

2019年11月01日

徐工机械 (000425.SZ)

## 盈利能力有所改善，现金流大幅提升

■事件：公司发布2019年三季报，前三季度公司营业收入为432.8亿元，同比增长26.89%，归母净利润为29.8-30.8亿元，同比增长100.28%。三季度单季度公司营业收入为120.83亿元，同比增加19.25%，归母净利润为7.37亿元，同比增加82.41%，业绩符合预期。

■盈利能力有所改善，经营性现金流大幅提升。2019年前三季度，公司销售毛利率为18.57%，同比增加0.65Pct，销售净利率为8.41%，同比提升2.4Pct，公司毛利率和净利率均有小幅提升。另外，2019年前三季度，公司经营性现金流为31.02亿元，同比增长61.48%，公司经营性现金流大幅提升。

■由于基建需求拉动、国家加强环境治理、设备更新需求增长、人工替代效应等多重因素推动，工程机械行业持续稳定增长。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2019年1至9月，汽车起重机销量为3.28万台，同比增长32.4%，保持了快速的增长。2019年前5个月，混凝土机械销量增长迅速，之后增速有所放缓，但也维持稳定增长。综合来看，工程机械市场需求依旧旺盛，而公司作为行业龙头，受益于工程机械行业景气，业绩保持了快速增长。

■起重机械保持优势，系列板块全面发力。根据工程机械协会数据，公司移动起重机市场占有率稳居第一，在国内百吨级移动起重机市场市占率近50%。除起重机外，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、高空作业车等产品销量均增长迅速，公司系列板块全面发力。

■国际化业务开拓顺利，海外出口保持第一。根据海关数据，目前公司在亚太、中亚、非洲等地区出口份额持续保持第一。其中，公司出口增速在亚太地区的增幅较高，在非洲和中亚地区的市场占有率处于领先地位。

■混改进度顺利，提升公司经营活力。母公司徐工有限混改进度顺利，混改有利于公司健全激励机制，提升活力。

■投资建议：预计2019~2021年公司净利润分别为40.66亿元、50.02亿元和57.47亿元，对应EPS分别为0.52元、0.64元、0.73元。维持买入-A评级，6个月目标价5.2元，相当于2019年10X市盈率。

■风险提示：国内需求大幅下滑、基建投资不及预期、海外业绩增速放缓、混改进度不及预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	29,131.1	44,410.0	57,103.7	64,488.4	68,998.5
净利润	1,020.6	2,045.7	4,066.41	5,001.9	5,747.9
每股收益(元)	0.13	0.26	0.52	0.64	0.73
每股净资产(元)	3.07	3.85	3.64	4.08	4.61

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	32.9	16.4	8.3	6.7	5.8
市净率(倍)	1.4	1.1	1.2	1.1	0.9
净利润率	3.5%	4.6%	7.1%	7.8%	8.3%
净资产收益率	4.2%	6.8%	14.3%	15.7%	15.9%
股息收益率	0.8%	1.4%	3.1%	4.7%	4.6%
ROIC	5.4%	8.5%	16.4%	22.0%	23.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

工程机械

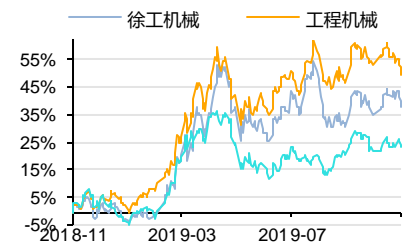
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**5.2元**  
股价(2019-10-31) **4.52元**

### 交易数据

总市值(百万元)	35,408.18
流通市值(百万元)	31,612.77
总股本(百万股)	7,833.67
流通股本(百万股)	6,993.97
12个月价格区间	3.20/5.12元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.72	-10.04	16.5
绝对收益	2.03	-7.19	41.38

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001  
lizhe3@essence.com.cn

赵靖博

报告联系人

zhaojb@essence.com.cn  
021-35082016

### 相关报告

徐工机械：盈利能力大幅提升，系列板块全面发力/ 2019-09-01  
李哲

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	29,131.1	44,410.0	57,103.7	64,488.4	68,998.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	23,629.1	36,998.4	46,531.4	52,333.7	55,865.5	营业收入增长率	72.5%	52.4%	28.6%	12.9%	7.0%
营业税费	184.0	216.6	342.7	369.6	382.0	营业利润增长率	856.8%	85.0%	114.4%	22.4%	14.7%
销售费用	1,651.5	2,271.6	3,083.6	3,224.4	3,311.9	净利润增长率	389.3%	100.4%	98.8%	23.0%	14.9%
管理费用	2,166.3	782.7	2,227.0	2,547.3	2,759.9	EBITDA 增长率	175.6%	111.6%	13.5%	22.9%	11.2%
财务费用	318.5	-18.3	-4.4	98.6	25.3	EBIT 增长率	2092.7%	167.1%	20.0%	24.7%	13.2%
资产减值损失	373.7	754.5	600.0	576.0	500.0	NOPLAT 增长率	2138.5%	49.3%	108.4%	25.4%	13.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.8%	8.0%	-6.2%	5.5%	-0.3%
投资和汇兑收益	284.0	380.3	200.0	200.0	200.0	净资产增长率	17.5%	26.1%	-5.3%	12.0%	13.2%
<b>营业利润</b>	1,140.1	2,109.5	4,523.3	5,538.7	6,353.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	14.1	105.4	49.3	50.3	49.8	毛利率	18.9%	16.7%	18.5%	18.8%	19.0%
<b>利润总额</b>	1,154.2	2,214.8	4,572.6	5,589.0	6,403.6	营业利润率	3.9%	4.7%	7.9%	8.6%	9.2%
减:所得税	125.4	159.2	480.1	558.9	621.2	净利润率	3.5%	4.6%	7.1%	7.8%	8.3%
<b>净利润</b>	1,020.6	2,045.7	4,066.41	5,001.9	5,747.9	EBITDA/营业收入	7.8%	10.8%	9.6%	10.4%	10.8%
						EBIT/营业收入	4.8%	8.5%	7.9%	8.7%	9.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	91	58	40	25	14
货币资金	6,940.5	11,295.3	7,472.0	9,195.3	13,562.3	流动营业资本周转天数	161	99	77	77	85
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	412	332	284	271	291
应收账款	15,070.1	18,561.9	17,921.1	23,279.9	22,719.1	应收账款周转天数	191	136	115	115	120
应收票据	3,655.4	3,976.6	4,588.9	5,263.4	6,236.3	存货周转天数	99	79	73	73	72
预付账款	907.9	1,274.9	1,310.1	1,597.3	1,506.3	总资产周转天数	579	450	378	345	351
存货	9,371.1	10,196.5	12,916.1	13,078.5	14,670.3	投资资本周转天数	290	192	150	132	127
其他流动资产	234.5	350.0	238.8	274.4	287.8	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2,571.0	2,471.0	2,700.0	2,700.0	2,700.0	ROE	4.2%	6.8%	14.3%	15.7%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	3.4%	7.0%	7.7%	8.3%
长期股权投资	960.0	2,335.7	2,335.7	2,335.7	2,335.7	ROIC	5.4%	8.5%	16.4%	22.0%	23.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	7,192.2	7,178.9	5,427.4	3,554.0	1,680.5	销售费用率	5.7%	5.1%	5.4%	5.0%	4.8%
在建工程	343.9	734.6	703.5	672.5	641.5	管理费用率	7.4%	1.8%	3.9%	4.0%	4.0%
无形资产	2,040.6	2,295.2	2,429.1	2,518.6	2,613.1	财务费用率	1.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
其他非流动资产	482.9	579.3	484.6	486.2	484.9	三费/营业收入	14.2%	6.8%	9.3%	9.1%	8.8%
<b>资产总额</b>	49,770.0	61,249.9	58,527.4	64,955.8	69,437.8	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,583.1	3,486.9	-	-	-	资产负债率	51.7%	50.5%	50.9%	50.4%	47.5%
应付账款	8,130.9	10,362.1	13,697.6	13,362.3	15,523.7	负债权益比	106.9%	101.9%	103.6%	101.7%	90.6%
应付票据	6,264.2	9,139.0	9,990.5	11,815.2	11,462.1	流动比率	1.73	1.69	1.66	1.77	1.97
其他流动负债	3,926.6	4,018.8	3,069.7	4,544.9	2,965.4	速动比率	1.28	1.31	1.18	1.33	1.48
长期借款	1,805.6	825.2	-	-	-	利息保障倍数	4.43	-206.14	-1,027.0	57.17	252.04
其他非流动负债	3,003.9	3,077.3	3,025.9	3,035.7	3,046.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	25,714.2	30,909.4	29,783.7	32,758.1	32,997.5	DPS(元)	0.04	0.06	0.13	0.20	0.20
少数股东权益	37.7	207.4	233.5	261.6	296.3	分红比率	27.5%	23.0%	25.2%	31.5%	26.8%
股本	7,007.7	7,833.7	7,833.7	7,833.7	7,833.7	股息收益率	0.8%	1.4%	3.1%	4.7%	4.6%
留存收益	14,351.6	17,635.3	20,676.6	24,102.4	28,310.4						
<b>股东权益</b>	24,055.8	30,340.5	28,743.8	32,197.7	36,440.3						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	1,028.8	2,055.7	4,066.4	5,001.9	5,747.9	<b>业绩和估值指标</b>					
加:折旧和摊销	870.6	1,052.4	945.1	1,079.1	1,092.1	EPS(元)	0.13	0.26	0.52	0.64	0.73
资产减值准备	373.7	754.5	-	-	-	BVPS(元)	3.07	3.85	3.64	4.08	4.61
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	32.9	16.4	8.3	6.7	5.8
财务费用	382.2	410.7	-4.4	98.6	25.3	PB(X)	1.4	1.1	1.2	1.1	0.9
投资损失	-284.0	-380.3	-200.0	-200.0	-200.0	P/FCF	-54.4	299.2	16.9	10.2	5.7
少数股东损益	8.1	9.9	26.1	28.2	34.6	P/S	1.2	0.8	0.6	0.5	0.5
营运资金的变动	708.8	-269.4	-24.4	-3,111.5	-1,767.5	EV/EBITDA	13.7	4.1	5.2	3.9	2.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,153.4	3,308.7	4,808.8	2,896.3	4,932.4	CAGR(%)	69.7%	41.2%	166.3%	69.7%	41.2%
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,302.4	-2,916.6	685.7	947.1	929.2	PEG	0.5	0.4	0.0	0.1	0.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	-800.4	3,563.2	-9,317.8	-2,120.2	-1,494.6	ROIC/WACC	0.5	0.8	1.6	2.2	2.4
						REP	2.6	0.9	0.7	0.5	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李哲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
袁进		010-83321345	yuanjin@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn	
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn	
	黎政	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

0755-23984253 0755-82714067

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034