

评级：买入(维持)

市场价格：4.24

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

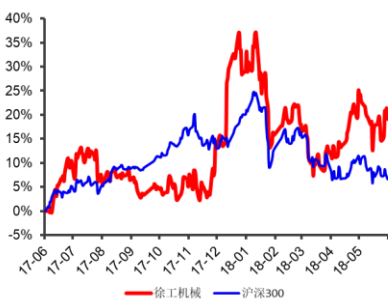
Email: wanghj@r.qizq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qizq.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) | 4.24 |
| 市值(百万元) | 29,713 |
| 流通市值(百万元) | 29,654 |

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 | 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 | 142.45 | 29.11 | 15.42 | 12.15 | 9.94 |
| PEG | 1.14 | 0.68 | -0.04 | 0.10 | 0.23 |
| P/B | 1.45 | 1.24 | 1.30 | 1.20 | 1.10 |

备注:

投资要点

- **事件**: 2018年2月1日, 公司收到中国证监会出具的《关于核准徐工集团工程机械股份有限公司非公开发行股票批复》, 核准公司非公开发行新股。公司需在批复自核准发行之日起6个月内完成增发。

公司2016年12月发布定增预案(后进行调整): 公司拟3.08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13.49亿股, 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。

我们认为: 公司增发截止日临近。如果增发能够完成, 则需要在6-7月份完成, 目前时间点逐步临近。如增发得以完成, 有望打开公司未来发展空间。

- **公司业绩高增长趋势不变, 全年业绩有望继续超预期**

- 1) 公司2018年一季度实现营业收入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%。
- 2) 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大幅改善。2018年公司轻装上阵, 全年业绩实现高速增长。
- 3) 公司2018年经营计划: 力争全年营业收入368亿元, 同比增长约26.3%。

- **中美贸易摩擦可能较长时间持续紧张; 国内政策有望微调助周期板块企稳**

作为工程机械的两大下游支柱行业, 2018年基建投资增速下滑明显, 房地产投资增速偏平, 使得整个周期性板块表现欠佳。自国家4月18日降准, 我们判断在中美贸易摩擦可能长时间保持紧张状态, 国内政策有望继续微调, 持续扩大内需, 房地产行业投资可能超市场预期, 对冲基建下滑的影响。

- **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。**

- **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**

- 1) 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。
- 2) 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。2018年1-5月, 徐工挖掘机累计销量达12347台, 同比增长88.5%。徐工挖机已成为国内挖掘机行业的第一集团军, 市占率超过10%, 仅次于三一重工和卡特彼勒。
- 3) **徐工占据汽车起重机市场过半份额**: 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, 且零部件供应保障较好, 市场占有率有望稳中有升。

- **投资建议**: 公司业绩有望超预期! 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、10x, 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) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|---------|----------|--------|---------|---------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业总收入 | 16,891 | 29,131 | 36,746 | 43,500 | 49,642 | 货币资金 | 4,936 | 6,940 | 8,755 | 10,364 | 11,827 |
| 增长率 | 1.4% | 72.5% | 26.1% | 18.4% | 14.1% | 应收款项 | 18,472 | 18,726 | 21,695 | 21,321 | 25,011 |
| 营业成本 | -13,607 | -23,629 | -29,581 | -34,887 | -39,614 | 存货 | 6,644 | 9,371 | 7,062 | 10,381 | 7,225 |
| % 销售收入 | 80.6% | 81.1% | 80.5% | 80.2% | 79.8% | 其他流动资产 | 440 | 1,142 | 641 | 1,572 | 1,098 |
| 毛利 | 3,284 | 5,502 | 7,165 | 8,613 | 10,028 | 流动资产 | 30,492 | 36,179 | 38,154 | 43,638 | 45,161 |
| % 销售收入 | 19.4% | 18.9% | 19.5% | 19.8% | 20.2% | % 总资产 | 69.3% | 72.7% | 74.7% | 78.1% | 79.6% |
| 营业税金及附加 | -88 | -184 | -219 | -260 | -297 | 长期投资 | 3,517 | 3,531 | 3,531 | 3,531 | 3,531 |
| % 销售收入 | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 7,547 | 7,192 | 6,428 | 5,660 | 4,891 |
| 营业费用 | -1,277 | -1,652 | -2,083 | -2,466 | -2,814 | % 总资产 | 17.2% | 14.5% | 12.6% | 10.1% | 8.6% |
| % 销售收入 | 7.6% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 5.7% | 无形资产 | 1,861 | 2,041 | 2,117 | 2,186 | 2,246 |
| 管理费用 | -1,503 | -2,166 | -2,733 | -3,235 | -3,692 | 非流动资产 | 13,485 | 13,591 | 12,927 | 12,252 | 11,557 |
| % 销售收入 | 8.9% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | 7.4% | % 总资产 | 30.7% | 27.3% | 25.3% | 21.9% | 20.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 416 | 1,500 | 2,130 | 2,652 | 3,225 | 资产总计 | 43,977 | 49,770 | 51,080 | 55,890 | 56,718 |
| % 销售收入 | 2.5% | 5.1% | 5.8% | 6.1% | 6.5% | 短期借款 | 4,417 | 2,583 | 8,315 | 5,237 | 1,010 |
| 财务费用 | 55 | -318 | -150 | -150 | -150 | 应付款项 | 11,457 | 16,630 | 18,178 | 24,117 | 26,947 |
| % 销售收入 | -0.3% | 1.1% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 其他流动负债 | 3,655 | 1,692 | 1,692 | 1,692 | 1,692 |
| 资产减值损失 | 551 | 374 | 300 | 300 | 300 | 流动负债 | 19,529 | 20,905 | 28,185 | 31,046 | 29,649 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 970 | 1,806 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 199 | 284 | 350 | 400 | 450 | 其他长期负债 | 2,996 | 3,004 | 14 | 14 | 14 |
| % 税前利润 | 83.0% | 24.6% | 16.4% | 14.8% | 13.6% | 负债 | 23,495 | 25,714 | 28,199 | 31,060 | 29,663 |
| 营业利润 | 119 | 1,140 | 2,030 | 2,602 | 3,225 | 普通股股东权益 | 20,458 | 24,018 | 22,828 | 24,758 | 26,959 |
| 营业利润率 | 0.7% | 3.9% | 5.5% | 6.0% | 6.5% | 少数股东权益 | 24 | 38 | 53 | 73 | 96 |
| 营业外收支 | 121 | 14 | 104 | 107 | 86 | 负债股东权益合计 | 43,977 | 49,770 | 51,080 | 55,890 | 56,718 |
| 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) | | | | | | 比率分析 | | | | | |
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 217 | 1,029 | 1,942 | 2,465 | 3,014 | 每股指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 766 | 871 | 898 | 908 | 919 | 每股收益(元) | 0.03 | 0.15 | 0.27 | 0.35 | 0.43 |
| 资产减值准备 | 551 | 374 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(元) | 2.92 | 3.43 | 3.26 | 3.53 | 3.85 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流(元) | 0.32 | 0.45 | 0.58 | 0.74 | 0.91 |
| 财务费用 | 470 | 382 | 150 | 150 | 150 | 每股股利(元) | 0.02 | 0.02 | 0.07 | 0.07 | 0.11 |
| 投资收益 | -199 | -284 | -350 | -400 | -450 | 回报率 | | | | | |
| 少数股东损益 | 8 | 8 | 15 | 20 | 24 | 净资产收益率 | 1.02% | 4.25% | 8.44% | 9.88% | 11.09% |
| 营运资金的变动 | 500 | 709 | 1,395 | 2,069 | 2,776 | 总资产收益率 | 0.49% | 2.07% | 3.80% | 4.41% | 5.31% |
| 经营活动现金净流 | 2,245 | 3,153 | 4,034 | 5,193 | 6,409 | 投入资本收益率 | 0.22% | 5.38% | 8.70% | 12.07% | 17.05% |
| 固定资本投资 | -1,443 | 120 | -60 | -60 | -50 | 增长率 | | | | | |
| 投资活动现金净流 | -1,340 | -1,302 | 110 | 160 | 220 | 营业总收入增长率 | 1.40% | 72.46% | 26.14% | 18.38% | 14.12% |
| 股利分配 | -105 | -105 | -457 | -516 | -789 | EBIT增长率 | -92.98% | 2092.67% | 54.57% | 26.24% | 22.64% |
| 其他 | -596 | -695 | -1,873 | -3,228 | -4,377 | 净利润增长率 | 312.23% | 389.31% | 88.76% | 26.94% | 22.25% |
| 筹资活动现金净流 | -701 | -800 | -2,330 | -3,744 | -5,166 | 总资产增长率 | 2.97% | 13.17% | 2.63% | 9.42% | 1.48% |
| 现金净流量 | 204 | 1,051 | 1,814 | 1,609 | 1,463 | 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。