

000425.SZ
买入

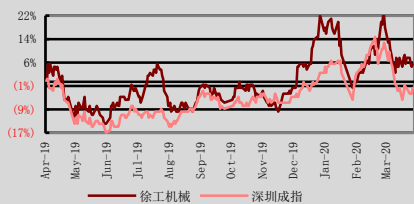
原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.03

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 混改开始迈出实质性步伐, 公司经营管理有望迎来质的飞跃, 高基数与疫情冲击双重压力下, 3月挖掘机销量亮眼, 公司市场份额大幅提升, 汽车起重机表现也优于行业。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.3)	(11.0)	(13.0)	11.5
相对深证成指	(8.3)	1.0	(7.9)	13.8

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	39,403
3个月日均交易额(人民币 百万)	616
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
徐工集团工程机械有限公司	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年4月3日收市价为标准

相关研究报告

- 《徐工机械》 20191104
- 《徐工机械》 20191015
- 《徐工机械》 20190903

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备
杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

徐工机械

混改开始迈出实质性步伐, 公司有望站上发展的新台阶

日前, 公司发布控股股东混合所有制改革进展公告: 目前徐工有限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, 下一步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。

支撑评级的要点

- **混改开始迈出实质性步伐, 公司经营管理有望迎来质的飞跃。**目前公司混改已完成审计、评估等工作, 后续将积极开展战略投资者引进、完善公司治理、员工持股和职业经理人选聘等工作。引入战略投资者通过存量转让和增发扩股方式, 其混改后总股本不高于(含)49%, 徐工集团持股比例不低于(含)34%。公司的混改开始迈出实质性步伐, 19年后也将历史包袱计提了充足的减值准备, 进一步夯实能力等将实现全方位提升, 徐工接下来的发展有望迎来质的飞跃。
- **高基数与疫情冲击双重压力下3月挖掘机销量亮眼, 徐挖市场份额大幅提升。**根据产业调研, 在高基数及疫情冲击双重压力下, 3月挖掘机销量同比增长超11%, 并未出现市场预期中的下滑, 体现行业复工复产超预期及行业需求韧性很强。而徐挖从3月第二个星期开始发货水平明显开始加速, 到3月中下旬发货水平已达到甚至超过去年同期水平, 其销量也明显好于行业平均水平, 徐挖3月销量超8,400台, 同比增长近35%, 单月市场份额提升至17%左右, 1-3月累计销量超1.1万台, 同比增长16%, 在众多国产品牌表现尤其亮眼。4月份预计行业销量将持续火爆, 而徐挖市场份额大幅提升已充分证明客户对公司产品的认可及品牌实力, 后续随着加强营销和售后服务, 徐挖市场份额有望进一步提升。
- **汽车起重机复苏节奏滞后挖掘机, 公司行业龙头地位进一步巩固。**从主机厂的发货节奏来看, 汽车起重机复苏的时间与挖掘机基本同步, 略微滞后1个星期, 虽然汽车起重机发货节奏也上升的很快, 主机厂设备开工率也保持在很高的水平, 但去年由于增值税改革导致3月有较多吊装公司抢着购买机器去开票, 导致基数非常高, 透支了二季度的部分需求, 因此今年3月汽车起重机销量预计同比仍将下滑超10%, 随着后续基建投资的发力, 汽车起重机将持续保持较旺盛需求, 今年2-4月销量均有较高的同比增速。公司作为国内起重机行业龙头, 开始在多产品线上同步发力, 产品、服务与去年相比全面加强, 市场竞争力明显恢复, 去年三季度开始市场份额企稳回升, 今年一季度销量也优于行业平均水平, 全年来看市场份额有望提升3-5pct, 进一步巩固行业龙头地位。
- **全球疫情冲击对公司影响有限, 促内需能较好对冲海外市场需求的短期下滑。**根据国内疫情的控制节奏, 考虑到国内外的差异, 预计全球性的停产停工大概率不会超过2个月, 基于此我们认为全球疫情冲击对行业全年需求及公司全年业绩影响有限, 短期由于许多国家采取锁国、停工停产等措施防止疫情扩散, 二季度海外出口的需求会受到影响较大, 但与国内市场需求类似, 海外的需求也只是后延而不会消失, 国内加大逆周期调节促内需可以较好对冲海外短期需求的下滑, 总的来看, 国内需求相抵疫情冲击前应该有增无减。公司主打产品汽车起重机中仅大吨位机型需要进口零部件, 其他均从国内采购, 需要进口的零部件公司也备有一定的库存, 因此无需过分担心断供的风险。

估值

- 基于公司主要产品19年及20年一季度主要销量, 我们调整公司2019-2021年归母净利润分别至38.6/50.1/53.8亿元, 对应EPS为0.49/0.64/0.69元/股, 对应PE分别为10.2/7.9/7.3倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期, 下游复工进度不及预期, 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	29,131	44,410	53,982	59,774	62,994
变动(%)	72	52	22	11	5
净利润(人民币 百万)	972	2,046	3,859	5,005	5,378
全面摊薄每股收益(人民币)	0.130	0.261	0.493	0.639	0.687
变动(%)	389.3	100.4	88.6	29.7	7.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.504	0.600	0.658
调整幅度(%)			(2.2)	6.5	4.4
全面摊薄市盈率(倍)	38.6	19.3	10.2	7.9	7.3
价格/每股现金流量(倍)	12.5	11.9	11.5	7.3	5.7
每股现金流量(人民币)	0.40	0.42	0.44	0.69	0.88
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.5	7.3	7.1	4.9	3.8
每股股息(人民币)	0.036	0.060	0.123	0.160	0.172
股息率(%)	0.7	1.2	2.4	3.2	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	29,131	44,410	53,982	59,774	62,994
销售成本	(23,813)	(37,215)	(44,290)	(48,941)	(51,562)
经营费用	(3,327)	(2,763)	(4,803)	(4,452)	(4,664)
息税折旧前利润	1,991	4,432	4,890	6,380	6,768
折旧及摊销	(864)	(1,046)	(1,148)	(1,278)	(1,348)
经营利润(息税前利润)	1,126	3,386	3,742	5,102	5,420
净利息收入/(费用)	(318)	18	92	111	310
其他收益/(损失)	298	486	475	375	275
税前利润	1,106	3,890	4,309	5,588	6,005
所得税	(125)	(159)	(431)	(559)	(601)
少数股东权益	8	10	19	24	26
净利润	972	2,046	3,859	5,005	5,378
核心净利润	974	3,725	3,867	5,012	5,386
每股收益(人民币)	0.130	0.261	0.493	0.639	0.687
核心每股收益(人民币)	0.124	0.476	0.494	0.640	0.688
每股股息(人民币)	0.036	0.060	0.123	0.160	0.172
收入增长(%)	72	52	22	11	5
息税前利润增长(%)	(936)	201	10	36	6
息税折旧前利润增长(%)	218	123	10	30	6
每股收益增长(%)	389	100	89	30	7
核心每股收益增长(%)	342	282	4	30	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	7,175	11,645	13,945	15,443	16,299
应收帐款	18,726	22,538	24,696	25,780	25,490
库存	9,371	10,196	11,574	12,753	12,877
其他流动资产	908	1,275	1,323	1,425	1,556
流动资产总计	36,179	45,655	51,538	55,402	56,221
固定资产	7,536	7,913	7,794	7,252	6,345
无形资产	2,041	2,295	2,367	2,381	2,339
其他长期资产	1,425	2,900	2,900	2,900	2,900
长期资产总计	11,001	13,109	13,061	12,532	11,584
总资产	49,770	61,250	67,079	70,409	70,277
应付帐款	13,154	17,931	19,739	21,617	21,953
短期债务	2,583	3,487	8,345	6,743	1,784
其他流动负债	5,167	5,588	7,008	6,540	6,941
流动负债总计	20,905	27,007	35,092	34,900	30,678
长期借款	4,796	3,818	3,278	2,991	2,991
其他长期负债	14	84	120	150	180
股本	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834
储备	14,352	17,635	20,530	24,283	28,317
股东权益	21,359	25,469	28,363	32,117	36,151
少数股东权益	38	207	226	250	276
总负债及权益	49,770	61,250	67,079	70,409	70,277
每股帐面价值(人民币)	2.73	3.25	3.62	4.10	4.61
每股有形资产(人民币)	2.76	2.96	3.32	3.80	4.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	(0.89)	(0.62)	(1.05)	(1.78)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,106	3,890	4,309	5,588	6,005
折旧与摊销	864	1,046	1,148	1,278	1,348
净利息费用	318	(18)	(92)	(111)	(310)
运营资本变动	3,627	663	340	670	826
税金	(69)	(1,825)	(431)	(559)	(601)
其他经营现金流	(2,693)	(448)	(1,836)	(1,493)	(340)
经营活动产生的现金流	3,153	3,309	3,437	5,374	6,929
购买固定资产净值	180	255	1,100	750	400
投资减少/增加	170	(995)	400	300	200
其他投资现金流	(1,652)	(2,176)	(2,200)	(1,500)	(800)
投资活动产生的现金流	(1,302)	(2,917)	(700)	(450)	(200)
净增权益	(280)	(470)	(965)	(1,251)	(1,345)
净增债务	(3,032)	(109)	5,021	(2,345)	(4,889)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	2,512	4,116	(4,646)	18	89
融资活动产生的现金流	(800)	3,563	(537)	(3,476)	(5,924)
现金变动	1,051	3,955	2,200	1,448	805
期初现金	4,936	6,940	11,295	13,495	14,943
公司自由现金流	1,851	392	2,737	4,924	6,729
权益自由现金流	(863)	264	7,666	2,468	1,530

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.8	10.0	9.1	10.7	10.7
息税前利润率(%)	3.9	7.6	6.9	8.5	8.6
税前利润率(%)	3.8	8.8	8.0	9.3	9.5
净利率(%)	3.3	4.6	7.1	8.4	8.5
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.5	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	2.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.3	1.1	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	38.6	19.3	10.2	7.9	7.3
核心业务市盈率(倍)	40.5	10.6	10.2	7.9	7.3
市净率(倍)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	12.5	11.9	11.5	7.3	5.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.5	7.3	7.1	4.9	3.8
周转率					
存货周转天数	122.7	96.0	89.7	90.7	90.7
应收帐款周转天数	233.0	169.6	159.7	154.1	148.5
应付帐款周转天数	141.5	127.7	127.4	126.3	126.2
回报率					
股息支付率(%)	28.8	23.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	4.6	8.7	14.3	16.6	15.8
资产收益率(%)	2.1	5.9	5.2	6.7	6.9
已运用资本收益率(%)	0.9	1.7	2.6	3.0	3.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371