



2018-08-07

公司点评报告

买入/维持

徐工机械(000425)

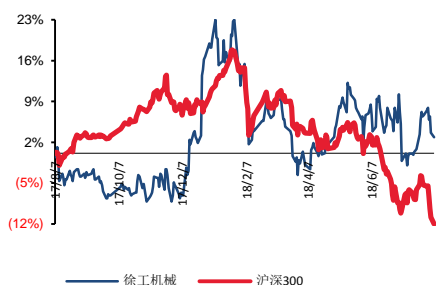
目标价: 4.90

昨收盘: 4.04

工业 资本货物

## 混改提速，有望进一步提升公司市场竞争力

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,834/6,994
总市值/流通(百万元)	31,648/28,254
12个月最高/最低(元)	4.88/3.64

### 相关研究报告:

徐工机械(000425)《中报业绩略超预期，继续看好公司发展趋势》--2018/07/14

徐工机械(000425)《起重机行业基本面向好，支撑公司进一步提升盈利水平》--2018/07/08

徐工机械(000425)《一季报业绩超预期，受益工程机械行业高景气持续》--2018/04/15

### 证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

### 证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

**事件:**公司近日发布公告称母公司徐工集团被纳入江苏省第一批混合所有制改革试点企业名单。

**徐工集团进入江苏省混改第一批名单，有望提升经营效率，增强自身竞争力。**徐工集团于今日收到江苏省发展和改革委员会、江苏省人民政府国有资产监督管理委员会《省发展改革委 省国资委关于做好全省第一批国有企业混合所有制改革试点有关工作的通知》，徐工集团被纳入江苏省第一批混合所有制改革试点企业名单。引入民间资本有助于公司盘活资产，提升经营效率，进一步提升公司市场竞争力。我们坚定看好徐工集团引入民间资本后的发展，将极大的激活公司的潜力，摆脱国企效率低下的枷锁。

**徐工集团自2015年以来不断谋求混改，本次进入混改首批名单意义重大。**徐工集团是由江苏省人民政府100%控股的国有企业，尽管市场化程度较高，但是在特定的企业制度框架下，很多制度限制了公司进一步做大做强。董事长王民曾公开表示一定要坚定不移的推进公司的混改工作，把公司打造成全球一流的工程机械公司。由于多重原因徐工集团混改之路艰难重重，从2015年一直推迟至今。本次进入江苏省首批混改名单，标志着公司混改正式提上议程，有望在两年内完成混改。作为国内工程机械品类最全的企业，徐工集团目前拥有路面机械、土石方机械、起重设备、挖掘机设备、混凝土设备、消防设备、高空作业平台、军工设备等丰富的产品线。引入混改将进一步提升公司的市场竞争力，我们判断徐工集团未来会成为我国的“卡特彼勒”，集团上市平台徐工机械有望成为全球工程机械领域第一梯队的优质公司。

基于对工程机械行业复苏的判断，我们看好徐工机械横向发展逐步增加优势品类，跻身全球一线工程机械公司。不考虑增发以及可能的挖掘机注入，我们预计公司2018年-2020年公司营业收入分别为368亿元、441亿元、511亿元，2018年-2020年PE分别为17X、14X、12X，维持“买入”评级。

**风险提示:**工程机械行业景气度下滑；全球经济不景气；其他风险等。

执业资格证书编码：S1190517070002

联系人：徐也

电话：010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	29131.10	36817.66	44187.24	51111.58
增长率	72.46%	26.39%	20.02%	15.67%
归属母公司净利润（百万元）	1020.62	1937.83	2486.33	2913.68
增长率	389.31%	89.87%	28.30%	17.19%
每股收益EPS（元）	0.15	0.27	0.35	0.41
PE	29	17	14	12
PB	1.25	1.32	1.24	1.16

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29131.10	36817.66	44187.24	51111.58	净利润	1028.76	1937.83	2486.33	2913.68
营业成本	23629.14	29494.69	35410.97	40972.35	折旧与摊销	870.65	1210.88	1210.88	1210.88
营业税金及附加	184.00	211.92	262.02	315.03	财务费用	318.47	593.31	921.00	985.98
销售费用	1651.53	2024.97	2209.36	2555.58	资产减值损失	373.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	2166.32	2393.15	2651.23	3066.70	经营营运资本变动	1469.91	-10643.86	-2507.10	-3523.10
财务费用	318.47	593.31	921.00	985.98	其他	-908.04	-53.71	11.47	3.22
资产减值损失	373.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	3153.41	-6955.56	2122.58	1590.66
投资收益	283.97	0.00	0.00	0.00	资本支出	-310.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-992.18	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1302.41	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	1140.07	2099.62	2732.66	3215.95	短期借款	-1834.37	8814.97	511.95	1340.75
其他非经营损益	14.10	77.72	60.98	57.85	长期借款	835.64	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1154.17	2177.34	2793.63	3273.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	125.41	239.51	307.30	360.12	支付股利	-105.12	-514.34	-976.57	-1252.99
净利润	1028.76	1937.83	2486.33	2913.68	其他	303.46	-4603.77	-921.00	-985.98
少数股东损益	8.14	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-800.39	3696.86	-1385.62	-898.22
归属母公司股东净利润	1020.62	1937.83	2486.33	2913.68	<b>现金流量净额</b>	1006.77	-3258.69	736.96	692.43
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6940.46	3681.77	4418.72	5111.16	<b>成长能力</b>				
应收账款和预付款项	19633.38	33859.60	38290.35	43528.37	销售收入增长率	72.46%	26.39%	20.02%	15.67%
存货	9371.12	11798.85	14181.91	16429.60	营业利润增长率	856.78%	84.17%	30.15%	17.69%
其他流动资产	234.47	296.33	355.65	411.38	净利润增长率	374.98%	88.37%	28.30%	17.19%
长期股权投资	959.96	959.96	959.96	959.96	EBITDA 增长率	180.60%	67.60%	24.61%	11.27%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	7536.07	6583.65	5631.24	4678.82	毛利率	18.89%	19.89%	19.86%	19.84%
无形资产和开发支出	2040.63	1783.98	1527.34	1270.69	三费率	14.20%	13.61%	13.08%	12.93%
其他非流动资产	3053.94	3052.12	3050.30	3048.48	净利率	3.53%	5.26%	5.63%	5.70%
<b>资产总计</b>	49770.03	62016.26	68415.47	75438.47	ROE	4.28%	8.49%	10.22%	11.21%
短期借款	2583.09	11398.07	11910.02	13250.77	ROA	2.07%	3.12%	3.63%	3.86%
应付和预收款项	15618.31	21301.02	25340.10	29043.54	ROIC	5.22%	8.02%	9.02%	9.70%
长期借款	1805.56	1805.56	1805.56	1805.56	EBITDA/销售收入	8.00%	10.60%	11.01%	10.59%
其他负债	5707.27	4691.11	5029.54	5347.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	25714.24	39195.76	44085.22	49447.53	总资产周转率	0.62	0.66	0.68	0.71
股本	7007.73	7007.73	7007.73	7007.73	固定资产周转率	3.95	5.48	7.67	10.62
资本公积	3344.10	3344.10	3344.10	3344.10	应收账款周转率	1.95	1.78	1.54	1.59
留存收益	11007.47	12430.96	13940.72	15601.41	存货周转率	2.90	2.74	2.70	2.65
归属母公司股东权益	24018.08	22782.79	24292.55	25953.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.91%	—	—	—
少数股东权益	37.70	37.70	37.70	37.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	24055.78	22820.50	24330.25	25990.94	资产负债率	51.67%	63.20%	64.44%	65.55%
负债和股东权益合计	49770.03	62016.26	68415.47	75438.47	带息债务/总负债	28.70%	41.31%	37.89%	36.50%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2329.19	3903.81	4864.53	5412.81	流动比率	1.73	1.44	1.46	1.47
PE	29.46	17.00	14.00	12.00	速动比率	1.28	1.10	1.10	1.10
PB	1.25	1.32	1.24	1.16	<b>每股指标</b>				
PS	1.03	0.82	0.68	0.59	每股收益	0.15	0.28	0.35	0.42
EV/EBITDA	12.37	10.13	8.08	7.38	每股净资产	3.43	3.26	3.47	3.71
					每股经营现金	0.45	0.00	0.00	0.00

## 机械行业分析师介绍

**刘国清**，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

**刘瑜**，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

**徐也**，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

**钱建江**，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

**曾博文**，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。