

000425.SZ

买入

原评级: 买入

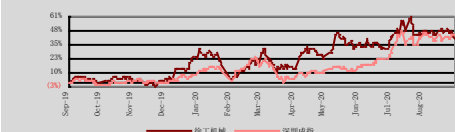
市场价格: 人民币 6.09

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 核心产品实现全线逆势增长，高端产品市场份额稳步提升；逆势强抓经营质量和强控经营风险，汇兑损失及大额计提减值造成公司盈利能力下行；徐工混改有序推进，落地后能效提升及优质资产注入值得期待。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6.0	(4.1)	2.1	43.3
相对深证成指	(24.2)	(5.7)	(22.6)	(4.6)

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	47,707
3 个月日均交易额(人民币 百万)	757
净负债比率(%) (2020E)	净现金
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 9 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

- 《徐工机械》 20200506
- 《徐工机械》 20200407
- 《徐工机械》 20191104

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

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 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

汇兑损失及大额减值影响利润释放，混改落地有望带来盈利和估值的双重提升

公司发布 2020 年半年报: 上半年实现营业收入 350.7 亿元, 同比增长 12.6%, 归母净利润 20.6 亿元, 同比下降 9.7%, 扣非归母净利润 20.3 亿元, 同比下降 7.1%, 经营净现金流 5.0 亿元, 同比下降 82.4%。

支撑评级的要点

- 核心产品实现全线逆势增长，高端产品市场份额稳步提升。上半年在疫情冲击、逆周期调节加强、两新一重建设推动、设备更新延续、环保政策趋严、机器换人等多因素驱动下，工程机械行业延续高景气度，公司营收也实现 12.6% 的增长，但归母净利润同比出现小幅下滑，主要系全球疫情蔓延导致汇率波动及计提较充足的减值损失所致，单看 Q2，公司归母净利润实现 17.9% 的增长。分产品看，起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、工程机械备件营收分别为 126.9/30.9/10.9/8.3/35.3/16.9/89.4 亿元，分别同比增长 10.6%/3.2%/1.2%/29.5%/3.8%/65.6%/39.3%，公司主要产品实现全线逆势增长，同时重点发力高端产品，多款高端产品上半年市场表现强劲，其中：轮式起重机全球龙头地位巩固，千吨级轮式起重机销量更是实现近 300% 的高增长；压路机、铣刨机市场份额分别同比增长 5.7pct、8.4pct，摊铺机市场份额大幅提升 13.6pct 稳居行业第一；旋挖钻、水平定向钻持续稳居行业第一，新产品水井钻机销量同比增长 93.9%；举高类高空消防车市场份额继续稳居行业第一，高空作业平台销量同比增长 104.6%，稳居国内臂式市场龙头地位，高空作业车市场份额同比提升 8.4pct 跻身行业一线等，高端产品市场份额的全面提升是公司坚持高质量发展战略的良好反馈。
- 逆势强抓经营质量和强控经营风险，汇兑损失及大额计提减值造成盈利能力下行。2020H1 公司期间费用率 10.0%，同比提升 1.8pct，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 4.2%、1.2%、3.4%、1.3%，分别同比下降 0.2pct、提升 0.03pct、提升 0.4pct、提升 1.65pct，财务费用率提升较多主要系汇率波动造成较大的汇兑损失所致，公司仍注重持续优化运营指标，强抓经营质量和强控经营风险，全口径逾期应收账款相比年初持续下降，2020 年新业务逾期率控制在 1% 以内。上半年公司整体毛利率为 18.3%，与去年同期基本持平，分产品看，起重机械、桩工机械、工程机械备件毛利率分别为 23.9%/24.6%/9.4%，分别同比下降 1.0pct、增加 1.8pct、增加 0.6pct，在多款工程机械产品价格低于去年同期的背景下，公司核心产品毛利率仍保持相对稳定，彰显公司高质量、高效率经营成果；受期间费用率上行及计提大额减值影响，净利率降低 1.5pct 至 5.9%。上半年公司经营净现金流仅 5.0 亿元，同比大幅降低超 80%，主要系疫情影响加大了对供应商的付款力度。
- 徐工混改有序推进，能效提升及优质资产注入后公司有望站上发展的新台阶。徐工有限的混改已于 6 月 24 日在江苏省产权交易所公开挂牌，预计年内有望完成混改，混改完成后公司的经营能效、管理水平、员工动力、市场拓展能力等有望实现全方位提升，叠加近两年对历史包袱的严苛处理，公司未来会有较强的利润弹性。同时，公司母公司旗下还拥有挖掘机、混凝土、塔机等优质资产，挖掘机上半年市场份额同比增长 0.9pct，稳居国内市场前 2，其中替代外资品牌 65 吨以上的大型矿用挖掘机市场份额同比提升 6.3pct，跻身全球前 5；混凝土搅拌车销量同比增长 106.8%，市场份额同比大幅提升 3.7pct；塔机销量同比增长 122.6%，市场份额同比提升 7.1pct，稳居行业前 2，这些优质的新业务资产后续也有望注入上市公司，注入后公司的业务更加多元化，周期波动性会有所降低，新业务的放量为公司中长期持续、稳健增长赋能，也有助于公司估值中枢的进一步提升。

估值

- 基于上半年公司业绩，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润分别至 45.7/55.1/59.4 亿元，对应 EPS 为 0.58/0.70/0.76 元/股，对应 PE 分别为 10.4/8.7/8.0 倍，维持 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 全球疫情控制进度不及预期，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	66,987	72,070	75,523
变动(%)	52	33	13	8	5
净利润(人民币 百万)	3,721	3,621	4,572	5,507	5,936
全面摊薄每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.584	0.703	0.758
变动(%)	100.4	77.0	26.3	20.5	7.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.626	0.701	0.762
调整幅度(%)			(6.71)	0.29	(0.52)
全面摊薄市盈率(倍)	23.3	13.2	10.4	8.7	8.0
价格/每股现金流量(倍)	14.4	9.3	8.4	7.5	6.9
每股现金流量(人民币)	0.42	0.66	0.72	0.81	0.89
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	5.0	6.7	4.7	3.6
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.088	0.105	0.114
股息率(%)	1.0	1.0	1.4	1.7	1.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020H1 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2019H1	2020H1	同比变动 (%)
营业总收入	311.56	350.69	12.56
营业成本	254.44	286.49	12.60
营业利润	25.91	23.90	(7.73)
净利润	22.92	20.73	(9.57)
归属于上市公司股东的净利润	22.83	20.62	(9.70)
扣非后净利润	21.79	20.25	(7.05)
销售费用	13.88	14.76	6.36
管理费用	3.59	4.14	15.07
研发费用	9.21	11.74	27.40
财务费用	(1.15)	4.50	(492.02)
销售费用率 (%)	4.45	4.21	
管理费用率 (%)	1.15	1.18	
研发费用率 (%)	2.96	3.35	
财务费用率 (%)	(0.37)	1.28	
毛利率 (%)	18.33	18.31	
净利率 (%)	7.36	5.91	

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	66,987	72,070	75,523
销售成本	(37,215)	(49,115)	(55,303)	(59,392)	(62,209)
经营费用	(2,763)	(2,551)	(5,975)	(5,621)	(5,683)
息税折旧前利润	4,432	7,510	5,710	7,057	7,631
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	4,522	5,692	6,130
净利息收入/(费用)	18	15	(72)	18	166
其他收益/(损失)	486	673	730	530	430
税前利润	3,890	7,142	5,180	6,239	6,725
所得税	(159)	(457)	(577)	(695)	(749)
少数股东权益	10	25	31	38	41
净利润	3,721	3,621	4,572	5,507	5,936
核心净利润	3,725	6,662	4,575	5,510	5,939
每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.584	0.703	0.758
核心每股收益(人民币)	0.476	0.850	0.584	0.703	0.758
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.088	0.105	0.114
收入增长(%)	52	33	13	8	5
息税前利润增长(%)	201	91	(30)	26	8
息税折旧前利润增长(%)	123	69	(24)	24	8
每股收益增长(%)	100	77	26	20	8
核心每股收益增长(%)	282	79	(31)	20	8

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	5,180	6,239	6,725
折旧与摊销	1,046	1,055	1,188	1,365	1,501
净利息费用	(18)	(15)	72	(18)	(166)
运营资本变动	663	383	517	14	1,136
税金	(1,825)	(3,472)	(577)	(695)	(749)
其他经营现金流	(448)	42	(708)	(541)	(1,506)
经营活动产生的现金流	3,309	5,136	5,672	6,366	6,942
购买固定资产净值	255	278	1,380	1,300	1,150
投资减少/增加	(995)	555	700	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)	(680)	(800)	(750)
净增权益	(470)	(470)	(686)	(826)	(890)
净增债务	(109)	655	1,376	(3,488)	(3,723)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	4,143	471	(4,765)	(84)	(58)
融资活动产生的现金流	3,563	682	(4,022)	(4,295)	(4,450)
现金变动	3,955	2,981	970	1,271	1,741
期初现金	6,940	11,295	15,777	16,747	18,018
公司自由现金流	392	2,299	4,992	5,566	6,192
权益自由现金流	264	2,939	6,440	2,061	2,303

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	17,998	17,547	18,818	20,752
应收帐款	22,538	30,899	34,228	35,841	36,955
库存	10,196	10,492	12,119	12,164	13,271
其他流动资产	1,275	1,033	1,258	1,367	1,383
流动资产总计	45,655	60,422	65,152	68,189	72,361
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	82,215	85,174	88,956
应付帐款	17,931	27,433	30,928	32,404	34,276
短期债务	3,487	3,044	7,211	3,645	0
其他流动负债	5,588	6,426	6,969	7,208	7,506
流动负债总计	27,007	36,902	45,109	43,257	41,782
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	24,596	29,369	34,585
股东权益	25,469	28,544	32,430	37,202	42,419
少数股东权益	207	458	489	528	570
总负债及权益	61,250	77,292	82,215	85,174	88,956
每股帐面价值(人民币)	3.25	3.64	4.14	4.75	5.41
每股有形资产(人民币)	2.96	3.32	3.80	4.39	5.06
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	(1.27)	(1.22)	(1.83)	(2.55)

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	8.5	9.8	10.1
息税前利润率(%)	7.6	10.9	6.8	7.9	8.1
税前利润率(%)	8.8	12.1	7.7	8.7	8.9
净利率(%)	8.4	6.1	6.8	7.6	7.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.6	1.4	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	62.9	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	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)	23.3	13.2	10.4	8.7	8.0
核心业务市盈率(倍)	12.8	7.2	10.4	8.7	8.0
市净率(倍)	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	14.4	9.3	8.4	7.5	6.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	5.0	6.7	4.7	3.6
周转率					
存货周转天数	96.0	76.9	74.6	74.6	74.6
应收帐款周转天数	169.6	164.8	177.4	177.4	175.9
应付帐款周转天数	127.7	139.9	159.0	160.4	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	15.0	15.8	14.9
资产收益率(%)	5.9	8.7	5.0	6.0	6.3
已运用资本收益率(%)	1.7	2.6	2.8	3.1	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。所有本报告期内使用的商标、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