

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): 5.88 元
 目标价格 (人民币): 7.97-7.97 元

控股股东“混改”正式启动——徐工有限混改挂牌

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	10.02	8.87	8.23
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

事件

- 根据江苏产权市场网发布的《徐工集团工程机械有限公司增资公告》，徐工机械的控股公司徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工有限”）于2020年6月24日将公司混合所有制改革涉及的增资项目在江苏省产权交易所公开挂牌，拟向战略投资者、员工持股平台合计募集156.56亿元（对应持股比例为49%）。本次挂牌终止日期为2020年8月20日。

点评

- 混改挂牌：优先非公资本战略投资者；之前与苏商会、苏民投战略合作**

徐工有限将通过存量转让和增资扩股方式引入战略投资者。本次增资完成后，徐工有限股东徐工集团和省属某国有独资公司合计持有本次增资后公司股权的比例不低于51%，战略投资者和员工持股平台合计持有本次增资后公司股权的比例不超过49%（其中员工持股平台持股约2%，相当于员工持股6.39亿元左右），最终以实际增资结果为准。徐工有限2018年所有者权益326亿元；营业收入577亿元，净利润16.68亿元。到2020年3月底，公司所有者权益363亿元。

混改遴选方案：混改优先考虑非公资本战略投资者，优先聚焦实业的意向战略投资者，推动徐工有限深化体制机制改革，建立徐工有限市场化的经营机制和激励约束机制。同时意向战略投资者或其控股股东能为徐工有限提供战略支持的优先，包括但不限于：品牌、技术、市场、供应链、国际化、数字化和信息化、资本运作等。

5月11日，徐工与苏民投、苏商会举行战略合作签约仪式，标志着三方合作正式启动。苏民投是江苏省唯一的省级民营资本投资公司，由沙钢集团、红豆集团等10余家省内知名民营企业联合设立。苏民投将充分发挥资本、平台和机制优势，集聚苏商优质资本，助力徐工混改。苏商会，是江苏最大的“实业会”，将做好连接工作，为江苏企业搭建合作共赢的桥梁。

盈利预测与投资建议

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10/9/8倍。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，我们测算未来的“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，详见我们5月份“新徐工”深度报告）。

风险提示

- 混改进展不及预期、地产基建投资低于预期、汇兑损失风险等风险。

相关报告

- 《新徐工三大期待：混改、挖掘机、盈利能力-徐工机械深度报告》，2020.5.7
- 《控股股东完成混改评估，挖机3月超预期增长-徐工机械点评》，2020.4.7
- 《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...》，2020.1.23
- 《三季报业绩翻倍，全年创历史新高确定性-徐工机械三季报点评》，2020.10.23

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

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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	29,131	44,410	59,176	67,150	72,324	72,708	货币资金	6,940	11,295	15,777	15,478	16,593	19,909
增长率		52.4%	33.2%	13.5%	7.7%	0.5%	应收账款	18,726	22,600	32,758	36,370	36,865	36,902
主营业务成本	-23,629	-36,998	-48,848	-55,481	-59,627	-59,747	存货	9,371	10,196	10,492	12,791	13,195	12,513
%销售收入	81.1%	83.3%	82.5%	82.6%	82.4%	82.2%	其他流动资产	1,142	1,564	1,395	1,712	1,812	1,795
毛利	5,502	7,412	10,328	11,669	12,698	12,961	流动资产	36,179	45,655	60,422	66,351	68,465	71,119
%销售收入	18.9%	16.7%	17.5%	17.4%	17.6%	17.8%	%总资产	72.7%	74.5%	78.2%	79.4%	79.0%	79.0%
营业税金及附加	-184	-217	-267	-302	-325	-327	长期投资	3,531	4,807	4,835	5,335	5,835	6,135
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	7,536	7,913	8,360	8,695	8,927	9,114
营业费用	-1,652	-2,272	-2,860	-3,223	-3,399	-3,417	%总资产	15.1%	12.9%	10.8%	10.4%	10.3%	10.1%
%销售收入	5.7%	5.1%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	无形资产	2,059	2,310	2,600	2,709	2,938	3,162
管理费用	-2,166	-783	-883	-1,007	-1,049	-1,018	非流动资产	13,591	15,595	16,870	17,238	18,180	18,860
%销售收入	7.4%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	%总资产	27.3%	25.5%	21.8%	20.6%	21.0%	21.0%
研发费用	0	-1,779	-2,127	-2,417	-2,531	-2,472	资产总计	49,770	61,250	77,292	83,590	86,645	89,979
%销售收入	0.0%	4.0%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%	短期借款	3,935	4,806	3,523	4,548	1,969	962
息税前利润 (EBIT)	1,500	2,362	4,192	4,719	5,393	5,727	应付款项	16,741	21,839	31,444	34,135	35,763	35,841
%销售收入	5.1%	5.3%	7.1%	7.0%	7.5%	7.9%	其他流动负债	229	362	1,935	2,045	2,105	2,135
财务费用	-318	18	15	-308	-293	-179	流动负债	20,905	27,007	36,902	40,728	39,837	38,938
%销售收入	1.1%	0.0%	0.0%	0.5%	0.4%	0.2%	长期贷款	1,806	825	2,763	2,763	2,763	2,763
资产减值损失	-374	-754	-136	-365	-282	-206	其他长期负债	3,004	3,077	3,980	2,980	2,980	2,980
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	25,714	30,909	43,645	46,471	45,580	44,681
投资收益	284	380	653	600	500	400	普通股股东权益	24,018	30,133	33,188	36,636	40,557	44,765
%税前利润	24.6%	17.2%	15.9%	11.6%	8.6%	6.4%	其中：股本	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834	7,834
营业利润	1,140	2,109	4,083	5,147	5,817	6,242	未分配利润	10,103	11,606	14,461	17,930	21,852	26,060
营业利润率	3.9%	4.7%	6.9%	7.7%	8.0%	8.6%	少数股东权益	38	207	458	483	508	533
营业外收支	14	105	19	20	20	20	负债股东权益合计	49,770	61,250	77,292	83,590	86,645	89,979
税前利润	1,154	2,215	4,102	5,167	5,837	6,262	比率分析						
利润率	4.0%	5.0%	6.9%	7.7%	8.1%	8.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-125	-159	-457	-517	-584	-626	每股指标						
所得税率	10.9%	7.2%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.146	0.261	0.462	0.590	0.667	0.716
净利润	1,029	2,056	3,645	4,650	5,254	5,636	每股净资产	3.427	3.847	4.237	4.677	5.177	5.714
少数股东损益	8	10	25	25	25	25	每股经营现金净流	0.450	0.422	0.515	0.297	0.908	0.984
归属于母公司的净利润	1,021	2,046	3,621	4,625	5,229	5,611	每股股利	0.020	0.040	0.060	0.148	0.167	0.179
净利率	3.5%	4.6%	6.1%	6.9%	7.2%	7.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.25%	6.79%	10.91%	12.63%	12.89%	12.53%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	2.05%	3.34%	4.68%	5.53%	6.03%	6.24%
净利润	1,029	2,056	3,645	4,650	5,254	5,636	投入资本收益率	4.08%	5.62%	8.67%	8.96%	9.95%	9.91%
少数股东损益	8	10	25	25	25	25	增长率						
非现金支出	1,244	1,807	1,199	1,398	1,423	1,449	主营业务收入增长率	72.46%	52.45%	33.25%	13.48%	7.71%	0.53%
非经营收益	73	-10	-444	74	25	56	EBIT增长率	260.46%	57.44%	77.49%	12.58%	14.27%	6.20%
营运资金变动	807	-544	-369	-3,792	407	564	净利润增长率	389.31%	100.44%	76.98%	27.76%	13.04%	7.31%
经营活动现金净流	3,153	3,309	4,033	2,330	7,110	7,705	总资产增长率	13.17%	23.07%	26.19%	8.15%	3.65%	3.85%
资本开支	-585	-1,616	-1,908	-1,053	-1,583	-1,633	资产管理能力						
投资	100	-1,120	14	-500	-500	-300	应收账款周转天数	187.3	133.7	136.1	160.0	150.0	150.0
其他	-817	-181	-943	600	500	400	存货周转天数	123.7	96.5	77.3	85.0	82.0	78.0
投资活动现金净流	-1,302	-2,917	-2,837	-953	-1,583	-1,533	应付账款周转天数	96.3	77.4	82.9	92.0	90.0	90.0
股权募资	2,706	4,521	352	0	0	0	固定资产周转天数	90.1	59.0	46.9	40.9	36.7	34.6
债权募资	-3,032	-204	567	64	-2,579	-1,007	偿债能力						
其他	-518	-741	-214	-1,739	-1,832	-1,849	净负债/股东权益	7.44%	-8.80%	-19.35%	-13.98%	-21.63%	-29.15%
筹资活动现金净流	-844	3,576	704	-1,675	-4,412	-2,856	EBIT利息保障倍数	4.7	-129.3	-287.3	15.3	18.4	32.1
现金净流量	1,007	3,968	1,900	-298	1,115	3,316	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

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	0	0	5
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.17

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