

一季报业绩超预期; 期待“新徐工”盈利能力提升

——徐工机械点评报告

□ 2021年一季度净利润同比增长137%-186%，业绩超预期

2020年业绩快报: 2020年收入约740亿元(+25%); 净利润约37亿元(+3%)。2020年业绩符合预期。2020年四季度净利率为5.7%，环比三季度提升3.4pct，同比2019年四季度提升1.9pct，四季度净利率环比和同比均有明显改善。

2021年一季度业绩预告: 实现净利润14.5~17.5亿元，同比增长137%~186%，业绩中枢为16亿元，同比增长162%。2021年一季度业绩超预期。

□ 徐工有限混改顺利收官，未上市资产注入已提上日程

2021年3月控股股东徐工有限混改顺利收官，股权实现多元化。其中徐工集团持股比例下降至34.1%; 3家国企和12家战略投资者合计持有徐工有限63.2%股权; 员工持股平台持有徐工有限2.7%股权。2021年4月7日，上市公司重大资产停牌重组，拟通过向徐工有限的全体股东以发行股份等方式实施吸收合并徐工有限。徐工有限未上市资产(挖掘机等)注入已提上日程。

□ 挖掘机为徐工有限的优质资产，国内市占率16%，居全国第二

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%(国内仅次三一重工28%)，预计2020年挖机收入超过200亿元。

□ 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

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”盈利能力改善: 1) 产品结构优化，综合毛利率提升; 2) 推行职业经理人制度，经营效率提升; 3) 员工持股平台持有徐工有限2.7%股权，管理层和员工积极性增强。

□ 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、制造业和基建投资增长分别增长38%/37%/37%(2020年基数较低); 根据工程机械协会数据，1-2月挖机销量同比增长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%。

投资建议: 预计2021年净利润增长47%，对应PE为11倍

预计2020-2022年营业收入为740/845/913亿元，同比增长25%/14%/8%; 归母净利润为37/55/66亿元，同比增长3%/47%/21%，PE为16/11/9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	73999	84463	91334
(+/-)	33%	25%	14%	8%
归母净利润	3621	3727	5491	6619
(+/-)	77%	3%	47%	21%
每股收益(元)	0.5	0.5	0.7	0.8
P/E	16	16	11	9
ROE	11%	10%	14%	14%
PB	1.8	1.6	1.4	1.2

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥7.48

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: 王华君

执业证书号: S1230520080005
wanghua jun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

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



相关报告

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60422	75740	90600	105631
现金	15777	26491	32528	43158
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	30438	33396	36750	38611
其它应收款	461	968	909	963
预付账款	1033	1890	1999	2030
存货	10492	12059	17245	19428
其他	2221	935	1169	1442
非流动资产	16870	15636	15757	15414
金融资产类	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	1637	1997	2431
资产总计	77292	91375	106356	121046
流动负债	36902	45859	52696	57590
短期借款	3044	4000	5000	6000
应付款项	27433	34972	40007	43340
预收账款	1784	1110	1267	1370
其他	4641	5778	6421	6880
非流动负债	6743	8117	10733	13864
长期借款	2763	4763	7263	10263
其他	3980	3354	3470	3601
负债合计	43645	53976	63429	71454
少数股东权益	458	483	521	566
归属母公司股东权益	33188	36916	42406	49026
负债和股东权益	77292	91375	106356	121046

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5136	8022	2739	6405
净利润	3645	3753	5528	6664
折旧摊销	1063	599	618	631
财务费用	(15)	266	332	418
投资损失	(653)	(653)	(653)	(653)
营运资金变动	1458	1317	578	329
其它	(363)	2741	(3665)	(984)
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	682	3314	3062	3445
短期借款	(443)	956	1000	1000
长期借款	1938	2000	2500	3000
其他	(812)	357	(438)	(555)
现金净增加额	2981	10714	6037	10630

资料来源: Wind、浙商证券研究所

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	59176	73999	84463	91334
营业成本	48848	60296	68978	74724
营业税金及附加	267	370	422	457
营业费用	2860	3330	3632	3653
管理费用	883	1110	1267	1279
研发费用	2127	2664	2956	2923
财务费用	(15)	266	332	418
资产减值损失	1239	2864	1774	1507
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
营业利润	4083	4201	6199	7478
营业外收支	19	23	23	21
利润总额	4102	4223	6221	7500
所得税	457	470	693	835
净利润	3645	3753	5528	6664
少数股东损益	25	26	38	45
归属母公司净利润	3621	3727	5491	6619
EBITDA	5247	5085	7160	8542
EPS (最新摊薄)	0.5	0.5	0.7	0.8

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	33.2%	25.0%	14.1%	8.1%
营业利润增长率	93.6%	2.9%	47.6%	20.6%
归母净利润增长率	77.0%	2.9%	47.3%	20.6%
获利能力				
毛利率	17.5%	18.5%	18.3%	18.2%
净利率	6.2%	5.1%	6.5%	7.3%
ROE	11.3%	10.5%	13.7%	14.3%
ROIC	9.2%	8.5%	10.4%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	56.5%	59.1%	59.6%	59.0%
净负债比率	14.4%	18.2%	20.8%	23.9%
流动比率	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.4	1.4	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
应收帐款周转率	2.7	2.6	2.5	2.5
应付帐款周转率	4.4	3.8	3.6	3.5
每股指标(元)				
每股收益	0.5	0.5	0.7	0.8
每股经营现金	0.66	1.02	0.35	0.82
每股净资产	4.24	4.71	5.41	6.26
估值比率				
P/E	16	16	11	9
P/B	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.6	8.4	5.6	3.9

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>