徐工机械(000425)/专用设备　　工程机械国企龙头：迈向世界级的国际巨头

评级：买入(维持)

市场价格：4.04

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

基本状况

总股本(百万股)	7,008
流通股本(百万股)	6,994
市价(元)	4.04
市值(百万元)	28,311
流通市值(百万元)	28,254

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 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

2 徐工机械(000425)：业绩高增长，经营质量大幅提升，发展后劲十足

3 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

4 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

5 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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	16,891	29,131	36,746	43,500	49,642
增长率 yoy%	1.40%	72.46%	26.14%	18.38%	14.12%
净利润（百万元）	209	1,021	1,927	2,446	2,990
增长率 yoy%	312.23%	389.31%	88.76%	26.94%	22.25%
每股收益（元）	0.03	0.15	0.27	0.35	0.43
每股现金流量	0.32	0.45	0.58	0.74	0.91
净资产收益率	1.02%	4.25%	8.44%	9.88%	11.09%
P/E	135.73	27.74	14.70	11.58	9.47
PEG	1.09	0.64	-0.04	0.09	0.22
P/B	1.38	1.18	1.24	1.14	1.05

备注：

投资要点

- **事件 1：**公司发布 2018 年一季报，1-3 月公司实现营业收入 107.84 亿元，同比增长 79.79%；归母净利润 5.19 亿元，同比增长 157.39%。

  公司季度业绩环比稳中有升：2017 年 4 个季度净利润分别为 2.02、3.48、2.28、2.48 亿元。**2018 年 1 季度净利润环比翻倍增长**，我们判断公司资产负债表质量已经大幅改善。2018 年公司有望轻装上阵，全年业绩实现高速增长。

- **事件 2：**公司发布 2017 年年报，公司 2017 年实现营业总收入 291.31 亿元，同比增长 72.46%；归母净利润 10.21 亿元，同比增长 389.31%。

  1）公司经营质量全面提升：公司全面强控风险、提升经营质量，应收账款同比压降 6.02%；经营现金流净额 31.53 亿元，同比增长 40.44%；净资产收益率 4.70%，同比增长 3.69 个百分点；资产负债率 51.67%，同比下降 1.76 个百分点，整体运营更加健康、持续、高质量。

  2）全线板块形成爆发增长：①聚力打造拳头产业：移动式起重机市场占有率世界**第一**；千吨级以上全地面起重机全面替代进口形成市场主导优势；履带吊市场占有率提升 10.3 个百分点跃居行业**第一**。装载机巩固住行业第三位。**②细分领域产品全面发力增长：**成套筑路机械、平地机、旋挖钻机、水平定向钻、举升类消防车、桥梁检测车、随车吊产品均高居行业**第一**。新产品高空作业车跻身国内行业**前两强**；高空作业平台收入 2.4 亿，同比增长 139%，跻身国内市场**前五强**。

  3）海外市场表现亮眼：徐工品牌出口总额稳居行业第 1 位。其中亚太区出口额同比增长 71%。巴西公司向南美八国出口额同比增长 1.6 倍。

  4）以公司为主体的徐工集团在英国 KHL 集团最新全球工程机械制造商 50 强排行榜中排名第六，成为行业唯一连续数年跻身前十强的中国企业。

- **2018 年经营计划：力争 2018 年营业收入 368 亿元，同比增长约 26.3%。**

- **军民融合：成立军品研究所，实施无人操控、全自动变速箱等重大研发项目。**

- **公司非公开发行已获中国证监会核准批文。**核准公司非公开发行不超过 13.32 亿股新股。我们关注公司增发进展。

- **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**

  公司徐州国资委持股 42.6%，徐工集团体内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。

- **投资建议：**受益于工程机械行业回暖，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.27、0.35、0.43 元，对应 PE 分别为 15x、12x、9x，维持“买入”评级。

- **风险提示：**周期性行业反弹持续性风险、主要产品销量增速低于预期风险。

图表 1：徐工机械三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**16,891**	**29,131**	**36,746**	**43,500**	**49,642**
增长率	*1.4%*	*72.5%*	*26.1%*	*18.4%*	*14.1%*
营业成本	-13,607	-23,629	-29,581	-34,887	-39,614
% 销售收入	*80.6%*	*81.1%*	*80.5%*	*80.2%*	*79.8%*
毛利	3,284	5,502	7,165	8,613	10,028
% 销售收入	*19.4%*	*18.9%*	*19.5%*	*19.8%*	*20.2%*
营业税金及附加	-88	-184	-219	-260	-297
% 销售收入	*0.5%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-1,277	-1,652	-2,083	-2,466	-2,814
% 销售收入	*7.6%*	*5.7%*	*5.7%*	*5.7%*	*5.7%*
管理费用	-1,503	-2,166	-2,733	-3,235	-3,692
% 销售收入	*8.9%*	*7.4%*	*7.4%*	*7.4%*	*7.4%*
息税前利润（EBIT）	416	1,500	2,130	2,652	3,225
% 销售收入	*2.5%*	*5.1%*	*5.8%*	*6.1%*	*6.5%*
财务费用	55	-318	-150	-150	-150
% 销售收入	*-0.3%*	*1.1%*	*0.4%*	*0.3%*	*0.3%*
资产减值损失	551	374	300	300	300
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	199	284	350	400	450
% 税前利润	*83.0%*	*24.6%*	*16.4%*	*14.8%*	*13.6%*
营业利润	119	1,140	2,030	2,602	3,225
营业利润率	*0.7%*	*3.9%*	*5.5%*	*6.0%*	*6.5%*
营业外收支	121	14	104	107	86
税前利润	**240**	**1,154**	**2,134**	**2,709**	**3,312**
利润率	*1.4%*	*4.0%*	*5.8%*	*6.2%*	*6.7%*
所得税	-23	-125	-192	-244	-298
所得税率	*9.7%*	*10.9%*	*9.0%*	*9.0%*	*9.0%*
净利润	217	1,029	1,942	2,465	3,014
少数股东损益	8	8	15	20	24
归属于母公司的净利润	**209**	**1,021**	**1,927**	**2,446**	**2,990**
净利率	*1.2%*	*3.5%*	*5.2%*	*5.6%*	*6.0%*

现金流量表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	217	1,029	1,942	2,465	3,014
加:折旧和摊销	766	871	898	908	919
资产减值准备	551	374	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	470	382	150	150	150
投资收益	-199	-284	-350	-400	-450
少数股东损益	8	8	15	20	24
营运资金的变动	500	709	1,395	2,069	2,776
经营活动现金净流	**2,245**	**3,153**	**4,034**	**5,193**	**6,409**
固定资本投资	-1,443	120	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-1,340**	**-1,302**	**110**	**160**	**220**
股利分配	-105	-105	-457	-516	-789
其他	-596	-695	-1,873	-3,228	-4,377
筹资活动现金净流	**-701**	**-800**	**-2,330**	**-3,744**	**-5,166**
现金净流量	**204**	**1,051**	**1,814**	**1,609**	**1,463**

资产负债表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,936	6,940	8,755	10,364	11,827
应收款项	18,472	18,726	21,695	21,321	25,011
存货	6,644	9,371	7,062	10,381	7,225
其他流动资产	440	1,142	641	1,572	1,098
流动资产	30,492	36,179	38,154	43,638	45,161
% 总资产	*69.3%*	*72.7%*	*74.7%*	*78.1%*	*79.6%*
长期投资	3,517	3,531	3,531	3,531	3,531
固定资产	7,547	7,192	6,428	5,660	4,891
% 总资产	*17.2%*	*14.5%*	*12.6%*	*10.1%*	*8.6%*
无形资产	1,861	2,041	2,117	2,186	2,246
非流动资产	13,485	13,591	12,927	12,252	11,557
% 总资产	*30.7%*	*27.3%*	*25.3%*	*21.9%*	*20.4%*
资产总计	**43,977**	**49,770**	**51,080**	**55,890**	**56,718**
短期借款	4,417	2,583	8,315	5,237	1,010
应付款项	11,457	16,630	18,178	24,117	26,947
其他流动负债	3,655	1,692	1,692	1,692	1,692
流动负债	19,529	20,905	28,185	31,046	29,649
长期贷款	970	1,806	0	0	0
其他长期负债	2,996	3,004	14	14	14
负债	**23,495**	**25,714**	**28,199**	**31,060**	**29,663**
普通股股东权益	20,458	24,018	22,828	24,758	26,959
少数股东权益	24	38	53	73	96
负债股东权益合计	**43,977**	**49,770**	**51,080**	**55,890**	**56,718**

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)	0.03	0.15	0.27	0.35	0.43
每股净资产(元)	2.92	3.43	3.26	3.53	3.85
每股经营现金净流(元)	0.32	0.45	0.58	0.74	0.91
每股股利(元)	0.02	0.02	0.07	0.07	0.11
回报率					
净资产收益率	1.02%	4.25%	8.44%	9.88%	11.09%
总资产收益率	0.49%	2.07%	3.80%	4.41%	5.31%
投入资本收益率	0.22%	5.38%	8.70%	12.07%	17.05%
增长率					
营业总收入增长率	1.40%	72.46%	26.14%	18.38%	14.12%
EBIT增长率	-92.98%	2092.67%	54.57%	26.24%	22.64%
净利润增长率	312.23%	389.31%	88.76%	26.94%	22.25%
总资产增长率	2.97%	13.17%	2.63%	9.42%	1.48%
资产管理能力					
应收账款周转天数	377.4	191.3	160.0	140.0	130.0
存货周转天数	132.1	99.0	80.5	72.2	63.8
应付账款周转天数	139.4	95.0	100.0	110.0	120.0
固定资产周转天数	144.7	91.1	66.7	50.0	38.3
偿债能力					
净负债/股东权益	23.53%	-0.10%	-3.05%	-21.10%	-52.86%
EBIT利息保障倍数	-1.2	4.4	14.5	18.3	22.5
资产负债率	53.43%	51.67%	55.20%	55.57%	52.30%

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。