



000425.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.43

板块评级: 强大于市

本报告要点

■ 全系列板块发力, 经营质量稳步提升

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.4	(4.5)	4.9	9.8
相对深证成指	5.6	(9.3)	(2.4)	(3.3)

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	34,703
3个月日均交易额(人民币 百万)	322
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
徐工集团工程机械有限公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年9月2日收市价为标准

相关研究报告

《徐工机械: 起重机龙头享行业高增长红利, 经营质量改善释放利润弹性》 20190430

《徐工机械: 起重机延续高增长, 龙头利润弹性将持续释放》 20190415

《徐工机械: 徐工品牌备受青睐, 行业霸主地位不可撼动》 20190303

《三一重工: 产品全线发力叠加盈利能力提升, 一季度利润再超预期》 20190415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备

杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

徐工机械

全系列板块共同发力助力高增长, 经营质量稳步提升

公司发布 2019 年半年度报告: 上半年实现营收 311.56 亿元, 同比增长 30.12%, 归母净利润 22.83 亿元, 同比增长 106.82%, 经营活动现金流 28.41 亿元, 同比增长 45.97%。

支撑评级的要点

- 全系列板块共同发力, 巩固市场领先地位。2019H1 公司主要产品起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械营收分别为 114.78、29.95、10.75、6.41、34.39、10.21 亿元, 分别同比增长 33.94%、11.83%、2.34%、37.09%、44.74%、59.09%, 主要产品销售大幅增长主要是工程机械行业受下游基建拉动、环保政策趋严、设备更新需求增长、人工替代等因素推动。公司始终坚持“三高一大”产品战略, 移动起重机市场份额居世界第一, 国内百吨级移动起重机市场占据 50% 以上的份额, 随车起重机市场份额达历史新高的 60% 以上, 旋挖钻机、水平定向钻和平地机、压路机、摊铺机市场份额均居国内第一, 高空作业车上半年与行业龙头差距进一步缩小, 举高类消防车占据国内半壁江山, 扫路车、清洗车也均跻身国内三强。
- 经营质量稳步提升, 现金流创同期历史新高。公司各项经营指标持续向好, 整体经营质量稳步提升, 高质量发展进一步夯实。2019H1 公司期间费用率为 8.19%, 同比降低 4.18pct, 其中销售费用率、管理(含研发)费用率、财务费用率分别为 4.45%、4.11%、-0.37%, 分别同比降低 0.69、1.64、0.61pct, 主要原因是规模效应、利息收入、汇兑收益增加等。公司整体毛利率为 18.33%, 同比增加 0.99pct, 净利率 7.36%, 同比提升 2.73pct, 其中拳头产品起重机毛利率同比提升 3.12pct。存货净额同比下降 6.53%, 计提减值损失 8.87 亿元, 加速历史风险出清。上半年公司继续注重销售的风险管控, 实现经营性净现金流 28.41 亿元, 同比增长 45.97%, 创同期历史最佳。
- 国际化拓展顺利, 打开中长期成长空间。2019H1 公司外销营收 44.48 亿元, 同比增长 20.07%, 毛利率 20.96%, 同比提升 3.18pct, 公司国际化拓展顺利, 徐工品牌出口总额、自营出口均稳居行业第一。目前, 公司在“一带一路”沿线 65 个国家中 35 个国家出口市占率第一, 在亚太、非洲等地区持续保持行业领头羊地位。XCA60E 全地面起重机已批量出口, XCA100E 获得德国市场认可, XCA300U 成功打入北美市场, 公司产品已逐渐获得国际高端客户市场的认可, 广阔的国际市场有望打开公司中长期成长空间。
- 控股股东混合所有制改革获批, 未来优质资产注入值得期待。公司控股股东徐工有限混改方案于 2019 年 7 月获得徐州市国资委审批通过, 目前混改工作正按计划推进实施, 完成后将优化激励约束机制、市场化选人用人、提升经营效率、大幅提升员工的积极性。集团仍有挖掘机、混凝土机械、塔机等优质资产未在上市公司体系内, 未来有较强的注入预期, 2019H1 徐工累计销售挖机 19113 台, 同增 37.15%, 市场份额已稳居国内第二, 塔机和混凝土机械市场份额也有不同程度提升。

估值

■ 基于行业高景气度延续以及资产质量、盈利能力的大幅改善, 我们上调公司 2019-2021 年归母净利润分别至 39.50/46.99/51.53 亿元, 对应 EPS 分别为 0.50/0.60/0.66, 对应 PE 分别为 8.8/7.4/6.7 倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 工程机械行业景气度大幅下滑, 基建及地产投资增速不及预期, 行业竞争恶化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	29,131	44,410	53,982	58,750	61,919
变动(%)	72	52	22	9	5
净利润(人民币 百万)	972	2,046	3,950	4,699	5,153
全面摊薄每股收益(人民币)	0.130	0.261	0.504	0.600	0.658
变动(%)	389.3	100.4	93.1	19.0	9.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.435	0.537	0.661
调整幅度(%)			15.9	11.7	(0.5)
全面摊薄市盈率(倍)	34.0	17.0	8.8	7.4	6.7
价格/每股现金流量(倍)	11.0	10.5	9.8	6.4	5.8
每股现金流量(人民币)	0.40	0.42	0.45	0.70	0.77
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.2	6.3	6.0	4.4	3.3
每股股息(人民币)	0.036	0.060	0.126	0.150	0.164

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 半年度业绩摘要表

(人民币, 百万)	2018H1	2019H1	同比变动 (%)
营业总收入	23,943.95	31,156.15	30.12
营业成本	19,792.80	25,444.17	28.55
营业利润	1,222.22	2,590.56	111.96
净利润	1,107.98	2,292.06	106.87
归属于上市公司股东的净利润	1,104.03	2,283.31	106.82
扣非后净利润	1,010.98	2,179.08	115.54
销售费用	1,231.61	1,387.54	12.66
管理+研发费用	1,376.51	1,280.93	(6.94)
财务费用	56.92	(114.72)	(301.54)
销售费用率 (%)	5.14	4.45	
管理+研发费用率 (%)	5.75	4.11	
财务费用率 (%)	0.24	(0.37)	
毛利率 (%)	17.34	18.33	
净利率 (%)	4.63	7.36	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	29,131	44,410	53,982	58,750	61,919
销售成本	(23,813)	(37,215)	(44,290)	(48,159)	(50,734)
经营费用	(3,327)	(2,763)	(4,703)	(4,662)	(4,870)
息税折旧前利润	1,991	4,432	4,990	5,929	6,316
折旧及摊销	(864)	(1,046)	(1,148)	(1,278)	(1,348)
经营利润(息税前利润)	1,126	3,386	3,842	4,651	4,967
净利息收入/(费用)	(318)	18	193	220	411
其他收益/(损失)	298	486	375	375	375
税前利润	1,106	3,890	4,410	5,246	5,754
所得税	(125)	(159)	(441)	(525)	(575)
少数股东权益	8	10	19	23	25
净利润	972	2,046	3,950	4,699	5,153
核心净利润	974	3,725	3,958	4,706	5,161
每股收益(人民币)	0.130	0.261	0.504	0.600	0.658
核心每股收益(人民币)	0.124	0.476	0.505	0.601	0.659
每股股息(人民币)	0.036	0.060	0.126	0.150	0.164
收入增长(%)	72	52	22	9	5
息税前利润增长(%)	(936)	201	13	21	7
息税折旧前利润增长(%)	218	123	13	19	7
每股收益增长(%)	389	100	93	19	10
核心每股收益增长(%)	342	282	6	19	10

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	7,175	11,645	13,945	15,188	16,030
应收帐款	18,726	22,538	24,696	24,916	25,480
库存	9,371	10,196	11,574	12,367	12,857
其他流动资产	908	1,275	1,323	1,382	1,552
流动资产总计	36,179	45,655	51,538	53,852	55,919
固定资产	7,536	7,913	7,794	7,252	6,345
无形资产	2,041	2,295	2,367	2,381	2,339
其他长期资产	1,425	2,900	2,900	2,900	2,900
长期资产总计	11,001	13,109	13,061	12,532	11,584
总资产	49,770	61,250	67,079	68,859	69,975
应付帐款	13,154	17,931	19,739	20,961	21,921
短期债务	2,583	3,487	8,266	6,162	1,852
其他流动负债	5,167	5,588	7,008	6,391	6,936
流动负债总计	20,905	27,007	35,013	33,513	30,709
长期借款	4,796	3,818	3,288	2,991	2,991
其他长期负债	14	84	120	150	180
股本	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834
储备	14,352	17,635	20,598	24,122	27,987
股东权益	21,359	25,469	28,431	31,956	35,820
少数股东权益	38	207	227	249	274
总负债及权益	49,770	61,250	67,079	68,859	69,975
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.25	3.63	4.08	4.57
每股有形资产(人民币)	2.76	2.96	3.33	3.78	4.27
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	(0.89)	(0.63)	(1.09)	(1.74)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,106	3,890	4,410	5,246	5,754
折旧与摊销	864	1,046	1,148	1,278	1,348
净利息费用	318	(18)	(193)	(220)	(411)
运营资本变动	3,627	663	340	772	700
税金	(69)	(1,825)	(441)	(525)	(575)
其他经营现金流	(2,693)	(448)	(1,736)	(1,107)	(807)
经营活动产生的现金流	3,153	3,309	3,527	5,445	6,009
购买固定资产净值	180	255	1,100	750	400
投资减少/增加	170	(995)	300	300	300
其他投资现金流	(1,652)	(2,176)	(2,200)	(1,500)	(800)
投资活动产生的现金流	(1,302)	(2,917)	(800)	(450)	(100)
净增权益	(280)	(470)	(988)	(1,175)	(1,288)
净增债务	(3,032)	(109)	4,952	(2,858)	(4,239)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,512	4,116	(4,544)	128	190
融资活动产生的现金流	(800)	3,563	(527)	(3,803)	(5,116)
现金变动	1,051	3,955	2,200	1,192	792
期初现金	4,936	6,940	11,295	13,495	14,688
公司自由现金流	1,851	392	2,727	4,995	5,909
权益自由现金流	(863)	264	7,486	1,916	1,258

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.8	10.0	9.2	10.1	10.2
息税前利润率(%)	3.9	7.6	7.1	7.9	8.0
税前利润率(%)	3.8	8.8	8.2	8.9	9.3
净利率(%)	3.3	4.6	7.3	8.0	8.3
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	2.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.3	1.1	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	34.0	17.0	8.8	7.4	6.7
核心业务市盈率(倍)	35.6	9.3	8.8	7.4	6.7
市净率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	11.0	10.5	9.8	6.4	5.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.2	6.3	6.0	4.4	3.3
周转率					
存货周转天数	122.7	96.0	89.7	90.7	90.7
应收帐款周转天数	233.0	169.6	159.7	154.1	148.5
应付帐款周转天数	141.5	127.7	127.4	126.4	126.4
回报率					
股息支付率(%)	28.8	23.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	4.6	8.7	14.7	15.6	15.2
资产收益率(%)	2.1	5.9	5.4	6.2	6.4
已运用资本收益率(%)	0.9	1.7	2.7	2.9	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371