

高端装备制造与新材料研究中心

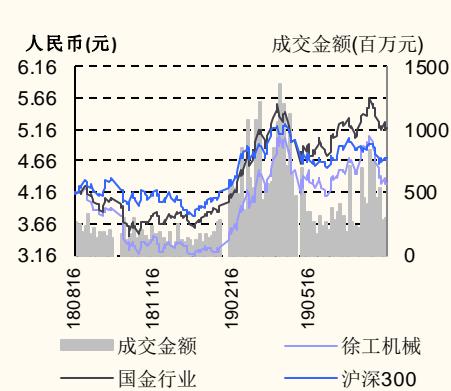
徐工机械(000425.SZ)买入(维持评级)

公司深度研究

市场价格(人民币): 5.55元
目标价格(人民币): 7.97元-7.97元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	7833.67
总市值(百万元)	43476.87
年内股价最高最低(元)	5.67/4.28
沪深300指数	3936.25
深证成指	10883.22



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

赵晋 联系人
zhaojin1@gjzq.com.cn

“新徐工”三大期待：混改、挖掘机、盈利能力

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊每股收益(元)	0.26	0.46	0.59	0.67	0.72
每股净资产(元)	3.85	4.24	4.68	5.18	5.71
每股经营性现金流(元)	0.42	0.51	0.30	0.91	0.98
市盈率(倍)	12.37	11.84	9.40	8.32	7.75
净利润增长率(%)	100.44%	76.98%	27.76%	13.04%	7.31%
净资产收益率(%)	6.79%	10.91%	12.63%	12.89%	12.53%
总股本(百万股)	7,833.67	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。注：以上表格及全文盈利预测均未考虑混改。

投资逻辑

- 市场对“新徐工”的三大期待：(1) 混改 (2) 挖掘机 (3) 盈利能力提升
与业内极具竞争力的友商相比，“老徐工”与之主要差异在于(1)机制差异；(2)产品结构差异；(3)盈利能力差异。

市场期待：从“老徐工”脱胎换骨成“新徐工”。(1) 混改：通过控股股东混改，激发上市公司活力，打好机制基础。(2) 挖掘机：期待集团挖掘机等工程机械资产整体上市；挖掘机作为“工程机械之王”，目前已成为徐工集团旗下工程机械第一大板块，如果注入则有望提升上市公司盈利能力。(3) 盈利能力：期待公司活力激发，期待起重机械、挖掘机等业务未来盈利能力大幅提升，分红比例大幅提升，为上市公司股东创造更大价值。

- 混改：控股股东混改、战略投资者引进，完善公司治理、员工持股等工作
根据公告，控股股东“徐工有限”拟引入战略投资者，进一步完善公司治理、员工持股等工作。如混改完成，公司将成为混合所有制公众企业。机制上将最接近中联重科。期待健全激励机制，激发管理层和核心骨干动力。

- 挖掘机：期待挖掘机等工程机械资产整体上市，改善上市公司产品结构
母公司旗下：挖掘机、矿机、塔机、混凝土机械尚不在上市公司，如加上去，则“新徐工”——徐工集团工程机械板块2019年收入超三一重工(757亿元)，居工程机械行业中国第一。2019年上半年徐工挖机营收86亿，毛利率30.9%；我们测算徐工挖机2019年收入超160亿元。

2020年3月徐工挖掘机销量排名国内第二，同比增长35%；市占率17%，同比提升近3个百分点。如果假设2020年徐工集团挖掘机销量同比增长20-30%，收入增长25%至200亿元，假设净利率达7-8%，则理论上合理净利润有可能达到15亿元左右。

- 盈利能力提升：目前净利率、ROE等指标明显低于三一重工、中联重科
公司盈利能力具备较大提升空间，详细参见正文第三章的比较研究。

投资建议

预计公司2020-2022年净利润为46/52/56亿元，增长28%/13%/7%；EPS为0.59/0.67/0.72元；PE为9.4/8.3/7.7倍；2020年PB为1.2倍，具安全边际。考虑公司有望脱胎换骨成“新徐工”，给予2021年12倍PE，目标市值624亿元(未考虑挖掘机等整体上市)，6-12月目标价7.97元。维持“买入”评级。如未来挖掘机等工程机械资产整体上市，测算未来的“新徐工”整体收入、市值有望逐步接近1000亿元(未考虑相应成本)。

风险提示

- 地产基建投资低于预期、汇兑损失风险、疫情发展超预期等风险。

投资要件：

主要预测、关键假设

- 工程机械三大产品增速：预计 2020 年挖掘机销量增速有望超 10%，三一、徐挖等龙头企业增速超 20%。汽车起重机行业 2020 年有望保持 10%以上增长。混凝土泵车行业 2020 年有望保持 15-20%增长。考虑更新需求、新增需求，预计 2021-2022 年工程机械三大产品预计整体仍能保持小幅增长。
- 从“老徐工”迈向“新徐工”。我们期待“老徐工”通过控股股东混改激发上市公司活力；通过集团挖掘机等工程机械资产整体上市，改善上市公司产品结构；从而最终大幅提升盈利能力，大幅提升分红比例，为股东创造价值，脱胎换骨成“新徐工”。

我们与市场不同观点

- 市场对公司关注度相对较低；我们认为，“新徐工”2019 年工程机械板块收入超过三一重工，位居工程机械行业中国第一，未来“新徐工”盈利能力有望提升，收入、市值均有希望逐步接近 1000 亿元。徐工集团旗下工程机械资产还有：挖掘机、矿机、塔机、混凝土机械；这些资产尚不在上市公司。如将这些加至上市公司去，则“新徐工”——徐工集团工程机械板块（2019 年收入=目前上市公司 592 亿元+挖掘机超 160 亿元+矿机、塔机、混凝土机械）2019 年收入超过三一重工（757 亿元），从收入规模上位居工程机械行业中国第一。随着未来几年行业增长和公司市占率提升，混改后、工程机械板块整体上市后的“新徐工”整体收入有望逐步向 1000 亿元靠拢。
- 市场对公司盈利能力认同度相对不高；我们认为：公司之前盈利能力相对较低，未来具有较大提升潜力。通过控股股东混改，推进机制改革，完善公司治理、员工持股和考核激励方式，有望激发公司活力，从机制上“新徐工”。通过挖掘机等工程机械板块资产整体上市，改善上市公司产品结构。现有业务方面，桩工机械、备件等业务毛利率有提升空间。
- 市场对徐工尚停留在“老国企”的印象；我们认为：公司作为纯市场化竞争环境下的优质国企，具备很强的市场竞争力，同时相比极具竞争力的友商，还具备一些比较优势。在央企采购、军品采购、“一带一路”走出去等领域，公司具备相对优势。公司在大型、重型工程机械产品上具备一定的技术优势。徐工集团挖机市占率近 5 年来“一路飙升”，从一个侧面体现了公司很强的市场竞争力。

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 46/52/56 亿元，增长 28%/13%/7%；EPS 为 0.59/0.67/0.72 元；PE 为 9.4/8.3/7.7 倍。公司 2020 年 PB 为 1.2 倍，具有较高的安全边际。考虑公司混改后有望脱胎换骨成“新徐工”，给予公司 2021 年 12 倍 PE，目标市值 624 亿元，6-12 月目标价 7.97 元。维持“买入”评级。

如果未来挖掘机等工程机械板块整体上市，我们测算有望增厚市值超 300 亿元，“新徐工”整体市值有望接近 1000 亿元（未考虑相应成本）。

催化剂

- 混改落地、挖掘机等资产注入、公司业绩超预期、降准降息等宏观政策放松、地产基建投资超预期。

风险提示

- 地产基建投资低于预期、汇兑损失风险、疫情发展超预期等风险。

内容目录

一、三大期待：混改落地、挖掘机等资产上市、盈利能力提升	5
1、控股股东混改：推进机制改革，为盈利能力提升打好制度基础	5
2、挖掘机：期待挖掘机等工程机械资产整体上市，改善上市公司产品结构	6
3、盈利能力提升：目前净利率、ROE 指标明显低于三一重工、中联重科	6
二、徐工挖掘机：市占率国内第二，追近三一，将大幅提升盈利能力	7
1、挖掘机行业：2020 年挖掘机销量增速有望超 10%，龙头企业有望超 20%	7
2、徐工挖掘机市占率：2020Q1 达 17%，有望继续提升逐步追近三一	10
3、徐工挖掘机毛利率：2019H1 达 31%，三一 2019H2 达 41%，徐工具空间	11
三、盈利能力：对标三一、中联，公司未来具较大提升空间	12
1、股权结构：国资比例降低、健全激励机制，为公司注入活力	12
2、盈利能力：公司毛利率、净利率、ROE 等具较大提升空间	12
3、现金流：公司 2019 年经营性现金流创历史最好水平，周转加快	16
4、分红比例：公司具有较大提升空间	17
5、销售政策：公司信用销售政策趋紧，表外风险出清	17
四、盈利预测与估值分析：合理市值 624 亿元，“买入”评级	20
五、风险提示：基建地产投资不及预期，汇率、疫情等风险	21

图表目录

图表 1: 徐工集团-徐工有限-徐工机械治理框架, 控股股东徐工有限: 还拥有挖掘机等优质资产	5
图表 2: 预计 2020 年挖掘机销量 26 万台, 同比增长超 10%, 龙头企业增速有望超 20% (单位: 万台)	7
图表 3: 2020 年 3 月挖掘机销量 4.9 万台, 同比增长 11.6%.....	8
图表 4: 基建投资 3 月单月同比下滑 11.1%, 较 2 月降幅大幅收缩	9
图表 5: 房地产开发投资完成额 3 月同比增长 1.1%, 增速环比由负转正	9
图表 6: 截至 4 月 9 日, 今年专项债投向基建领域比例超过 75%.....	9
图表 7: 2020 年一季度徐工挖掘机销量同比增长 16%.....	10
图表 8: 徐工挖掘机 2020 年一季度市占率达到 17%	10
图表 9: 徐工挖掘机市占率持续提升, 体现很强竞争力	10
图表 10: 2020 年一季度徐工挖掘机市占率达到 17%	10
图表 11: 2019 年 3 月较去年同期, 徐工小挖和大挖市占率提升较大.....	11
图表 12: 徐工挖掘机 2019 年预计收入超 160 亿元; 2019H1 毛利率达 31% (单位: 亿元)	11
图表 13: 三一重机营收及净利润 (单位: 亿元)	11
图表 14: 国内主要工程机械企业实控人性质及盈利能力对比.....	12
图表 15: 工程机械三巨头营业收入 (亿元) 对比	12
图表 16: 工程机械三巨头归母净利润 (亿元) 对比.....	12
图表 17: 三大主机厂中主要工程机械收入占比: 三一重工最大业务为挖掘机械, 产品结构较好.....	13
图表 18: 工程机械龙头中徐工毛利率偏低.....	13
图表 19: 徐工净利率增速回升较三一和中联较慢	13
图表 20: 徐工工程机械备件业务拖累综合毛利率	14
图表 21: 对比三一重工, 徐工桩工机械毛利率偏低.....	14
图表 22: 工程机械龙头中徐工期间费用率最低	14
图表 23: 工程机械龙头研发支出 (亿元) 及占营收比例	14
图表 24: 徐工应收账款减值准备计提比例严格	15
图表 25: 工程机械三巨头资产减值损失占营收比例	15
图表 26: 工程机械龙头 ROE (摊薄), 三一高于中联和徐工	15
图表 27: 徐工起重机毛利率低于竞争对手	15
图表 28: 徐工机械员工人数保持较高稳定性	15
图表 29: 三一及徐工 2019 年人均产出 410 万元/人	15
图表 30: 2019 年三一人均创利 61 万元远超徐工和中联.....	15
图表 31: 工程机械龙头存货周转率对比	16
图表 32: 工程机械龙头应收账款周转率对比	16
图表 33: 工程机械龙头经营性现金流净额对比	17
图表 34: 徐工的现金分红 (亿元) 大幅低于三一和中联	17
图表 35: 工程机械龙头股利支付率对比	17
图表 36: 不同销售政策对公司现金流以及盈利能力的影响	18
图表 37: 徐工近 3 年销售政策收紧, 按揭及融资租赁比例下降	18
图表 38: 2019 年徐工按揭及融资租赁比例较中联明显偏低.....	18
图表 39: 徐工表外或有风险下降	19
图表 40: PE 估值: 对比三一和中联, 公司市盈率偏低	20
图表 41: PB 估值: 2020 年徐工 PB 为 1.2 倍, 具备较高的安全边际	20

一、三大期待：混改落地、挖掘机等资产上市、盈利能力提升

- 市场对徐工有三大期待：（1）混改（2）挖掘机（3）盈利能力提升
与业内极具竞争力的友商相比，主要差异在于（1）机制差异；（2）产品结构差异；（3）盈利能力差异。

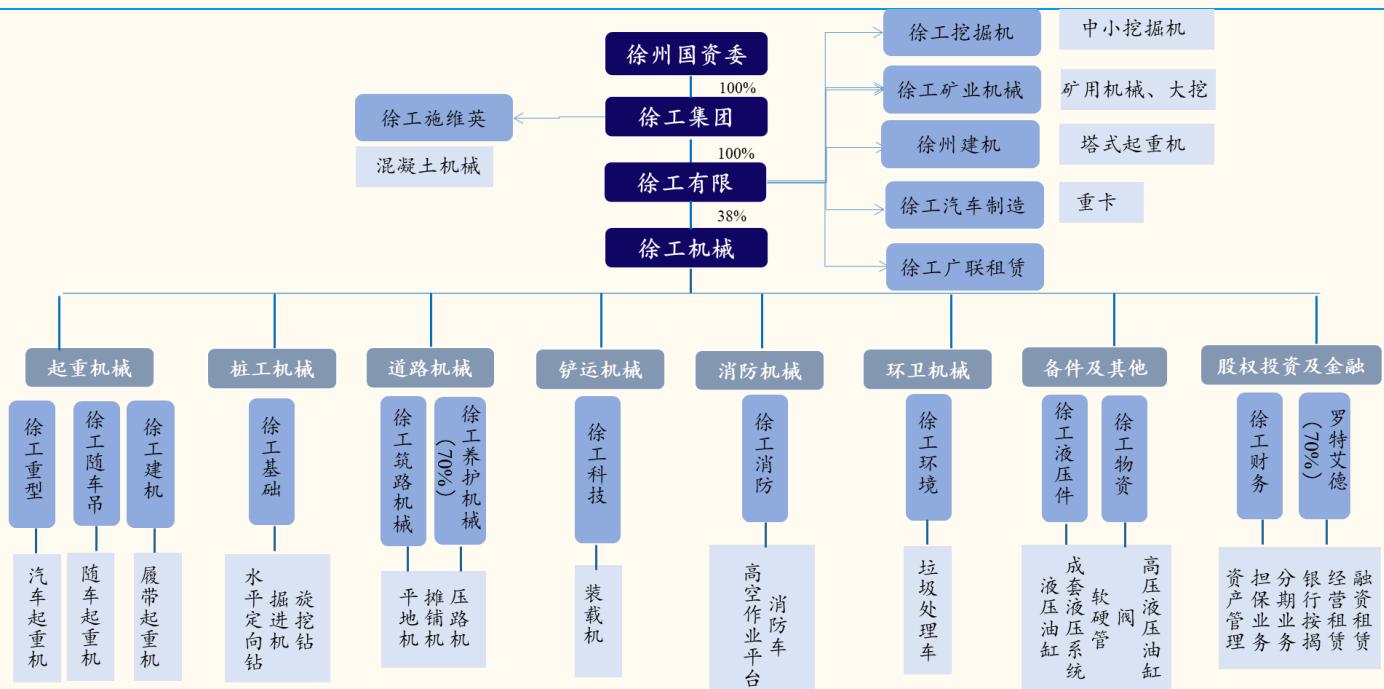
市场期待：

- (1) 混改：通过控股股东混改，激发上市公司活力，打好机制基础。
- (2) 挖掘机：期待集团挖掘机等工程机械资产整体上市；挖掘机作为“工程机械之王”，目前已成为徐工集团旗下工程机械第一大板块，如果注入则有望提升上市公司盈利能力。
- (3) 盈利能力：期待公司活力激发，期待起重机械、挖掘机等业务未来盈利能力大幅提升，分红比例大幅提升，为上市公司股东创造价值。

1、控股股东混改：推进机制改革，为盈利能力提升打好制度基础

- 控股股东徐工有限：混改积极稳步推进中，目前步入战投引进阶段。公司于2020年4月初公告披露，控股股东徐工有限已完成审计评估工作，下一步将积极开展战略投资者引进，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。
- 引入战略投资者，推进机制改革，混改后，公司机制向三一、中联靠拢，机制上将更接近中联重科。

图表 1：徐工集团-徐工有限-徐工机械治理框架，控股股东徐工有限：还拥有挖掘机等优质资产



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 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，混改后徐州市国资委间接持有上市公司的比例为不低于 12.92%。
- 如果混改完成后，徐工机械在机制上有望向三一重工、中联重科靠拢，未来可能更接近于中联重科（混合所有制，公众企业）。

2、挖掘机：期待挖掘机等工程机械资产整体上市，改善上市公司产品结构

- 母公司旗下工程机械资产还有：挖掘机、矿机、塔机、混凝土机械；这些资产尚不在上市公司。如将这些加至上市公司去，则“新徐工”——徐工集团工程机械板块（2019 年收入=目前上市公司 592 亿元+挖掘机超 160 亿元+矿机、塔机、混凝土机械）2019 年收入超过三一重工（757 亿元），从收入规模上位居中国第一。
- 2019 年，徐工集团在非上市公司层面的资产表现突出。
 - 1) 挖掘机渠道建设发力，销量突破 3.5 万台，同比增长 41.1%，40 吨以上挖机销量同比增长 69%。
 - 2) 塔机稳居国内前两强，收入突破 30 亿元，出口额同比增长 40%。
 - 3) 混凝土机械销售规模达到百亿级。
 - 4) 矿机跻身全球露天矿业挖运设备前五。
- 公司年报披露 2018 年挖机营收超百亿，根据公司 2019 年销量，参考三一重工 2019 年挖掘机数据（276 亿元，超 6 万台，毛利率 38.6%，净利率约 18%），我们测算徐工集团挖掘机 2019 年收入超 160 亿元，如果假设 7% 的净利率，理论上合理净利润有可能超 10 亿元。
- 根据协会统计，2020 年 3 月，徐工挖掘机销量 8403 台，排名国内第二，同比增长 35%，市占率 17%，同比提升 2.9pct。
- 如果我们假设 2020 年徐工集团挖掘机销量同比增长 20-30%，收入增长 25% 至 200 亿元，假设净利率达 7-8%，则理论上合理净利润有可能达到 15 亿元左右。

3、盈利能力提升：目前净利率、ROE 指标明显低于三一重工、中联重科

- 公司毛利率、净利率、ROE 等具备较大提升空间，详细参见正文第三章的比较研究。

二、徐工挖掘机：市占率国内第二，追近三一，将大幅提升盈利能力

1、挖掘机行业：2020年挖掘机销量增速有望超10%，龙头企业有望超20%

- 二季度工程机械板块有望全面发力，全年挖掘机销量增速有望超10%。小挖用途较广，且受疫情影响较小，下游应用领域率先复工带动的需求先释放，而中挖、大挖主要用于房地产、矿山等大型项目，这些领域于3月中下旬才陆续复工，需求有滞后，同时二季度开始房地产复工加速，叠加这部分需求，且考虑到2019年二季度增速较低，预计挖掘机二季度将全面发力。
- 挖掘机更新需求确定，环保政策或延后。目前挖掘机保有量中，国二之前的挖机占比达7成。疫情影响下，生态环境部考虑在全国尚未实施国六排放标准的地区适当延后实施，工程机械行业的非道路移动机械第四阶段排放标准推迟实施或成现实。但是未来随着国四标准落地，国二之前的挖机逐步退出市场，更新需求确定性强。
- 全年来看，3月挖机行业出口受到海外疫情影响增速回落，但目前挖掘机的出口占比仍较低，且主要是在一带一路沿线国家和地区，疫情影响相对有限，预计全年出口增速较去年持平。
- 国内受益于逆周期调节加码基建投资，以及更新需求的确定性，预计二季度行业将迎来快速反弹，全年国内销售增速12%左右。
- 总的来看，我们预计全年挖掘机国内外合计销量增速在10%以上。
- 考虑到行业集中度提升，三一重工、徐工挖机等龙头企业竞争力优势持续显现，我们预计挖掘机龙头企业销量增速有望超20%。

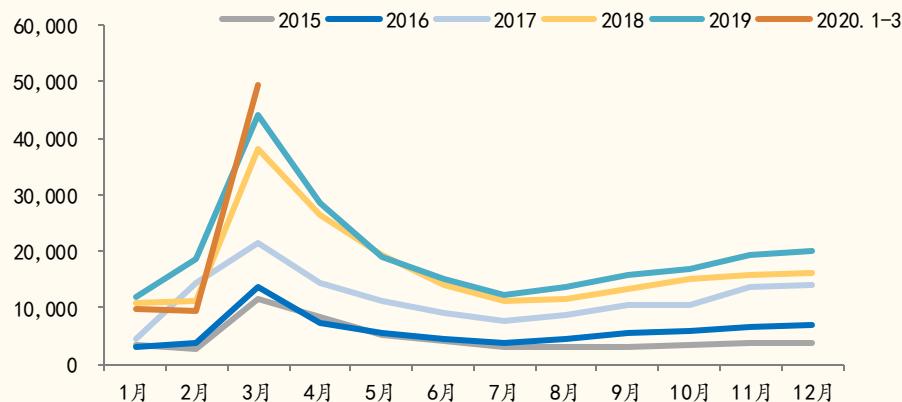
图表2：预计2020年挖掘机销量26万台，同比增长超10%，龙头企业增速有望超20%（单位：万台）

	内销 销量	保有量	基建投 资增速	房地产新 开工面积 增速	保有量 增速	新增量	更新量	内销 销量	内销销量 增速	更新量/ 内销销量	出口量	出口 增速	销量总 计	销量增 速
2017	13.06	156									0.97	32%	14.03	100%
2018	18.43	167	2%	17.2%	7%	10.92	7.51	18.43	41.12%	40.75%	1.91	97%	20.34	45%
2019	20.91	176	4%	8.5%	5.5%	10.10	10.81	20.91	13.46%	51.68%	2.67	39%	23.57	16%
2020E		181	10%	3%	5.0%	8.81	14.57	23.37	11.77%	62.32%	2.67	0%	26.04	10.5%

来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所测算（注：标红为预测值，取协会预测2017年挖掘机保有量的下限156万台，按10年寿命测算，第n年的更新量=第n-11年销量*0.3+第n-10年销量*0.4+第n-9年销量*0.3）

- 内需带动3月挖机增速12%，超市场预期。根据工程机械工业协会的统计，2020年3月挖机行业合计销量4.9万台，同比增加5130台、同比增长11.6%，国内需求大增，大超市场预期。2020年1-3月挖机销量合计6.9万台，下滑8.2%，1-2月销量同比分别下滑15.4%、50.5%，3月份增速转正。

图表 3：2020 年 3 月挖掘机销量 4.9 万台，同比增长 11.6%



来源：中国机械工程协会挖掘机分会，国金证券研究所

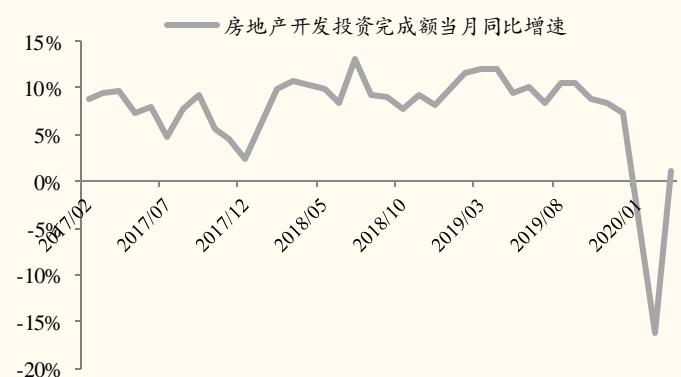
- **4月17日政治局会议提出宏观调控政策由“加大”变为“更大”，强调传统基建。**本次政治局会议提出“要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响”，明确了特别国债投向可能包括公共卫生基础设施建设。会议还明确提出“降息”，货币政策有望进一步宽松。政治局会议提出投资方面明确“加强传统基建和新型基建投资”，实施老旧小区改造，积极扩大有效投资。相较于此前强调新基建，此次会议单独提到传统基建表明传统基建目前在逆周期调控中是着力的关键点。
- **3月固定资产投资降幅收窄，基建、地产回暖明显。**2020年1-3月份，全国固定资产投资（不含农户）84145亿元，同比下降16.1%，降幅比1-2月份收窄8.4个百分点，整体符合预期。
 - 1) **二季度基建投资增速有望显著反弹：**1-3月基建投资（全口径）同比下滑16.4%，降幅收窄10.5个百分点，3月单月仅下滑8%，环比大幅改善；基建投资（不含电力等）同比下滑19.7%，降幅收窄10.6个百分点。
 在疫情全球扩散背景下，基建作为纯内需行业，将是政策发力的重点。近期国内财政及货币政策持续加码，社融加速，基建加速趋势已十分明显。
 根据人民银行公布的“3月末，基础设施业中长期贷款余额22.96万亿元，同比增长10.5%”，再考虑第三批专项债额度下发、特别国债发行，二季度的基建投资增速可能会出现显著的反弹。
 未来重点有望在与减贫相关的投资中：中西部地区的高速铁路建设；城际交通（铁路、公路、机场）以促进近年的区域发展战略，如京津冀、大湾区、成渝都市圈、长三角一体化等；水/能源/环境相关基础设施投资；农村基建投资以及公共健康卫生领域投资等。
 - 2) **房地产因城施策，全年平稳：**1-3月份，全国房地产投资同比下降7.7%，降幅比1-2月份收窄8.6个百分点，3月单月投资增长1%，已转正。新开工面积降幅收窄17.7个百分点，竣工面积收窄7.1个百分点。受地产销售低迷、房金融资仍紧影响，房企到位资金同比下滑13.8%，仅小幅收窄3.7个百分点，预计后续各地调控政策更加注重因城施策，灵活适度，支持行业全年平稳发展。

图表 4：基建投资 3 月单月同比下滑 11.1%，较 2 月降幅大幅收窄



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 5：房地产开发投资完成额 3 月同比增长 1.1%，增速环比由负转正



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 专项债资金投向基建领域占比超 75%，工程机械设备需求有望延续。专项债对于稳定基建投资，并进一步稳定经济有关键作用。
- 1-3 月累计发行地方债券 16105 亿元，其中新增债券 15424 亿元，占提前下达额度的 83.5%，包括一般债券 4595 亿元，完成提前下达额度的 82.3%；专项债券 10829 亿元，完成提前下达额度的 83.9%。
- 2019 年 9 月份国务院常务会议要求加强专项债投向基建领域的比重。截至 2020 年 4 月 9 日，专项债募集资金用于基建领域的比重达到了 75.2%，目前仍没有专项债资金投向土储以及房地产领域的情况出现。交通运输、城乡与园区建设仍然是专项债在基建领域中最重要的投向，其次是生态环保、市政建设等。

图表 6：截至 4 月 9 日，今年专项债投向基建领域比例超过 75%

	金额 (亿元)	比例
地方政府债	16361.8	100.0%
专项债	11255.9	68.6%
一般债	5135.9	31.4%
专项债	11225.9	100.0%
基建领域	8445.3	75.2%
交通运输	2206.9	22.4%
水利水务	407.9	3.5%
生态环保	795.5	8.0%
城乡与园区建设	2361.7	21.8%
市政建设	1765.5	5.1%
其他基建	907.8	3.1%
其他领域	2780.6	24.8%

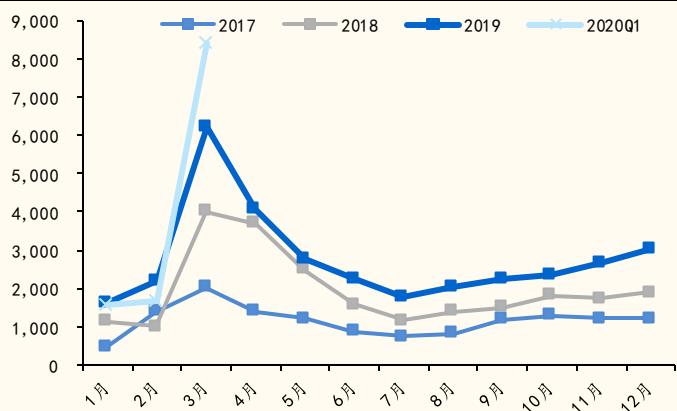
来源：wind，国金证券研究所

- REITs 有望带动万亿元级别的基建投资，进一步延长工程机械行业景气度。近日，证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，同时，证监会还发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）。我们认为 REITs 可有效盘活存量资产，形成良性投资循环。基础设施公募 REITs 为基建增加社会资金渠道，缓解地方债务压力。通过盘活存量资产为增量投资腾挪空间，拉动经济增长，体现出重大战略意义。当前我国基建存量已达到百万亿规模，根据资产证券化率推测，未来基础设施 REITs 市场规模或可至万亿元级别，进一步延长工程机械行业景气度。

2、徐工挖掘机市占率：2020Q1 达 17%，有望继续提升逐步追近三一

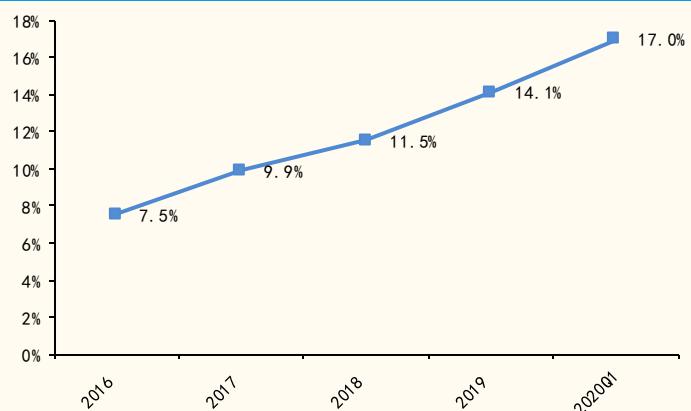
- 中国挖掘机市场竞争格局中，2018 年徐工集团已经超过卡特彼勒成长为市占率第二的公司。2016-2019 年，徐工集团挖掘机市占率从 7.5% 提升至 14.1%。2019 年 1-3 月，徐工集团挖掘机市占率进一步提升至 17%。
- 2020 年 3 月徐工集团挖掘机销量 8403 台，同比大幅增长 35%（同期行业增速 12%）；2019 年 1-3 月销量 1.2 万台，同比增长 16%（行业增速-8%）。
- 徐工集团挖掘机市占率近 5 年来“一路飙升”，也从一个侧面体现了公司很强的市场竞争力。

图表 7：2020 年一季度徐工挖掘机销量同比增长 16%



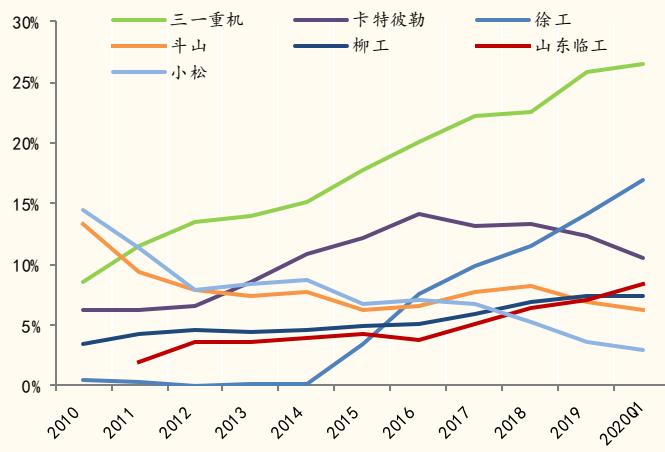
来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 8：徐工挖掘机 2020 年一季度市占率达到 17%



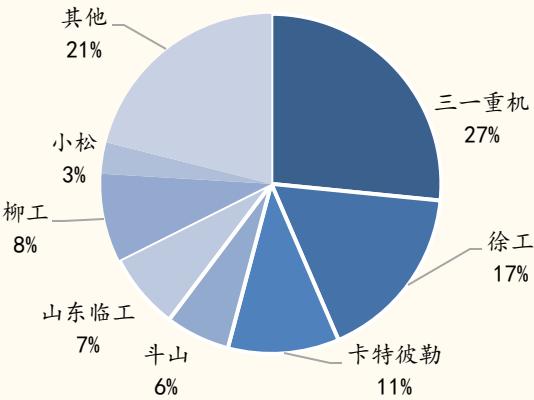
来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 9：徐工挖掘机市占率持续提升，体现很强竞争力



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 10：2020 年一季度徐工挖掘机市占率达到 17%



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

- 从产品结构来看，大挖增速快有利于提升挖掘机业务盈利水平：2020 年 3 月，公司小挖 ($\leq 20t$)、中挖 (20-30t)、大挖 ($\geq 30t$) 市占率分别为 18.8%、14.2%、12.9%，较 2019 年同期分别提升 3.3pct, 1.5pct, 3.0pct，大挖和小挖市占率提升明显。小挖增速 43%，大挖增速达到了 34% 远超行业增速。

图表 11：2019 年 3 月较去年同期，徐工小挖和大挖市占率提升较大

		大挖 ($\geq 30t$)	中挖 (20-30t)	小挖 ($\leq 20t$)	合计
2020年3月	徐挖销量	733	1,723	5,947	8,403
	行业销量	5,665	12,127	31,616	49,408
	市占率	12.94%	14.21%	18.81%	17.01%
	增速	34.25%	13.50%	42.48%	34.71%
2019年3月	徐挖销量	546	1,518	4,174	6,238
	行业销量	5,494	11,967	26,817	44,278
	市占率	9.94%	12.68%	15.56%	14.09%
市占率提升幅度		3.00%	1.52%	3.25%	2.92%

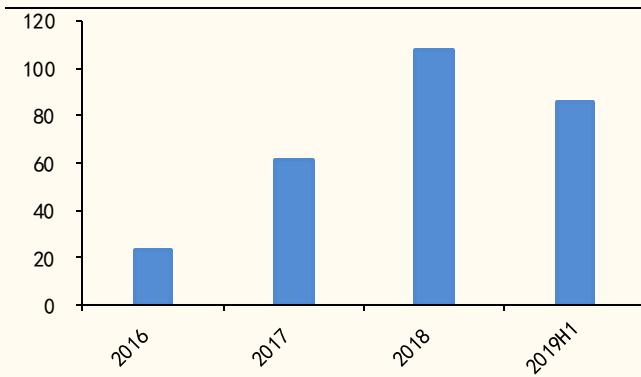
来源：工程机械协会，国金证券研究所

- 根据公司 2019 年报，2019 年公司销售挖掘机 3.5 万台，同比增长 41.1%；其中 40 吨以上挖机销量同比增长 69%；挖机渠道建设发力，降本力度加强，供应链能力全面提升。

3、徐工挖掘机毛利率：2019H1 达 31%，三一 2019H2 达 41%，徐工具空间

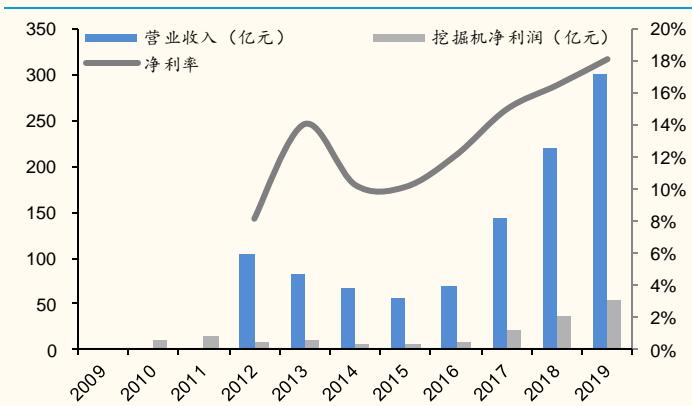
- 据徐工有限债券评级报告，2019 年上半年徐工有限挖机营收 86 亿，毛利率 30.9%；我们预测 2019 年挖掘机收入超 160 亿元。随着规模继续扩大，销售结构改善，以及零部件自供比例提升，未来盈利能力提升空间较大。
- 对比三一重工：2019 年三一重工挖掘机收入 276 亿元，同比增长 43.5%，销量 6.1 万台，同比增长 29%，市占率提升至 25.8%，同比提升 2.8pct，2020 年 3 月市占率提升至 25.9%。2019 年三一重工挖掘机毛利率为 38.6%，相比 2019 年上半年毛利率 36.8%，2019 年下半年三一重工挖掘机毛利率提升至 41%。

图表 12：徐工挖掘机 2019 年预计收入超 160 亿元；
2019H1 毛利率达 31%（单位：亿元）



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 13：三一重机营收及净利润（单位：亿元）



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

三、盈利能力：对标三一、中联，公司未来具较大提升空间

1、股权结构：国资比例降低、健全激励机制，为公司注入活力

- 国内工程机械上市公司中，徐工、柳工和山推股份实控人为地方国资管理机构，中联重科国有机构参股 16%，实控人为自然人的三一重工以及零部件厂商恒立液压、艾迪精密在人均创利和净资产收益率方面表现更优异。

图表 14：国内主要工程机械企业实控人性质及盈利能力对比

公司		市值（亿元）	实控人	实控人性质	2019 年人均创利（万元/人）	2019 年 ROE（摊薄）
整机	三一重工	1658	梁稳根	自然人	61	25.2%
	中联重科	504	无实控人，湖南省国资委持股 16%		23	11.3%
	徐工机械	435	徐州市国资委	地方国资委	25	10.9%
	柳工	102	广西壮族自治区国资委	地方国资委	10	9.8%
	山推股份	46	山东省国资委	地方国资委	1	1.7%
零部件	恒立液压	612	汪立平	自然人	20	23.2%
	艾迪精密	170	宋飞	自然人	20	17.1%

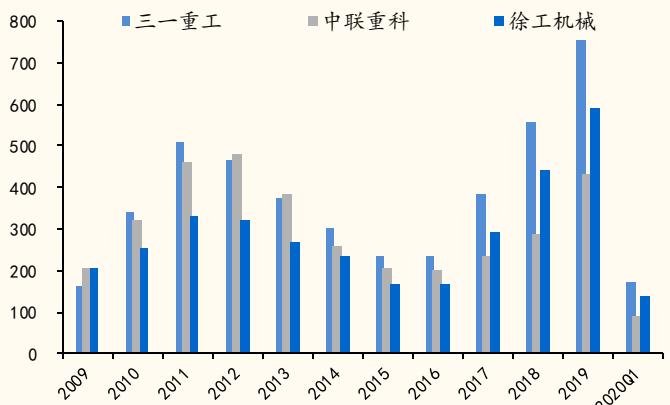
来源：公司公告，wind，国金证券研究所整理（市值为 2020 年 4 月 30 日收盘价，人均创利使用 2019 年净利润及员工人数）

- 在股权激励方面，三一重工的高管激励比较充分。根据 2019 年年报，三一重工的高管持股比例分别为 4.6%，远超其他主机厂。建立风险共担、利益共享的中长期激励机制对于绑定高管、科研人员和技术骨干等群体，激发员工工作活力，奠定长期成长基础有很大的作用。

2、盈利能力：公司毛利率、净利率、ROE 等具较大提升空间

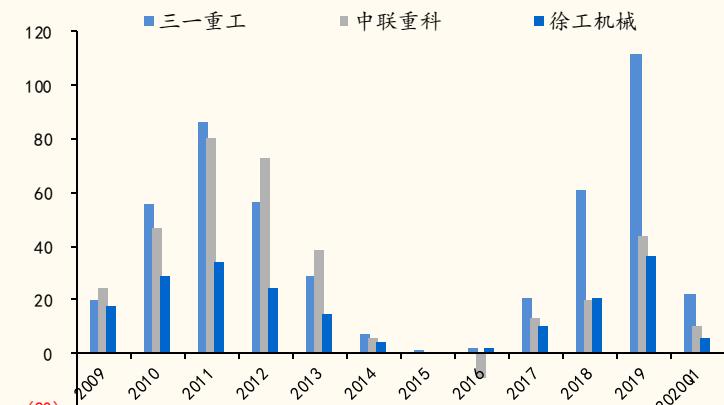
- 2019 年徐工全年业绩基本符合预期，2019 年公司实现收入 591.76 亿元，同比增长 33.25%，归母净利润 36.21 亿元，同比增长 76.98%，业绩落于预告下限附近，基本符合市场预期。2020 年初以来，受疫情影响，基建等下游开工后延，工程机械产品需求推迟，企业销售受到影响。2020 一季度公司实现营业收入 138 亿元，同比下滑 4%；归母净利润 6.1 亿元，同比下滑 42%，低于市场预期。
- 2019 年徐工综合毛利率为 17.45%，较上一年上升 0.76pct；净利润率为 6.12%，较上年上升 1.51pct。2016 年工程机械行业逐步复苏后，三一重工和中联重科的毛利率及净利率均有大幅提升，徐工因为产能及人员规模变动较小，成本端变动不大，盈利能力提升幅度有限。

图表 15：工程机械三巨头营业收入（亿元）对比



来源：wind，国金证券研究所

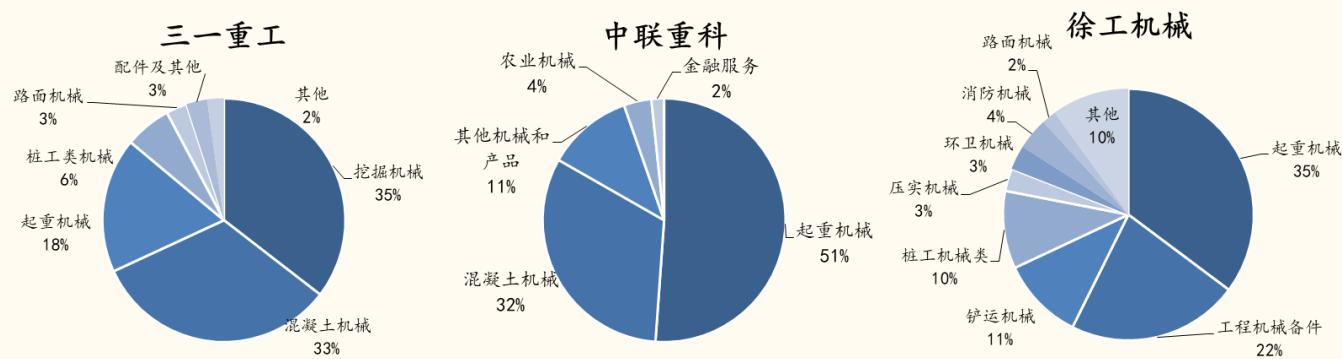
图表 16：工程机械三巨头归母净利润（亿元）对比



来源：wind，国金证券研究所

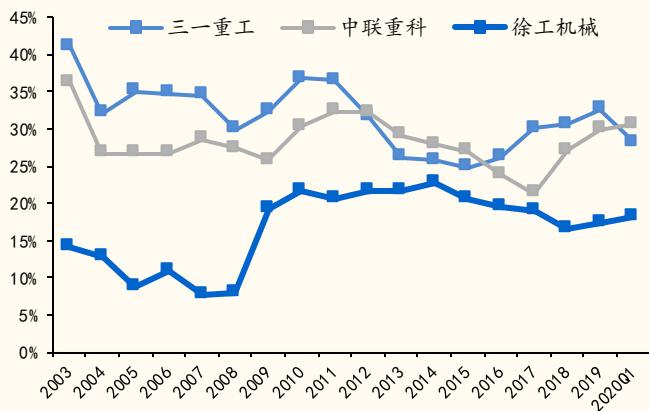
■ 从产品结构来看，三一重工最大业务为挖掘机械，产品结构较好。徐工机械未来如果挖掘机等资产整体上市，将从产品结构角度提升整体盈利能力。

图表 17：三大主机厂中主要工程机械收入占比：三一重工最大业务为挖掘机械，产品结构较好



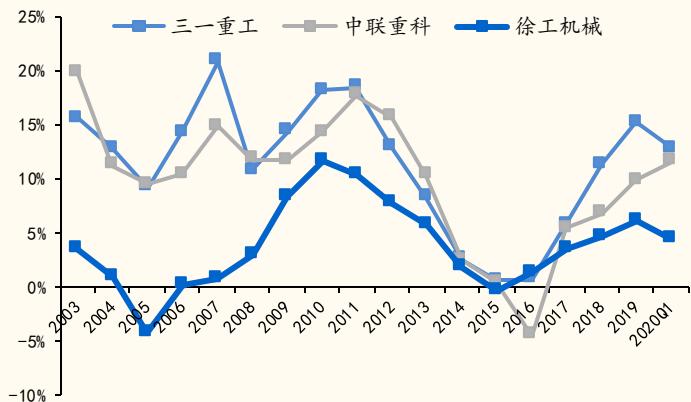
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：工程机械龙头中徐工毛利率偏低



来源：wind，国金证券研究所

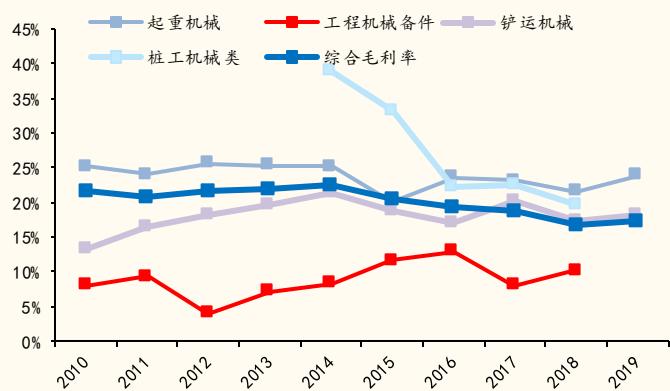
图表 19：徐工净利率增速回升较三一和中联较慢



来源：wind，国金证券研究所

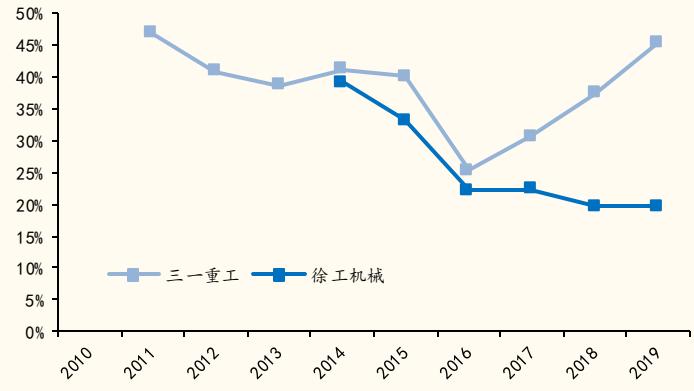
■ 徐工工程机械设备及桩工机械低毛利率拖累公司综合毛利率。分产品品类来看，徐工工程机械设备毛利率保持在 8%-10%，明显拉低公司综合毛利率。这部分主要是为母公司集团（徐工集团及其子公司徐工有限）下属子公司提供备件采购，如徐工挖机、徐工施维英等。未来实现资产注入整体上市后，这部分业务将会被抵消。对比三一重工，徐工桩工机械 2016-19 年毛利率持续下行，2019 年降至 19.7%，随着后续二手设备的出清，这部分毛利率有望回升。

图表 20：徐工工程机械设备业务毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

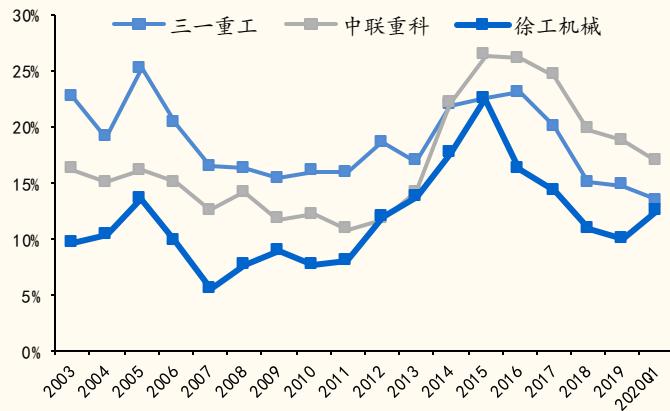
图表 21：对比三一重工，徐工桩工机械毛利率偏低



来源: wind, 国金证券研究所

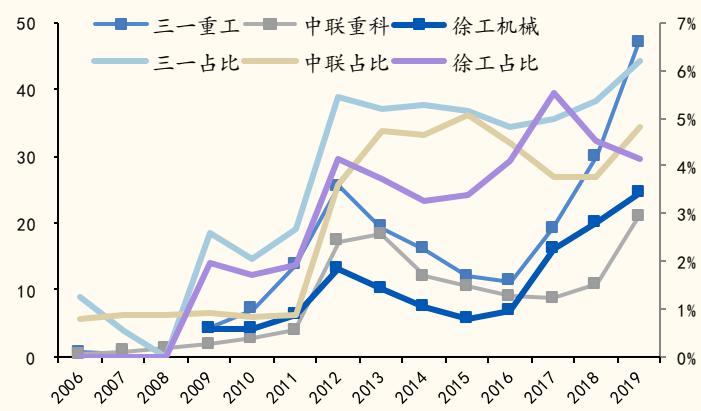
- 徐工期间费用情况，2019 年销售、管理、研发和财务费用率合计较上年下降 0.96pct。2020 年一季度销售费用、管理费用、研发费用等费用率相较去年同期略有提升。
- 一季度徐工净利润较去年同期下降 4.4 亿，主要是非经常性损失导致。财务费用大幅增加，主要系受全球新冠疫情影 响，新兴国家汇率波动较大，产生汇兑损益，导致财务费用增加 3.23 亿。其次是信用资产减值大幅增加，徐工计提比例 1 年以内（含 1 年）为 2%，1-2 年为 10%，2-3 年 50%，3 年以上 100%（三一重工和中联重科均为 5 年以上提取 100%）。2020 年一季度期末应收账款环比 2019 年底增加 27 亿、其他应收款环比增加 1.8 亿，计提减值损失 3.2 亿，其中信用减值计提 3 亿，延续 2019 年大额计提的趋势。

图表 22：工程机械龙头中徐工期间费用率最低



来源: wind, 国金证券研究所

图表 23：工程机械龙头研发支出（亿元）及占营收比例



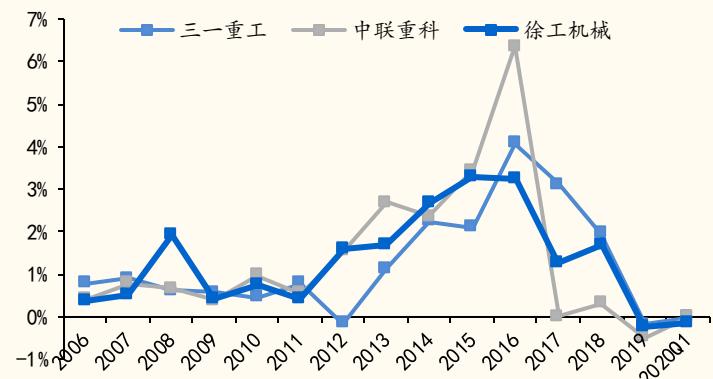
来源: wind, 国金证券研究所

图表 24：徐工应收账款减值准备计提比例严格

账龄	徐工机械	柳工	三一重工	中联重科
1年以内	2%	2%	1%	1%
1-2年	10%	10%	6%	6%
2-3年	50%	50%	15%	15%
3年以上	100%	100%	-	-
3-4年	-	-	40%	40%
4-5年	-	-	70%	70%
5年以上	-	-	100%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

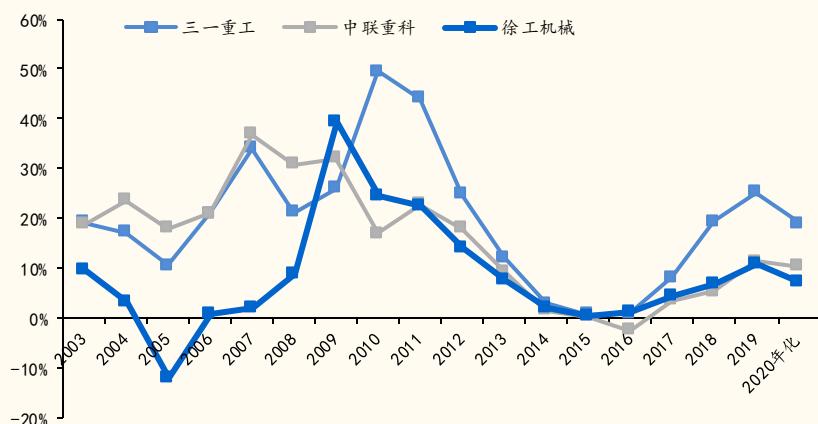
图表 25：工程机械三巨头资产减值损失占营收比例



来源：wind，国金证券研究所

- 一方面随着工程机械行业复苏，公司盈利能力、经营效率均有较大的改善，但从 ROE 的改善幅度看，与龙头三一重工还有一定的差距。

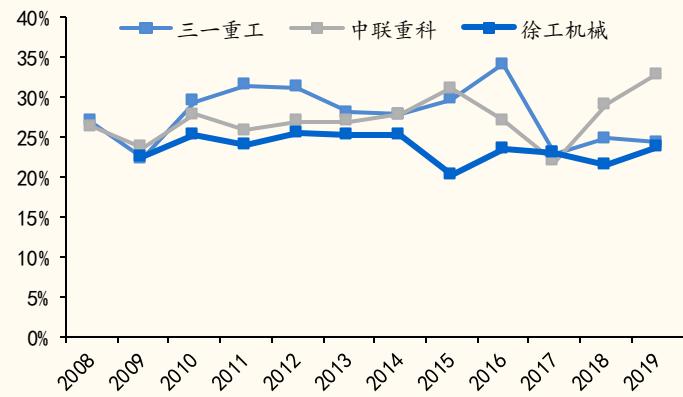
图表 26：工程机械龙头 ROE（摊薄），三一高于中联和徐工



来源：wind，国金证券研究所

- 为剔除不同产品毛利率差异影响，使用三家公司起重机械的毛利率进行对比，徐工低于三一和中联，在生产成本管控方面仍有提升空间。民营企业制度灵活，2012-2016 年三一重工通过裁员降低成本，2016 年员工人数不足巅峰时 1/3，对应的三一重工人均产出及人均创利显著领先。

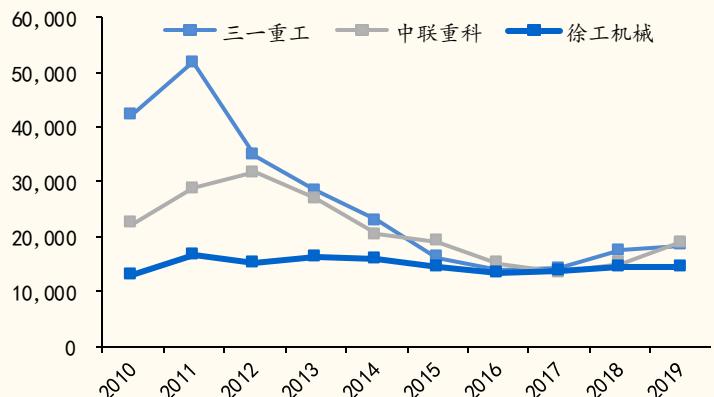
图表 27：徐工起重机毛利率低于竞争对手



来源：公司公告，国金证券研究所（中联起重机械中包含塔机）

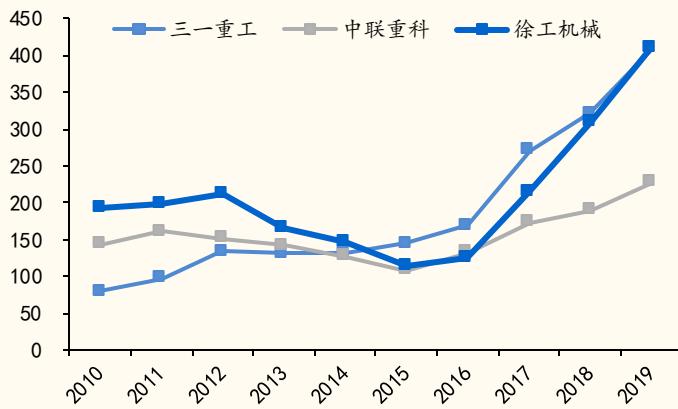
图表 29：三一及徐工 2019 年人均产出 410 万元/人

图表 28：徐工机械员工人数保持较高稳定性

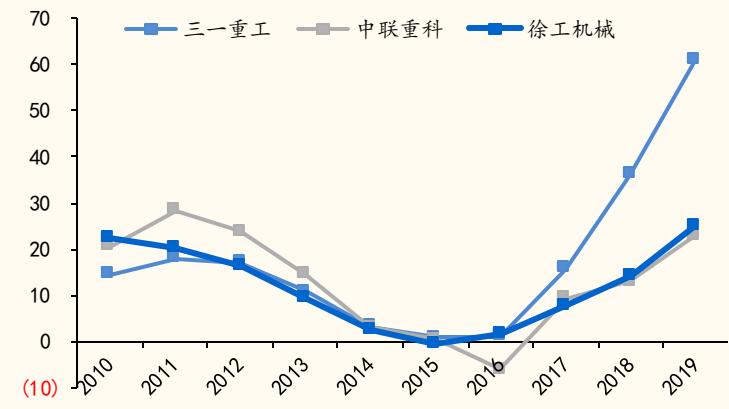


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：2019 年三一人均创利 61 万元远超徐工和中联



来源：各公司公告，wind，国金证券研究所

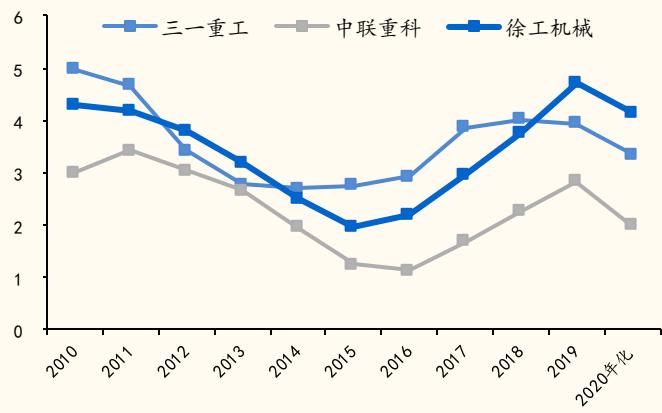


来源：各公司公告，wind，国金证券研究所

3、现金流：公司 2019 年经营性现金流创历史最好水平，周转加快

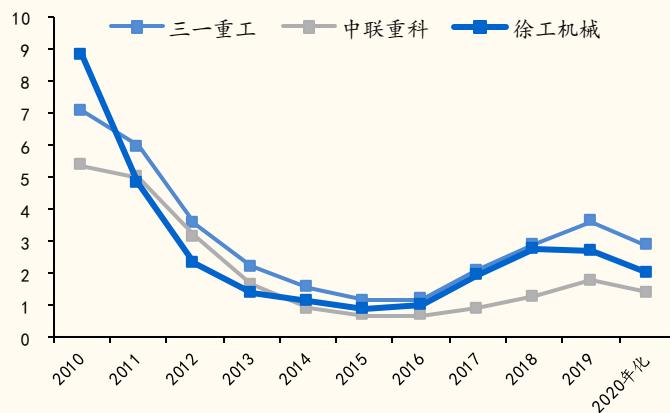
- 2019 年经营性现金流净额为 51.36 亿，创历史最好水平。公司从 2013 年开始已紧缩销售政策，清理应收账款，控制逾期，强化风险控制，维持较高的信用销售首付比例。运营情况好转，存货及应收账款周转率触底回升。
- 2020 年一季度加大备货力度，期末存货 113 亿，环比增加 8 亿，存货周转率高于三一和中联。与此同时经营净现金流 1.2 亿，在疫情影响下较去年同期仍有增长，表明公司实际经营仍向好。

图表 31：工程机械龙头存货周转率对比



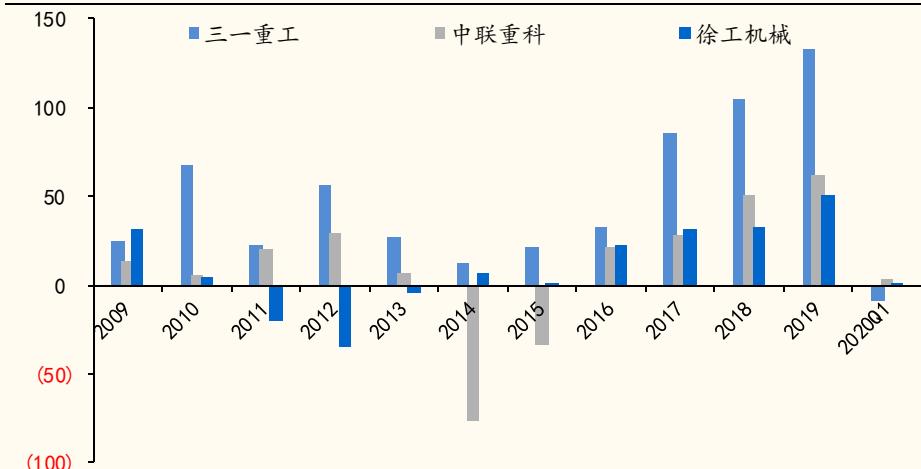
来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 32：工程机械龙头应收账款周转率对比



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 33：工程机械龙头经营性现金流净额对比

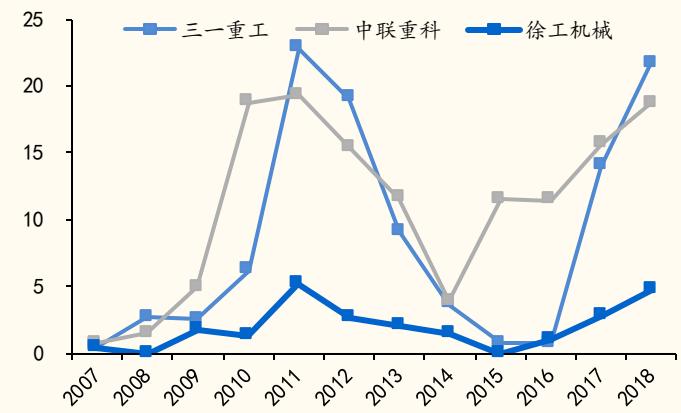


来源：wind，国金证券研究所

4、分红比例：公司具有较大提升空间

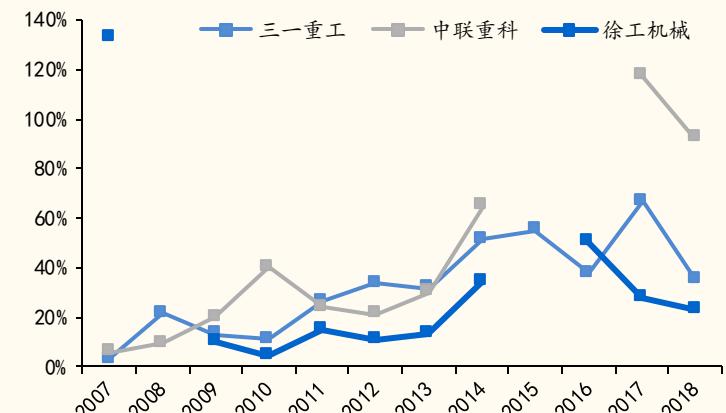
- 公司控股股东混改，公司公告“下一步将积极开展战略投资者引进，进一步完善徐工有限公司治理、员工持股和职业经理人选聘方案等工作”。我们判断控股股东层面有望实施员工持股。未来客观上有提升上市公司分红比例的需求。
- 2019年，公司分红比例大幅低于三一和中联重科。

图表 34：徐工的现金分红（亿元）大幅低于三一和中联



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

图表 35：工程机械龙头股利支付率对比



来源：中国工程机械协会，国金证券研究所

5、销售政策：公司近年来收紧信用销售政策，表外风险出清

- 信用销售政策影响公司现金流、应收账款和盈利能力。分期付款模式下应收账款增加，现金流情况差。按揭贷款和融资租赁中对应的营业收入和现金流入相同，但表外或有负债增加。发生按揭延期时，表外或有负债转为应收账款并计提坏账；融资租赁违约时，主机厂回购设备，或有负债转为存货。故而销售政策信用扩张会增加应收账款和存货的潜在风险，通过资产减值损失影响净利润，并且使经营性现金流恶化，融资需求增加，提升财务费用。

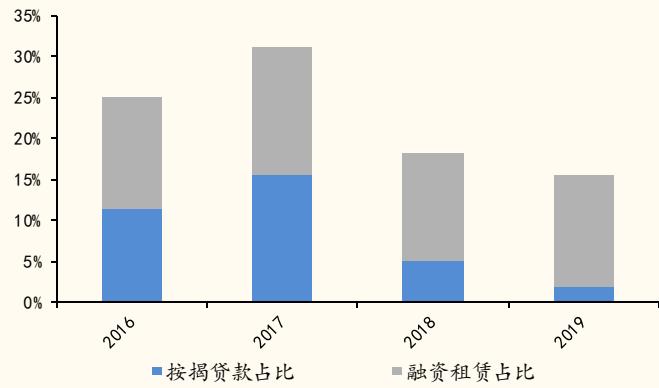
图表 36：不同销售政策对公司现金流以及盈利能力的影响

付款方式	现金流	应收账款	或有负债	坏账计提	存货减值
全额付款	增加				
分期付款		增加			
按揭贷款	增加		增加	逾期时或有负债转为应收账款并计提坏账	
融资租赁	增加		增加		违约时或有负债转为存货，计提减值准备

来源：公司公告，国金证券研究所

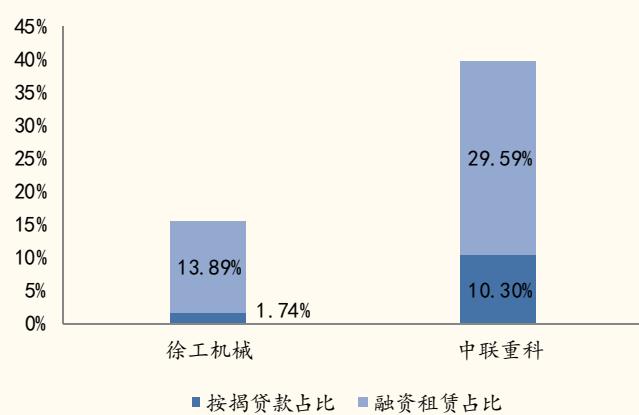
- 徐工近几年持续收紧销售政策，加强风控管理。公司提供全额付款、分期付款、按揭贷款和融资租赁四种形式。2019年徐工通过按揭和融资租赁的销售金额占公司年度营收的比例分别为1.74%、13.89%，分期的首付比例在40%，按揭首付25%。经历上轮周期惨痛教训，各公司在信用销售占比及首付比例上保持谨慎，整体销售政策较为理性，行业风险可控。
- 表外风险基本出清，徐工信用销售担保余额较历史高点大幅下降。按揭贷款和融资租赁两种信用销售方式运行过程中，徐工由于可能承担的回购义务，需要计入担保余额。截至2019年底，徐工负有回购义务的按揭贷款和融资租赁余额合计136亿，较历史高点大幅降低。总风险敞口水平（表外风险以及应收账款风险）回落到2013年以前的水平，比例是72.5%。过去几年激进的销售带来的风险基本已出清。

图表 37：徐工近 3 年销售政策收紧，按揭及融资租赁比例下降



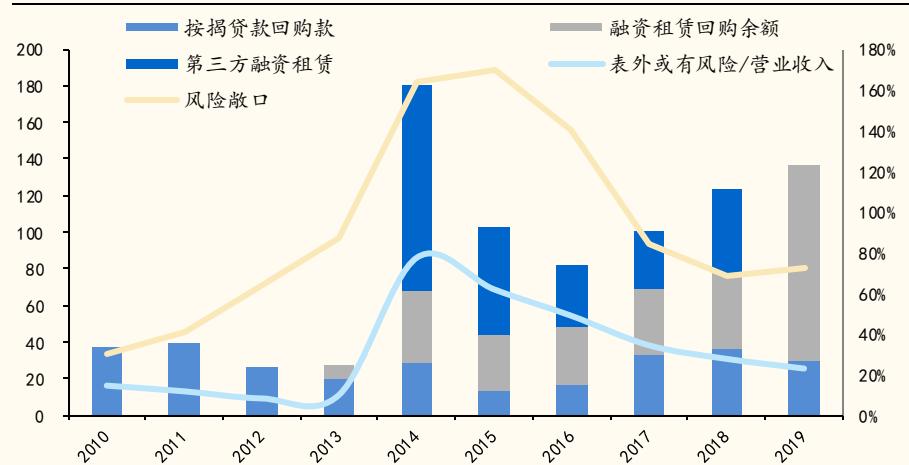
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：2019 年徐工按揭及融资租赁比例较中联明显偏低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 39：徐工表外或有风险下降



来源：公司公告，国金证券研究所，注：单位亿元，风险敞口=（表外或有风险+应收账款）/营业收入

四、盈利预测与估值分析：合理市值 624 亿元，“买入”评级

- 控股股东混改推动下，公司有望释放管理活力，盈利能力有望提升。未来母公司优质资产后续也有望注入上市公司，其中徐工集团挖机近年来份额迅速提升。
- 公司坏账计提政策严格，按揭、融资租赁等方式比例严格控制，夯实净资产，预计 2020 年全年信用减值计提比仍不会下降；另一方面，新冠疫情影影响下，汇兑损失具有一定的不确定性。
- 预计公司 2020-2022 年归属于母公司净利润为 46/52/56 亿元，增长 28%/13%/7%；EPS 为 0.59/0.67/0.72 元；PE 为 9.4/8.3/7.7 倍。公司 2020 年 PB 为 1.2 倍，具有较高的安全边际。
- 考虑公司混改后有望脱胎换骨成“新徐工”，公司估值有望逐步和三一重工靠拢；给予公司 2021 年 12 倍 PE，目标市值 624 亿元，6-12 月目标价 7.97 元。维持“买入”评级。
- 如果未来工程机械板块整体上市，我们测算有望增厚市值超 300 亿元，混改后、工程机械板块整体上市后的“新徐工”整体市值有望逐步接近 1000 亿元（未考虑相应成本）。其中：
 - (1) 我们预计徐工挖掘机 2020 年收入近 200 亿元，假设净利率达 7-8%，则理论上合理净利润有可能达到 15 亿元左右；给予挖掘机资产 15 倍左右 PE，则合理市值超 200 亿元。
 - (2) 我们测算公司 2020 年混凝土机械、塔机、矿机收入超 150 亿元，合理净利润超 10 亿元，给予 10 倍左右 PE，则合理估值超 100 亿元。

图表 40：PE 估值：对比三一和中联，公司市盈率偏低

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得、彭博一致预测均值)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	600031	三一重工	19.65	1.61	1.80	1.98	12.20	10.90	9.93
2	000157	中联重科	6.4	0.68	0.78	0.89	9.44	8.20	7.22
3	000528	柳工	6.88	0.78	0.86	-	8.82	7.98	
	中位数						9.44	8.20	8.57
	平均数						10.16	9.03	8.57
	000425	徐工机械	5.55	0.59	0.67	0.72	9.40	8.32	7.75

来源：wind，国金证券研究所（股价为 2020.4.30 收盘价）

图表 41：PB 估值：2020 年徐工 PB 为 1.2 倍，具备较高的安全边际

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	BPS(万得一致预测均值)			PB		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	600031	三一重工	19.65	6.61	8.04	9.74	2.97	2.45	2.02
2	000157	中联重科	6.4	5.69	6.28	6.93	1.13	1.02	0.92
3	000528	柳工	6.88	7.65	8.29	-	0.90	0.83	
	中位数						1.13	1.02	1.47
	平均数						1.67	1.43	1.47
	000425	徐工机械	5.55	4.67	5.17	5.70	1.19	1.07	0.97

来源：wind，国金证券研究所（股价为 2020.4.30 收盘价）

五、风险提示：基建地产投资不及预期，汇率、疫情等风险

- **地产和基建投资低于预期：**工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关，宏观政策和固定资产投资增速的变化，将对公司下游客户需求造成影响，进而影响公司产品销售。
- **汇率风险：**公司存在一定数量的外币业务，如果相关币种汇率波动，将对公司财务状况产生一定影响。
- **新冠疫情影超预期。**海外新冠疫情会对公司出口以及全球供应链产生不利影响，工程机械供应链全球分布，部分产品依赖海外核心零部件，海外产能受限会对国内生产和销售带来不利影响。
- **原材料价格波动风险。**上游原材料价格通过成本对公司盈利产生较大影响，若上游原材料价格大幅增长，则公司会面临一定的压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	29,131	44,410	59,176	67,150	72,324	72,708
增长率	52.4%	33.2%	13.5%	7.7%	0.5%	
主营业务成本	-23,629	-36,998	-48,848	-55,481	-59,627	-59,747
%销售收入	81.1%	83.3%	82.5%	82.6%	82.4%	82.2%
毛利	5,502	7,412	10,328	11,669	12,698	12,961
%销售收入	18.9%	16.7%	17.5%	17.4%	17.6%	17.8%
营业税金及附加	-184	-217	-267	-302	-325	-327
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,652	-2,272	-2,860	-3,223	-3,399	-3,417
%销售收入	5.7%	5.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%
管理费用	-2,166	-783	-883	-1,007	-1,049	-1,018
%销售收入	7.4%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
研发费用	0	-1,779	-2,127	-2,417	-2,531	-2,472
%销售收入	0.0%	4.0%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%
息税前利润(EBIT)	1,500	2,362	4,192	4,719	5,393	5,727
%销售收入	5.1%	5.3%	7.1%	7.0%	7.5%	7.9%
财务费用	-318	18	15	-308	-293	-179
%销售收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-374	-754	-136	-365	-282	-206
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	284	380	653	600	500	400
%税前利润	24.6%	17.2%	15.9%	11.6%	8.6%	6.4%
营业利润	1,140	2,109	4,083	5,147	5,817	6,242
营业利润率	3.9%	4.7%	6.9%	7.7%	8.0%	8.6%
营业外收支	14	105	19	20	20	20
税前利润	1,154	2,215	4,102	5,167	5,837	6,262
利润率	4.0%	5.0%	6.9%	7.7%	8.1%	8.6%
所得税	-125	-159	-457	-517	-584	-626
所得税率	10.9%	7.2%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,029	2,056	3,645	4,650	5,254	5,636
少数股东损益	8	10	25	25	25	25
归属于母公司的净利润	1,021	2,046	3,621	4,625	5,229	5,611
净利率	3.5%	4.6%	6.1%	6.9%	7.2%	7.7%

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,940	11,295	15,777	15,478	16,593	19,909
应收款项	18,726	22,600	32,758	36,370	36,865	36,902
存货	9,371	10,196	10,492	12,791	13,195	12,513
其他流动资产	1,142	1,564	1,395	1,712	1,812	1,795
流动资产	36,179	45,655	60,422	66,351	68,465	71,119
%总资产	72.7%	74.5%	78.2%	79.4%	79.0%	79.0%
长期投资	3,531	4,807	4,835	5,335	5,835	6,135
固定资产	7,536	7,913	8,360	8,695	8,927	9,114
%总资产	15.1%	12.9%	10.8%	10.4%	10.3%	10.1%
无形资产	2,059	2,310	2,600	2,709	2,938	3,162
非流动资产	13,591	15,595	16,870	17,238	18,180	18,860
%总资产	27.3%	25.5%	21.8%	20.6%	21.0%	20.0%
资产总计	49,770	61,250	77,292	83,590	86,645	89,979
短期借款	3,935	4,806	3,523	4,548	1,969	962
应付款项	16,741	21,839	31,444	34,135	35,763	35,841
其他流动负债	229	362	1,935	2,045	2,105	2,135
流动负债	20,905	27,007	36,902	40,728	39,837	38,938
长期贷款	1,806	825	2,763	2,763	2,763	2,763
其他长期负债	3,004	3,077	3,980	2,980	2,980	2,980
负债	25,714	30,909	43,645	46,471	45,580	44,681
普通股股东权益	24,018	30,133	33,188	36,636	40,557	44,765
其中：股本	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834	7,834
未分配利润	10,103	11,606	14,461	17,930	21,852	26,060
少数股东权益	38	207	458	483	508	533
负债股东权益合计	49,770	61,250	77,292	83,590	86,645	89,979

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.146	0.261	0.462	0.590	0.667	0.716
每股净资产	3.427	3.847	4.237	4.677	5.177	5.714
每股经营现金净流	0.450	0.422	0.515	0.297	0.908	0.984
每股股利	0.020	0.040	0.060	0.148	0.167	0.179
回报率						
净资产收益率	4.25%	6.79%	10.91%	12.63%	12.89%	12.53%
总资产收益率	2.05%	3.34%	4.68%	5.53%	6.03%	6.24%
投入资本收益率	4.08%	5.62%	8.67%	8.96%	9.95%	9.91%
增长率						
主营业务收入增长率	72.46%	52.45%	33.25%	13.48%	7.71%	0.53%
EBIT增长率	260.46%	57.44%	77.49%	12.58%	14.27%	6.20%
净利润增长率	389.31%	100.44%	76.98%	27.76%	13.04%	7.31%
总资产增长率	13.17%	23.07%	26.19%	8.15%	3.65%	3.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	187.3	133.7	136.1	160.0	150.0	150.0
存货周转天数	123.7	96.5	77.3	85.0	82.0	78.0
应付账款周转天数	96.3	77.4	82.9	92.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	90.1	59.0	46.9	40.9	36.7	34.6
偿债能力						
净负债/股东权益	7.44%	-8.80%	-19.35%	-13.98%	-21.63%	-29.15%
EBIT利息保障倍数	4.7	-129.3	-287.3	15.3	18.4	32.1
资产负债率	51.67%	50.46%	56.47%	55.59%	52.61%	49.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,029	2,056	3,645	4,650	5,254	5,636
少数股东损益	8	10	25	25	25	25
非现金支出	1,244	1,807	1,199	1,398	1,423	1,449
非经营收益	73	-10	-444	74	25	56
营运资金变动	807	-544	-369	-3,792	407	564
经营活动现金净流	3,153	3,309	4,033	2,330	7,110	7,705
资本开支	-585	-1,616	-1,908	-1,053	-1,583	-1,633
投资	100	-1,120	14	-500	-500	-300
其他	-817	-181	-943	600	500	400
投资活动现金净流	-1,302	-2,917	-2,837	-953	-1,583	-1,533
股权募资	2,706	4,521	352	0	0	0
债权募资	-3,032	-204	567	64	-2,579	-1,007
其他	-518	-741	-214	-1,739	-1,832	-1,849
筹资活动现金净流	-844	3,576	704	-1,675	-4,412	-2,856
现金净流量	1,007	3,968	1,900	-298	1,115	3,316

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	1	2	6	8	34
增持	0	5	9	9	22
中性	0	0	0	1	2
减持	0	1	1	1	1
评分	1.00	2.00	1.75	1.74	1.49

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，不作为或被视为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