

高端装备制造与新材料研究中心

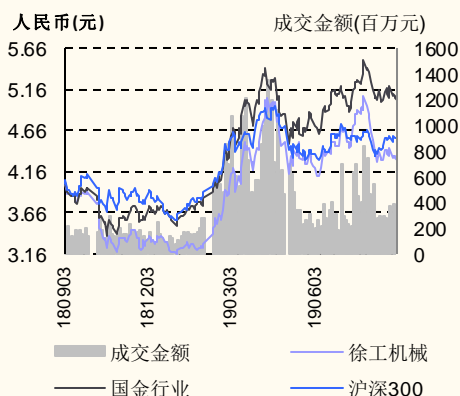
徐工机械 (000425.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 5.03 元
 目标价格(人民币): 6.90-6.90 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.《2019 年业绩符合预期, 汽车起重机市占率回升-徐工机械业绩点评...》, 2020.1.23
- 2.《徐工信息增资扩股, 关注徐工集团混改进展-徐工机械点评》, 2019.12.15
- 3.《三季报业绩翻倍, 全年创历史新高确定性增强-徐工机械三季报点评》, 2019.10.31

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

赵晋 联系人
 zhaojin@gjzq.com.cn

控股股东完成混改评估; 挖掘机 3 月增长超预期

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	10.06	8.12	7.29
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

- 公司发布关于控股股东混合所有制改革进展的自愿性信息披露公告。徐工有限为徐工机械的控股股东, 其混合所有制改革的审计、评估工作已经完成, 评估结果已于近日完成在徐州市国资委备案工作。

点评

- **徐工有限完成评估, 混改推进; 未来引入战略投资者、完善公司治理**

结束评估后, 徐工集团将积极开展徐工有限战略投资者引进, 进一步完善徐工有限公司治理、员工持股和职业经理人选聘方案等工作。徐工有限拟通过存量转让和增资扩股方式引入战略投资者。其中, 存量转让的股份占徐工有限混改后总股本约 17%, 增资扩股的股份占徐工有限混改后总股本不高于(含) 49%。

徐工有限混合所有制改革完成后, 徐工集团持有徐工有限股比不低于(含) 34%。徐工有限持有上市公司 38% 的股份, 按徐工集团持有徐工有限股份的最低比例计算, 徐州市国资委间接持有上市公司的比例为 13%。

徐工有限如果完成混改, 徐工机械机制上有望向三一重工、中联重科靠拢, 未来盈利能力有望获得提升。

- **3 月挖掘机销量同比增长 12% 超出市场预期, 徐挖市占率提升至 17%**

3 月中下旬以来, 工程机械销量快速上升。3 月挖掘机销量预计增长 12%, 1-3 月挖掘机累计销量同比下滑 8%, 好于市场预期。国产品牌表现亮眼, 市场集中度持续提升。徐工挖掘机销量同比增长 35%, 市占率 17%。根据主机厂反馈及上游零部件排产情况, 我们初步预计 4 月挖掘机同比增长超 50% 以上, 二季度单季度同比大幅增长。

此外, 随着下游基建项目的复工率逐步恢复, 3 月下旬徐工起重机发货量已经达到 2019 年同期水平。产品端徐工起重机的新品持续推出, 销售端经销商激励机制改革, 徐工起重机 3 月降幅有望收窄, Q1 预计下滑 10-15%。

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 10/8/7 倍。给予 2021 年 10 倍 PE, 6-12 月目标价 6.9 元。维持“买入”评级。我们如果假设徐工集团挖掘机资产注入, 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; 全球新冠疫情影响海外需求及供应链风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	16,891	29,131	44,410	53,699	60,171	63,503	货币资金	4,936	6,940	11,295	12,040	13,468	15,279
增长率		72.5%	52.4%	20.9%	12.1%	5.5%	应收款项	18,481	18,726	22,600	24,731	26,788	27,228
主营业务成本	-13,607	-23,629	-36,998	-43,566	-48,631	-51,173	存货	6,644	9,371	10,196	11,112	12,019	12,113
%销售收入	80.6%	81.1%	83.3%	81.1%	80.8%	80.6%	其他流动资产	430	1,142	1,564	1,507	1,659	1,735
毛利	3,284	5,502	7,412	10,133	11,540	12,330	流动资产	30,492	36,179	45,655	49,390	53,934	56,355
%销售收入	19.4%	18.9%	16.7%	18.9%	19.2%	19.4%	%总资产	69.3%	72.7%	74.5%	74.9%	75.6%	75.7%
营业税金及附加	-88	-184	-217	-268	-301	-318	长期投资	3,517	3,531	4,807	5,307	5,807	6,107
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,656	7,536	7,913	8,222	8,419	8,563
营业费用	-1,277	-1,652	-2,272	-2,416	-2,678	-2,794	%总资产	17.4%	15.1%	12.9%	12.5%	11.8%	11.5%
%销售收入	7.6%	5.7%	5.1%	4.5%	4.5%	4.4%	无形资产	1,881	2,059	2,310	2,509	2,745	2,974
管理费用	-1,503	-2,166	-783	-752	-842	-889	非流动资产	13,485	13,591	15,595	16,537	17,451	18,094
%销售收入	8.9%	7.4%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	30.7%	27.3%	25.5%	25.1%	24.4%	24.3%
研发费用	0	0	-1,779	-1,879	-2,166	-2,286	资产总计	43,977	49,770	61,250	65,928	71,385	74,450
%销售收入	0.0%	0.0%	4.0%	3.5%	3.6%	3.6%	短期借款	7,803	3,935	4,806	3,601	2,532	0
息税前利润 (EBIT)	416	1,500	2,362	4,816	5,553	6,043	应付款项	11,537	16,741	21,839	24,721	27,475	28,920
%销售收入	2.5%	5.1%	5.3%	9.0%	9.2%	9.5%	其他流动负债	190	229	362	541	670	739
财务费用	55	-318	18	-294	-281	-178	流动负债	19,529	20,905	27,007	28,862	30,676	29,659
%销售收入	-0.3%	1.1%	0.0%	0.5%	0.5%	0.3%	长期贷款	970	1,806	825	825	825	825
资产减值损失	-551	-374	-754	-801	-395	-353	其他长期负债	2,996	3,004	3,077	2,993	2,993	2,993
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	23,495	25,714	30,909	32,680	34,494	33,477
投资收益	199	284	380	300	200	200	普通股股东权益	20,458	24,018	30,133	33,032	36,667	40,741
%税前利润	83.0%	24.6%	17.2%	7.1%	3.8%	3.4%	其中：股本	7,008	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834
营业利润	119	1,140	2,109	4,122	5,177	5,813	未分配利润	9,296	10,103	11,606	14,520	18,155	22,229
营业利润率	0.7%	3.9%	4.7%	7.7%	8.6%	9.2%	少数股东权益	24	38	207	215	223	231
营业外收支	121	14	105	100	100	100	负债股东权益合计	43,977	49,770	61,250	65,928	71,385	74,450
税前利润	240	1,154	2,215	4,222	5,277	5,913	比率分析						
利润率	1.4%	4.0%	5.0%	7.9%	8.8%	9.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-23	-125	-159	-329	-422	-473	每股指标						
所得税率	9.7%	10.9%	7.2%	7.8%	8.0%	8.0%	每股收益	0.030	0.146	0.261	0.496	0.619	0.693
净利润	217	1,029	2,056	3,892	4,855	5,440	每股净资产	2.919	3.427	3.847	4.217	4.681	5.201
少数股东损益	8	8	10	8	8	8	每股经营现金净流	0.320	0.450	0.422	0.655	0.760	0.985
归属于母公司的净利润	209	1,021	2,046	3,884	4,847	5,432	每股股利	0.020	0.040	0.060	0.124	0.155	0.173
净利率	1.2%	3.5%	4.6%	7.2%	8.1%	8.6%	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						
							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%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	1	5	27
增持	0	0	0	1	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.17	1.18

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