



2019-02-26

公司点评报告

买入/维持

徐工机械(000425)

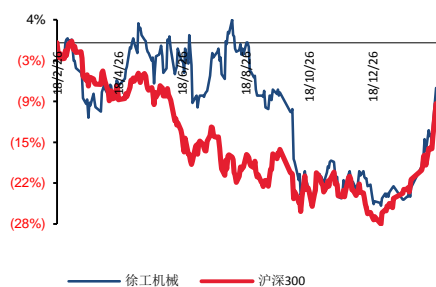
目标价: 5.1

昨收盘: 3.98

工业 资本货物

徐工机械：厚积薄发的工程机械王者

■ 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)	31,178/27,834
12个月最高/最低(元)	4.45/3.20

相关研究报告:

徐工机械(000425)《2018年度业绩预告超预期,公司盈利仍有成长空间》--2019/01/28

徐工机械(000425)《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》--2018/10/30

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

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

联系人: 徐也

电话: 010-88695236

E-MAIL: xuye@tpyzq.com

核心观点: 公司处于国内工程机械头部梯队,持续受益于行业高景气度周期,18年公司大额计提资产减值损失后资产负债表基本修复完毕,19年将加速释放利润,更加真实地反映公司实际经营状况。基于行业仍然维持高景气度、公司利润率修复的判断,我们预计公司19年有望实现净利润32亿元,对应PE仅9.8X,价值被低估。

工程机械行业销售全年有望保持稳健增长态势,公司起重产品增速有望超越行业增速,行业地位稳中有升。2018年国内工程机械市场保持强劲增长态势,特别是公司“拳头”产品的起重机,行业整体销量同比大幅增长47.89%。根据我们草根调研的情况以及国家19年基建投入情况来看,起重机行业19年同比增长有望达到30%。而公司作为起重机龙头,将全面受益于行业增长,享受行业集中度提升带来的红利。此外18年下半年受到徐州地区环保督查因素影响,泵阀等铸造件生产受到限制,影响了公司起重机发货量。19年下半年公司将推出“国六”标准的新机型,环保因素带来的更新需求将延伸至2021年。

从开机小时数来看,下游开工情况良好,印证工程机械高景气度。尽管受到天气原因影响,公司19年1月起重机开机率达到82%,同比增长3pct,充分说明下游开工需求良好。此外起重机应用场景不局限于地产和基建,市政工程、环境工程等都需要用到起重机。

公司积极布局高空作业平台,进一步优化产业结构。公司积极布局高空作业平台,充分利用前期在起重设备上积累的技术优势,产品竞争力较强。公司18年高空作业平台销售量超过4000台,19年新产能投入使用,销售量有望同比增长40%以上。目前高空作业平台在国内渗透率较低,仍属于高速发展行业,公司有望抓住行业成长机遇,打造新的利润增长点。

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388亿元、466亿元、523亿元;净利润分别为21亿元、32亿元、35亿元。对应2018年-2020年PE分别为14X、10X、9X,维持“买入”评级,目标价格5.1元。

风险提示: 工程机械行业景气度下滑;基建不达预期;全球经济不景气;其他系统性风险等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	29131.10	38849.08	46607.02	52336.72
增长率	72.46%	33.36%	19.97%	12.29%
归属母公司净利润（百万元）	1020.62	2117.27	3199.95	3508.38
增长率	389.31%	107.45%	51.14%	9.64%
每股收益EPS（元）	0.15	0.27	0.41	0.44
PE	27	14	10	9
PB	1.29	1.15	1.05	0.96

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	29131.10	38849.08	46607.02	52336.72	净利润	1028.76	2117.27	3199.95	3508.38
营业成本	23629.14	30914.79	37285.90	41885.19	折旧与摊销	870.65	1210.88	1210.88	1210.88
营业税金及附加	184.00	223.61	276.37	322.58	财务费用	318.47	645.94	1002.39	1011.12
销售费用	1651.53	2020.15	2050.71	2355.15	资产减值损失	373.66	400.00	0.00	0.00
管理费用	2166.32	2369.79	2516.78	2878.52	经营营运资本变动	1469.91	-11968.04	-2600.28	-2819.63
财务费用	318.47	645.94	1002.39	1011.12	其他	-908.04	-453.71	11.47	3.22
资产减值损失	373.66	400.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3153.41	-8047.67	2824.40	2913.98
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	投资活动现金流净额	-1302.41	0.00	0.00	0.00
营业利润	1140.07	2274.80	3474.88	3884.16	短期借款	-1834.37	10162.86	20.78	282.74
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	2352.52	3535.85	3942.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	125.41	235.25	335.91	433.62	支付股利	-105.12	-514.34	-1067.00	-1612.62
净利润	1028.76	2117.27	3199.95	3508.38	其他	303.46	-4656.40	-1002.39	-1011.12
少数股东损益	8.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-800.39	4992.12	-2048.61	-2341.01
归属母公司股东净利润	1020.62	2117.27	3199.95	3508.38	现金流量净额	1006.77	-3055.55	775.79	572.97
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	6940.46	3884.91	4660.70	5233.67	成长能力				
应收和预付款项	19633.38	35720.94	40384.96	44569.37	销售收入增长率	72.46%	33.36%	19.97%	12.29%
存货	9371.12	12373.61	14940.77	16799.06	营业利润增长率	856.78%	99.53%	52.76%	11.78%
其他流动资产	234.47	312.68	375.12	421.24	净利润增长率	374.98%	105.81%	51.14%	9.64%
长期股权投资	959.96	959.96	959.96	959.96	EBITDA 增长率	180.60%	77.38%	37.67%	7.35%
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%	20.42%	20.00%	19.97%
无形资产和开发支出	2040.63	1783.98	1527.34	1270.69	三费率	14.20%	12.96%	11.95%	11.93%
其他非流动资产	3053.94	3052.12	3050.30	3048.48	净利率	3.53%	5.45%	6.87%	6.70%
资产总计	49770.03	64671.86	71530.40	76981.30	ROE	4.28%	9.21%	12.73%	12.98%
短期借款	2583.09	12745.96	12766.73	13049.47	ROA	2.07%	3.27%	4.47%	4.56%
应付和预收款项	15618.31	22348.06	26688.44	29697.75	ROIC	5.22%	8.57%	10.77%	10.95%
长期借款	1805.56	1805.56	1805.56	1805.56	EBITDA/销售收入	8.00%	10.64%	12.20%	11.67%
其他负债	5707.27	4772.35	5136.79	5399.88	营运能力				
负债合计	25714.24	41671.93	46397.52	49952.66	总资产周转率	0.62	0.68	0.68	0.70
股本	7007.73	7007.73	7007.73	7007.73	固定资产周转率	3.95	5.78	8.09	10.88
资本公积	3344.10	3344.10	3344.10	3344.10	应收账款周转率	1.95	1.81	1.54	1.56
留存收益	11007.47	12610.40	14743.34	16639.11	存货周转率	2.90	2.80	2.70	2.61
归属母公司股东权益	24018.08	22962.23	25095.17	26990.94	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	资本结构				
股东权益合计	24055.78	22999.93	25132.88	27028.64	资产负债率	51.67%	64.44%	64.86%	64.89%
负债和股东权益合计	49770.03	64671.86	71530.40	76981.30	带息债务/总负债	28.70%	42.09%	37.85%	35.72%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	流动比率	1.73	1.42	1.45	1.48
EBITDA	2329.19	4131.62	5688.14	6106.16	速动比率	1.28	1.08	1.09	1.11
PE	27.12	13.07	8.65	7.89	每股指标				
PB	1.29	1.15	1.05	0.96	每股收益	0.15	0.27	0.41	0.44
PS	0.95	0.71	0.59	0.53	每股净资产	3.04	3.44	3.75	4.10
EV/EBITDA	11.35	9.27	6.60	6.10	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，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人大趋势》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。

吴栋栋，太平洋证券机械行业分析师，上海交通大学工学硕士，曾就职于浙商证券研究所，2018年4月加盟太平洋证券，善于跟踪行业和公司动态，寻找预期差。

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。

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。

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。

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。