

**000425.SZ**
**买入**

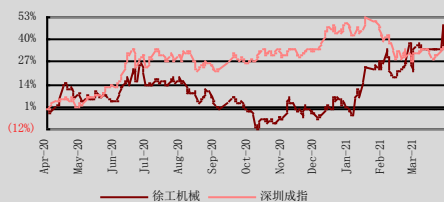
原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.74

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 混改加速推进, 新徐工经营管理有望迎来质变; 优质资产注入增强公司可持续竞争力, 静待混改能效释放带来高业绩弹性; 一季度业绩创同期历史新高, 公司持续高速增长可期。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	39.2	0.5	38.0	38.8
相对深证成指	42.4	(5.0)	46.1	2.9

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	60,633
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,226
净负债比率(%) (2021E)	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 2021 年 4 月 23 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《徐工机械》20200902
- 《徐工机械》20200506
- 《徐工机械》20200407

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

## 优质资产整体注入加速落地, 新徐工迈上发展新台阶

日前, 公司发布《徐工集团工程机械股份有限公司吸收合并徐工集团工程机械有限公司暨关联交易预案》, 上市公司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, 徐工有限的法人资格将被注销, 上市公司作为存续公司承接徐工有限的全部资产、负债、业务等, 徐工有限旗下挖掘机机械、混凝土机械、矿机、塔机等优质工程机械资产将整体注入上市公司。

**支撑评级的要点**

- **混改加速推进, 新徐工经营管理有望迎来质变。**20年9月, 徐工集团将持有的部分徐工有限股权分别转让给江苏国信、建信金融、交易金融, 并引进天津茂信、杭州国改双百智造、国家制造业转型升级基金等12名战略投资者, 增资147.9亿元, 同时公司也积极实施员工持股和股权激励计划, 徐工金帆作为员工持股平台, 高管团队和核心骨干出资8.7亿元, 持股比例2.7%, 员工持股有助于激发核心员工的积极性, 维护公司核心经营管理团队的稳定。随着战略投资者引进、完善公司治理、员工持股和职业经理人选聘等逐步落地, 公司的市场化程度将越来越高, 本次混改完成后市场化投资者董事会成员将占据三席, 机制和体制将更加灵活、高效, 组织机构更加精简, 公司的经营水平和管理能效也有望得到全面提升。
- **优质资产注入增强公司可持续竞争力, 静待混改能效释放带来高业绩弹性。**徐工有限旗下拥有挖掘机、混凝土机械、塔机、矿机等优质资产, 整体注入上市公司有助于优化产业结构、完善产业布局, 使公司的业务更加多元化, 降低周期波动性, 提升公司的可持续发展能力和综合市场竞争力。据行业协会统计, 20年徐工挖机销量超5万台, 市场份额近16%, 位居行业第二, 过去几年市场份额持续提升, 逐渐与主要竞争对手拉开差距; 据公司20年中报, 20H1塔机销量同比增长122.6%, 市场份额同比提升7.1pct, 塔机稳居国内行业前2强; 混凝土机械长期位居国内前三, 近几年销售始终保持高速增长, 市场份额稳步提升, 逐渐缩小与行业前2的差距。据徐工集团21年债券募集说明书, 20年前3季度徐工有限挖掘机、混凝土机械、塔机、矿机营收分别约为160、42、45、19亿元, 资产全部注入后, 预计新徐工20年总营收将突破1000亿元, 大幅增加上市公司的营收规模, 同时也有望提升公司的市场拓展能力和盈利水平, 随着混改的全面落地, 公司的成本费用有较大的下行空间, 后续有较高潜力持续释放业绩弹性。
- **一季度业绩创同期历史新高, 全年持续高速增长可期。**据公司20年年报快报及21Q1业绩预告, 20年公司实现营收约740亿元, 同比增长25%, 归母净利润约37亿元, 同比增长近3%, 四季度单季净利率5.7%, 环比前三季度提升近1pct, 21Q1公司预计实现归母净利润14.5-17.5亿元, 同比增长137.2%-186.2%, 单季度盈利创历史新高。一季度工程机械主要产品市场需求持续火爆, 公司汽车起重机表现强劲, 进一步巩固行业龙头优势, 履带起重机、桩工机械等订单饱满, 销量持续向好, 同时公司继续全面推进精细化管理, 加强成本管控, 预计盈利水平一季度也将有所提升。今年作为十四五开局之年, 新型城镇化、乡村振兴、两年一重等国内投资需求后续有望持续释放, 叠加环保升级、产品更新换代、人工替代及全球需求复苏, 二季度及下半年行业有望继续保持较高景气度, 公司持续的高增长可期。

**估值**

- 基于公司20年业绩快报及21Q1业绩预告, 我们调整公司2020-2022年归母净利润分别至37.3/53.2/63.5亿元(不考虑后续资产注入), 对应EPS为0.48/0.68/0.81元/股, 对应PE分别为16.3/11.4/9.6倍, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 行业竞争加剧, 基建和地产投资不及预期, 环保及治超力度不及预期, 资产重组进度不及预期。

**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	73,967	87,395	93,366
变动(%)	52	33	25	18	7
净利润(人民币 百万)	2,046	3,621	3,729	5,318	6,345
全面摊薄每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.476	0.678	0.809
变动(%)	79.2	77.0	3.0	42.6	19.3
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.584	0.703	0.758
调整幅度(%)			(18.49)	(3.56)	6.73
全面摊薄市盈率(倍)	29.7	16.8	16.3	11.4	9.6
价格/每股现金流量(倍)	18.3	11.8	63.2	10.3	9.7
每股现金流量(人民币)	0.42	0.66	0.12	0.75	0.80
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	12.6	11.1	7.5	6.1
每股股息(人民币)	0.060	0.645	0.132	0.189	0.238
股息率(%)	0.8	8.3	1.7	2.4	3.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 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	73,967	87,395	93,366
销售成本	(37,215)	(49,115)	(61,531)	(72,336)	(77,501)
经营费用	(4,535)	(6,045)	(7,527)	(8,214)	(8,033)
息税折旧前利润	2,660	4,016	4,909	6,845	7,832
折旧及摊销	(1,052)	(1,063)	(1,233)	(1,426)	(1,610)
经营利润(息税前利润)	1,607	2,953	3,676	5,419	6,222
净利息收入/(费用)	368	395	156	406	782
其他收益/(损失)	589	1,135	980	913	1,029
税前利润	2,215	4,102	4,147	5,891	7,084
所得税	(159)	(457)	(404)	(551)	(714)
少数股东权益	10	25	15	21	25
净利润	2,046	3,621	3,729	5,318	6,345
核心净利润	2,053	3,623	3,734	5,323	6,350
每股收益(人民币)	0.261	0.462	0.476	0.678	0.809
核心每股收益(人民币)	0.262	0.462	0.476	0.679	0.810
每股股息(人民币)	0.060	0.645	0.132	0.189	0.238
收入增长(%)	52	33	25	18	7
息税前利润增长(%)	43	84	24	47	15
息税折旧前利润增长(%)	33	51	22	39	14
每股收益增长(%)	79	77	3	43	19
核心每股收益增长(%)	80	76	3	43	19

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	11,295	15,777	22,190	26,218	28,010
应收帐款	22,032	30,438	37,776	43,792	46,462
库存	10,196	10,492	12,979	15,016	15,407
其他流动资产	1,275	1,033	1,076	1,084	1,144
流动资产总计	45,655	60,422	77,252	89,387	94,601
固定资产	7,913	8,360	8,602	8,680	8,596
无形资产	2,295	2,573	2,656	2,745	2,821
其他长期资产	2,900	5,910	5,934	5,934	5,934
长期资产总计	13,109	16,843	17,192	17,359	17,351
总资产	61,250	77,292	94,475	106,782	111,987
应付帐款	17,931	27,433	34,476	41,510	43,331
短期债务	3,487	3,044	9,896	11,816	13,851
其他流动负债	5,588	6,426	6,211	6,510	6,836
流动负债总计	27,007	36,902	50,584	59,836	64,018
长期借款	3,818	5,743	10,973	10,168	6,690
其他长期负债	84	1,000	1,200	1,200	1,200
股本	7,840	7,840	7,840	7,840	7,840
储备	17,635	20,710	23,405	27,243	31,720
股东权益	25,476	28,550	31,245	35,084	39,560
少数股东权益	207	458	473	494	520
总负债及权益	61,250	77,292	94,475	106,782	111,987
每股帐面价值(人民币)	3.25	3.64	3.99	4.47	5.05
每股有形资产(人民币)	2.96	3.31	3.65	4.12	4.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	(1.27)	(0.81)	(1.18)	(1.59)

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	2,215	4,102	4,147	5,891	7,084
折旧与摊销	1,052	1,063	1,233	1,426	1,610
净利息费用	(18)	(15)	509	441	167
运营资本变动	663	383	(1,704)	1,259	(884)
税金	(149)	(432)	(404)	(551)	(714)
其他经营现金流	(454)	33	(2,821)	(2,591)	(1,006)
经营活动产生的现金流	3,309	5,136	960	5,875	6,258
购买固定资产净值	632	725	1,537	1,557	1,557
投资减少/增加	(995)	555	600	545	599
其他投资现金流	(2,553)	(4,117)	(3,105)	(3,143)	(3,144)
投资活动产生的现金流	(2,917)	(2,837)	(967)	(1,042)	(988)
净增权益	(470)	(5,057)	(1,034)	(1,480)	(1,868)
净增债务	(109)	655	10,584	1,115	(1,443)
支付股息	470	5,057	1,034	1,480	1,868
其他融资现金流	3,673	28	(4,164)	(1,919)	(2,035)
融资活动产生的现金流	3,563	682	6,420	(805)	(3,478)
现金变动	3,955	2,981	6,413	4,028	1,791
期初现金	6,940	11,295	15,777	22,190	26,218
公司自由现金流	392	2,299	(7)	4,833	5,270
权益自由现金流	264	2,939	11,085	6,389	3,994

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(%)	6.0	6.8	6.6	7.8	8.4
息税前利润率(%)	3.6	5.0	5.0	6.2	6.7
税前利润率(%)	5.0	6.9	5.6	6.7	7.6
净利率(%)	4.6	6.1	5.0	6.1	6.8
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	4.7	8.5	5.5	5.5	6.8
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	1.3	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	29.7	16.8	16.3	11.4	9.6
核心业务市盈率(倍)	29.6	16.8	16.3	11.4	9.6
市净率(倍)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	18.3	11.8	63.2	10.3	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	12.6	11.1	7.5	6.1
周转率					
存货周转天数	96.0	76.9	69.6	70.6	71.6
应收帐款周转天数	165.1	161.8	168.3	170.3	176.4
应付帐款周转天数	127.7	139.9	152.7	158.7	165.8
回报率					
股息支付率(%)	23.0	139.7	27.7	27.8	29.4
净资产收益率(%)	8.7	13.4	12.5	16.0	17.0
资产收益率(%)	2.7	3.8	3.9	4.9	5.1
已运用资本收益率(%)	1.7	2.6	2.1	2.4	2.7

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。

本报告期内含保密信息，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