



徐工机械(000425)

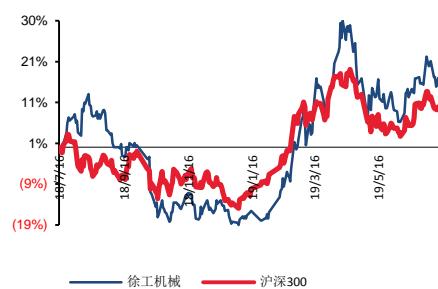
目标价: 5.4

昨收盘: 4.52

工业 资本货物

半年报预告业绩高增长，混改提速优质资产有望注入

■ 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)	35,408/31,611
12个月最高/最低(元)	5.12/3.20

相关研究报告:

徐工机械(000425)《一季度再迎开门红，为全年高增速夯实基础》
--2019/04/30

徐工机械(000425)《收入利润双双超预期，行业景气度确定性延伸》
--2019/04/14

徐工机械(000425)《徐工机械：厚积薄发的工程机械王者》
--2019/02/26

证券分析师：钱建江

电话：021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：

事件：公司发布2019年半年报预告，2019H1实现盈利21亿-24亿，同比增长90.21%-117.39%。

半年报业绩高增长，受益下游需求增长：2019H1公司实现盈利21亿-24亿，同比增长90.21%-117.39%，单季度来看，2019Q2公司实现盈利10.47亿-13.47亿，环比一季度增长-0.57%-27.92%。业绩增长主要受益于国内固定资产投资稳健增长，以及海外“一带一路”国家的基础设施建设需求增加，营业收入和盈利水平较去年同期有较大幅增长。

工程机械行业高景气，公司有望持续受益：今年以来，工程机械行业依然保持高景气，以最具代表性的挖机为例，今年上半年挖机行业销量达到13.72万台，同比增长14.22%。公司产品线较为丰富，占比比较高的业务包括起重机、铲运机械等。1-4月份汽车起重机销量为1.76万台，同比增长65.08%，公司汽车起重机份额为40.30%，受竞争对手挤压份额有所下降，但仍保持较高增长。1-6月份3t以上装载机销量为62399台，同比增长6.57%，行业保持增长势头。公司有望继续受益行业高景气。

混合所有制改革大幕拉开，优质资产有望注入：据中国之声《新闻纵横》7月14日报道，今年年底之前，徐工集团将完成混合所有制改革，届时，徐工将由一个国有全资的企业变成以国有股为主导，混合民间资本的多元化企业，未来集团工程机械优质资产有望注入上市公司。比如集团挖掘机业务，2018年挖掘机业务收入121.81亿，利润1.05亿元，2019年1-5月徐工销售挖机1.69万台，同比增长36.91%，份额为13.85%，位居第二。另外，集团还拥有混凝土、塔机等资产，优质资产的注入将显著提升公司盈利水平。

盈利预测与投资建议：基于审慎原则，不考虑集团公司挖机等资产注入，我们预计公司2019-2021年净利润分别为39.25亿、41.93亿和42.91亿，对应PE分别为9倍、8倍和8倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内需求超预期下行，出口增长不及预期等

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	44410.01	52676.37	55696.04	56490.46
增长率	52.45%	18.61%	5.73%	1.43%
归属母公司净利润(百万元)	2045.73	3925.10	4193.49	4291.37
增长率	100.44%	91.87%	6.84%	2.33%
每股收益EPS(元)	0.26	0.50	0.54	0.55

PE	17	9	8	8
PB	1.17	1.20	1.05	0.93

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	44410.0	52676.3	55696.0	56490.4
营业成本	36998.4	43265.4	45703.2	46320.8
营业税金及附加	216.56	256.87	271.59	275.46
销售费用	2271.56	2502.13	2645.56	2683.30
管理费用	782.74	2633.82	2784.80	2824.52
财务费用	-18.27	-184.37	-194.94	-197.72
资产减值损失	754.46	250.00	250.00	250.00
投资收益	380.31	250.00	250.00	250.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2109.47	4202.51	4485.76	4584.07
其他非经营损益	105.36	102.94	103.49	103.62
利润总额	2214.83	4305.45	4589.25	4687.69
所得税	159.18	380.36	395.77	396.32
净利润	2055.65	3925.10	4193.49	4291.37
少数股东损益	9.92	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	2045.73	3925.10	4193.49	4291.37

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	11295.3	5267.64	9585.96	14946.8
应收和预付款项	23813.4	27879.3	29476.1	29895.3
存货	10196.4	11974.1	12665.7	12840.9
其他流动资产	350.01	415.16	438.96	445.22
长期股权投资	2335.70	2335.70	2335.70	2335.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	7913.47	6908.15	5902.83	4897.51
无形资产和开发支出	2295.15	2005.28	1715.41	1425.54
其他非流动资产	3050.38	3048.88	3047.38	3045.88
资产总计	61249.8	59834.3	65168.0	69832.9
短期借款	3486.89	327.77	0.00	0.00
应付和预收款项	20501.9	24015.4	25371.4	25716.6
长期借款	825.24	825.24	825.24	825.24
其他负债	6095.32	5064.40	5176.36	5204.73
负债合计	30909.3	30232.8	31373.0	31746.5
股本	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67
资本公积	5011.91	5011.91	5011.91	5011.91
留存收益	12623.3	16548.4	20741.9	25033.3
归属母公司股东权益	30133.0	29394.0	33587.5	37878.9
少数股东权益	207.42	207.42	207.42	207.42
股东权益合计	30340.5	29601.4	33794.9	38086.3
负债和股东权益合计	61249.8	59834.3	65168.0	69832.9
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	3143.58	5314.83	5587.52	5683.04
PE	17.31	9.02	8.44	8.25
PB	1.17	1.20	1.05	0.93
PS	0.80	0.67	0.64	0.63
EV/EBITDA	9.45	5.88	4.76	3.74

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2055.65	3925.10	4193.49	4291.37
折旧与摊销	1052.39	1296.69	1296.69	1296.69
财务费用	-18.27	-184.37	-194.94	-197.72
资产减值损失	754.46	250.00	250.00	250.00
经营营运资本变动	7.22	-2107.47	-844.08	-227.20
其他	-542.74	-500.00	-500.00	-500.00
经营活动现金流量净额	3308.71	2679.94	4201.16	4913.14
资本支出	-665.76	0.00	0.00	0.00
其他	-2250.8	250.00	250.00	250.00
投资活动现金流量净额	-2916.6	250.00	250.00	250.00
短期借款	903.80	-3159.12	-327.77	0.00
长期借款	-980.32	0.00	0.00	0.00
股权融资	2493.74	0.00	0.00	0.00
支付股利	-280.31	0.00	0.00	0.00
其他	1426.31	-5798.50	194.94	197.72
筹资活动现金流量净额	3563.22	-8957.63	-132.83	197.72
现金流量净额	3968.20	-6027.68	4318.32	5360.86

财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
销售收入增长率	52.45%	18.61%	5.73%	1.43%
营业利润增长率	85.03%	99.22%	6.74%	2.19%
净利润增长率	99.82%	90.94%	6.84%	2.33%
EBITDA 增长率	34.96%	69.07%	5.13%	1.71%
获利能力				
毛利率	16.69%	17.87%	17.94%	18.00%
三费率	6.84%	9.40%	9.40%	9.40%
净利率	4.63%	7.45%	7.53%	7.60%
ROE	6.78%	13.26%	12.41%	11.27%
ROA	3.36%	6.56%	6.43%	6.15%
ROIC	7.54%	13.29%	13.85%	14.48%
EBITDA/销售收入	7.08%	10.09%	10.03%	10.06%
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.87	0.89	0.84
固定资产周转率	6.18	7.89	9.82	12.11
应收账款周转率	2.73	2.69	2.57	2.52
存货周转率	3.69	3.80	3.62	3.55
销售商品提供劳务收	100.70	—	—	—
资本结构				
资产负债率	50.46%	50.53%	48.14%	45.46%
带息债务/总负债	23.63%	13.71%	12.17%	12.03%
流动比率	1.69	1.73	1.90	2.09
速动比率	1.31	1.27	1.44	1.63
每股指标				
每股收益	0.26	0.50	0.54	0.55
每股净资产	3.87	3.78	4.31	4.86
每股经营现金	0.42	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND, 太平洋证券

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。

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@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	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	李洋洋	18616341722	li yangyang@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	查方龙	18520786811	zhafzl@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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。