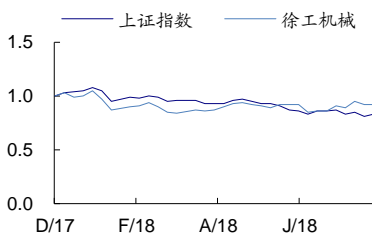


证券研究报告—动态报告
机械设备
建筑机械 II
徐工机械(000425)
增持
2018 年半年报点评

(首次覆盖)

2018 年 09 月 03 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	7,834/6,994
总市值/流通(百万元)	32,040/28,604
上证综指/深圳成指	2,738/8,553
12 个月最高/最低(元)	4.91/3.54

证券分析师: 贺泽安

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

证券分析师: 季国峰

E-MAIL: jiguofeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100002

联系人: 吴双

E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

中报业绩翻倍, 利润弹性有望持续释放

● 中报业绩同比上升 100.62%

公司发布 2018 年中报, 实现营业收入 239.44 亿元, 同比增长 65.81%; 归母净利润 11.04 亿元, 同比增长 100.62%, 业绩超预期。2018 上半年工程机械市场持续保持了强劲增长态势, 行业主要 8 类主机销量同比增长 51%, 公司作为行业领先企业充分受益。

● 公司盈利能力稳定, 经营质量持续改善

1) 毛利率下滑, 净利率稳中有升: 公司毛利率/净利率为 17.34%/4.63%, 同比变动-1.79/0.81 个 pct; 2) 期间费用得到有效控制: 期间费用率为 11.13%, 同比下降 2.42 个 pct, 其中管理/销售/财务费用率分别为 5.14%/5.75%/0.24%, 同比变动-0.45/-0.80/-1.17 个 pct。3) 现金流持续向好: 经营性现金流净额为 19.46 亿元, 同比增长 16.86%; 4) 营运能力显著提升: 公司应收账款/存货周转率从去年同期的 0.91/1.64 大幅提升至目前的 1.51/2.11。

● 公司深耕国内市场、积极拓展海外, 起重机龙头优势稳固

1) 主要业务增长迅猛: 分业务看, 起重机/铲运/桩工/压实/其他工程机械实现收入 85.69/26.78/23.52/10.50/21.85 亿元, 同比增长 65%/49%/59%/22%/158%; 2) 做强全线板块, 行业地位稳固: 移动起重机市占率全球第一, 其中履带式起重机市占率 47.25% (yoy+3.26 个 pct), 高端产品 80 吨以上轮式起重机市占率 52%, 其余多项产品市占率稳步提升, 行业优势地位持续巩固; 3) 海外业务表现强劲: 公司海外业务实现营收 37.04 亿元, 同比增长 68.73%, 据国家海关的最新数据, 上半年徐工品牌产品出口总额居行业第 1 位。其中, 亚太区同比增长 45.7%, 其余欧美等地区均实现了翻倍以上增长; 另外公司高端产品出口取得关键突破, 助力海外业务加速拓展。

● 盈利预测与投资建议:

受益工程机械行业需求持续向好, 公司资产负债表不断修复, 利润弹性有望持续释放, 预计 2018-20 年净利润为 20.03/23.64/26.78 亿元, 对应 EPS 0.26/0.30/0.34 元, 对应 PE16/14/12 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示:

基建投资低于预期; 海外业务拓展不如预期。

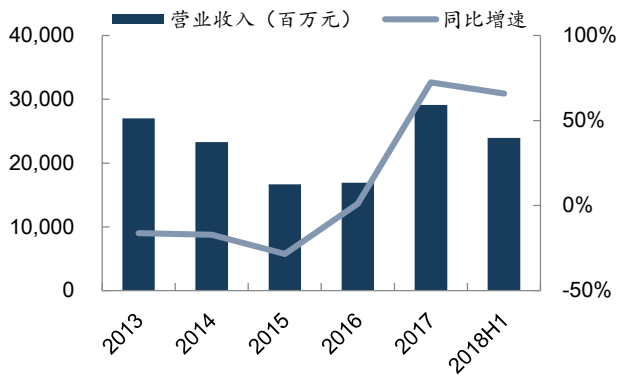
盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,6891	29,131	40,195	45,122	48,977
(+/-%)	1.2%	72.5%	38.0%	12.3%	8.5%
净利润(百万元)	209	1021	2003	2364	2678
(+/-%)	268.05%	389.3%	96.3%	18.0%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.15	0.26	0.30	0.34
EBIT Margin	3.1%	5.1%	7.0%	6.9%	7.0%
净资产收益率(ROE)	1.0%	4.2%	7.8%	8.6%	9.0%
市盈率(PE)	116.3	28.1	16.0	13.6	12.0
EV/EBITDA	91.5	23.0	18.7	17.9	16.5
市净率(PB)	1.16	1.19	1.25	1.16	1.08

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

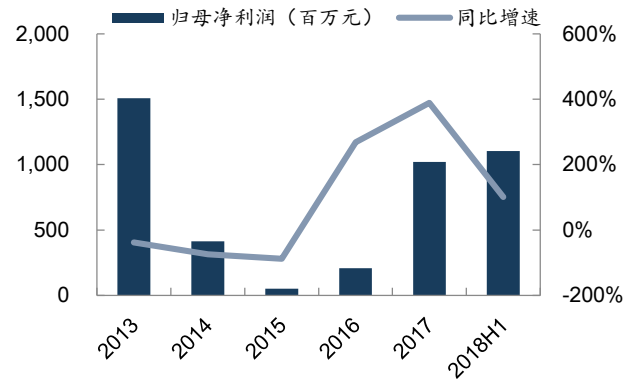
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 徐工机械 2018H1 营业收入同比增长 65.81%



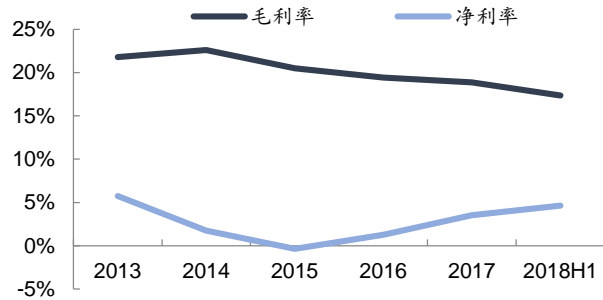
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 徐工机械 2018H1 归母净利润同比增长 100.62%



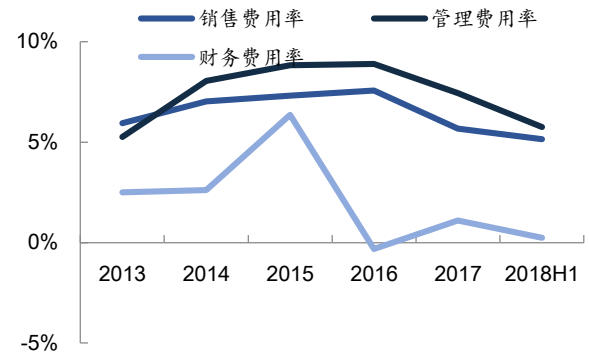
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 徐工机械毛利率超 15%，净利率 5%左右



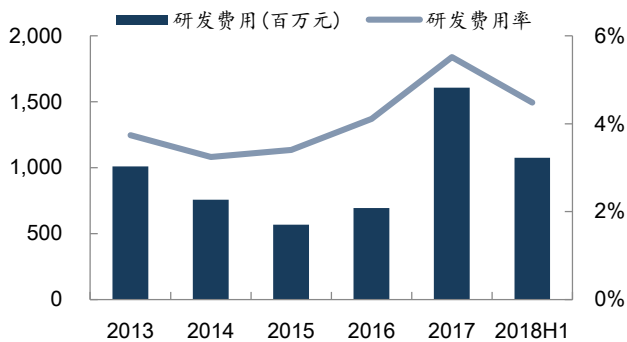
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 徐工机械销售、管理、财务费用率呈下降趋势



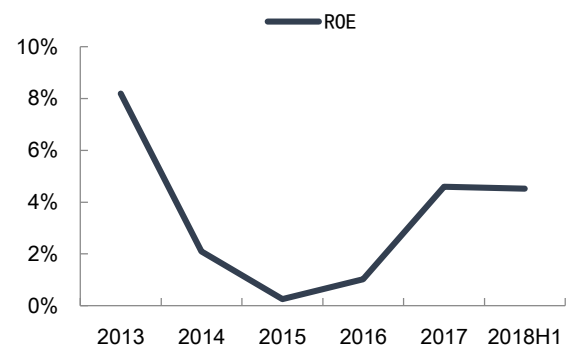
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 徐工机械近三年研发费用快速增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 徐工机械 ROE 近年开始上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	6940	24101	15961	20578	营业收入	29131	40195	45122	48977
应收款项	18726	16518	23774	22966	营业成本	23629	31237	35181	38147
存货净额	9371	7608	13498	13088	营业税金及附加	184	402	429	421
其他流动资产	1142	1285	1463	1691	销售费用	1652	2251	2527	2743
流动资产合计	36179	49513	54695	58324	管理费用	2166	3476	3892	4218
固定资产	7536	6811	6110	5416	财务费用	318	204	186	186
无形资产及其他	1983	1905	1826	1748	投资收益	284	0	161	148
投资性房地产	3111	3111	3111	3111	资产减值及公允价值变动	(374)	(490)	(471)	(445)
长期股权投资	960	1167	1280	1424	其他收入	48	0	0	0
资产总计	49770	62506	67022	70024	营业利润	1140	2136	2597	2966
短期借款及交易性金融负债	3935	6939	6225	5700	营业外净收支	14	108	81	68
应付款项	13154	20119	22587	23532	利润总额	1154	2244	2678	3033
其他流动负债	3816	4968	5823	6246	所得税费用	125	224	295	334
流动负债合计	20905	32026	34635	35477	少数股东损益	8	16	19	21
长期借款及应付债券	4796	4796	4796	4796	归属于母公司净利润	1021	2003	2364	2678
其他长期负债	14	14	14	14					
长期负债合计	4810	4810	4810	4810	现金流量表 (百万元)				
负债合计	25714	36835	39445	40286	净利润	1021	2003	2364	2678
少数股东权益	38	50	65	83	资产减值准备	(177)	(24)	(37)	(37)
股东权益	24018	25621	27512	29655	折旧摊销	864	862	907	944
负债和股东权益总计	49770	62506	67022	70024	公允价值变动损失	374	490	471	445
					财务费用	318	204	186	186
					营运资本变动	1439	11921	(10037)	2319
					其它	182	36	52	54
					经营活动现金流	3701	15289	(6279)	6404
					资本开支	(103)	(525)	(562)	(580)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(217)	(731)	(675)	(725)
					权益性融资	2706	0	0	0
					负债净变化	836	0	0	0
					支付股利、利息	(460)	(401)	(473)	(536)
					其它融资现金流	(4938)	3004	(713)	(526)
					融资活动现金流	(1481)	2603	(1186)	(1061)
					现金净变动	2004	17161	(8141)	4618
					货币资金的期初余额	4936	6940	24101	15961
					货币资金的期末余额	6940	24101	15961	20578
					企业自由现金流	3537	14805	(6939)	5752
					权益自由现金流	(565)	17625	(7818)	5061

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032