

## Q2 走出疫情影响，年底混改完成值得期待

### ——徐工机械 2020 年半年度业绩点评

#### 事件：

2020 年上半年，公司实现营业总收入 350.69 亿元，同比增长 12.56%；归母净利润 20.62 亿元，同比下降 9.7%，其中单二季度同比增长 17.9%。

#### 报告要点：

##### ● 起重机收入逆势增长 11%，多项产品市占率实现突破。

分业务看，公司起重机械收入 126.92 亿元，同比+10.58%，轮式起重机市占率世界第一；桩工机械收入 35.31 亿元，同比+3.75%，工程机械备件及其他收入 89.4 亿元，同比+39.3%，主因上市公司的集中采购平台上销售给关联方材料增加。1-7 月份汽车起重机行业累计销售 3.42 万台，同比+26.38%，公司作为行业龙头强者恒强。此外，压路机、铣刨机市占率分别同比增长 5.7pct、8.4pct，摊铺机市占率大涨 13.6pct 稳居行业第一。

##### ● 盈利能力平稳运行，财务费用、坏账计提拖累利润。

上半年，公司总体毛利率 18.31%，同比-0.03pct，其中起重机械毛利率 23.91%，同比-0.95pct，桩工机械毛利率 24.56%，同比+1.8pct，工程机械备件及其他毛利率 9.36%，同比+0.55pct。净利率 5.91%，同比-1.45pct。期间费用率 6.67%，同比+1.43pct，其中财务费用 4.5 亿元，主因汇率变动带来的汇兑损失较大。研发费用 11.74 亿元，同比+27.47%。经营活动现金流净额 5.01 亿元，同比下降 82.36%，主因加大了向供应商的付款力度。上半年公司计提各类减值准备（信用减值+资产减值）共计 9.51 亿元，一定程度上拖累利润。

##### ● 混改预计年底前完成，新机制下徐工利润释放弹性足。

徐工混改预计年底前完成，目前已签署战略合作协议，混改后，我们认为，在“红色基因+国企优势+民营机制”的新机制下，徐工将实现利润快速增长。我们预计，混改后徐工有限的净利率将有较大提升空间，利润释放弹性较大。另外，混改后徐工有限旗下挖掘机、矿机、混凝土机械等优质资产有望加速注入上市公司，公司总体盈利水平和估值水平进一步提升。此外下半年基建项目、资金加速落实，抓竣工成为主要目的，工程机械销售小旺季再次来临，设备需求依旧旺盛。

##### ● 盈利预测及投资建议

我们预计公司 20-22 年归母净利润 45.4/56.4/68.2 亿元，EPS 为 0.58/0.72/0.87 元，对应 PE 分别为 10.7/8.6/7.1X，维持“买入”评级。

##### ● 风险提示

市场竞争加剧；混改进度不及预期；汇率波动风险。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	44410	59176	71407	81325	89265
收入同比 (%)	52.45	33.25	20.67	13.89	9.76
归母净利润(百万元)	2046	3621	4543	5639	6815
归母净利润同比 (%)	100.44	76.98	25.48	24.12	20.85
ROE (%)	6.79	10.91	12.41	13.57	14.54
每股收益 (元)	0.26	0.46	0.58	0.72	0.87
市盈率(P/E)	23.78	13.44	10.71	8.63	7.14

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

## 买入|维持

当前价/目标价：6.21 元/7.2 元

目标期限：6 个月

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元)：7.05 / 4.29

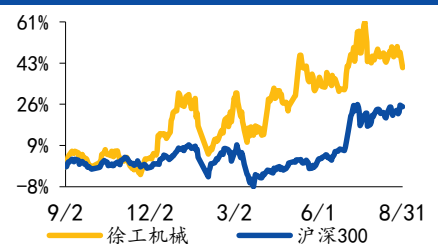
A 股流通股 (百万股)：6995.04

A 股总股本 (百万股)：7833.67

流通市值 (百万元)：43439.18

总市值 (百万元)：48647.08

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《混改如期推进，期待新机制下徐工大展宏图》  
2020.05.21

《国元证券\*公司研究\*徐工机械 2019 年年报及 2020 年一季报点评：资产质量持续优化，混改计划持续推进》  
2020.05.05

#### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	45655	60422	70753	79752	87649
现金	11295	15777	22192	24282	26668
应收账款	18055	26087	28220	32224	35387
其他应收款	568	587	714	813	893
预付账款	1275	1033	1473	1677	1833
存货	10196	10492	11531	13146	14368
其他流动资产	4265	6446	6624	7610	8500
<b>非流动资产</b>	15595	16870	16396	16972	17412
长期投资	2336	2434	2434	2434	2434
固定资产	7179	7596	8311	8495	8455
无形资产	2202	2397	2476	2553	2629
其他非流动资产	3878	4443	3175	3491	3895
<b>资产总计</b>	61250	77292	87149	96724	105061
<b>流动负债</b>	27007	36902	43225	48280	51929
短期借款	3487	3044	4000	4000	4000
应付账款	8792	13391	15430	17842	19409
其他流动负债	14727	20468	23795	26438	28520
<b>非流动负债</b>	3903	6743	6831	6380	5708
长期借款	825	2763	2763	2263	1763
其他非流动负债	3077	3980	4068	4117	3945
<b>负债合计</b>	30909	43645	50056	54660	57637
少数股东权益	207	458	487	522	566
股本	7834	7834	7834	7834	7834
资本公积	5012	5135	5135	5135	5135
留存收益	12623	15575	19648	24141	29534
归属母公司股东权益	30133	33188	36606	41543	46858
<b>负债和股东权益</b>	61250	77292	87149	96724	105061

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	3309	5136	8207	4300	5126
净利润	2056	3645	4572	5674	6858
折旧摊销	1052	1063	1074	1240	1381
财务费用	-18	-15	341	-35	-105
投资损失	-380	-653	-562	-593	-583
营运资金变动	-268	199	578	-2161	-2287
其他经营现金流	868	896	2205	174	-140
<b>投资活动现金流</b>	-2917	-2837	-1603	-943	-873
资本支出	1789	2353	1478	1228	1178
长期投资	1120	-14	0	0	0
其他投资现金流	-8	-497	-125	285	305
<b>筹资活动现金流</b>	3563	682	-189	-1267	-1866
短期借款	904	-443	956	0	0
长期借款	-980	1938	0	-500	-500
普通股增加	826	0	0	0	0
资本公积增加	1668	123	0	0	0
其他筹资现金流	1146	-935	-1146	-767	-1366
<b>现金净增加额</b>	3968	3003	6415	2090	2386

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	44410	59176	71407	81325	89265
营业成本	36998	48848	58902	67069	73334
营业税金及附加	217	267	352	389	427
营业费用	2272	2860	3070	3416	3749
管理费用	783	883	857	976	1071
研发费用	1779	2127	2571	3009	3258
财务费用	-18	-15	341	-35	-105
资产减值损失	-754	-136	1200	1200	900
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	380	653	562	593	583
<b>营业利润</b>	2109	4083	5048	6301	7608
营业外收入	114	35	35	35	35
营业外支出	9	16	13	13	13
<b>利润总额</b>	2215	4102	5070	6323	7630
所得税	159	457	498	649	772
<b>净利润</b>	2056	3645	4572	5674	6858
少数股东损益	10	25	29	35	44
<b>归属母公司净利润</b>	2046	3621	4543	5639	6815
EBITDA	3144	5132	6462	7507	8885
EPS (元)	0.26	0.46	0.58	0.72	0.87

**主要财务比率**

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	52.45	33.25	20.67	13.89	9.76
营业利润 (%)	85.03	93.56	23.63	24.84	20.74
归属母公司净利润 (%)	100.44	76.98	25.48	24.12	20.85
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.69	17.45	17.51	17.53	17.85
净利率 (%)	4.61	6.12	6.36	6.93	7.63
ROE (%)	6.79	10.91	12.41	13.57	14.54
ROIC (%)	8.64	16.38	22.02	23.39	25.97
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.46	56.47	57.44	56.51	54.86
净负债比率 (%)	18.22	14.40	15.03	12.68	11.21
流动比率	1.69	1.64	1.64	1.65	1.69
速动比率	1.30	1.35	1.36	1.37	1.41
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.85	0.87	0.88	0.88
应收账款周转率	2.37	2.36	2.32	2.37	2.33
应付账款周转率	4.72	4.40	4.09	4.03	3.94
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.46	0.58	0.72	0.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.66	1.05	0.55	0.65
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	4.24	4.67	5.30	5.98
<b>估值比率</b>					
P/E	23.78	13.44	10.71	8.63	7.14
P/B	1.61	1.47	1.33	1.17	1.04
EV/EBITDA	12.65	7.75	6.15	5.30	4.47

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188