

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2019年07月18日

半年报预告符合预期，国企改革+科创板催化不断

徐工机械发布半年报预告，预计 2019H1 实现归母净利润 21 亿-24 亿，同比增加 90.21%-117.39%，对应 Q2 净利润 10.47 亿-13.47 亿，同比增加 80%-130%。

公司业绩整体符合预期，业绩高速增长的主要原因是工程机械行业持续较高景气度，公司核心产品销量高增长，以及内部管理能力提升。

1-4 月汽车起重机销量创同期新高，景气度有望持续至 2021 年

1) 2010-2011 年销售的大量设备迎来集中更新，有望持续至 2021 年，同时国标切换下 2019H2-2020 年更新节奏有望加快；2) 房地产投资增速稳健，但结构上施工端的建安投资触底反弹，对起重机、塔机产生大量需求；3) 需求继续下沉，农村市场贡献新增量，小吨位汽车起重机销量高增长；4) 地方政府专项债允许纳入重大项目资本金，基建投资增速有望持续上行，支撑工程机械销量。

公司起重机销量高增长，毛利率有望触底回升

1) 1-4 月公司汽车起重机销量 7080 台，累计增加 45.5%，市占率 40.3%，居行业首位；随车起重机销量 3686 台，累计增加 21.7%，市占率 53.8%，处于绝对垄断地位；履带起重机销量 374 台，累计增加 36.5%，市占率 41.3%，居行业前列；

2) 公司积极布局环保产业、高空平台、地下空间施工等行业板块，打造新的优势产业，开拓新的业绩增长点；

3) 公司 Q1 毛利率处于历史低位，我们判断主要原因是销量结构变化以及公司处理二手机，伴随二手机出清、部分原材料降价以及起重机供不应求，毛利率有望触底回升。

国企改革+科创板有望陆续落地，后续催化剂不断

据中国之声《新闻纵横》报道，今年年底之前，徐工将完成混合所有制改革，届时徐工将由国有全资企业转变为以国有股为主导、混合民间投资的多元化企业，工程机械领域将争取在 2-3 年内上市。同时主营工业互联网的子公司徐工信息也将在 2 年内登陆科创板。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019-2020 年归母净利润分别为 40 亿和 50 亿，同比增速分别为 96%和 25%，对应 EPS 分别为 0.51 元和 0.64 元，当前 PE 仅为 9.5 倍，持续重点关注，维持“买入”评级。

风险提示：基建投资增速不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、公司产品销量不及预期等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,131.10	44,410.01	56,969.67	63,133.46	71,287.70
增长率(%)	72.46	52.45	28.28	10.82	12.92
EBITDA(百万元)	2,274.49	4,812.59	4,574.19	5,711.51	6,781.64
净利润(百万元)	1,020.62	2,045.73	4,006.91	5,011.98	6,065.54
增长率(%)	389.31	100.44	95.87	25.08	21.02
EPS(元/股)	0.13	0.26	0.51	0.64	0.77
市盈率(P/E)	37.38	18.65	9.52	7.61	6.29
市净率(P/B)	1.59	1.27	1.36	1.20	1.06
市销率(P/S)	1.31	0.86	0.67	0.60	0.54
EV/EBITDA	13.73	4.11	6.79	4.24	2.47

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.87 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股股本(百万股)	6,994.18
A 股总市值(百万元)	38,149.97
流通 A 股市值(百万元)	34,061.67
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	52.48
一年内最高/最低(元)	5.36/3.16

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

马慧芹 联系人
mahuiqin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《徐工机械-季报点评:一季报业绩符合预期，国企改革、科创等催化剂提升活力》 2019-05-01
- 《徐工机械-公司点评:一季报业绩预告超预期，关注国企改革等催化剂》 2019-04-15
- 《徐工机械-公司点评:起重机销量超预期，龙头业绩弹性加速释放！》 2019-03-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	6,940.46	11,295.32	12,170.43	18,580.63	26,098.81
应收票据及应收账款	18,141.39	22,031.66	28,608.04	24,003.17	31,442.81
预付账款	907.88	1,274.94	1,256.74	1,555.64	1,668.96
存货	9,371.12	10,196.46	14,035.70	10,193.71	15,430.52
其他	818.59	856.80	3,170.93	1,558.31	2,011.96
流动资产合计	36,179.43	45,655.19	59,241.85	55,891.47	76,653.06
长期股权投资	959.96	2,335.70	2,335.70	2,335.70	2,335.70
固定资产	7,192.17	7,178.91	7,121.23	6,957.29	6,716.59
在建工程	343.90	734.56	476.73	334.04	230.42
无形资产	2,040.63	2,295.15	2,176.99	2,058.82	1,940.66
其他	3,053.94	3,050.38	2,966.90	2,979.76	2,989.75
非流动资产合计	13,590.60	15,594.69	15,077.55	14,665.61	14,213.12
资产总计	49,770.03	61,249.88	74,319.40	70,557.08	90,866.19
短期借款	2,583.09	3,486.89	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	13,154.26	17,931.47	30,574.22	26,436.17	37,624.40
其他	5,167.38	5,588.44	9,565.62	6,298.97	11,018.50
流动负债合计	20,904.73	27,006.80	42,139.84	34,735.14	50,642.90
长期借款	1,805.56	825.24	800.00	800.00	800.00
应付债券	2,990.08	2,992.99	2,990.08	2,991.05	2,991.37
其他	13.87	84.34	35.78	44.66	54.93
非流动负债合计	4,809.51	3,902.57	3,825.86	3,835.71	3,846.30
负债合计	25,714.24	30,909.37	45,965.69	38,570.85	54,489.20
少数股东权益	37.70	207.42	224.63	249.39	285.19
股本	7,007.73	7,833.67	7,833.67	7,833.67	7,833.67
资本公积	3,344.10	5,011.91	5,011.91	5,011.91	5,011.91
留存收益	14,351.57	17,635.30	20,295.41	23,903.17	28,258.13
其他	(685.33)	(347.79)	(5,011.91)	(5,011.91)	(5,011.91)
股东权益合计	24,055.78	30,340.51	28,353.71	31,986.23	36,376.99
负债和股东权益总	49,770.03	61,249.88	74,319.40	70,557.08	90,866.19

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,028.76	2,055.65	4,006.91	5,011.98	6,065.54
折旧摊销	870.65	1,052.39	493.66	504.80	512.48
财务费用	382.24	410.73	(77.45)	(137.12)	(223.52)
投资损失	(283.97)	(380.31)	(350.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	705.27	(218.74)	3,243.45	2,807.51	2,594.17
其它	450.46	389.00	18.11	25.19	36.61
经营活动现金流	3,153.41	3,308.71	7,334.68	7,912.35	8,685.27
资本支出	1,033.07	2,983.21	108.56	71.12	39.74
长期投资	113.85	1,375.73	0.00	0.00	0.00
其他	(2,449.32)	(7,275.58)	181.44	148.88	210.26
投资活动现金流	(1,302.41)	(2,916.63)	290.00	220.00	250.00
债权融资	8,730.41	8,623.88	7,808.68	7,354.06	7,424.83
股权融资	2,372.26	4,524.93	(4,579.10)	144.70	231.10
其他	(11,903.05)	(9,585.59)	(9,979.15)	(9,220.90)	(9,073.03)
筹资活动现金流	(800.39)	3,563.22	(6,749.57)	(1,722.14)	(1,417.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,050.62	3,955.30	875.11	6,410.20	7,518.17

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,131.10	44,410.01	56,969.67	63,133.46	71,287.70
营业成本	23,629.14	36,998.45	46,900.96	51,309.35	57,654.51
营业税金及附加	184.00	216.56	256.36	277.79	306.54
营业费用	1,651.53	2,271.56	2,848.48	3,030.41	3,279.23
管理费用	689.76	782.74	854.55	883.87	926.74
研发费用	1,476.56	1,778.93	2,278.79	2,525.34	2,851.51
财务费用	318.47	(18.27)	(77.45)	(137.12)	(223.52)
资产减值损失	373.66	754.46	100.00	200.00	300.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	283.97	380.31	350.00	300.00	300.00
其他	(616.06)	(864.20)	(700.00)	(600.00)	(600.00)
营业利润	1,140.07	2,109.47	4,157.98	5,343.83	6,492.69
营业外收入	26.76	114.05	180.00	100.00	100.00
营业外支出	12.66	8.68	10.00	10.00	10.00
利润总额	1,154.17	2,214.83	4,327.98	5,433.83	6,582.69
所得税	125.41	159.18	302.96	396.67	480.54
净利润	1,028.76	2,055.65	4,025.02	5,037.16	6,102.15
少数股东损益	8.14	9.92	18.11	25.19	36.61
归属于母公司净利润	1,020.62	2,045.73	4,006.91	5,011.98	6,065.54
每股收益(元)	0.13	0.26	0.51	0.64	0.77

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	72.46%	52.45%	28.28%	10.82%	12.92%
营业利润	856.78%	85.03%	97.11%	28.52%	21.50%
归属于母公司净利润	389.31%	100.44%	95.87%	25.08%	21.02%
获利能力					
毛利率	18.89%	16.69%	17.67%	18.73%	19.12%
净利率	3.50%	4.61%	7.03%	7.94%	8.51%
ROE	4.25%	6.79%	14.24%	15.79%	16.81%
ROIC	5.38%	8.52%	15.41%	22.96%	32.69%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	51.67%	50.46%	61.85%	54.67%	59.97%
净负债率	7.44%	-8.80%	-15.38%	-35.10%	-51.33%
流动比率	1.73	1.69	1.41	1.61	1.51
速动比率	1.28	1.31	1.07	1.32	1.21
营运能力					
应收账款周转率	1.61	2.21	2.25	2.40	2.57
存货周转率	3.64	4.54	4.70	5.21	5.56
总资产周转率	0.62	0.80	0.84	0.87	0.88

每股指标(元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.13	0.26	0.51	0.64	0.77
每股经营现金流	0.40	0.42	0.94	1.01	1.11
每股净资产	3.07	3.85	3.59	4.05	4.61

估值比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率	37.38	18.65	9.52	7.61	6.29
市净率	1.59	1.27	1.36	1.20	1.06
EV/EBITDA	13.73	4.11	6.79	4.24	2.47
EV/EBIT	22.13	5.25	7.61	4.65	2.68

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com