

000425.SZ

买入

原评级: 买入
市场价格: 人民币 5.55
板块评级: 强大于市
本报告要点

- 三大主机事业部引领板块全线发力，19年业绩符合预期，20Q1利润大幅下滑主要系汇兑损失及大额计提所致；公司继续全面推进高质量发展，主要经营指标再创历史新高；持续加大对海外市场拓展力度，国际化有望助力公司开启新一轮成长；2020年大概率将成为混改元年，后续优质资产也有望注入，公司发展有望迎来质的飞跃。

股价表现


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(4.3)	8.0	6.9	22.8
相对深证成指	(5.1)	(0.3)	6.6	12.0
发行股数(百万)	7,834			
流通股(%)	89			
总市值(人民币 百万)	43,477			
3个月日均交易额(人民币 百万)	641			
净负债比率(%) (2020E)				
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30日收市价为标准

相关研究报告

- 《徐工机械》20200407
- 《徐工机械》20191104
- 《徐工机械》20191015

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

三大主机事业部引领板块全面发力，看好2020年成为公司混改元年

公司2019年实现营业收入591.8亿元，同比增长33.3%，归母净利润36.2亿元，同比增长77.0%，扣非归母净利润34.8亿元，同比增长94.8%，经营净现金流51.4亿元，同比增长55.2%；2020Q1实现营业收入138.5亿元，同比下降4.0%，归母净利润6.1亿元，同比下降42.0%，扣非归母净利润5.6亿元，同比下降40.6%，经营净现金流1.2亿元，同比增长13.8%。

支撑评级的要点

- **三大主机事业部引领板块全线发力，19年业绩符合预期、20Q1利润大幅下滑主要系汇兑损失及大额计提所致。**2019年公司三大主机事业部全线发力，起重、铲运、桩工分别实现营收208.3、63.2、59.1亿元，分别同比增长32.3%、26.0%、21.1%，毛利率分别为23.8%、18.0%、19.7%，分别同比增加2.2pct、0.7pct、0.1pct，移动式起重机继续保持世界第一的龙头地位，500吨以上履带起重机国内市场份额超45%，大幅提升超10pct，装载机市场份额提升2.4pct，压路机、摊铺机、平地机等产品市场份额也有了不同程度提升，龙头地位进一步巩固；新兴业务板块19年也明显发力，隧道掘进机稳居行业第一，高空作业平台进一步缩小与行业龙头差距，全年销量同比增长46%，营收超11亿元，其中臂式高空作业平台稳居国内第一，环卫机械也进入国内三强。2020Q1公司核心产品及新兴业务板块持续发力，在疫情冲击下营收端仅小幅下降，明显优于行业平均水平，利润端下滑幅度较大主要系计提了超3亿的减值损失以及新兴国家汇率大幅波动带来汇兑损失大幅增加所致。
- **继续全面推进高质量发展，主要经营指标再创历史新高。**2019年公司继续加强降本增效，期间费用率持续下行，全年期间费用率为9.9%，同比下降0.9pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为4.8%、1.5%、3.6%、-0.02%，分别同比下降0.3pct、0.3pct、0.4pct和增加0.02pct；2020Q1受疫情影响营收下滑及汇兑损失影响期间费用率有所上行，特别是财务费用率大幅提升2.3pct至2.5%，整体期间费用率提升至12.5%。2019年公司毛利率为17.5%，同比提升0.8pct，净利率为6.2%，同比提升1.5pct，公司盈利能力进一步提升，2020Q1公司毛利率进一步提升至18.3%，同比提升1.6pct，后续随着产品结构的优化、规模效应及核心产品起重机价格上行预期等，公司盈利能力还有望进一步提升。2019年公司经营净现金流为51.4亿元，再创历史新高，一季度虽有疫情冲击但公司经营净现金流仍逆势增长近14%。另外，公司的运营质量、资产效率、应收账款逾期率等其他经营指标也全面向好，资产质量不断夯实。
- **加大对海外市场的拓展力度，国际化有望助力公司开启新一轮成长。**公司继续加大对国际化的战略布局，徐工巴西工业园获批，母公司旗下印度挖机生产基地加速布局建设，多款高端起重机也获得海外高端市场的认可，2019年共实现海外营收74.4亿元，同比增长26.3%，毛利率19.9%，同比增长0.9pct，营收增速处于行业领先水平，徐工品牌出口和自营出口总额也双双稳居行业第一位，工程起重机、装载机、压路机、平地机、矿山挖掘机等保持行业出口第一，塔机、混凝土搅拌车、挖掘机出口额分别同比增长40%、80%、90%，在非洲、亚太、中亚等区域市场份额实现全面提升，接下来国际化将逐渐成为公司增长的核心驱动力。
- **2020年大概率将成为混改元年，集团优质资产后续有望陆续注入。**截至4月7日，公司混改已完成审计、评估等工作，接下来将进行战略投资者引进、员工持股和职业经理人选聘等工作，年底前有望完成混改相关工作，2020年大概率将成为公司混改元年，后续公司的经营管理、市场拓展及盈利能力有望实现全方位的提升。上市公司体系外还有挖掘机、混凝土机械等优质资产，挖掘机2020Q1销量超1.1万台，同比增长16%，市场份额大幅提升，稳居国内行业前二，混凝土机械2019年营收达到百亿级别规模，塔机公司销售收入突破30亿元，增长势头强劲，位居国内市场第二，这些体外优质资产后续也有望陆续注入。通过混改及后续优质资产的注入，公司的发展有望迎来质的飞跃。

估值

- 基于公司2019年、2020Q1业绩及一季度主要产品销量情况，我们调整公司2020-2022年归母净利润分别至49.1/54.9/59.7亿元，对应EPS为0.63/0.70/0.76元/股，对应PE分别为8.9/7.9/7.3倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情防控进度不及预期，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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	44,410	59,176	66,183	71,329	74,767
变动(%)	52	33	12	8	5
净利润(人民币 百万)	3,721	3,621	4,906	5,494	5,972
全面摊薄每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.626	0.701	0.762
变动(%)	100.4	77.0	35.5	12.0	8.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.639	0.687	
调整幅度(%)			(2.0)	2.0	
全面摊薄市盈率(倍)	21.3	12.0	8.9	7.9	7.3
价格/每股现金流量(倍)	13.1	8.5	7.3	6.4	6.8
每股现金流量(人民币)	0.42	0.66	0.77	0.87	0.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	4.5	5.5	4.1	3.1
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.094	0.105	0.114
股息率(%)	1.1	1.1	1.7	1.9	2.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 一季度业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019Q1	2020Q1	同比变动 (%)
营业收入	144.20	138.46	(3.98)
营业成本	120.03	113.11	(5.77)
营业利润	11.46	6.83	(40.38)
净利润	10.58	6.19	(41.51)
归属于上市公司的净利润	10.53	6.11	(41.95)
扣非后净利润	9.47	5.63	(40.58)
销售费用	6.40	6.63	(5.22)
管理+研发费用	6.35	7.21	13.54
财务费用	0.25	3.48	1274.00
销售费用率 (%)	4.44	4.79	
管理费用率 (%)	1.26	1.53	
研发费用率 (%)	3.14	3.68	
财务费用率 (%)	0.18	2.52	
毛利率 (%)	16.76	18.31	
净利率 (%)	7.34	4.47	

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	44,410	59,176	66,183	71,329	74,767
销售成本	(37,215)	(49,115)	(54,740)	(58,847)	(61,556)
经营费用	(2,763)	(2,551)	(5,334)	(5,554)	(5,653)
息税折旧前利润	4,432	7,510	6,109	6,928	7,557
折旧及摊销	(1,046)	(1,055)	(1,188)	(1,365)	(1,501)
经营利润(息税前利润)	3,386	6,455	4,920	5,562	6,056
净利润收入/(费用)	18	15	(62)	54	194
其他收益/(损失)	486	673	630	530	430
税前利润	3,890	7,142	5,488	6,146	6,681
所得税	(159)	(457)	(549)	(615)	(668)
少数股东权益	10	25	34	38	41
净利润	3,721	3,621	4,906	5,494	5,972
核心净利润	3,725	6,662	4,909	5,497	5,975
每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.626	0.701	0.762
核心每股收益(人民币)	0.476	0.850	0.627	0.702	0.763
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.094	0.105	0.114
收入增长(%)	52	33	12	8	5
息税前利润增长(%)	201	91	(24)	13	9
息税折旧前利润增长(%)	123	69	(19)	13	9
每股收益增长(%)	100	77	35	12	9
核心每股收益增长(%)	282	79	(26)	12	9

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	3,890	7,142	5,488	6,146	6,681
折旧与摊销	1,046	1,055	1,188	1,365	1,501
净利息费用	(18)	(15)	62	(54)	(194)
运营资本变动	663	383	(271)	759	273
税金	(1,825)	(3,472)	(549)	(615)	(668)
其他经营现金流	(448)	42	77	(773)	(1,230)
经营活动产生的现金流	3,309	5,136	5,996	6,830	6,362
购买固定资产净值	255	278	1,380	1,300	1,150
投资减少/增加	(995)	555	600	500	400
其他投资现金流	(2,176)	(3,670)	(2,760)	(2,600)	(2,300)
投资活动产生的现金流	(2,917)	(2,837)	(780)	(800)	(750)
净增权益	(470)	(470)	(736)	(824)	(896)
净增债务	(109)	655	991	(3,974)	(2,853)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	4,143	471	(4,755)	(48)	(29)
融资活动产生的现金流	3,563	682	(4,447)	(4,743)	(3,556)
现金变动	3,955	2,981	769	1,286	2,056
期初现金	6,940	11,295	15,777	16,546	17,832
公司自由现金流	392	2,299	5,216	6,030	5,612
权益自由现金流	264	2,939	6,269	2,002	2,565

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	11,645	18,459	17,346	18,632	20,688
应收帐款	22,538	30,438	33,907	35,441	36,626
库存	10,196	10,492	11,895	12,171	13,003
其他流动资产	1,275	1,033	1,236	1,366	1,355
流动资产总计	45,655	60,422	64,383	67,610	71,672
固定资产	7,913	8,360	8,428	8,282	7,912
无形资产	2,295	2,573	2,697	2,777	2,796
其他长期资产	2,900	5,910	5,910	5,910	5,910
长期资产总计	13,109	16,843	17,035	16,969	16,618
总资产	61,250	77,292	81,446	84,604	88,314
应付帐款	17,931	27,433	30,350	32,418	33,579
短期债务	3,487	3,044	6,827	2,853	0
其他流动负债	5,588	6,426	6,877	7,234	7,521
流动负债总计	27,007	36,902	44,054	42,505	41,100
长期借款	3,818	5,743	2,988	2,987	2,985
其他长期负债	84	1,000	1,200	1,200	1,200
股本	7,834	7,834	7,834	7,834	7,834
储备	17,635	20,710	24,880	29,550	34,626
股东权益	25,469	28,544	32,714	37,383	42,459
少数股东权益	207	458	491	529	570
总负债及权益	61,250	77,292	81,446	84,604	88,314
每股帐面价值(人民币)	3.25	3.64	4.18	4.77	5.42
每股有形资产(人民币)	2.96	3.32	3.83	4.42	5.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	(1.27)	(1.24)	(1.91)	(2.54)

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.0	12.7	9.2	9.7	10.1
息税前利润率(%)	7.6	10.9	7.4	7.8	8.1
税前利润率(%)	8.8	12.1	8.3	8.6	8.9
净利率(%)	8.4	6.1	7.4	7.7	8.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	79.1	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.2	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	21.3	12.0	8.9	7.9	7.3
核心业务市盈率(倍)	11.7	6.5	8.9	7.9	7.3
市净率(倍)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	13.1	8.5	7.3	6.4	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)					
8.2	4.5	5.5	4.1	3.1	
周转率					
存货周转天数	96.0	76.9	74.6	74.6	74.6
应收账款周转天数	169.6	163.4	177.4	177.4	175.9
应付帐款周转天数	127.7	139.9	159.3	160.6	161.1
回报率					
股息支付率(%)	12.6	13.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	15.9	13.4	16.0	15.7	15.0
资产收益率(%)	5.9	8.7	5.6	6.0	6.3
已运用资本收益率(%)	1.7	2.6	3.0	3.2	3.3

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