



徐工机械(000425)

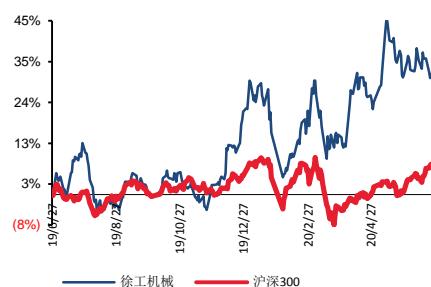
目标价: 7

昨收盘: 5.88

工业 资本货物

徐工有限混改挂牌，引入战投将开启徐工新篇章

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,834/6,995
总市值/流通(百万元)	46,062/41,131
12 个月最高/最低(元)	6.50/4.28

相关研究报告:

徐工机械(000425)《加大计提夯实资产质量，徐工有限混改积极推进中》--2020/04/30

徐工机械(000425)《年报预告业绩靓丽，看好混改提速集团优质资产注入》--2020/01/22

徐工机械(000425)《半年报各产品线全面增长，混改提速集团优质资产有望注入》--2019/09/01

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码:

事件: 根据公开信息，徐工集团按照 2019 年 7 月 25 日徐州市国资委审批通过的《徐工集团工程机械有限公司混合所有制改革试点实施方案》，于 2020 年 6 月 24 日将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。

徐工有限混改挂牌，引入战投将开启徐工新篇章: 公司控股股东徐工有限于 2020 年 6 月 24 日将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，拟公开征集不超过 10 名战略投资者，增资完成后，原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徐工有限股权的比例不低于 51%，战略投资者和员工持股平台合计持有本次增资后徐工有限股权的比例不超过 49%（其中员工持股平台持股约 2%），增资募集资金将用于智能制造转型升级、新产业发展、国际化拓展、并购与合资合作、偿还银行贷款与补充流动资金等。我们认为，徐工有限引入战投不仅能够获取更多资金获得更大的发展空间，同时有望引入更先进的管理经验和更灵活的激励机制，提升管理效率和效能，开启徐工发展的新篇章。

控股股东旗下优质资产有望注入，业务实现协同成长: 公司控股股东旗下涵盖挖机、矿机、塔机、混凝土等优质资产，挖机 2019 年年全年销售 3.5 万台，同比增长 41.1%，牢牢占据国内第二名，矿机新基地投产，仅去年四季度获得 15 亿订单，跻身全球露天矿业挖运制造商前五强；塔机收入突破 30 亿，稳居国内第二；两个施维英混凝土业务规模做到了百亿。未来随着混改落地，控股股东旗下优质资产有望注入上市公司，各项业务将实现供应链、生产制造、销售服务等全方位协同成长。

疫情后国内基建投资提速，持续受益行业高景气: 一季度疫情对国内经济产生较大影响，近期海外疫情持续发展影响外需，国内逆周期政策加大力度，基建投资明显提速。受益于此，工程机械行业销量从 3 月中下旬开始大幅提升，核心品种挖掘机 1-5 月份累计销售 14.58 万台，同比增长 19.42%，汽车起重机 1-5 月份累计销售 2.39 万台，同比增长 8.66%，且目前仍保持较高增长。随着各地项目新开工持续落地，全年工程机械行业有望保持高景气。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 44.88 亿、54.07 亿和 58.41 亿，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 国内基建投资不及预期，海外疫情持续影响出口等

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	59176.00	69512.76	77723.88	83025.40
增长率	33.25%	17.47%	11.81%	6.82%
归属母公司净利润(百万元)	3620.57	4487.75	5407.32	5840.91
增长率	76.98%	23.95%	20.49%	8.02%
每股收益 EPS (元)	0.46	0.57	0.69	0.75
PE	13	10	9	8
PB	1.37	1.38	1.18	1.03

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	59176.0	69512.7	77723.8	83025.4
营业成本	48847.9	57370.3	64217.2	68619.1
营业税金及附加	266.91	313.54	350.57	374.48
销售费用	2859.78	3371.37	3614.16	3736.14
管理费用	882.81	3475.64	3886.19	4151.27
财务费用	-14.59	-69.51	-116.59	-124.54
资产减值损失	-136.17	600.00	300.00	300.00
投资收益	653.32	500.00	500.00	500.00
公允价值变动损益	0.64	0.64	0.64	0.64
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4083.15	4951.98	5972.95	6469.51
其他非经营损益	19.13	22.01	21.75	21.40
利润总额	4102.28	4973.98	5994.70	6490.90
所得税	456.91	486.23	587.37	649.99
净利润	3645.38	4487.75	5407.32	5840.91
少数股东损益	24.80	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	3620.57	4487.75	5407.32	5840.91

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	15776.8	13004.7	17966.2	23822.0
应收和预付款项	31932.1	37509.7	41942.0	44803.3
存货	10491.9	12355.2	13852.1	14814.5
其他流动资产	2220.86	572.19	639.78	683.42
长期股权投资	2433.72	2433.72	2433.72	2433.72
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	8360.30	7727.29	7094.27	6461.26
无形资产和开发支出	2572.94	2333.24	2093.54	1853.84
其他非流动资产	3502.85	3500.17	3497.49	3494.81
资产总计	77291.6	79436.3	89519.2	98367.0
短期借款	3043.55	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	29845.8	35053.5	39233.8	41922.2
长期借款	2762.96	2762.96	2762.96	2762.96
其他负债	7993.10	8130.61	8625.94	8944.40
负债合计	43645.4	45947.0	50622.7	53629.5
股本	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67
资本公积	5135.23	5135.23	5135.23	5135.23
留存收益	15574.8	20062.5	25469.9	31310.8
归属母公司股东权益	33188.4	33031.4	38438.7	44279.7
少数股东权益	457.77	457.77	457.77	457.77
股东权益合计	33646.1	33489.2	38896.5	44737.4
负债和股东权益合计	77291.6	79436.3	89519.2	98367.0
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	5131.87	5757.86	6731.76	7220.36
PE	12.72	10.26	8.52	7.89
PB	1.37	1.38	1.18	1.03
PS	0.78	0.66	0.59	0.55
EV/EBITDA	7.03	6.13	4.51	3.39

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	3645.38	4487.75	5407.32	5840.91
折旧与摊销	1063.31	875.40	875.40	875.40
财务费用	-14.59	-69.51	-116.59	-124.54
资产减值损失	-136.17	600.00	300.00	300.00
经营营运资本变动	992.83	31.99	-1321.16	-860.47
其他	-415.16	-1100.64	-800.64	-800.64
经营活动现金流量净额	5135.59	4824.99	4344.34	5230.66
资本支出	-862.14	0.00	0.00	0.00
其他	-1974.7	500.64	500.64	500.64
投资活动现金流量净额	-2836.8	500.64	500.64	500.64
短期借款	-443.34	-3043.55	0.00	0.00
长期借款	1937.72	0.00	0.00	0.00
股权融资	123.32	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-935.32	-5054.24	116.59	124.54
筹资活动现金流量净额	682.38	-8097.79	116.59	124.54
现金流量净额	3002.79	-2772.16	4961.56	5855.83

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	33.25%	17.47%	11.81%	6.82%
营业利润增长率	93.56%	21.28%	20.62%	8.31%
净利润增长率	77.33%	23.11%	20.49%	8.02%
EBITDA 增长率	63.25%	12.20%	16.91%	7.26%
获利能力				
毛利率	17.45%	17.47%	17.38%	17.35%
三费率	6.30%	9.75%	9.50%	9.35%
净利率	6.16%	6.46%	6.96%	7.04%
ROE	10.83%	13.40%	13.90%	13.06%
ROA	4.72%	5.65%	6.04%	5.94%
ROIC	13.42%	16.19%	18.93%	19.82%
EBITDA/销售收入	8.67%	8.28%	8.66%	8.70%
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.89	0.92	0.88
固定资产周转率	8.01	9.55	11.69	13.81
应收账款周转率	2.68	2.45	2.39	2.34
存货周转率	4.61	4.94	4.83	4.73
销售商品提供劳务收	89.44%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	56.47%	57.84%	56.55%	54.52%
带息债务/总负债	20.13%	12.50%	11.34%	10.71%
流动比率	1.64	1.62	1.70	1.79
速动比率	1.35	1.30	1.38	1.48
每股指标				
每股收益	0.46	0.57	0.69	0.75
每股净资产	4.30	4.28	4.97	5.71
每股经营现金	0.66	0.00	0.00	0.00

资料来源：WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通机器人及自动化相关板块。金融行业从业八年，代表作包括《机器人大趋势》等。在进入金融行业之前，有丰富的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

崔文娟，太平洋证券机械行业分析师，复旦大学经济学院硕士。曾就职于安信证券研究中心，2019年7月加入太平洋证券，致力以研究穿越行业波动，找寻确定性机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。