

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2020年01月29日

业绩预告基本符合预期，期待起重机市占率继续回升

徐工机械发布业绩预告，预计2019年归母净利润36亿-40亿，同比增加75.98%-95.53%，公司业绩上限符合我们的预期，报告期内，公司各产品板块全面高速增长，收入与盈利水平大幅提升。

Q4 汽车起重机销量提速，对2020年保持谨慎乐观

2019年汽车起重机行业销量4.25万台，同比增加31%，节奏上看，由于年初需求透支、去年由于产能不足导致各月基数较平等因素影响，6-8月开始显示出季节性波动，9月汽车起重机销量重新转正，10-12月销量环比继续提升。当前时点，预计2020年汽车起重机销量保持高位震荡，主要得益于基建补短板、新农村建设、存量更新和环保淘汰更新以及人工替代效应等，尤其国标切换有望带来大量更新需求。

伴随公司产能瓶颈缓解，下半年汽车起重机市占率有所回升

2019年下半年搬迁结束后，公司产能不足的负面因素正逐渐消除，目前产能利用率饱满。与此同时，Q3以来公司推出多个系列新品迎合客户多样性需求，并加强市场开拓力度，市占率有所回升。

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。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。

母公司混改有序推进，有望提升优质资产注入预期

目前公司控股股东徐工集团工程机械有限公司的混改正在有序推进，完成后将大幅提升公司的经营管理效率和员工的积极性。目前集团有挖掘机械、矿山机械、重卡、混凝土机械（国内+德国）、塔吊、零部件等优质资产未在上市公司体系内，其中挖掘机、混凝土机械和塔机有较强注入预期。

盈利预测与投资评级：综合考虑公司业绩预告指引以及公司月度销量数据，调整公司盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为38亿（前值40.1亿）、48.5亿（前值50.1亿）和54.7亿（前值60.7亿），EPS分别为0.49元、0.62元和0.70元，对应2020年PE为8.4倍，持续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，基建投资不及预期，公司新产能投放不及预期等。

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	56,617.56	61,554.84	65,165.52
增长率(%)	72.46	52.45	27.49	8.72	5.87
EBITDA(百万元)	2,274.49	4,812.59	4,479.85	5,543.90	6,144.04
净利润(百万元)	1,020.62	2,045.73	3,805.75	4,846.44	5,466.12
增长率(%)	389.31	100.44	86.03	27.35	12.79
EPS(元/股)	0.13	0.26	0.49	0.62	0.70
市盈率(P/E)	39.84	19.87	10.68	8.39	7.44
市净率(P/B)	1.69	1.35	1.45	1.29	1.15
市销率(P/S)	1.40	0.92	0.72	0.66	0.62
EV/EBITDA	13.73	4.11	7.51	4.81	3.14

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	5.19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)	6,995.04
A股总市值(百万元)	40,656.74
流通A股市值(百万元)	36,304.24
每股净资产(元)	3.56
资产负债率(%)	52.62
一年内最高/最低(元)	5.96/3.20

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:季报符合预期，看好公司盈利提升及母公司混改等催化剂》2019-10-31
- 《徐工机械-半年报点评: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》2019-09-02
- 《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

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	12,056.70	18,613.54	26,049.94
应收票据及应收账款	18,141.39	22,031.66	28,295.05	23,000.64	27,683.65
预付账款	907.88	1,274.94	1,231.06	1,509.48	1,444.96
存货	9,371.12	10,196.46	13,789.86	9,820.59	13,656.82
其他	818.59	856.80	3,149.15	1,525.50	1,780.76
流动资产合计	36,179.43	45,655.19	58,521.82	54,469.74	70,616.13
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	73,599.37	69,135.35	84,829.25
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	30,082.11	25,471.88	33,221.63
其他	5,167.38	5,588.44	9,472.10	6,095.91	10,072.63
流动负债合计	20,904.73	27,006.80	41,554.21	33,567.79	45,294.26
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	45,380.07	37,403.50	49,140.56
少数股东权益	37.70	207.42	223.76	247.71	279.97
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	20,161.87	23,650.47	27,575.05
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	28,219.31	31,731.85	35,688.69
负债和股东权益总	49,770.03	61,249.88	73,599.37	69,135.35	84,829.25

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,028.76	2,055.65	3,805.75	4,846.44	5,466.12
折旧摊销	870.65	1,052.39	493.66	504.80	512.48
财务费用	382.24	410.73	(76.74)	(136.62)	(223.42)
投资损失	(283.97)	(380.31)	(350.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	705.27	(218.74)	3,264.12	3,074.12	2,946.31
其它	450.46	389.00	17.20	24.35	32.99
经营活动现金流	3,153.41	3,308.71	7,154.00	8,013.09	8,434.47
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	(4,579.80)	144.20	231.00
其他	(11,903.05)	(9,585.59)	(9,911.50)	(9,174.51)	(8,903.90)
筹资活动现金流	(800.39)	3,563.22	(6,682.62)	(1,676.25)	(1,248.08)
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	761.38	6,556.84	7,436.40

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	56,617.56	61,554.84	65,165.52
营业成本	23,629.14	36,998.45	46,425.13	49,998.59	52,824.16
营业税金及附加	184.00	216.56	254.78	277.00	293.24
营业费用	1,651.53	2,271.56	2,830.88	2,954.63	2,997.61
管理费用	689.76	782.74	905.88	923.32	912.32
研发费用	1,476.56	1,778.93	2,264.70	2,462.19	2,606.62
财务费用	318.47	(18.27)	(76.74)	(136.62)	(223.42)
资产减值损失	373.66	754.46	300.00	200.00	200.00
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	4,062.93	5,175.72	5,854.99
营业外收入	26.76	114.05	80.00	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	4,132.93	5,265.72	5,944.99
所得税	125.41	159.18	309.97	394.93	445.87
净利润	1,028.76	2,055.65	3,822.96	4,870.79	5,499.11
少数股东损益	8.14	9.92	17.20	24.35	32.99
归属于母公司净利润	1,020.62	2,045.73	3,805.75	4,846.44	5,466.12
每股收益(元)	0.13	0.26	0.49	0.62	0.70

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	72.46%	52.45%	27.49%	8.72%	5.87%
营业利润	856.78%	85.03%	92.60%	27.39%	13.12%
归属于母公司净利润	389.31%	100.44%	86.03%	27.35%	12.79%
获利能力					
毛利率	18.89%	16.69%	18.00%	18.77%	18.94%
净利率	3.50%	4.61%	6.72%	7.87%	8.39%
ROE	4.25%	6.79%	13.59%	15.39%	15.44%
ROIC	5.38%	8.52%	14.98%	22.19%	29.78%
偿债能力					
资产负债率	51.67%	50.46%	61.66%	54.10%	57.93%
净负债率	7.44%	-8.80%	-15.05%	-35.48%	-52.19%
流动比率	1.73	1.69	1.41	1.62	1.56
速动比率	1.28	1.31	1.08	1.33	1.26
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	4.72	5.21	5.55
总资产周转率	0.62	0.80	0.84	0.86	0.85
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.26	0.49	0.62	0.70
每股经营现金流	0.40	0.42	0.91	1.02	1.08
每股净资产	3.07	3.85	3.57	4.02	4.52
估值比率					
市盈率	39.84	19.87	10.68	8.39	7.44
市净率	1.69	1.35	1.45	1.29	1.15
EV/EBITDA	13.73	4.11	7.51	4.81	3.14
EV/EBIT	22.13	5.25	8.45	5.29	3.43

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