

# 徐工机械 (000425)

证券研究报告  
2018年04月28日

## 业绩增长符合预期，起重机械龙头彰显王者本色

### 业绩增长符合预期，盈利能力企稳回升

徐工机械发布2017年年报，业绩持续稳健增长。2017全年实现营业收入291.31亿，同比增加72.46%；实现归母净利润10.21亿，同比大增389.31%，其中，扣非归母净利润8.29亿，去年同期为-620.56万，17年实现扭亏为盈；经营性现金流为31.53亿，同比增加40.44%；毛利率为18.89%，同比下降0.55pct；净利率为3.53%，同比提升2.25pct；加权平均ROE为4.70%，同比提升3.69pct。年报中，公司披露了2018年经营计划，力争实现收入368亿，同比增长26.3%。

公司同时发布2018一季报，业绩延续高增长态势。Q1实现营业收入107.84亿，同比增加79.79%；实现归母净利润5.19亿，同比增加157.39%，其中扣非归母净利润4.92亿，同比增加205.67%；经营性现金流为7.22亿，同比增加4.42%；毛利率为18.11%，同比提升0.37pct；净利率为4.86%，同比提升1.5pct；加权平均ROE为2.23%，同比提升1.25pct。

### 当之无愧的起重机械龙头，规模效应助力三费率持续降低

2017年公司起重机械、工程机械配件、铲运机械和桩工机械分别实现收入106.31亿、51.49亿、35.86亿和33.27亿，同比增速为94.01%、83.99%、48.04%和39.53%，毛利率为23.11%、8.08%、20.29%和22.38%，分别同比提高-0.5pct、-4.9pct、3.18pct和0.20pct。核心产品起重机实现了高于平均水平的增速和毛利率，而工程机械配件毛利率下滑较大，原因为钢材等原材料涨价带来的成本压力。三费率方面，2017年公司三费率合计14.20%，销售费率、管理费率 and 财务费率分别为5.67%、7.44%和1.09%，分别同比下降1.89、1.46和-1.41pct，财务费率上升的主要原因为当期汇兑损失1.83亿，占财务费用比例高达57.39%。2018年Q1公司三费率合计11.36%，销售费率、管理费率 and 财务费率分别为5.06%、5.66%和0.64%，分别同比下降0.82、0.66和0.75pct。伴随规模效应发挥作用，公司销售费率和管理费率已逐渐恢复至接近上一轮行业高点时的水平。

### 账龄结构持续优化，运营能力稳健提升，资产负债表修复接近尾声

2016H1、2016年、2017H1和2017年，公司1年以内应收款占比分别为69%、70%、73%和77%，账龄结构持续优化，预示坏账风险有所减弱。同时，公司运营能力稳健提升，2018Q1公司存货和应收款周转天数分别为98.11天和128.22天，分别同比降低29.91天和105.97天。

综合上述分析，我们判断公司当前资产负债表修复已经接近尾声，2018年将轻装上阵，续写辉煌。

### 工程机械景气周期有望延续至2019年，起重机械龙头彰显王者本色

此轮工程机械行业复苏以更新需求为主，叠加基建投资稳健，持续时间有望超预期，公司作为龙头将实现超越行业平均水平的成长。1) 根据工程机械协会数据，2018年Q1汽车起重机、随车起重机和履带起重机销量分别为7318台、3650台和384台，同比增速为92%、42%和53%。整体增长依然强劲，行业复苏仍在半途中。2) 公司在汽车起重机、路面设备和桩工机械等领域多年蝉联市占率第一，起重机械市占率高达50%，混凝土机械和挖掘机处于国内领先地位，充分受益于行业成长红利。3) 公司非公开发行方案获批，将募集41.56亿用于盾构、高空作业平台、智能物流装备、环卫压缩站、桩工机械和印度工厂等六大生产基地建设和工业互联网信息化升级，有利于公司提升产能和丰富产品布局，进而提高产品竞争力和市场份额。4) 非公开发行后徐工集团依然为上市公司实际控制人，持股比例为35.79%，但进入了大量社会资本，有利于公司加速推进混改进程。

**盈利预测与投资评级：**考虑到Q1业绩超预期，资产负债表修复接近尾声，未来公司业绩弹性有望持续释放，预计毛利率企稳回升，三费率逐步降低至2011年水平，将18-19年净利润预测由14.76亿和18.50亿调整为15.20亿和19.42亿，调整后的EPS为0.22元和0.28元，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内基建投资下滑；行业需求持续性不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,891.23	29,131.10	36,942.67	43,309.77	47,640.75
增长率(%)	1.40	72.46	26.82	17.24	10.00
EBITDA(百万元)	825.31	2,274.49	2,278.48	2,805.39	3,283.79
净利润(百万元)	208.58	1,020.62	1,519.66	1,942.38	2,342.93
增长率(%)	312.23	389.31	48.90	27.82	20.62
EPS(元/股)	0.03	0.15	0.22	0.28	0.33
市盈率(P/E)	135.73	27.74	18.63	14.58	12.08
市净率(P/B)	1.38	1.18	1.24	1.15	1.05
市销率(P/S)	1.68	0.97	0.77	0.65	0.59
EV/EBITDA	33.21	13.73	19.36	17.02	13.85

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	4.04元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	7,007.73
流通A股股本(百万股)	6,993.57
A股总市值(百万元)	28,311.22
流通A股市值(百万元)	28,254.01
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	53.71
一年内最高/最低(元)	4.96/3.22

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070006  
zengshuai@tfzq.com

朱元骏 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517050002  
zhuyuanjun@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《徐工机械-首次覆盖报告:工程机械春风依旧，举重力士再续辉煌》  
2018-02-22

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,936.48	6,940.46	2,955.41	3,464.78	3,811.26
应收账款	15,895.45	15,070.09	36,239.18	33,537.67	40,570.16
预付账款	308.07	907.88	1,228.44	795.92	1,516.13
存货	6,643.73	9,371.12	13,663.86	15,243.47	16,524.11
其他	2,708.32	3,889.88	6,361.51	5,916.59	7,663.04
<b>流动资产合计</b>	<b>30,492.05</b>	<b>36,179.43</b>	<b>60,448.41</b>	<b>58,958.44</b>	<b>70,084.69</b>
长期股权投资	846.12	959.96	959.96	959.96	959.96
固定资产	7,546.98	7,192.17	6,948.54	6,758.39	6,670.32
在建工程	108.93	343.90	211.14	306.68	484.01
无形资产	1,860.90	2,040.63	1,946.02	1,851.42	1,756.81
其他	3,122.08	3,053.94	3,000.70	3,014.52	3,011.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,485.01</b>	<b>13,590.60</b>	<b>13,066.36</b>	<b>12,890.97</b>	<b>12,882.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>43,977.05</b>	<b>49,770.03</b>	<b>73,514.78</b>	<b>71,849.41</b>	<b>82,966.87</b>
短期借款	4,417.46	2,583.09	12,220.68	15,636.91	16,076.55
应付账款	6,892.37	8,130.87	19,737.09	9,604.11	21,179.90
其他	8,219.43	10,190.77	12,310.20	14,281.77	13,254.77
<b>流动负债合计</b>	<b>19,529.25</b>	<b>20,904.73</b>	<b>44,267.97</b>	<b>39,522.79</b>	<b>50,511.22</b>
长期借款	969.92	1,805.56	3,834.03	4,623.65	2,446.59
应付债券	2,987.16	2,990.08	2,491.48	2,822.91	2,768.15
其他	9.14	13.87	8.62	10.54	11.01
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,966.22</b>	<b>4,809.51</b>	<b>6,334.14</b>	<b>7,457.10</b>	<b>5,225.76</b>
<b>负债合计</b>	<b>23,495.47</b>	<b>25,714.24</b>	<b>50,602.11</b>	<b>46,979.89</b>	<b>55,736.98</b>
少数股东权益	23.74	37.70	109.69	221.27	355.87
股本	7,007.73	7,007.73	7,007.73	7,007.73	7,007.73
资本公积	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10	3,344.10
留存收益	13,474.49	14,351.57	15,795.25	17,640.51	19,866.29
其他	(3,368.48)	(685.33)	(3,344.10)	(3,344.10)	(3,344.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>20,481.58</b>	<b>24,055.78</b>	<b>22,912.67</b>	<b>24,869.51</b>	<b>27,229.89</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>43,977.05</b>	<b>49,770.03</b>	<b>73,514.78</b>	<b>71,849.41</b>	<b>82,966.87</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	216.59	1,028.76	1,519.66	1,942.38	2,342.93
折旧摊销	765.74	870.65	478.99	489.21	505.35
财务费用	469.99	382.24	0.00	0.00	0.00
投资损失	(199.06)	(283.97)	50.00	(100.00)	(111.32)
营运资金变动	499.84	708.79	(16,198.03)	(5,694.32)	25.72
其它	492.24	446.95	79.98	123.98	149.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,245.34</b>	<b>3,153.41</b>	<b>(14,069.39)</b>	<b>(3,238.74)</b>	<b>2,912.22</b>
资本支出	2,579.21	1,033.07	13.25	298.08	499.53
长期投资	18.34	113.85	0.00	0.00	0.00
其他	(3,937.58)	(2,449.32)	(71.25)	(498.08)	(888.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,340.03)</b>	<b>(1,302.41)</b>	<b>(58.00)</b>	<b>(200.00)</b>	<b>(388.68)</b>
债权融资	11,759.93	8,730.41	21,640.37	25,693.88	23,643.38
股权融资	(279.78)	2,409.46	(2,638.85)	24.04	29.58
其他	(12,181.43)	(11,940.26)	(8,859.17)	(21,769.81)	(25,850.03)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(701.28)</b>	<b>(800.39)</b>	<b>10,142.35</b>	<b>3,948.11</b>	<b>(2,177.06)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>204.02</b>	<b>1,050.62</b>	<b>(3,985.05)</b>	<b>509.37</b>	<b>346.48</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>16,891.23</b>	<b>29,131.10</b>	<b>36,942.67</b>	<b>43,309.77</b>	<b>47,640.75</b>
营业成本	13,607.17	23,629.14	29,616.41	34,688.80	38,121.09
营业税金及附加	87.92	184.00	258.60	303.17	333.49
营业费用	1,277.48	1,651.53	1,847.13	2,165.49	2,382.04
管理费用	1,502.50	2,166.32	2,881.53	3,464.78	3,692.16
财务费用	(54.83)	318.47	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	550.90	373.66	489.52	471.36	444.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	199.06	283.97	(50.00)	100.00	111.32
其他	(398.12)	(616.06)	100.00	(200.00)	(222.64)
<b>营业利润</b>	<b>119.16</b>	<b>1,140.07</b>	<b>1,799.49</b>	<b>2,316.17</b>	<b>2,778.45</b>
营业外收入	136.00	26.76	100.00	130.00	169.00
营业外支出	15.27	12.66	17.55	15.16	15.12
<b>利润总额</b>	<b>239.89</b>	<b>1,154.17</b>	<b>1,881.93</b>	<b>2,431.01</b>	<b>2,932.32</b>
所得税	23.30	125.41	282.29	364.65	439.85
<b>净利润</b>	<b>216.59</b>	<b>1,028.76</b>	<b>1,599.64</b>	<b>2,066.36</b>	<b>2,492.47</b>
少数股东损益	8.01	8.14	79.98	123.98	149.55
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>208.58</b>	<b>1,020.62</b>	<b>1,519.66</b>	<b>1,942.38</b>	<b>2,342.93</b>
每股收益(元)	0.03	0.15	0.22	0.28	0.33

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.40%	72.46%	26.82%	17.24%	10.00%
营业利润	-183.76%	856.78%	57.84%	28.71%	19.96%
归属于母公司净利润	312.23%	389.31%	48.90%	27.82%	20.62%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.44%	18.89%	19.83%	19.91%	19.98%
净利率	1.23%	3.50%	4.11%	4.48%	4.92%
ROE	1.02%	4.25%	6.66%	7.88%	8.72%
ROIC	0.22%	5.38%	6.71%	5.10%	5.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.43%	51.67%	68.83%	65.39%	67.18%
净负债率	25.29%	28.26%	43.83%	104.57%	65.45%
流动比率	1.56	1.73	1.37	1.49	1.39
速动比率	1.22	1.28	1.06	1.11	1.06
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.95	1.88	1.44	1.24	1.29
存货周转率	2.73	3.64	3.21	3.00	3.00
总资产周转率	0.39	0.62	0.60	0.60	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.03	0.15	0.22	0.28	0.33
每股经营现金流	0.32	0.45	-2.01	-0.46	0.42
每股净资产	2.92	3.43	3.25	3.52	3.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	135.73	27.74	18.63	14.58	12.08
市净率	1.38	1.18	1.24	1.15	1.05
EV/EBITDA	33.21	13.73	19.36	17.02	13.85
EV/EBIT	426.14	22.13	24.51	20.61	16.37

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com