

## 徐工机械(000425)/专用设备

 工程机械龙头业绩有望持续复苏，  
估值具备较高安全边际

**评级：买入(维持)**

市场价格：3.27

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

分析师：朱荣华

执业证书编号：S0740518070010

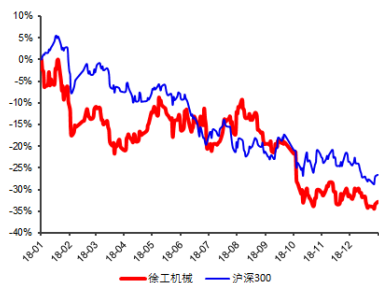
Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

研究助理：赵晋

Email: zhaojin@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,833.67
流通股本(百万股)	6,993.56
市价(元)	3.27
市值(百万元)	25656.10
流通市值(百万元)	22868.94

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1、《中泰证券 2019 年机械行业投资策略：探寻星光，静待黎明》  
2018.12.26
- 2、《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》2017.4.25
- 3、《徐工机械(000425)：三季报利润大增 94%，工程机械国企龙头业绩持续高增长》2018.10.31
- 4、《徐工机械(000425)：上半年业绩翻番增长，国内+海外均迎大突破》2018.8.31

**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	40,845	48,781	55,181
增长率 yoy%	1.40%	72.46%	40.21%	19.43%	13.12%
净利润(百万元)	209	1,021	2,030	2,714	3,290
增长率 yoy%	312.23%	389.31%	98.94%	33.68%	21.20%
每股收益(元)	0.03	0.13	0.26	0.35	0.42
每股现金流量	0.29	0.40	0.31	0.82	0.83
净资产收益率	1.02%	4.25%	7.99%	9.85%	10.98%
P/E	123.19	25.18	12.65	9.47	7.81
PEG	0.93	0.53	-0.03	0.07	0.16
P/B	1.26	1.07	1.01	0.93	0.86

备注：

**投资要点**
**公司业绩高增长，经营质量持续提升，加快布局新基地和智能制造建设**

- 1) **业绩高增长**：2018年1-9月，公司实现营业总收入340.76亿元，同比增长58.17%；归母净利润15.08亿元，同比增长93.85%；扣非净利润13.67亿元，同比增长102.34%。
- 2) **经营指标夯实向好**：2018Q3 存货与年初基本持平；销售费用率下降0.6pct，管理费用率下降0.5pct；资产负债率为36%，处于行业上市公司的较低水平。经营基本面基础指标夯实向好。
- 3) **行业位置连年提升**：英国 KHL 集团上半年发布的全球工程机械 50 强榜单上，徐工集团持续领跑中国企业居全球行业第六位，是唯一连续多年跻身前十强的中国企业。
- 4) **加快布局建设新基地**：消防装备智能制造新基地奠基建设，规划推进具有世界先进水平的高空作业车新基地项目。**加快智能制造布局**：打造国内首个工业互联网大数据平台“徐工工业云”，在智能制造、两化融合、服务型制造、工业互联网应用、双创平台建设领域被国家评为示范试点企业。
- 5) **海外表现强劲**：上半年徐工品牌产品出口总额居行业第 1 位，高端出口关键突破。海外布局加紧提升：新组建的跨境电商产业实现连续翻番增长。持续提升海外研发中心、海外制造基地，加紧 KD 工厂全球布局。

**国企改革：有利于集团内部企业重组和资产重组，为中长期发展增添活力**

公司控股股东徐工集团工程机械有限公司于 8 月 7 日收到江苏省发改委、国资委《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》，被纳入江苏省第一批混合所有制改革试点企业名单。我们认为徐工集团加入混改有利于徐工集团内部企业重组和资产重组，优化国有资本结构，为徐工中长期发展增添活力和创造力。目前全面实施新业务企业混改，养护机械、跨境电商等新企业完成混改。

**受益下游基建加码，2019 年上半年工程机械龙头有望取得较好的相对收益**

2019 年上半年，预计宏观经济继续承压，经济增速下行压力大，我们判断政策将加码基建、地产来对冲。中央经济工作会议提出“逆周期调节”，稳增长仍是短期工作重心。从基本面上，我们预计工程机械行业复苏持续。龙头具备较强的防御性，有望取得较好的相对收益。

**目前公司 PB 在 1 倍左右，具有较高的安全边际。并且受益于工程机械行业持续复苏，公司作为国内工程机械行业龙头，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.26、0.35、0.42 元，PE 分别为 13x、9x、8x，PB 分别为 1.01、0.93、0.86。维持“买入”评级。**
**风险提示：宏观经济波动风险、周期性行业反弹持续性风险、行业内公司竞争关系变化风险、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	40,845	48,781	55,181	货币资金	4,936	6,940	9,731	11,622	13,147
增长率	1.4%	72.5%	40.2%	19.4%	13.1%	应收款项	18,472	18,726	23,935	24,304	27,198
营业成本	-13,607	-23,629	-32,880	-39,122	-44,034	存货	6,644	9,371	8,896	10,666	8,905
% 销售收入	80.6%	81.1%	80.5%	80.2%	79.8%	其他流动资产	440	1,142	788	1,637	1,278
毛利	3,284	5,502	7,965	9,659	11,147	流动资产	30,492	36,179	43,349	48,229	50,528
% 销售收入	19.4%	18.9%	19.5%	19.8%	20.2%	% 总资产	69.3%	72.7%	77.0%	79.7%	81.4%
营业税金及附加	-88	-184	-244	-291	-330	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	-2,479	-2,936	-3,321	% 总资产	17.2%	14.5%	11.4%	9.4%	7.9%
% 销售收入	7.6%	5.7%	6.1%	6.0%	6.0%	无形资产	1,861	2,041	2,117	2,186	2,246
管理费用	-1,503	-2,166	-2,997	-3,481	-3,938	非流动资产	13,485	13,591	12,927	12,252	11,557
% 销售收入	8.9%	7.4%	7.3%	7.1%	7.1%	% 总资产	30.7%	27.3%	23.0%	20.3%	18.6%
息税前利润 (EBIT)	416	1,500	2,245	2,950	3,557	资产总计	43,977	49,770	56,276	60,481	62,085
% 销售收入	2.5%	5.1%	5.5%	6.0%	6.4%	短期借款	4,417	2,583	8,864	6,705	2,536
财务费用	55	-318	-150	-150	-150	应付款项	11,457	16,630	20,711	26,718	30,043
% 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	31,267	35,115	34,271
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	% 总资产	44.4%	42.2%	55.6%	58.1%	55.2%
投资收益	199	284	350	400	450	长期贷款	970	1,806	1,806	0	0
% 税前利润	83.0%	24.6%	15.6%	13.3%	12.3%	其他长期负债	2,996	3,004	14	14	14
营业利润	119	1,140	2,145	2,900	3,557	负债	23,495	25,714	33,087	35,129	34,285
营业利润率	0.7%	3.9%	5.3%	5.9%	6.4%	普通股股东权益	20,458	24,018	23,135	25,277	27,698
营业外收支	121	14	104	107	86	少数股东权益	24	38	54	76	102
税前利润	240	1,154	2,249	3,007	3,644	负债股东权益合计	43,977	49,770	56,276	60,481	62,085
利润率	1.4%	4.0%	5.5%	6.2%	6.6%						
所得税	-23	-125	-202	-271	-328						
所得税率	9.7%	10.9%	9.0%	9.0%	9.0%						
净利润	217	1,029	2,047	2,736	3,316						
少数股东损益	8	8	16	22	26						
归属于母公司的净利润	209	1,021	2,030	2,714	3,290						
净利率	1.2%	3.5%	5.0%	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	2,047	2,736	3,316	每股指标					
加:折旧和摊销	766	871	898	908	919	每股收益(元)	0.03	0.13	0.26	0.35	0.42
资产减值准备	551	374	0	0	0	每股净资产(元)	2.61	3.07	2.95	3.23	3.54
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.29	0.40	0.31	0.82	0.83
财务费用	470	382	150	150	150	每股股利(元)	0.01	0.01	0.06	0.07	0.11
投资收益	-199	-284	-350	-400	-450	回报率					
少数股东损益	8	8	16	22	26	净资产收益率	1.02%	4.25%	8.78%	10.74%	11.88%
营运资金的变动	500	709	-291	3,024	2,556	总资产收益率	0.49%	2.07%	3.64%	4.52%	5.34%
经营活动现金净流	2,245	3,153	2,453	6,419	6,491	投入资本收益率	0.22%	5.38%	9.16%	12.37%	18.00%
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%	40.21%	19.43%	13.12%
股利分配	-105	-105	-482	-573	-868	EBIT增长率	-92.98%	2092.67%	62.73%	32.87%	21.57%
其他	-596	-695	710	-4,115	-4,319	净利润增长率	312.23%	389.31%	98.94%	33.68%	21.20%
筹资活动现金净流	-701	-800	228	-4,688	-5,187	总资产增长率	2.97%	13.17%	13.07%	7.47%	2.65%
现金净流量	204	1,051	2,791	1,891	1,525	资产管理能力					
						应收账款周转天数	377.4	191.3	150.0	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	60.0	44.6	34.4
						偿债能力					
						净负债/股东权益	23.53%	-4.16%	1.72%	-20.08%	-48.64%
						EBIT利息保障倍数	-1.2	4.4	15.3	20.3	24.7
						资产负债率	53.43%	51.67%	58.79%	58.08%	55.22%

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。