

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2019年09月02日

业绩符合预期，毛利率、现金流改善明显，母公司混改加紧实施

徐工机械发布 2019 年半年报：1) H1 收入 311.56 亿，同比+30.12%，归母净利润 22.83 亿，同比+106.82%，扣非归母净利润 21.79 亿，同比+115.54%，经营性净现金流 28.41 亿，超出净利润规模，同比+45.97%；2) Q2 单季收入 167.37 亿，同比+27.18%，归母净利润 12.30 亿，同比+110.44%，扣非归母净利润 12.32 亿，同比+137.57%，经营性净现金流 27.34 亿，超出净利润规模，同比+123.41%。

起重机毛利率触底回升，公司继续维持行业龙头地位：2019H1 公司起重机、桩工机械、铲运机械收入分别为 114.78 亿、34.04 亿、29.95 亿，同比增速分别为 33.94%、44.74%、11.83%，毛利率分别为 24.86%、22.75%、17.24%，分别同比+3.12pct、-3.01pct、-0.65pct，综合毛利率 18.33%，同比+0.99pct，Q2 单季毛利率 19.69%，同比+2.99pct、环比+2.93pct。其中核心产品起重机毛利率上升的主要原因是二手债权机出清后的盈利恢复。根据公司半年报，上半年公司继续保持起重机龙头地位，移动起重机市占率居全球第一，国内百吨级大吨位移动起重机占据半壁江山，千吨级大型起重机居行业领先地位，随车起重机市占率达 60%以上。

费用控制能力突出，现金流创历史新高，资产负债表继续夯实：上半年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.45%、1.15%、2.96%和-0.37%，分别同比-0.69pct、-0.41pct、-1.23pct、-0.61pct，合计降低 2.9pct，进一步增大利润弹性。同期公司经营性现金流 28.41 亿，创历史新高，盈利质量实现较大提升，同时公司计提信用减值损失 7.34 亿（应收账款增加+会计政策变更所致）、资产减值损失 1.53 亿，合计 8.87 亿元，资产负债表质量继续夯实。

非起重机业务保持强势竞争力，国际化布局同步推进：公司旋挖钻机、水平定向钻两钻产品和平地机、压路机、摊铺机市占率均居国内第一；高空作业车市占率与国内第一名差距缩小；举高类消防车稳居国内第一。同时，上半年徐工品牌出口总额、自营出口稳居行业首位，在亚太、中亚、非洲地区继续保持市占率第一，在“一带一路”沿线 65 个国家中的 35 个国家出口占有率第一。优秀的产品竞争力和国际化布局有力支撑公司业绩。

母公司混改加紧实施，集团资产注入预期有望提升：目前徐工有限的混改工作正按照计划推进实施，混改有望提升公司经营机制、市场化选人用人、优化激励约束机制、提升创新能力和市场竞争力等。同时集团资产注入预期有望提升，上半年母公司旗下挖掘机销量突破 2 万台，同比增幅远高于行业增幅，市占率居国内行业前两强。

盈利预测与投资评级：预计 2019-2020 年归母净利润分别为 40 亿和 50 亿，对应当前 PE 不足 9 倍，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：下游投资不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等。

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)	32.93	16.43	8.39	6.71	5.54
市净率(P/B)	1.40	1.12	1.19	1.06	0.93
市销率(P/S)	1.15	0.76	0.59	0.53	0.47
EV/EBITDA	13.73	4.11	5.79	3.44	1.80

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	4.29 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)	6,993.97
A 股总市值(百万元)	33,606.44
流通 A 股市值(百万元)	30,004.15
每股净资产(元)	3.47
资产负债率(%)	53.84
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-公司点评:半年报预告符合预期，国企改革+科创板催化不断》 2019-07-18
- 《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

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					
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)					
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					
市盈率	32.93	16.43	8.39	6.71	5.54
市净率	1.40	1.12	1.19	1.06	0.93
EV/EBITDA	13.73	4.11	5.79	3.44	1.80
EV/EBIT	22.13	5.25	6.49	3.77	1.95

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