,221 | -28,714,445 |
| % 销售成本 | 77.4% | 79.4% | 80.6% | 77.7% | 77.2% | 76.2% |
| 毛利 | 5,272,802 | 3,433,889 | 3,284,057 | 5,661,793 | 7,202,480 | 8,968,554 |
| % 销售收入 | 22.6% | 20.6% | 19.4% | 22.3% | 22.9% | 23.8% |
| 营业税金及附加 | -110,970 | -127,023 | -87,915 | -149,796 | -185,972 | -222,330 |
| % 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 | -1,838,179 | -2,282,099 | -2,728,249 |
| % 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 | -2,259,639 | -2,805,342 | -3,353,787 |
| % 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 | 1,414,179 | 1,929,067 | 2,664,188 |
| % 销售收入 | 7.1% | 3.6% | 2.5% | 5.6% | 6.1% | 7.1% |
| 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% | 0.4% | 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% | 148.2% | 83.0% | 29.7% | 25.7% | 14.2% |
| 营业利润 | 451,266 | -136,389 | 119,156 | 1,097,043 | 1,702,760 | 2,300,616 |
| 营业利润率 | 1.9% | -0.8% | 0.7% | 4.3% | 5.4% | 6.1% |
| 营业外收支 | 92,009 | 194,570 | 120,735 | 135,771 | 150,359 | 135,622 |
| 税前利润 | 543,274 | 58,180 | 239,892 | 1,232,815 | 1,853,119 | 2,436,238 |
| 所得税率 | 2.3% | 0.3% | 1.4% | 4.9% | 5.9% | 6.5% |
| 所得税 | -136,353 | -110,737 | -23,301 | -155,335 | -233,493 | -306,966 |
| 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 | 1,077,480 | 1,619,626 | 2,129,272 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 43,149 | 66,684 | 86,468 |
| 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 | 4,109 | -98,627 | 931,779 |
| 经营活动现金净流 | 737,668 | 110,574 | 2,245,340 | 2,266,581 | 2,903,246 | 4,907,111 |
| 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 | 1,395,276 | 6,698,696 | 6,781,054 |

| 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 | 6,886,284 | 13,820,183 | 21,792,749 |
| 应收款项 | 22,566,802 | 21,616,050 | 18,481,347 | 22,966,451 | 26,218,315 | 28,525,514 |
| 存货 | 7,714,323 | 5,748,110 | 6,643,725 | 7,026,202 | 7,995,032 | 8,653,668 |
| 其他流动资产 | 1,110,079 | 415,547 | 430,495 | 812,880 | 1,095,150 | 1,414,571 |
| 流动资产 | 36,539,306 | 32,779,208 | 30,492,047 | 37,691,818 | 49,128,679 | 60,386,502 |
| % 总资产 | 74.8% | 76.8% | 69.3% | 71.9% | 75.2% | 77.6% |
| 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% | 17.2% | 16.0% | 15.1% |
| 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% | 28.1% | 24.8% | 22.4% |
| 资产总计 | 48,850,538 | 42,707,944 | 43,977,054 | 52,408,924 | 65,307,379 | 77,834,306 |
| 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 | 16,624,534 | 20,962,994 | 25,114,912 |
| 其他流动负债 | 371,257 | 214,551 | 269,339 | 453,649 | 414,408 | 479,525 |
| 流动资产 | 19,763,045 | 19,254,307 | 19,529,255 | 26,959,778 | 38,505,413 | 48,193,782 |
| 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 | 3,025,279 | 2,758,473 | 3,467,759 |
| 负债 | 28,411,578 | 22,103,807 | 23,495,471 | 30,954,978 | 42,233,807 | 52,631,462 |
| 普通股股东权益 | 20,118,935 | 20,591,291 | 20,457,846 | 21,387,062 | 22,940,004 | 24,982,808 |
| 少数股东权益 | 320,024 | 12,846 | 23,736 | 66,884 | 133,569 | 220,037 |
| 负债股东权益合计 | 48,850,538 | 42,707,944 | 43,977,054 | 52,408,924 | 65,307,379 | 77,834,306 |

| 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 | 0.148 | 0.222 | 0.292 |
| 每股净资产 (元) | 9.100 | 2.907 | 2.919 | 3.052 | 3.274 | 3.565 |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.334 | 0.016 | 0.320 | 0.317 | 0.405 | 0.688 |
| 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% | 4.84% | 6.77% | 8.18% |
| 总资产收益率 | 0.85% | 0.13% | 0.47% | 1.97% | 2.37% | 2.64% |
| 投入资本收益率 | 4.40% | -2.12% | 1.58% | 4.60% | 4.71% | 5.36% |
| 增长率 | | | | | | |
| 营业总收入增长率 | -17.14% | -28.36% | 1.17% | 50.31% | 24.15% | 19.55% |
| EBIT增长率 | -43.57% | -63.36% | -31.06% | 239.81% | 36.41% | 38.11% |
| 净利润增长率 | -74.20% | -86.29% | 268.05% | 395.88% | 50.14% | 31.54% |
| 总资产增长率 | -5.01% | -12.57% | 2.97% | 14.63% | 11.70% | 8.04% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 322.9 | 416.1 | 361.3 | 250.0 | 230.0 | 210.0 |
| 存货周转天数 | 158.2 | 185.3 | 166.2 | 130.0 | 120.0 | 110.0 |
| 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 | 120.8 | 117.0 | 113.4 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 42.25% | 33.61% | 33.32% | 41.73% | 70.49% | 86.35% |
| EBIT利息保障倍数 | 2.7 | 0.6 | -7.6 | 12.8 | 14.9 | 19.3 |
| 资产负债率 | 58.16% | 51.76% | 53.43% | 59.04% | 64.80% | 67.42% |

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。