



2018-10-30

公司点评报告

买入/维持

徐工机械(000425)

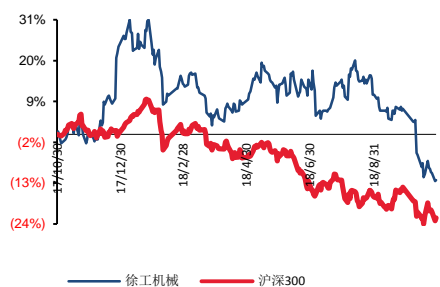
目标价: 4.9

昨收盘: 3.24

工业 资本货物

三季报业绩符合预期, 行业高景气度下公司业绩维持高增长

■ 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)	25,381/22,659
12个月最高/最低(元)	4.88/3.23

相关研究报告:

徐工机械(000425)《三季报预告业绩符合预期, 看好公司未来进一步提升盈利质量》--2018/10/15

徐工机械(000425)《中报业绩靓丽, 保持行业排头兵地位》--2018/08/30

徐工机械(000425)《混改提速, 有望进一步提升公司市场竞争力》--2018/08/07

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

事件:公司于10月30号晚间发布2018年三季度报告,前三季度实现营业收入340.75亿元,同比增长58.17%,归母净利润15.07亿元,同比增长93.85%;其中Q3单季度实现营业收入101.31亿元,同比增长42.63%,归母净利润4.03亿元,同比增长77.49%。

工程机械行业销售延续上半年强劲态势,公司起重产品市占率稳中有升。今年前三季度国内工程机械市场保持强劲增长态势,2018年1-8月共计销售汽车起重机22238台,同比增长71%,其中徐工占比47%;履带起重机1-8月共计销售690台,同比增长-18%,其中徐工占比43%;随车起重机1-8月共计销售10081台,同比增长35%,徐工占比59%。根据公司半年报显示,公司起重设备市占率约50%,按照2018年1-8月起重机行业销售数据,公司起重设备市占率约50.5%。此外公司优势产品还包括路面机械、桩工机械、大型矿山机械等,公司产品在多个领域保持国内乃至全球领先地位。

严控销售政策,坏账不断出清,公司盈利质量逐渐回升。公司信用销售政策较同行业平均水平明显更为严格,坚决杜绝“低首付、零首付”等激进的销售策略。今年以来公司回款水平明显好转,历史坏账基本出清,本报告期末公司资产减值损失同比增长170.84%,我们判断公司四季度毛利率水平将进一步回升,盈利质量进一步提升。

“混改”列上日程,未来有望进一步提升公司经营效率。公司母公司徐工集团下半年被纳入江苏省首批混合所有制改革名单以及国企改革“双百名单”,本次混改有望将集团优质资产集中注入上市公司体内,如近两年发展迅猛的挖机事业部。如混改顺利完成,我们判断公司经营效率将进一步提升。

“贸易摩擦”对公司海外业务影响有限。根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,公司海外销售收入37.04亿元,同比增长68.73%,其中出口美国的产品产值不足1亿美元,占比较小,贸易摩擦对公司影响十分有限。同时公司抓住国家“一带一路”战略,积极开拓东南亚及非洲发展中国家市场,凭借过硬的产品质量在当地赢得了稳固的市场份额。

投资建议:基于对工程机械行业中长期趋势向上的判断,我们看好公司横向发展逐步增加优势品类,跻身全球一线工程机械公司。我们上调公司2018年-2020年公司营业收入分别为373亿元、448亿元、518亿元;净利润分别为19.5亿元、25.0亿元、29.4亿元。对应2018年-2020年PE分别为13X、10X、9X,维持“买入”评级,目标价格

执业资格证书编码：

4.9 元。

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。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	29131.10	37349.22	44825.12	51845.14
增长率	72.46%	28.21%	20.02%	15.66%
归属母公司净利润（百万元）	1020.62	1952.25	2503.80	2944.57
增长率	389.31%	91.28%	28.25%	17.60%
每股收益EPS（元）	0.15	0.25	0.32	0.38
PE	22	13	10	9
PB	0.94	0.99	1.12	1.05

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	37349.22	44825.12	51845.14	净利润	1028.76	1967.00	2529.09	2989.41
营业成本	23629.14	29893.37	35889.38	41522.52	折旧与摊销	870.65	1210.88	1210.88	1210.88
营业税金及附加	184.00	214.98	265.80	319.55	财务费用	318.47	607.46	947.77	1012.93
销售费用	1651.53	1998.18	2241.26	2799.64	资产减值损失	373.66	480.00	200.00	200.00
管理费用	2166.32	2390.35	2913.63	3110.71	经营营运资本变动	1469.91	-10983.92	-2544.32	-3572.47
财务费用	318.47	607.46	947.77	1012.93	其他	-908.04	-883.71	-588.53	-596.78
资产减值损失	373.66	480.00	200.00	200.00	经营活动现金流净额	3153.41	-7602.29	1754.89	1243.97
投资收益	283.97	350.00	400.00	400.00	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	350.00	400.00	400.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1302.41	350.00	400.00	400.00
营业利润	1140.07	2114.89	2767.28	3279.80	短期借款	-1834.37	9179.02	524.30	1332.76
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
利润总额	1154.17	2192.61	2828.26	3337.65	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	125.41	225.61	299.16	348.24	支付股利	-105.12	-514.34	-983.84	-1261.80
净利润	1028.76	1967.00	2529.09	2989.41	其他	303.46	-4617.92	-947.77	-1012.93
少数股东损益	8.14	14.75	25.29	44.84	筹资活动现金流净额	-800.39	4046.76	-1407.30	-941.97
归属母公司股东净利润	1020.62	1952.25	2503.80	2944.57	现金流量净额	1006.77	-3205.54	747.59	702.00
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	3734.92	4482.51	5184.51	成长能力				
应收和预付款项	19633.38	34347.55	38841.95	44151.80	销售收入增长率	72.46%	28.21%	20.02%	15.66%
存货	9371.12	11960.20	14375.54	16652.27	营业利润增长率	856.78%	85.51%	30.85%	18.52%
其他流动资产	234.47	300.61	360.78	417.28	净利润增长率	374.98%	91.20%	28.58%	18.20%
长期股权投资	959.96	959.96	959.96	959.96	EBITDA 增长率	180.60%	68.87%	25.24%	11.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7536.07	6583.65	5631.24	4678.82	毛利率	18.89%	19.96%	19.93%	19.91%
无形资产和开发支出	2040.63	1783.98	1527.34	1270.69	三费率	14.20%	13.38%	13.61%	13.35%
其他非流动资产	3053.94	3052.12	3050.30	3048.48	净利率	3.53%	5.27%	5.64%	5.77%
资产总计	49770.03	62723.01	69229.63	76363.83	ROE	4.28%	8.61%	10.37%	11.44%
短期借款	2583.09	11762.11	12286.41	13619.17	ROA	2.07%	3.14%	3.65%	3.91%
应付和预收款项	15618.31	21591.75	25685.83	29437.43	ROIC	5.22%	8.12%	9.11%	9.85%
长期借款	1805.56	1805.56	1805.56	1805.56	EBITDA/销售收入	8.00%	10.53%	10.99%	10.62%
其他负债	5707.27	4713.92	5056.91	5379.14	营运能力				
负债合计	25714.24	39873.35	44834.71	50241.30	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	5.56	7.78	10.78
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	12445.37	13965.34	15648.11	存货周转率	2.90	2.76	2.70	2.65
归属母公司股东权益	24018.08	22797.20	24317.17	25999.95	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	52.46	77.75	122.59	资本结构				
股东权益合计	24055.78	22849.66	24394.92	26122.54	资产负债率	51.67%	63.57%	64.76%	65.79%
负债和股东权益合计	49770.03	62723.01	69229.63	76363.83	带息债务/总负债	28.70%	41.53%	38.10%	36.65%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.73	1.44	1.45	1.46
EBITDA	2329.19	3933.22	4925.93	5503.61	速动比率	1.28	1.09	1.09	1.10
PE	22.25	13.01	10.14	8.62	每股指标				
PB	0.94	0.99	0.93	0.87	每股收益	0.15	0.25	0.32	0.38
PS	0.78	0.61	0.51	0.44	每股净资产	3.43	3.26	3.48	3.73
EV/EBITDA	9.21	8.26	6.55	5.98	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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@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。