

徐工机械 (000425.SZ)

公司研究/点评报告

Q1 业绩增速亮眼，混改落地注入新活力

—徐工机械 2020 年年报&2021 年一季报点评

点评报告/机械

2021 年 05 月 06 日

一、事件概述

2021 年 4 月 29 日，公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营业收入 739.68 亿元，同比增长 25%，实现归母净利润 37.29 亿元，同比增长 2.99%；2021 年 Q1 实现营业收入 249.77 亿元，同比增长 80.40%，实现归母净利润 17.27 亿元，同比增长 182.44%。

二、分析与判断

➤ 全年业绩稳定，一季度业绩增速靓丽

2020 年公司营收 739.68 亿元，其中起重机械、桩工机械、铲运机械、工程机械备件及其他分别实现营收 264.89 亿、73.31 亿、66.16 亿、176.56 亿元，同比增长 27.15%、24.05%、4.70%和 34.68%。2020 年公司主要板块收入规模再创历史新高，轮式起重机收入超 200 亿，核心零部件突破 100 亿，基础工程机械收入超 80 亿，筑养护机械、装载机、履带起重机收入均突破 50 亿元，公司 11 类主机产品稳居国内行业第一，9 类主机产品同比增幅高于行业高于对手。2021 年公司营收同比增长 80.40%，归母净利润同比增长 182.44%，业绩高速增长的主要原因系市场需求较为旺盛，销售收入增长显著。

➤ 盈利能力保持稳定，控费能力提升明显

2020 年公司毛利率为 17.07%，同比减少 0.38%，其中起重机械、桩工机械、工程机械备件毛利率分别为 23.37%、21.48%、9.77%，同比变动-0.44%、1.77%、1.58%，公司全面推进的“三高一可”强制转型在四季度成效明显，2020 年 Q4 净利润大幅增长，收入规模大增下应收账款较年初下降，应收账款、存货等资产周转速度加快，采购净降本率达到 3.83%，2021 年 Q1 毛利率为 16.58%，整体看公司盈利能力保持稳定。2020 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 4.18%、1.39%、3.27%，同比变动-0.65%、-0.1%、-0.32%，2021 年 Q1 销售费用率、管理费用率分别为 4.07%、1.39%，同比变动-0.72%、-0.13%，公司费用控制能力提升明显；现金流方面，公司 2020 年经营性现金流净额 27.89 亿元，同比减少 45.69%，主要原因系公司积极响应国家号召，践行徐工同盟军的理念，加大了向供应商付款力度，增加了付现款比例。

➤ 高质量转型助力市占率持续提升，海外业务扩张持续加速

徐工是全球最具有影响力的工程机械品牌之一，拥有厚重的历史积淀。以公司为主体的徐工集团在全球工程机械制造商 50 强排行榜中，排名第四，中资企业排名第一。公司将“三高一可”产品创新战略与技术质量战略紧密结合，打造具有强大竞争力的产品群。2020 年移动式起重机规模跻身全球第一位，千吨级轮式起重机销量保持绝对领先，装载机国内占有率同比提升 2.1%，压路机、摊铺机、铣刨机占有率分别提升 4.0%、10.7%、3.9%，沥青站市占率跃居行业前二。桩工机械高增长 24%，继续保持行业第一，随车起重机占有率提升至 60%，高空作业车占有率跻身行业第一。此外，公司海外业务加速扩张，目前公司在海外拥有 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 180 余个国家和地区，2020 年大型矿机逆势成为出口亮点，公司签订价值 5 亿元出口项目，中标价值 2.6 亿元外带施工矿机项目，随着公司战略转型的加速，长期看公司国内及国外业务都将有望迎来高速发展。

➤ 混改落地后优质资产注入完善公司产业布局，盈利能力有望大幅提升

2021 年 4 月 20 日，公司发布资产重组预案，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。

推荐

维持评级

当前价格： 7.38 元

交易数据 2021-4-30

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)	578
流通市值(亿元)	516

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

1. 徐工机械 (000425.SZ)：混改方案落地，行业巨头整装待发
2. 徐工机械 (000425.SZ)：混改靴子落地，开启徐工新纪元

同时，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 年徐工挖掘机板块占有率继续提升、坐稳行业第二，40 吨以上大挖销量同比增长 39.9%，矿机公司挖、运、破全系列大矿机发力，塔机板块市场占有率同比增长 5.4%，混凝土机械板块加快追赶步伐，搅拌车市场增幅高于行业对手。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。

三、投资建议

受益于行业高景气度，公司业绩保持稳定增长，我们认为混改落地及高质量战略转型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 2021-2023 年公司营收 854/931/988 亿元，归母净利润 53.6/63.6/70.7 亿元，EPS 为 0.69/0.81/0.90 元，对应 PE 为 10.4/8.7/7.9 倍，低于历史估值中枢 19.33x，考虑到公司行业地位和当前估值水平，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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	85,433	93,122	98,896
增长率（%）	25.0%	15.5%	9.0%	6.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,729	5,368	6,368	7,073
增长率（%）	3.0%	44.0%	18.6%	11.1%
每股收益（元）	0.45	0.69	0.81	0.90
PE（现价）	15.8	10.4	8.7	7.9
PB	1.7	1.5	1.3	1.1

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,968	85,433	93,122	98,896
营业成本	61,341	70,824	76,993	81,658
营业税金及附加	274	316	344	366
销售费用	3,095	3,575	3,896	4,138
管理费用	1,025	1,183	1,290	1,370
研发费用	2,417	2,792	3,043	3,232
EBIT	5,817	6,743	7,555	8,132
财务费用	836	29	(72)	(142)
资产减值损失	(381)	317	301	338
投资收益	806	700	700	700
营业利润	4,275	6,147	7,296	8,107
营业外收支	21	20	20	20
利润总额	4,296	6,167	7,316	8,127
所得税	550	772	915	1,017
净利润	3,746	5,396	6,401	7,110
归属于母公司净利润	3,729	5,368	6,368	7,073
EBITDA	6,997	7,952	8,791	9,390

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17021	25091	30703	37871
应收账款及票据	35769	41313	45031	47823
预付款项	1206	1393	1514	1606
存货	13061	14416	15985	16784
其他流动资产	719	719	719	719
流动资产合计	68789	83686	94550	105087
长期股权投资	2676	3376	4076	4776
固定资产	7972	4490	3540	2740
无形资产	2494	2349	2213	2084
非流动资产合计	21670	20149	18743	17435
资产合计	90459	103835	113293	122522
短期借款	2314	2314	2314	2314
应付账款及票据	31288	37597	40872	43348
其他流动负债	4389	4389	4389	4389
流动负债合计	49494	58258	62099	65001
长期借款	3645	3645	3645	3645
其他长期负债	3118	3118	3118	3118
非流动负债合计	6794	6794	6794	6794
负债合计	56288	65052	68893	71795
股本	7834	7834	7834	7834
少数股东权益	478	506	539	575
股东权益合计	34171	38783	44400	50727
负债和股东权益合计	90459	103835	113293	122522

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	15.5%	9.0%	6.2%
EBIT 增长率	38.8%	15.9%	12.0%	7.6%
净利润增长率	3.0%	44.0%	18.6%	11.1%
盈利能力				
毛利率	17.1%	17.1%	17.3%	17.4%
净利率	5.0%	6.3%	6.8%	7.2%
总资产收益率 ROA	4.1%	5.2%	5.6%	5.8%
净资产收益率 ROE	11.1%	14.0%	14.5%	14.1%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.6
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	126.2	126.2	126.2	126.2
存货周转天数	69.1	69.1	69.1	69.1
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.7	0.8	0.9
每股净资产	4.3	4.9	5.6	6.4
每股经营现金流	0.2	1.2	0.9	1.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	15.8	10.4	8.7	7.9
PB	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	(0.3)	(1.0)	(1.4)	(1.9)
股息收益率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,746	5,396	6,401	7,110
折旧和摊销	1,562	2,925	2,737	2,595
营运资金变动	(3,590)	1,619	(1,712)	(803)
经营活动现金流	1,438	9,462	6,947	8,424
资本开支	1,947	367	310	230
投资	(313)	0	0	0
投资活动现金流	(1,019)	(367)	(310)	(230)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	4,223	0	0	0
筹资活动现金流	411	(1,025)	(1,025)	(1,025)
现金净流量	831	8,069	5,612	7,169

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。