

## 核心资产正式加速注入，混改助力破茧重生

### ——徐工机械(000425)重大资产重组预案公告点评

事件：

4月20日，公司发布徐工机械即上市公司吸收合并控股股东徐工有限暨关联交易预案，发行定价为基准日前120个交易日股票交易均价的90%（即5.65元/股），不低于上市公司经审计的归母普通股股东的每股净资产。

报告要点：

#### ● “股份转让+增资扩股”混改落地，员工持股计划同步进行

2020年9月22日，公司控股股东徐工有限完成了大规模的混改。徐工集团向3家国有控股企业成功转让徐工有限的部分股权，获得了54亿元的总对价；同时，徐工有限又引入了国家制造业转型升级基金等12家战略投资者，增资156.6亿元资金，合计引资210.6亿元。混改后实际控制人徐工集团持有股权从100%降至34%，实际控制权未发生变化。公司也正逐步实施骨干员工持股和股权激励计划，设立了徐工金帆并将增资项目中2.7%的股份作为员工持股平台，参与出资的高管团队与骨干435人、总出资8.69亿元，有助于后续实施利润分享计划和职业经理人市场化薪酬机制。

#### ● 注入挖掘机、混凝土机械等核心资产，稳步迈入混改第二步

徐工有限是徐工集团旗下工程机械资产平台，承载了包括上市公司和未注入上市公司体内的挖掘机、混凝土机械、建机和矿业机械等绝大部分资产。徐工有限、徐工机械董事长王民表示，将在三年内把徐工有限的工程机械资产注入到上市公司体内，使其成为工程机械行业产品最齐全的企业。根据公开资料显示，2020年徐工集团营收突破1500亿元，徐工有限营收有望接近翻倍（2019年783亿元），上市公司收入740亿元，体外收入近700亿元，预计徐工有限的优质资产注入后，上市公司收入体量将进一步提升。

#### ● 核心工程机械业务均位于行业前列，保持增长态势

2020年公司实现营收739.7亿元，同比增长25%，归母净利润37.3亿元，同比增长3%。起重机板块销量常年位居行业第一，市占率约为40%左右，其中，2020Q1履带起重机订单超500台，总价值量突破20亿元，约为2019年营收的1/10。2020年徐工挖机销量同比增长56.2%，市占率达15.9%，居行业第二，逐渐拉大与卡特差距；一季度混凝土机械各产品实现高速增长，其中泵车、搅拌车、搅拌站销量均实现同比280%以上的增长。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预计公司2020至2022年归母净利润37.28/54.31/67.43亿元，EPS为0.48/0.69/0.86元，对应PE分别为15.7/10.8/8.7X，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	73968	82399	87419
收入同比(%)	52.45	33.25	25.00	11.40	6.09
归母净利润(百万元)	2046	3621	3728	5431	6743
归母净利润同比(%)	100.44	76.98	2.96	45.69	24.15
ROE(%)	6.79	10.91	10.42	13.26	14.44
每股收益(元)	0.26	0.46	0.48	0.69	0.86
市盈率(P/E)	28.64	16.18	15.72	10.79	8.69

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 买入|维持

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 7.7 / 4.9

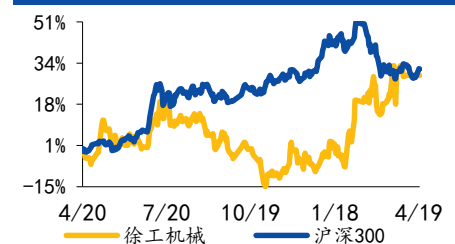
A股流通股(百万股): 6995.04

A股总股本(百万股): 7833.67

流通市值(百万元): 52322.88

总市值(百万元): 58595.84

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究-机械行业 11 月份挖掘机销量点评：11 月销量增速达 67%，21 年挖机市场依旧乐观》  
2020.12.14

《国元证券行业研究-机械行业 2021 年投资策略：乘风破浪，国产崛起》2020.12.01

《国元证券行业研究-机械行业 10 月份挖掘机销量点评：销量保持 60% 以上高增速，出口表现突出》  
2020.11.11

#### 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

联系人 秦亚男

电话 021-51097188-1956

邮箱 qinyanan@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	72341	74467	77264
现金	11295	15777	18492	20600	23082
应收账款	18055	26087	29233	29022	29265
其他应收款	568	587	740	824	874
预付账款	1275	1033	1509	1658	1774
存货	10196	10492	11819	13000	13904
其他流动资产	4265	6446	10548	9363	8366
<b>非流动资产</b>	15595	16870	16051	16818	17393
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	2831	3337	3876
<b>资产总计</b>	61250	77292	88392	91285	94657
<b>流动负债</b>	27007	36902	43158	41320	40123
短期借款	3487	3044	7940	5380	3259
应付账款	8792	13391	14490	14592	15612
其他流动负债	14727	20468	20728	21348	21252
<b>非流动负债</b>	3903	6743	8976	8517	7355
长期借款	825	2763	3963	3463	2963
其他非流动负债	3077	3980	5014	5054	4392
<b>负债合计</b>	30909	43645	52134	49837	47478
少数股东权益	207	458	467	481	498
股本	7834	7834	7834	7834	7834
资本公积	5012	5135	5135	5135	5135
留存收益	12623	15575	18833	23566	29357
归属母公司股东权益	30133	33188	35791	40967	46681
<b>负债和股东权益</b>	61250	77292	88392	91285	94657

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	-1753	7080	7741
净利润	2056	3645	3737	5445	6760
折旧摊销	1052	1063	1074	1240	1381
财务费用	-18	-15	497	368	92
投资损失	-380	-653	-501	-532	-542
营运资金变动	-268	199	-8912	968	589
其他经营现金流	868	896	2352	-410	-539
<b>投资活动现金流</b>	-2917	-2837	-1341	-1192	-1045
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	137	36	133
<b>筹资活动现金流</b>	3563	682	5809	-3781	-4214
短期借款	904	-443	4896	-2560	-2121
长期借款	-980	1938	1200	-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	-287	-721	-1593
<b>现金净增加额</b>	3968	3003	2715	2108	2482

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	73968	82399	87419
营业成本	36998	48848	60377	66326	70965
营业税金及附加	217	267	365	394	419
营业费用	2272	2860	4068	4367	3672
管理费用	783	883	1110	1154	1180
研发费用	1779	2127	2811	3090	3278
财务费用	-18	-15	497	368	92
资产减值损失	-754	-136	1339	1200	1000
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	380	653	501	532	542
<b>营业利润</b>	2109	4083	4275	6239	7750
营业外收入	114	35	35	35	35
营业外支出	9	16	14	15	15
<b>利润总额</b>	2215	4102	4296	6259	7770
所得税	159	457	558	814	1010
<b>净利润</b>	2056	3645	3737	5445	6760
少数股东损益	10	25	9	14	17
<b>归属母公司净利润</b>	2046	3621	3728	5431	6743
EBITDA	3144	5132	5845	7847	9224
EPS (元)	0.26	0.46	0.48	0.69	0.86

**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	25.00	11.40	6.09
营业利润 (%)	85.03	93.56	4.70	45.93	24.23
归属母公司净利润 (%)	100.44	76.98	2.96	45.69	24.15
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.69	17.45	18.37	19.51	18.82
净利率 (%)	4.61	6.12	5.04	6.59	7.71
ROE (%)	6.79	10.91	10.42	13.26	14.44
ROIC (%)	8.64	16.38	13.36	18.73	22.54
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.46	56.47	58.98	54.59	50.16
净负债比率 (%)	18.22	14.40	24.29	19.08	14.57
流动比率	1.69	1.64	1.68	1.80	1.93
速动比率	1.30	1.35	1.40	1.48	1.57
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.85	0.89	0.92	0.94
应收账款周转率	2.37	2.36	2.36	2.49	2.64
应付账款周转率	4.72	4.40	4.33	4.56	4.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.46	0.48	0.69	0.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.66	-0.22	0.90	0.99
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	4.24	4.57	5.23	5.96
<b>估值比率</b>					
P/E	28.64	16.18	15.72	10.79	8.69
P/B	1.94	1.77	1.64	1.43	1.26
EV/EBITDA	15.81	9.69	8.50	6.33	5.39

## 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

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。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连带损失承担任何责任。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, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

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