

徐工机械 (000425.SZ)

公司研究/点评报告

混改方案落地，行业巨头整装待发

—徐工机械事件点评

点评报告/机械

2021年04月23日

一、事件概述

2021年4月20日，公司发布资产重组预案，拟向徐工有限的全体股东发行股份吸收合并徐工有限，本次吸收合并完成后，上市公司作为存续公司承继及承接徐工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。本次发行为非公开发行，本次发行股份的价格为定价基准日前120个交易日股票交易均价的90%。

二、分析与判断

➤ 混改落地引入优质投资者，股权激励加速公司市场化进程

资产重组后徐工有限原股东天津茂信、江苏国信、建信金融、交银金投、国家制造业基金、徐工金帆、中信保诚等将持有吸收合并后徐工机械的相应股份。公司通过此次混改，引入优质战略投资者。2020年9月份，徐工12名战略投资者签署合计147.9亿元增资项目，其中员工持股平台增资8.7亿元，参与对象为高管团队和核心骨干，我们认为股权激励有利于加速公司市场化进程，长远看公司经营效率和营运水平将有望提升。

➤ 优质资产注入完善公司产业布局，盈利能力有望大幅提升

重组完成后，徐工有限旗下挖机、混凝土机械、矿机、塔机等注入上市公司，有利于优化上市公司的产业结构、完善产业布局。2020年徐工挖机市占率接近16%，2020年前三季度挖机营收超160亿元，占收入比19.50%，起重机械、混凝土机械、其他工程机械及备件前三季度营收分别为147亿、36亿、111亿元，占收入比分别为25.98%、6.37%、19.59%。预计2020年徐工机械营收740亿元，归母净利润37.3亿元，资产注入后，我们预计新徐工营收有望突破1200亿元，新注入业务将为上市公司带来超过300亿营收，长期来看，公司盈利能力有望大幅提升。

➤ 一季度业绩亮眼，行业巨头迎来腾飞

公司发布公告，Q1预计实现净利润14.5-17.5亿元，同比增长137.2%-186.2%，创单季度上市以来历史新高，主要原因系行业高景气下设备开工率显著提高，采购需求旺盛。作为徐工集团的核心子公司，公司轮式起重机市场占有率全球第一，随车起重机、履带起重机、压路机、平地机、摊铺机、水平定向钻机、旋挖钻机、举高类消防车、桥梁检测车等多项核心产品市场占有率稳居国内第一，公司在海外拥有300家经销商，40个办事处，140多个服务备件中心，营销网络覆盖全球187个国家和地区。母公司徐工集团在2020年英国KHL世界权威全球工程机械行业排名全球第四，中资企业排名第一，连续数年跻身全球前十强。公司目前盈利能力和市场占有率还有较大提升空间，混改落地后，公司将有望迎来高速发展期。

三、投资建议

受益于行业高景气度，公司业绩保持稳定增长，我们认为混改落地将提升公司行业竞争力和盈利能力，公司长期投资价值显著，不考虑资产注入情况，我们预计2020-2022年公司营收739.70/850.65/935.72亿元，归母净利润37.30/53.01/60.00亿元，EPS为0.48/0.68/0.77元，对应PE为15.7/11.1/9.8倍，公司估值水平位于历史估值中枢19.55X下方，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

市场竞争加剧，混改进度不及预期，海外市场拓展受阻

推荐

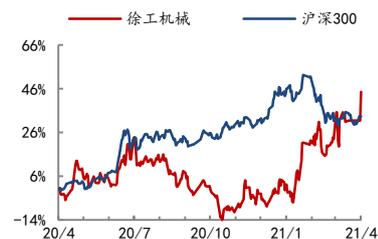
维持评级

当前价格：7.64元

交易数据 2021-4-22

近12个月最高/最低(元)	8.23/4.97
总股本(百万股)	7833.67
流通股本(百万股)	6995.04
流通股比例(%)	89%
总市值(亿元)	601
流通市值(亿元)	537

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：关启亮

执业证：S0100521020001
 电话：021-60876757
 邮箱：guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证：S0100520090001
 电话：021-60876739
 邮箱：xuhao_yj@mszq.com

相关研究

徐工机械(000425.SZ)：混改靴子落地，开启徐工新纪元

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	59,176	73,970	85,065	93,572
增长率 (%)	33.2%	25.0%	15.0%	10.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,621	3,730	5,301	6,000
增长率 (%)	77.0%	3.0%	43.0%	13.2%
每股收益 (元)	0.43	0.48	0.68	0.77
PE (现价)	17.3	15.7	11.1	9.8
PB	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	59,176	73,970	85,065	93,572
营业成本	48,848	61,262	70,009	76,869
营业税金及附加	267	348	383	421
销售费用	2,860	3,854	4,109	4,491
管理费用	883	1,184	1,267	1,394
研发费用	2,127	2,656	3,054	3,181
EBIT	4,192	4,668	6,244	7,214
财务费用	(15)	106	124	49
资产减值损失	(136)	1,341	1,053	1,047
投资收益	653	600	500	400
营业利润	4,083	4,176	5,957	6,748
营业外收支	19	30	20	10
利润总额	4,102	4,226	6,007	6,798
所得税	457	471	669	757
净利润	3,645	3,756	5,338	6,041
归属于母公司净利润	3,621	3,730	5,301	6,000
EBITDA	5,255	5,772	7,376	8,372

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	15777	16030	21972	23690
应收账款及票据	30438	38021	43724	48096
预付款项	1033	1287	1470	1614
存货	10492	15473	14252	18420
其他流动资产	361	361	361	361
流动资产合计	58689	71993	82525	93126
长期股权投资	2434	3034	3534	3934
固定资产	7596	7796	7996	8196
无形资产	2397	2404	2440	2454
非流动资产合计	16870	18988	18787	18419
资产合计	75559	90982	101312	111545
短期借款	3044	5510	5560	5590
应付账款及票据	27433	34429	39345	43201
其他流动负债	1307	1307	1307	1307
流动负债合计	35169	47331	52873	57618
长期借款	2763	2763	2763	2763
其他长期负债	3919	3919	3919	3919
非流动负债合计	6743	6743	6743	6743
负债合计	41912	54074	59616	64361
股本	7834	7834	7834	7834
少数股东权益	458	483	518	559
股东权益合计	33646	36908	41696	47184
负债和股东权益合计	75559	90982	101312	111545

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	33.2%	25.0%	15.0%	10.0%
EBIT 增长率	77.5%	10.8%	34.4%	15.5%
净利润增长率	77.0%	2.4%	43.0%	13.2%
盈利能力				
毛利率	17.5%	17.2%	17.7%	17.9%
净利率	6.1%	5.0%	6.2%	6.4%
总资产收益率 ROA	4.7%	4.2%	5.4%	5.5%
净资产收益率 ROE	10.9%	10.2%	12.9%	12.8%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.4	0.3	0.4	0.4
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	134.3	134.3	134.3	134.3
存货周转天数	76.2	76.2	76.2	76.2
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	4.2	4.6	5.3	6.0
每股经营现金流	0.5	(0.1)	0.9	0.4
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	17.3	15.8	11.1	9.8
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	(0.8)	(0.5)	(1.0)	(1.1)
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,645	3,731	5,338	6,041
折旧和摊销	1,199	2,545	2,265	2,255
营运资金变动	(369)	(6,429)	(151)	(5,215)
经营活动现金流	4,033	(500)	7,204	2,933
资本开支	1,908	207	410	360
投资	14	0	0	0
投资活动现金流	(2,837)	(207)	(410)	(360)
股权募资	352	0	0	0
债务募资	567	0	0	0
筹资活动现金流	682	(773)	(773)	(773)
现金净流量	1,878	(1,480)	6,021	1,801

分析师简介

关启亮，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。