

徐工机械 (000425) / 专用设备

2019年初销量超预期，国企改革有望逐步推进

评级: 买入(维持)

市场价格: 4.58

分析师: 朱荣华

执业证书编号: S0740518070010

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

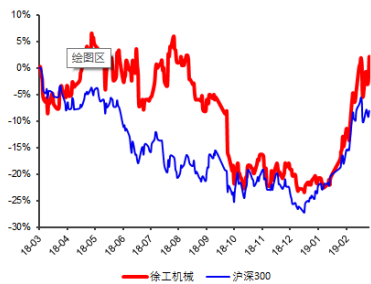
研究助理: 赵晋

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)	4.58
市值(百万元)	35878.21
流通市值(百万元)	32030.50

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《徐工机械 (000425): 2018 年业绩略超预期, 看好工程机械龙头业绩持续性》2019.1.18
- 2、《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
- 3、《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
- 4、《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
- 5、《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	42,778	51,308	56,194
增长率 yoy%	1.40%	72.46%	46.85%	19.94%	9.52%
净利润 (百万元)	209	1,021	2,070	3,206	3,661
增长率 yoy%	312.23%	389.31%	102.82%	54.87%	14.20%
每股收益 (元)	0.03	0.13	0.26	0.41	0.47
每股现金流量	0.29	0.40	0.80	0.53	1.03
净资产收益率	1.02%	4.25%	9.02%	12.59%	13.00%
P/E	172.01	35.15	17.33	11.19	9.80
PEG	1.18	0.66	-0.04	0.08	0.18
P/B	1.75	1.49	1.56	1.41	1.27

备注:

投资要点

- **公司 2018 年预计实现归母净利润为 19.5-21.5 亿元, 同比增长 91.2%-110.8%。** 2018 年公司各产品板块均实现高速增长, 公司受益于国内基础设施建设与投资拉动, 抢抓机遇, 内销收入大幅增长; 公司国际化发展步伐加快, 公司出口规模与增速始终保持行业领先地位。
- **受益下游基建加码和环保驱动的更换需求, 2019 年初工程机械销量高增长。**
 - 1) **2019 年初工程机械销量延续 2018 年的高增长。** 2018 年国内挖掘机/汽车起重机/推土机/装载机销量分别同比+45%/+58%/+33%/+28%, 2018 年徐工起重机销量同比增长约 40%, 2019 年 1-2 月+30%, 预计三月订单增长 40-50%, 销量持续超预期, 我们预计全年增长在 20%左右。
 - 2) **下游基建投资增速反弹, 2019 年工程机械龙头持续受益:** 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。从基本上, 我们预计工程机械行业将复苏持续。
 - 3) **环保政策驱动更换需求:** 汽车起重机新机销售将在今年 7 月切换为国六, 存量市场国二已经不年审。国内 2008 年开始销售国三, 是上一轮高峰的主要型号, 目前更新需求庞大。
- **公司在起重机领域稳居首位, 高空作业平台快速增长。**
 - 1) **公司是全球起重机龙头, 市场份额进一步提升。** 徐工的汽车起重机 2018 年占有率 45.8%, 国内市场集中度提升, 前三家 (徐工、三一和中联) 市场份额 91.3%。徐工起重机具有高品质和高可靠性, 在二手市场上残值率最高。
 - 2) **高空作业平台业务快速增长。** 公司的高空作业平台在消防机械中占比约 50%, 2018H1 消防机械营收实现 70%增长。目前主要受制于产能的限制, 2018 年定增项目募集 5 亿资金扩建新厂, 今年下半年有望实现产能翻番。
 - 3) **公司工程机械液压件大部分可以实现自给自足。** 公司十分注重产业链安全和工程机械零部件的研发。目前公司多种产品中的液压油缸、泵阀等零部件除了大吨位需要进口外其余均可实现自给。
- **国企改革有望逐步推进: 内部资产重组, 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。
- **目前公司估值仍然具有较高的安全边际。** 受益于工程机械行业持续复苏, 后工业化时期行业集中度提升, 公司作为国内工程机械行业龙头, 有望持续受益。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.26、0.41、0.47 元, PE 分别为 17x、11x、10x, PB 分别为 1.56、1.41、1.27。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 基础设施建设低于预期、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)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	16,891	29,131	42,778	51,308	56,194
增长率	1.4%	72.5%	46.8%	19.9%	9.5%
营业成本	-13,607	-23,629	-35,076	-41,965	-45,894
% 销售收入	80.6%	81.1%	82.0%	81.8%	81.7%
毛利	3,284	5,502	7,703	9,344	10,299
% 销售收入	19.4%	18.9%	18.0%	18.2%	18.3%
营业税金及附加	-88	-184	-256	-306	-336
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,277	-1,652	-2,310	-2,745	-3,006
% 销售收入	7.6%	5.7%	5.4%	5.4%	5.4%
管理费用	-1,503	-2,166	-2,545	-2,976	-3,259
% 销售收入	8.9%	7.4%	6.0%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	416	1,500	2,592	3,316	3,698
% 销售收入	2.5%	5.1%	6.1%	6.5%	6.6%
财务费用	55	-318	-150	-150	-150
% 销售收入	-0.3%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	551	374	600	80	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	199	284	450	450	500
% 税前利润	83.0%	24.6%	19.6%	12.7%	12.3%
营业利润	119	1,140	2,292	3,536	3,998
营业利润率	0.7%	3.9%	5.4%	6.9%	7.1%
营业外收支	121	14	1	15	57
税前利润	240	1,154	2,293	3,551	4,055
利润率	1.4%	4.0%	5.4%	6.9%	7.2%
所得税	-23	-125	-206	-320	-365
所得税率	9.7%	10.9%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润	217	1,029	2,087	3,231	3,690
少数股东损益	8	8	17	26	29
归属于母公司的净利润	209	1,021	2,070	3,206	3,661
净利率	1.2%	3.5%	4.8%	6.2%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	217	1,029	2,087	3,231	3,690
加: 折旧和摊销	766	871	898	908	919
资产减值准备	551	374	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	470	382	150	150	150
投资收益	-199	-284	-450	-450	-500
少数股东损益	8	8	17	26	29
营运资金的变动	500	709	3,574	326	3,807
经营活动现金净流	2,245	3,153	6,258	4,166	8,066
固定资本投资	-1,443	120	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,340	-1,302	210	210	270
股利分配	-105	-105	-492	-677	-966
其他	-596	-695	-2,726	-1,667	-6,095
筹资活动现金净流	-701	-800	-3,217	-2,344	-7,061
现金净流量	204	1,051	3,251	2,032	1,275

资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,936	6,940	10,192	12,224	13,500
应收款项	18,472	18,726	21,201	23,836	25,489
存货	6,644	9,371	10,115	10,867	9,530
其他流动资产	440	1,142	886	1,682	1,337
流动资产	30,492	36,179	42,394	48,609	49,856
% 总资产	69.3%	72.7%	76.6%	79.9%	81.2%
长期投资	3,517	3,531	3,531	3,531	3,531
固定资产	7,547	7,192	6,428	5,660	4,891
% 总资产	17.2%	14.5%	11.6%	9.3%	8.0%
无形资产	1,861	2,041	2,117	2,186	2,246
非流动资产	13,485	13,591	12,927	12,252	11,557
% 总资产	30.7%	27.3%	23.4%	20.1%	18.8%
资产总计	43,977	49,770	55,320	60,861	61,413
短期借款	4,417	2,583	7,462	5,945	0
应付款项	11,457	16,630	23,161	27,664	31,436
其他流动负债	3,655	1,692	1,692	1,692	1,692
流动负债	19,529	20,905	32,314	35,300	33,128
长期贷款	970	1,806	0	0	0
其他长期负债	2,996	3,004	14	14	14
负债	23,495	25,714	32,328	35,314	33,142
普通股股东权益	20,458	24,018	22,938	25,467	28,162
少数股东权益	24	38	54	80	109
负债股东权益合计	43,977	49,770	55,320	60,861	61,413

比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益 (元)	0.03	0.13	0.26	0.41	0.47
每股净资产 (元)	2.61	3.07	2.93	3.25	3.59
每股经营现金净流 (元)	0.29	0.40	0.80	0.53	1.03
每股股利 (元)	0.01	0.01	0.06	0.09	0.12
回报率					
净资产收益率	1.02%	4.25%	9.02%	12.59%	13.00%
总资产收益率	0.49%	2.07%	3.77%	5.31%	6.01%
投入资本收益率	0.22%	5.38%	9.75%	18.07%	21.48%
增长率					
营业总收入增长率	1.40%	72.46%	46.85%	19.94%	9.52%
EBIT增长率	-92.98%	2092.67%	73.13%	50.96%	12.53%
净利润增长率	312.23%	389.31%	102.82%	54.87%	14.20%
总资产增长率	2.97%	13.17%	11.15%	10.02%	0.91%
资产管理能力					
应收账款周转天数	377.4	191.3	130.0	120.0	120.0
存货周转天数	132.1	99.0	82.0	73.6	65.3
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	57.3	42.4	33.8
偿债能力					
净负债/股东权益	23.53%	-6.08%	-14.83%	-24.28%	-58.46%
EBIT利息保障倍数	-1.2	4.4	16.3	24.6	27.7
资产负债率	53.43%	51.67%	58.44%	58.02%	53.97%

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。