

徐工机械(000425)

公司点评

大股东混改收官；期待“新徐工”盈利能力提升

——徐工机械点评报告

行业公司研究——机械设备行业——证券研究

□ 大股东混改顺利收官，组建新一届董事会

2020年9月公司公告：徐工集团与3家国企签订54亿的徐工有限股权转让协议，大股东徐工有限与12家战略投资者和员工持股平台（徐工金帆引领）签订156.56亿元的增资协议。其中员工持股平台持有徐工有限2.7%股权。

根据徐州市国资委网站的信息：2021年3月徐工有限增资扩股后首次股东会中组建了新一届董事会、监事会。股东大会的召开标志着徐工有限混合所有制改革顺利收官，开启了发展新篇章；标志着徐工有限的市场化改革跨出了关键一步，取得了实质性成果。

□ 挖掘机和塔机均为徐工有限的优质资产，二者市占率均居全国第二

**挖掘机：**2019年徐工有限挖掘机收入138亿元，同比增长29%。根据中国工程机械行业协会数据，2020年徐工有限挖掘机销量5.2万台，同比增长57%，市占率为16%（国内仅次于三一重工28%），预计2020年挖机收入超过200亿元。

**塔机：**2019年徐工有限塔机收入19亿元，同比增长125%。收入规模仅次于中联重科（估算2019年中联塔机收入超过70亿）居国内第二。

□ 期待“新徐工”盈利能力提升：产品结构优化、运营效率提升和员工持股

徐工机械盈利能力低于三一、中联，提升空间大。2020年前三季度徐工机械毛利率和净利率分别为18%和5%，低于三一（30%和17%）、中联（29%和13%）。期待“新徐工”未来盈利能力改善。1）产品结构进一步优化，综合毛利率有望提升；2）经营效率提升。推行职业经理人制度，提高市场化运营水平；3）管理层和员工积极性增强，员工持股平台持有徐工有限2.7%股权。

□ 下游基建和房地产投资额完成修复，1-2月工程机械高景气持续

2021年1-2月房地产开发投资同比增长38%；制造业投资增长37%；基建投资增长37%（2020年前两月基数较低）；根据工程机械协会数据，1-2月挖掘机销量同比增长149%，汽车起重机同比增长83%；履带起重机同比增长197%；随车起重机同比增长105%；纳入协会统计的十二类工程机械合计同比增长117%。

投资建议：预计2021年净利润增长36%，对应PE为11倍

预计2020-2022年营业收入为692/794/856亿元，同比增长17%/15%/8%；归母净利润为40/55/66亿元，同比增长11%/36%/22%，PE为15/11/9倍。维持“买入”评级。

风险提示：1）基建、地产投资不及预期；2）新冠疫情超预期风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	59176	69197	79362	85645
(+/-)	33%	17%	15%	8%
归母净利润	3621	4008	5450	6625
(+/-)	77%	11%	36%	22%
每股收益(元)	0.46	0.51	0.70	0.85
P/E	16	15	11	9
ROE	11%	11%	13%	14%
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 7.49

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.04
2Q/2020	0.18
1Q/2020	0.07
4Q/2019	0.07

分析师：邱世梁

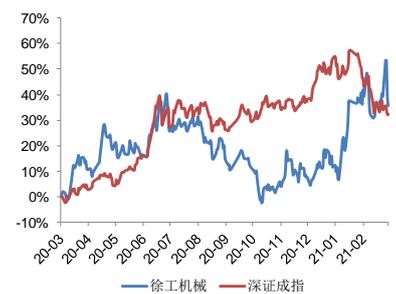
执业证书号：S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001  
lifeng1@stocke.com.cn



相关报告

证券研究报告

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	60422	73447	88102	102816
现金	15777	26758	32558	42772
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	30438	31797	35429	37566
其它应收款	461	905	854	903
预付账款	1033	1768	1880	1904
存货	10492	11283	16213	18228
其他	2221	935	1169	1442
<b>非流动资产</b>	16870	15633	15754	15412
金额资产类	0	1681	1384	1022
长期投资	2434	1910	2226	2190
固定资产	7596	7279	7027	6647
无形资产	2397	2477	2561	2636
在建工程	764	651	561	489
其他	3679	1635	1995	2429
<b>资产总计</b>	77292	89081	103856	118227
<b>流动负债</b>	36902	43282	49954	54524
短期借款	3044	4000	5000	6000
应付款项	27433	32722	37613	40663
预收账款	1784	1038	1190	1285
其他	4641	5523	6150	6576
<b>非流动负债</b>	6743	8117	10733	13864
长期借款	2763	4763	7263	10263
其他	3980	3354	3470	3601
<b>负债合计</b>	43645	51399	60687	68388
少数股东权益	458	485	523	568
归属母公司股东权	33188	37196	42646	49271
<b>负债和股东权益</b>	77292	89081	103856	118227

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5136	8288	2499	5993
净利润	3645	4036	5487	6671
折旧摊销	1063	599	618	631
财务费用	(15)	264	330	421
投资损失	(653)	(653)	(653)	(653)
营运资金变动	1458	1277	550	304
其它	(363)	2766	(3833)	(1381)
<b>投资活动现金流</b>	(2837)	(622)	236	780
资本支出	(447)	(50)	(150)	(50)
长期投资	2373	(1157)	(20)	399
其他	(4763)	585	406	431
<b>筹资活动现金流</b>	682	3316	3064	3442
短期借款	(443)	956	1000	1000
长期借款	1938	2000	2500	3000
其他	(812)	359	(436)	(558)
<b>现金净增加额</b>	2981	10981	5799	10215

资料来源: Wind、浙商证券研究所

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	59176	69197	79362	85645
营业成本	48848	56417	64850	70108
营业税金及附加	267	346	397	428
营业费用	2860	3114	3413	3426
管理费用	883	1038	1190	1199
研发费用	2127	2491	2778	2741
财务费用	(15)	264	330	421
资产减值损失	1239	2111	1349	942
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	653	653	653	653
其他经营收益	462	447	443	451
<b>营业利润</b>	4083	4519	6152	7485
营业外收支	19	23	23	21
<b>利润总额</b>	4102	4541	6175	7507
所得税	457	506	688	836
<b>净利润</b>	3645	4036	5487	6671
少数股东损益	25	27	37	45
<b>归属母公司净利润</b>	3621	4008	5450	6625
<b>EBITDA</b>	5247	5401	7112	8552
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.46	0.51	0.70	0.85

<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	33.2%	16.9%	14.7%	7.9%
营业利润增长率	93.6%	10.7%	36.1%	21.7%
归母净利润增长率	77.0%	10.7%	36.0%	21.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.5%	18.5%	18.3%	18.1%
净利率	6.2%	5.8%	6.9%	7.8%
ROE	11.3%	11.2%	13.5%	14.2%
ROIC	9.2%	9.0%	10.3%	10.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.5%	57.7%	58.4%	57.8%
净负债比率	14.4%	19.1%	21.8%	25.0%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5
应付帐款周转率	4.4	3.7	3.6	3.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.46	0.51	0.70	0.85
每股经营现金	0.66	1.06	0.32	0.76
每股净资产	4.24	4.75	5.44	6.29
<b>估值比率</b>				
P/E	16	15	11	9
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.6	7.9	5.7	4.0

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>