公司研究

21 年利润率有望显著提升，期待混改激发经营活力

——徐工机械（000425.SZ）2020 年报、2021 年一季报点评

要点

年报业绩受一次性损失影响，一季报增长亮眼、利润率反弹

徐工机械 2020 年实现营业收入 739.7 亿元，同比增长 25.0%；实现归母净利润 37.3 亿元，同比增长 3.0%。公司毛利率 17.1%，同比下降 0.4 个百分点；净利率 5.1%，同比下降 1.1 个百分点，主要受报告期内新纳入合并范围的公司利润率偏低、汇兑损失增加，以及信用减值损失增加影响；未来利润率有望反弹。

公司 2021 年一季度实现营业收入 249.8 亿，同比增长 80.4%；归母净利润 17.3 亿，同比增长 182.4%；每股收益 0.22 元。从一季度业绩来看，公司产品需求旺盛，利润率已显著复苏，为全年利润高增长打下坚实基础。

起重机引领业务增长，新兴高机等板块快速成长

20 年公司起重机械销售收入 264.9 亿，同比增长 27.1%；高空作业机械销售收入 37.3 亿，同比增长 54.6%；压实机械、路面机械、桩工机械及工程机械备件等业务也有较好增长。根据年报披露，20 年公司装载机/压路机/摊铺机/铣刨机/高空作业车市占率分别同比提升 2.1/4.0/10.7/3.9/4.8 个百分点；千吨级轮式起重机销量保持绝对领先，移动式起重机规模跻身全球第一位；随车起重机、举升类消防车、臂式高空作业平台等 11 类主机产品居国内第一。21 年公司主要产品维持产销两旺，业绩预计将维持快速增长趋势。

资产重组完善产业布局，提升盈利能力，激发运营活力

根据 2021 年 4 月资产重组预案，徐工机械拟向徐工有限的全体股东发行股份吸收合并徐工有限；交易完成后，公司将承继及承接徐工有限的全部资产负债，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿机、塔机等工程机械生产配套资产将整体注入公司；我们认为有利于完善产业布局，做大上市主体，增强直接融资能力，降低经营风险。公司的整体价值和收入规模将得到有效提升，新增业务毛利率较高，有利于增强盈利能力和核心竞争力。关联交易减少，经营独立性和各业务板块的协同发展能力提高。作为混改的延续，公司将精简管理层级，优化治理结构，提高决策效率，完善薪酬机制和股权激励，进一步激发经营活力。

维持“买入”评级

基于良好的设备需求及快速复苏的利润率预期，我们上调公司 21-22 年净利润预测 19.6%/19.0%至 58.7 亿/66.5 亿，引入 23 年净利润预测 75.0 亿，对应 EPS 分别为 0.75/0.85/0.96 元。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；上游投资波动风险；海外市场与汇率波动风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59,176	73,968	85,554	92,815	99,797
营业收入增长率	33.25%	25.00%	15.66%	8.49%	7.52%
净利润（百万元）	3,621	3,729	5,870	6,650	7,503
净利润增长率	76.98%	2.99%	57.42%	13.28%	12.84%
EPS（元）	0.46	0.48	0.75	0.85	0.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.91%	11.07%	15.14%	15.03%	14.88%
P/E	15	15	9	8	7
P/B	1.7	1.7	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-29

买入（维持）

当前价：7.10 元

作者

分析师：陈佳宁
执业证书编号：S0930512120001
021-52523851
chenjianing@ebscn.com

分析师：王锐
执业证书编号：S0930517050004
010-56513153
wangrui3@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	78.34
总市值(亿元):	556.19
一年最低/最高(元):	4.82/8.23
近 3 月换手率:	111.95%

股价相对走势

收益表现

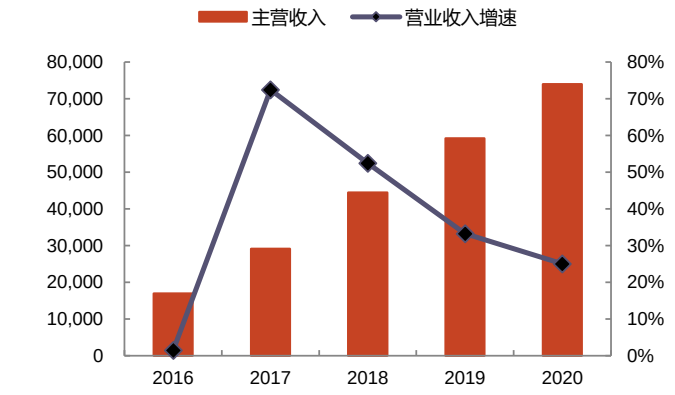
%	1M	3M	1Y
相对	-8.17	18.63	23.39
绝对	-6.45	20.34	25.10

资料来源：Wind

相关研报

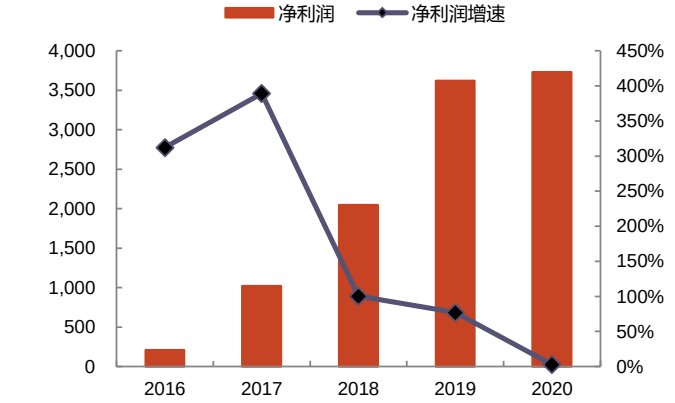
二季度利润增速转正，下半年维持产销两旺——徐工机械（000425.SZ）2020 年中报点评（2020-09-01）

图表 1：公司收入变化（单位:百万元人民币）



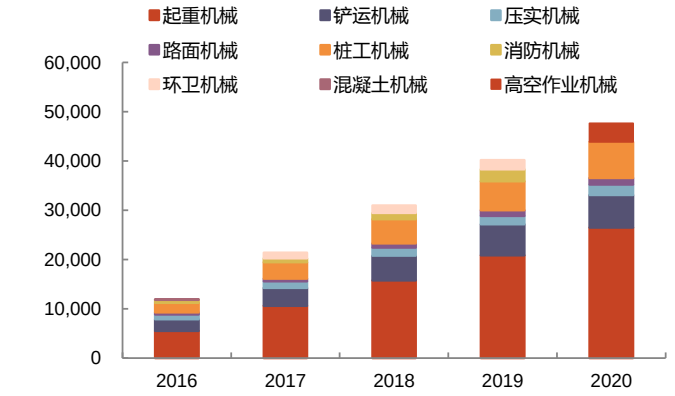
资料来源：公司公告

图表 2：公司净利润变化（单位:百万元人民币）



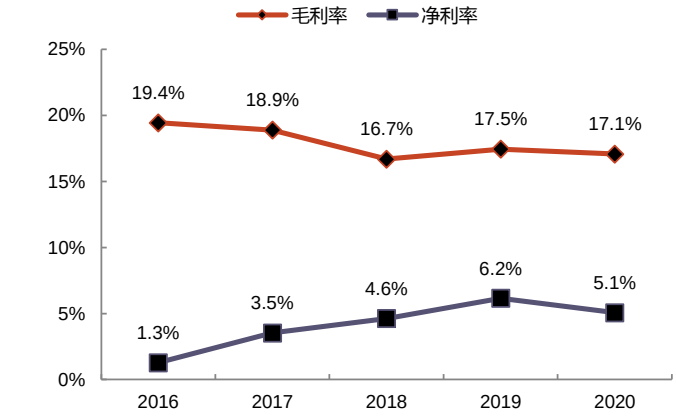
资料来源：公司公告

图表 3：公司分业务收入结构（单位:百万元人民币）



资料来源：公司公告

图表 4：公司盈利能力变化



资料来源：公司公告

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**59,176**	**73,968**	**85,554**	**92,815**	**99,797**
营业成本	48,848	61,341	70,790	76,738	82,410
折旧和摊销	1,055	1,168	984	1,054	1,135
税金及附加	267	274	428	464	499
销售费用	2,860	3,095	3,422	3,620	3,792
管理费用	883	1,025	1,112	1,114	1,098
研发费用	2,127	2,417	2,823	3,063	3,293
财务费用	-15	836	79	52	-23
投资收益	653	806	600	600	600
营业利润	**4,083**	**4,275**	**6,750**	**7,646**	**8,627**
利润总额	**4,102**	**4,296**	**6,770**	**7,666**	**8,647**
所得税	457	550	880	997	1,124
净利润	**3,645**	**3,746**	**5,890**	**6,670**	**7,523**
少数股东损益	25	17	20	20	20
归属母公司净利润	**3,621**	**3,729**	**5,870**	**6,650**	**7,503**
EPS(按最新股本计)	**0.46**	**0.48**	**0.75**	**0.85**	**0.96**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	**5,136**	**2,789**	**7,781**	**7,896**	**9,003**
净利润	3,621	3,729	5,870	6,650	7,503
折旧摊销	1,055	1,168	984	1,054	1,135
净营运资金增加	1,321	978	433	3,263	2,395
其他	-861	-3,086	495	-3,070	-2,030
投资活动产生现金流	**-2,837**	**-1,019**	**-1,791**	**-1,800**	**-1,800**
净资本支出	-1,908	-1,947	-2,100	-2,100	-2,100
长期投资变化	2,434	2,676	-300	-300	-300
其他资产变化	-3,363	-1,747	609	600	600
融资活动现金流	**682**	**411**	**-8,875**	**-1,730**	**-1,811**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	642	4,392	-8,013	-500	-500
无息负债变化	12,095	9,589	3,890	2,581	2,322
净现金流	**3,003**	**2,151**	**-2,886**	**4,366**	**5,393**

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**77,292**	**91,797**	**92,780**	**100,353**	**108,364**
货币资金	15,777	17,021	14,135	18,501	23,894
交易性金融资产	0	223	220	220	220
应收帐款	26,087	25,780	27,146	27,817	28,203
应收票据	4,351	9,989	10,267	10,674	10,978
其他应收款（合计）	587	772	795	853	910
存货	10,492	13,061	13,758	14,464	15,058
其他流动资产	2,095	2,057	2,057	2,057	2,057
流动资产合计	**60,422**	**70,127**	**69,815**	**76,141**	**82,987**
其他权益工具	2,401	2,382	2,382	2,382	2,382
长期股权投资	2,434	2,676	2,976	3,276	3,576
固定资产	7,596	7,972	7,830	7,821	7,883
在建工程	764	963	1,772	2,379	2,834
无形资产	2,397	2,494	2,543	2,591	2,638
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	404	222	222	222	222
非流动资产合计	**16,870**	**21,670**	**22,966**	**24,212**	**25,376**
总负债	**43,645**	**57,627**	**53,503**	**55,584**	**57,406**
短期借款	3,044	2,314	0	0	0
应付账款	13,391	17,236	19,113	20,336	21,427
应付票据	14,043	15,386	16,990	18,033	18,954
预收账款	1,784	0	0	0	0
其他流动负债	1,307	4,362	4,362	4,362	4,362
流动负债合计	**36,902**	**50,832**	**47,220**	**49,791**	**52,103**
长期借款	2,763	3,645	3,145	2,645	2,145
应付债券	2,980	2,022	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	900	1,027	1,027	1,027	1,027
非流动负债合计	**6,743**	**6,794**	**6,283**	**5,793**	**5,303**
股东权益	**33,646**	**34,171**	**39,277**	**44,769**	**50,958**
股本	7,834	7,834	7,834	7,834	7,834
公积金	6,249	6,524	7,111	7,776	8,527
未分配利润	14,461	17,268	21,768	26,574	31,993
归属母公司权益	33,188	33,693	38,779	44,251	50,420
少数股东权益	458	478	498	518	538

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.5%	17.1%	17.3%	17.3%	17.4%
EBITDA 率	9.9%	10.9%	10.5%	10.7%	11.0%
EBIT 率	8.1%	9.3%	9.3%	9.5%	9.8%
税前净利润率	6.9%	5.8%	7.9%	8.3%	8.7%
归母净利润率	6.1%	5.0%	6.9%	7.2%	7.5%
ROA	4.7%	4.1%	6.3%	6.6%	6.9%
ROE（摊薄）	10.9%	11.1%	15.1%	15.0%	14.9%
经营性 ROIC	13.7%	16.4%	18.3%	18.3%	18.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	56%	63%	58%	55%	53%
流动比率	1.64	1.38	1.48	1.53	1.59
速动比率	1.35	1.12	1.19	1.24	1.30
归母权益/有息债务	3.58	2.47	6.87	8.60	10.86
有形资产/有息债务	7.99	6.45	15.75	18.72	22.43

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.83%	4.18%	4.00%	3.90%	3.80%
管理费用率	1.49%	1.39%	1.30%	1.20%	1.10%
财务费用率	-0.02%	1.13%	0.09%	0.06%	-0.02%
研发费用率	3.59%	3.27%	3.30%	3.30%	3.30%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.10	0.15	0.17	0.19
每股经营现金流	0.66	0.36	0.99	1.01	1.15
每股净资产	4.24	4.30	4.95	5.65	6.44
每股销售收入	7.55	9.44	10.92	11.85	12.74

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	15	15	9	8	7
PB	1.7	1.7	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.7	7.7	6.5	5.7	4.9
股息率	0.8%	1.4%	2.1%	2.4%	2.7%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE

万得资讯