

受益行业集中度提升 业绩高增长持续

——徐工机械 (000425) 点评

增持 (维持)

日期: 2018年05月09日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	168.91	291.31	339.51	382.37
增长比率(%)	1.40	72.46	16.55	12.62
净利润(亿元)	2.09	10.21	14.89	20.43
增长比率(%)	312.23	389.31	45.84	37.21
每股收益(元)	0.03	0.14	0.21	0.29
市盈率(倍)	142.67	30.57	20.38	14.76

事件:

近日徐工机械发布了《2017年年度报告》、《2018年第一季度报告》等一系列公告。2017年公司实现营业收入291.31亿元,同比增长72.46%;归属于上市公司股东的净利润10.21亿元,同比增长389.31%;扣非后净利润8.29亿元,同比扭亏为盈。公司2017年度利润分配预案为每10股派发现金股利0.4元(含税)人民币。2018年第一季度公司实现营业收入107.84亿元,同比增长79.79%;归属于上市公司股东的净利润5.19亿元,同比增长157.39%;扣非后净利润4.92亿元,同比增长205.67%。

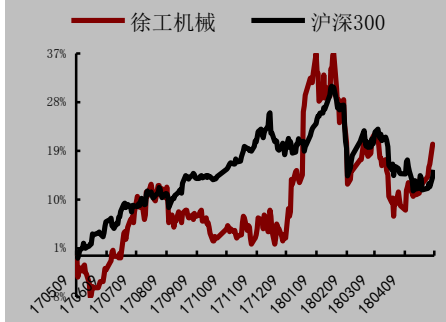
投资要点:

- **业绩高增长持续,一季度营收创历史第一季度单季最佳:** 公司2017年营业收入排历史第三位,仅次于2011年和2012年;从同比增长来看,2016年营收终结了2012年至2015年连续4年持续负增长之后实现1.17%的小幅增长,2017年营收迎来爆发性修复。归母净利润虽然是经历2012年至2015年连续4年持续大幅负增长之后迎来2016年和2017年连续两年爆发式增长,但2015年基数很低,以至于2017年归母净利润依旧小于2009年至2013年的时期。扣非后归母净利润在经历2015年和2016年连续两年为负之后扭亏为盈,迎来良好修复,但依旧小于2010年至2013年的时期。2018年第一季度营收创历史第一季度单季最佳,第一季度归母净利润连续第三年回升,绝对额排历史第一季度单季第三,第一季度扣非后归母净利润绝对额也为历史第一季度单季第三,二者都仅次于2011年和2012年的第一季度,略高于2010年的第一季度。值得一提的是公司经营活动产生的现金流量净额情况,2016年以来其已是连续9个季度为正,且保持较为平稳的净流入态势。2018年第一季度的经营活动产生的现金流量净额为7.22亿元,同比增长4.42%;2017年全年为31.53亿元,同比增长40.44%。
- **受益行业集中度提升:** 在2012年至2016年工程机械行业周期性深度调整中,部分企业退出工程机械行业,而在2016年下半年工程机械行业迎来触底反弹后,龙头企业凭借产品、渠道、规模等优势迅速抢占市场,目前工程机械行业复苏趋势持续,行业集中度进一步提

基础数据

收盘价(元)	4.28
市净率(倍)	1.22
流通市值(亿元)	299.32
每股净资产(元)	3.12
每股经营现金流(元)	0.10
营业利润率(%)	5.44
净资产收益率(%)	2.23
资产负债率(%)	53.71
总股本(万股)	700,773
流通股(万股)	699,357

个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据截止日期: 2018年5月8日

相关研究

万联证券研究所 20170531_公司点评报告
_AAA_徐工机械(000425)调研简报
万联证券研究所 20170330_公司点评报告
_AAA_徐工机械(000425)点评报告

分析师: 沈贇

执业证书编号: S0270514050001

电话: 02160883480

邮箱: shenyun@wlzq.com.cn

升。公司作为轮式起重机第一品牌（轮式起重机市场占有率全球第一），充分受益此行业复苏。同时，公司的随车起重机、履带起重机、压路机、平地机、水平定向钻机、旋挖钻机、举高类消防车等核心产品市场占有率居国内第一，2017年研发投入占营收比例5.51%，累计授权专利4493件（其中发明专利1046件），竞争优势明显。营收占比三分之一的起重机械2017年营收同比增长94.01%，增长高于其他产品，营收占比提升至36.49%。虽然2017年起重机械的毛利率同比减少0.50个百分点至23.11%，但其毛利率水平依旧高于铲运机械、桩工机械等产品。2017年公司整体工程机械的毛利率同比减少0.56%至18.89%，主要是钢材等原材料上升和二手机处理力度加大导致。境外产品毛利率增加0.2%至21.44%，主要受益于人民币升值。从应收账款看，2017年底应收账款下降至144.86亿元，2018年第一季度上升至162.41亿元，距离2015年第三季度末创下的历史最高值228.49亿元较远，处于近年来较好水平。但从存货看，存货上升速度较快，2017年底为93.71亿元，2018年第一季度为98.81亿元，连续创出历史新高，年报中显示公司工程机械产品生产量增长幅度和绝对值均高于销售量，使得库存量增长117.33%至8352台，存货的明显增长主要源自公司根据市场预计情况增加了原材料和库存商品，我们需要后续重点跟踪公司存货的销售情况。

- **定增已获证监会核准，看好高空作业平台项目：**公司一直在推进以3.12元/股的价格向华信工业等四名战略投资者定向发行13.32亿股（锁定36个月）、募资不超过41.56亿元、投向7个项目的定增计划，以推动公司的转型升级和国际化布局。7个募投项目中除徐工机械工业互联网化提升项目属于公司内部信息化提升外，智能化地下空间施工装备制造项目等6个制造类项目均属于机械产品生产制造，3个高端装备智能化制造项目将丰富公司的高端装备产品线；智能化压缩站项目将使公司迅速切入环境产业；大型桩工机械产业化升级技改工程项目、印度工程机械生产制造基地投资项目将推动公司工程机械的转型升级和国际化布局。2018年2月1日公司已收到中国证监会出具的核准非公开发行股票批文。我们较为看好此次定增募投项目中的高空作业平台智能制造项目的未来发展空间。高空作业平台智能制造项目由子公司徐工消防实施，产品基于起重机械的核心技术，目前已小批量产销。公司2016年投资2亿元设立了徐工消防安全装备有限公司，专业从事灭火类消防车、举高类消防车、专勤类消防车、保障类消防车及其配套件的研发、生产制造、销售、租赁、维修和技术服务；升降工作平台及其配套件的研发、生产制造、销售、租赁、维修和技术服务。基于公司在轮式起重机方面的技术优势，我们预计公司的高空作业平台项目将成为未来重要的利润增长点。
- **盈利预测和评级：**我们预计，徐工机械2018年和2019年的EPS分别为0.21元和0.29元，对应5月8日收盘价的PE为20.38倍和14.76倍。鉴于公司在轮式起重机方面的绝对优势、业绩持续增长以及较低的市净率，我们维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**工程机械行业复苏持续性弱于预期，国际业务拓展不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：沈贇

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484