

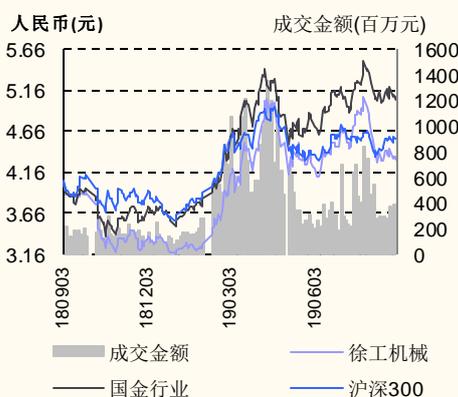
徐工机械 (000425.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.05 元
 目标价格 (人民币): 6.20-6.20 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	78.34
已上市流通 A 股(亿股)	69.94
总市值(亿元)	360.35
年内股价最高最低(元)	4.75/4.43
沪深 300 指数	3891
深证成指	9682



相关报告

- 1.《三季报业绩翻倍, 全年创历史新高确定性较强-徐工机械三季报点评》, 2019.10.31
- 2.《三季报业绩翻倍符合预期, 全年将创历史新高-徐工机械三季报预告...》, 2019.10.16
- 3.《近 9 亿元减值计提夯实资产质量; 关注混改进展; 集团挖掘机、塔机...》, 2019.9.1

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanguhuajun@gjzq.com.cn

赵晋 联系人
 zhaojin1@gjzq.com.cn

朱荣华 分析师 SAC 执业编号: S1130519060004
 zhu ronghua@gjzq.com.cn

徐工信息增资扩股, 关注徐工集团混改进展

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.15	0.26	0.50	0.62	0.69
每股净资产(元)	3.43	3.85	4.22	4.68	5.20
每股经营性现金流(元)	0.45	0.42	0.66	0.76	0.99
市盈率(倍)	31.79	12.37	10.10	8.15	7.32
净利润增长率(%)	389.31%	100.44%	89.88%	24.78%	12.07%
净资产收益率(%)	4.25%	6.79%	11.76%	13.22%	13.33%
总股本(百万股)	7,007.73	7,833.67	7,833.67	7,833.67	7,833.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

公司 12 月 13 日发布公告, 子公司徐工信息增资交易已完成。新增投资者认购股份 1066 万股, 出资总额人民币 3 亿元, 高瓴资本领投 1.6 亿元, 公司持有徐工信息的股权比例由 60%变为 45%。本次募集资金拟用于徐工信息工业互联网技术研发、工业互联网基础设施投入和市场营销体系建设。

点评

■ 徐工信息增资 3 亿, 高瓴资本领投, 徐工机械持有股权 5 年内增值 45 倍

徐工信息主营工业互联网、物联网智能终端及设备联网等。根据第三方评估, 2018 年 12 月 31 日, 徐工信息估值 8.8 亿元, 目前投后估值 12 亿。2014 年徐工信息注册成立时, 徐工机械持有的股权成本为 1200 万, 目前这部分股权估值 5.4 亿元人民币, 5 年增值 45 倍。

本次增资的 3 亿元中, 高瓴资本、南京赛富衡准创业投资基金和中电科(南京)产业投资基金出资额位列前三, 分别为 1.6/0.4/0.3 亿元。增资扩股后徐工信息的前三大股东分别为徐工机械、徐州群智信息和高瓴资本, 持股比例为 45%、23.7%和 13.3%。徐工机械股份由 60%变为 45%, 保持徐工信息实际控制人不发生变化, 仍然纳入公司合并报表范围。

本次增资旨在加速徐工信息研发新产品、发展新技术、布局新市场, 抓住行业发展机遇, 增强企业竞争力, 快速做大做强。本次增资拟引进拥有互联网基因和新兴技术背景的国内知名投资者, 实现优势互补和资源协同, 加快公司信息化建设步伐。

■ 四季度汽车起重机销量增速回升, 挖掘机销量超预期, 关注混改进展。

汽车起重机行业销量增速回升, 9 月行业销量增速 9.2%逆转下滑趋势, 10 月同比增长 19.5%继续回升, 11 月公司销量增长 30-40%, 增速超过行业, 市场份额从三季度开始逐步提升。11 月挖掘机全行业销量超预期增长 22%, 徐工增速超过 50%。受益于设备更新周期叠加基建投资增长、环保政策趋严、人工替代、海外出口增长等多重因素影响, 龙头公司集中度有望进一步提升。

公司控股股东混改工作正按照计划推进实施。未来公司有望在徐工有限层面引入战略投资者, 为后续股权激励、员工持股平台等措施打下基础, 激发发展动能, 公司治理将迈上新台阶。母公司挖掘机等优质资产未来不排除注入, 公司预期多方面受益。

盈利预测与投资建议

预计 2019-2021 年净利润 39/48/54 亿元, 增长 90%/25%/12%, 复合增速 38%。EPS 为 0.50/0.62/0.69 元; PE 为 10.1/8.2/7.3 倍。给予 2020 年 10 倍 PE, 6-12 月目标价 6.2 元。维持“买入”评级。挖掘机如果注入, 预计徐工集团挖机业务合理估值超 200 亿元。

风险提示

- 基建地产投资不及预期; 部分产品行业销量下滑风险; 汇率风险。

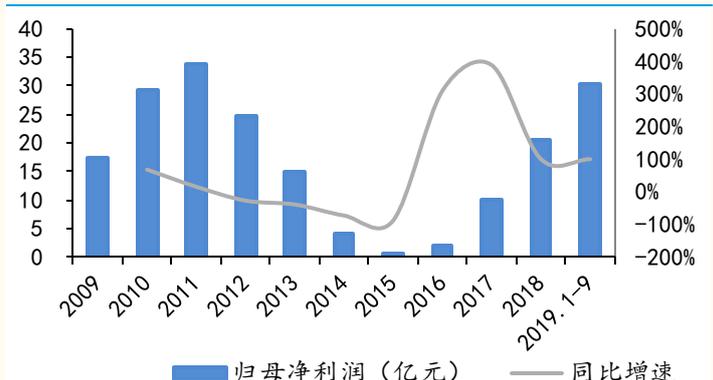
附录一：公司财务数据

图表 1：2019 年 1-9 月公司营收同比增长 27%



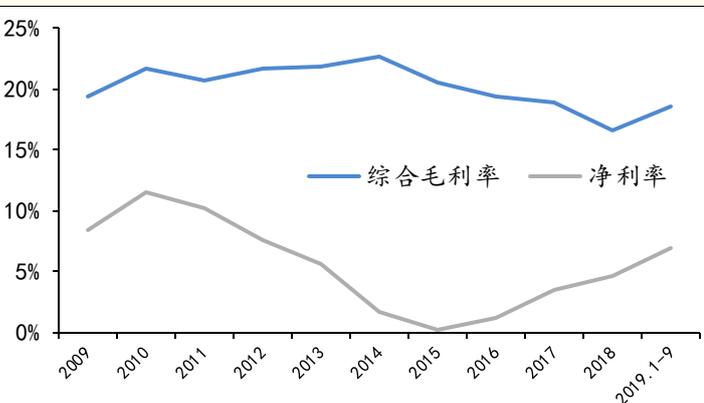
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2019 年 1-9 月净利润同比增长 100%



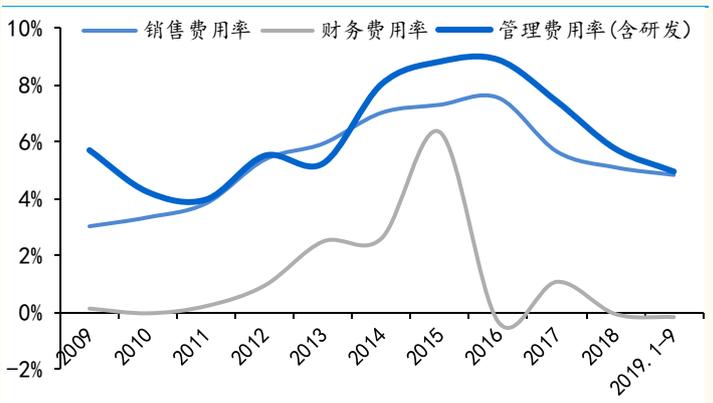
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2019 年 1-9 月公司毛利率、净利率快速提升



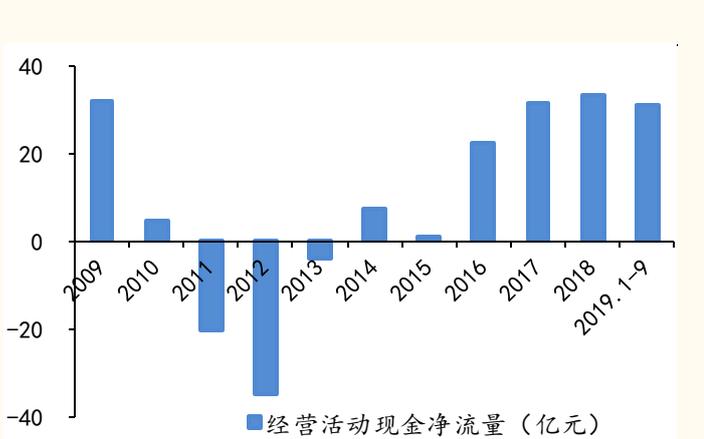
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2019 年 1-9 月期间费用率大幅下降



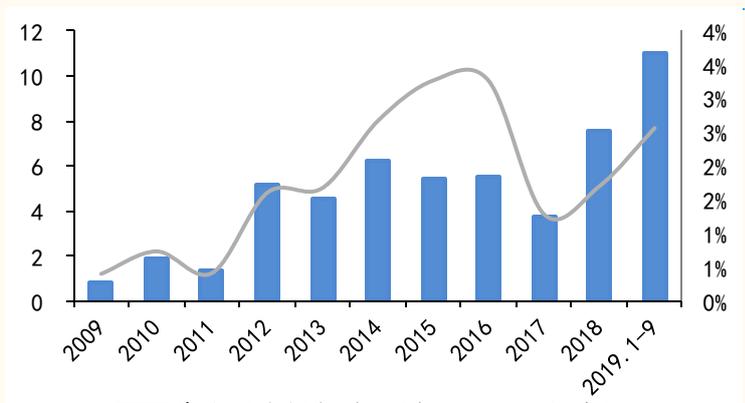
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司经营净现金流创同期历史新高



来源：公司公告，国金证券研究所

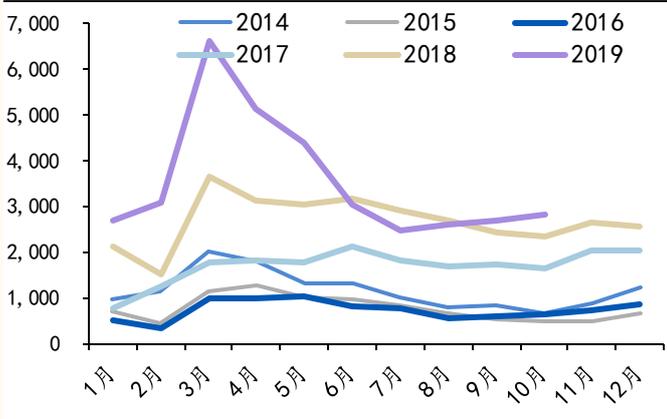
图表 6：2019 年 1-9 月资产及信用减值损失计提 11.06 亿，夯实资产质量



来源：公司公告，国金证券研究所

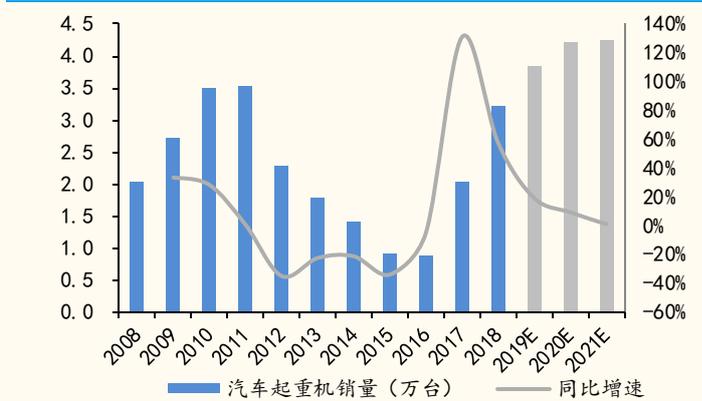
附录二：行业销量数据

图表 7：汽车起重机行业销量 1-9 月同比增长 32%



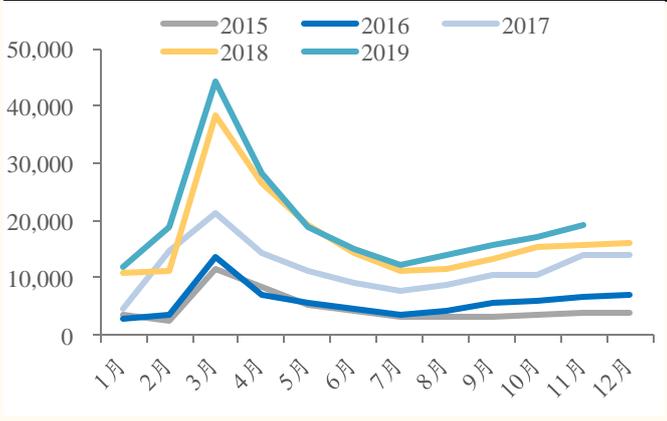
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 8：预测 2019-2021 年汽车起重机复合增速 10%



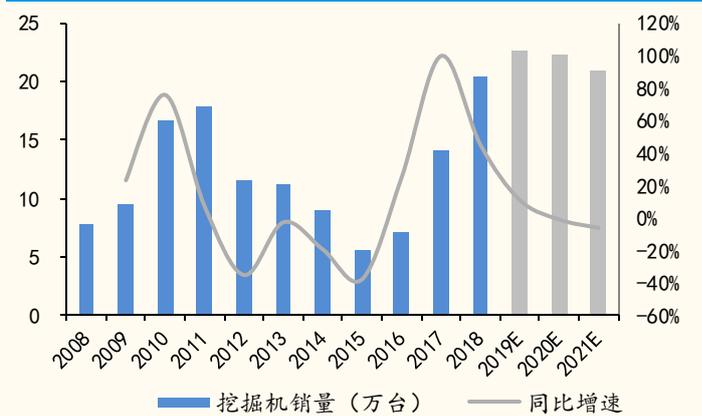
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 9：挖掘机行业销量：1-9 月同比增长 14.7%



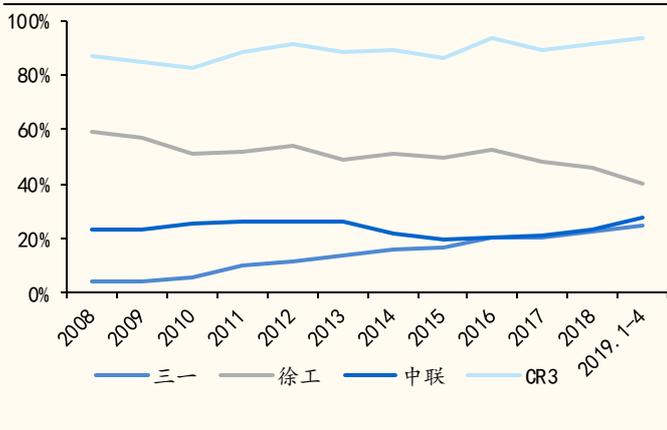
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 10：预测 2019-2021 年挖掘机销量增长 11%/-1%/-6%



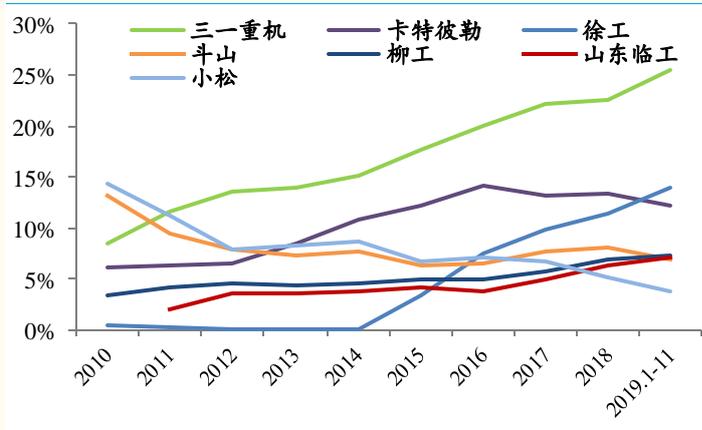
来源：工程机械工业协会，国金证券研究所测算

图表 11：汽车起重机销量市占率：徐工多年稳居第一



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

图表 12：挖掘机市占率：徐工 2019 年超越卡特位居第二



来源：工程机械工业协会，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	16,891	29,131	44,410	53,699	60,171	63,503
增长率		72.5%	52.4%	20.9%	12.1%	5.5%
主营业务成本	-13,607	-23,629	-36,998	-43,566	-48,631	-51,173
%销售收入	80.6%	81.1%	83.3%	81.1%	80.8%	80.6%
毛利	3,284	5,502	7,412	10,133	11,540	12,330
%销售收入	19.4%	18.9%	16.7%	18.9%	19.2%	19.4%
营业税金及附加	-88	-184	-217	-268	-301	-318
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,277	-1,652	-2,272	-2,416	-2,678	-2,794
%销售收入	7.6%	5.7%	5.1%	4.5%	4.5%	4.4%
管理费用	-1,503	-2,166	-783	-752	-842	-889
%销售收入	8.9%	7.4%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	0	0	-1,779	-1,879	-2,166	-2,286
%销售收入	0.0%	0.0%	4.0%	3.5%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	416	1,500	2,362	4,816	5,553	6,043
%销售收入	2.5%	5.1%	5.3%	9.0%	9.2%	9.5%
财务费用	55	-318	18	-294	-281	-178
%销售收入	-0.3%	1.1%	0.0%	0.5%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-551	-374	-754	-801	-395	-353
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	199	284	380	300	200	200
%税前利润	83.0%	24.6%	17.2%	7.1%	3.8%	3.4%
营业利润	119	1,140	2,109	4,122	5,177	5,813
营业利润率	0.7%	3.9%	4.7%	7.7%	8.6%	9.2%
营业外收支	121	14	105	100	100	100
税前利润	240	1,154	2,215	4,222	5,277	5,913
利润率	1.4%	4.0%	5.0%	7.9%	8.8%	9.3%
所得税	-23	-125	-159	-329	-422	-473
所得税率	9.7%	10.9%	7.2%	7.8%	8.0%	8.0%
净利润	217	1,029	2,056	3,892	4,855	5,440
少数股东损益	8	8	10	8	8	8
归属于母公司的净利润	209	1,021	2,046	3,884	4,847	5,432
净利率	1.2%	3.5%	4.6%	7.2%	8.1%	8.6%

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	217	1,029	2,056	3,892	4,855	5,440
少数股东损益	8	8	10	8	8	8
非现金支出	1,317	1,244	1,807	1,854	1,565	1,632
非经营收益	186	73	-10	118	165	95
营运资金变动	526	807	-544	-731	-628	552
经营活动现金净流	2,245	3,153	3,309	5,133	5,956	7,719
资本开支	-383	-585	-1,616	-1,460	-1,503	-1,553
投资	-1,313	100	-1,120	-500	-500	-300
其他	355	-817	-181	300	200	200
投资活动现金净流	-1,340	-1,302	-2,917	-1,660	-1,803	-1,653
股权募资	0	2,706	4,521	0	0	0
债权募资	-154	-3,032	-204	-1,277	-1,069	-2,532
其他	-566	-518	-741	-1,451	-1,656	-1,723
筹资活动现金净流	-719	-844	3,576	-2,728	-2,725	-4,255
现金净流量	186	1,007	3,968	744	1,428	1,811

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,936	6,940	11,295	12,040	13,468	15,279
应收账款	18,481	18,726	22,600	24,731	26,788	27,228
存货	6,644	9,371	10,196	11,112	12,019	12,113
其他流动资产	430	1,142	1,564	1,507	1,659	1,735
流动资产	30,492	36,179	45,655	49,390	53,934	56,355
%总资产	69.3%	72.7%	74.5%	74.9%	75.6%	75.7%
长期投资	3,517	3,531	4,807	5,307	5,807	6,107
固定资产	7,656	7,536	7,913	8,222	8,419	8,563
%总资产	17.4%	15.1%	12.9%	12.5%	11.8%	11.5%
无形资产	1,881	2,059	2,310	2,509	2,745	2,974
非流动资产	13,485	13,591	15,595	16,537	17,451	18,094
%总资产	30.7%	27.3%	25.5%	25.1%	24.4%	24.3%
资产总计	43,977	49,770	61,250	65,928	71,385	74,450
短期借款	7,803	3,935	4,806	3,601	2,532	0
应付款项	11,537	16,741	21,839	24,721	27,475	28,920
其他流动负债	190	229	362	541	670	739
流动负债	19,529	20,905	27,007	28,862	30,676	29,659
长期贷款	970	1,806	825	825	825	825
其他长期负债	2,996	3,004	3,077	2,993	2,993	2,993
负债	23,495	25,714	30,909	32,680	34,494	33,477
普通股股东权益	20,458	24,018	30,133	33,032	36,667	40,741
其中：股本	7,008	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834
未分配利润	9,296	10,103	11,606	14,520	18,155	22,229
少数股东权益	24	38	207	215	223	231
负债股东权益合计	43,977	49,770	61,250	65,928	71,385	74,450

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.030	0.146	0.261	0.496	0.619	0.693
每股净资产	2.919	3.427	3.847	4.217	4.681	5.201
每股经营现金净流	0.320	0.450	0.422	0.655	0.760	0.985
每股股利	0.020	0.040	0.060	0.124	0.155	0.173
回报率						
净资产收益率	1.02%	4.25%	6.79%	11.76%	13.22%	13.33%
总资产收益率	0.47%	2.05%	3.34%	5.89%	6.79%	7.30%
投入资本收益率	1.17%	4.08%	5.62%	10.92%	11.81%	12.41%
增长率						
主营业务收入增长率	1.40%	72.46%	52.45%	20.92%	12.05%	5.54%
EBIT增长率	-30.40%	260.46%	57.44%	103.93%	15.29%	8.83%
净利润增长率	312.23%	389.31%	100.44%	89.88%	24.78%	12.07%
总资产增长率	2.97%	13.17%	23.07%	7.64%	8.28%	4.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	361.3	187.3	133.7	130.0	125.0	120.0
存货周转天数	166.2	123.7	96.5	95.0	93.0	90.0
应付账款周转天数	141.3	96.3	77.4	73.0	72.0	72.0
固定资产周转天数	163.1	90.1	59.0	48.2	41.2	36.7
偿债能力						
净负债/股东权益	33.32%	7.44%	-8.80%	-13.90%	-19.29%	-27.97%
EBIT利息保障倍数	-7.6	4.7	-129.3	16.4	19.8	34.0
资产负债率	53.43%	51.67%	50.46%	49.57%	48.32%	44.97%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	19	20	38
增持	0	0	5	5	17
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.00	1.21	1.20	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH