徐工机械（000425）

混改大幅释放业绩弹性，全球巨头整装待发

买入（首次）

2021 年 06 月 17 日

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn
证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn
研究助理 罗悦
18502542232
luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	91,476	98,970	105,936
同比（%）	25.0%	23.7%	8.2%	7.0%
归母净利润（百万元）	3,729	5,825	7,574	8,562
同比（%）	3.0%	56.2%	30.0%	13.0%
每股收益（元/股）	0.48	0.74	0.97	1.09
P/E（倍）	12.71	8.14	6.26	5.54

投资要点

■ **徐工机械：中国工程机械行业排头兵，混改助力问鼎全球**

公司是全球工程机械营收前三的徐工集团上市主体，2017~2020 年营业收入/归母净利润 CAGR 达 26.23%/38.25%。2020 年公司实现营收 739.68 亿元，同比+25%；归母净利润 37.29 亿元，同比+2.99%；核心业务起重机销量份额稳居行业第一，其中汽车起重机、履带起重机、随车起重机的销量市占率分别达 39.57%/40.38%/61.2%。2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者、员工持股，企业活力有望大幅提升。2021 年初以来，公司起重机销量份额已企稳回升，混改初具成效。

■ **行业层面：关注低周期波动中强阿尔法**

相较上一轮周期，本轮景气自 2016 年以来持续性明显拉长。2021 年，我们预计挖机行业销量同比增长 15%-20%，混凝土机械、起重机行业销量同比增长 20%-30%，工程机械行业景气度仍在持续。展望未来，我们预计未来几年挖机行业销量同比波动±10%左右，周期波动较上一轮大幅弱化，板块价值有望重估，关注受益行业集中度提升的强阿尔法。

■ **巨头整体上市在即，期待挖掘机等优质资产注入**

21 年 4 月 6 日，公司发布公告，拟通过向股东徐工有限发行股份等方式实施吸收合并，徐工有限主营集团工程机械业务，合并后相关资产有望实现整体上市。根据徐工有限债券募集书，2020 年主要未上市子公司收入如下：徐工挖机（挖掘机，国内销量份额前二）231 亿、徐工建机（塔机国内，销量份额前二）62 亿、徐工施维英（混凝土机械，国内销量份额前三）61 亿、徐工矿机（矿业机械，全球销量份额前五）28 亿，合计收入达 382 亿；2020 年徐工有限主营业务收入 961 亿，其中徐工机械收入 740 亿。

■ **2021 年或迎盈利拐点，净利率翻倍以上提升空间**

2020 年，徐工/三一/中联的毛利率分别为 17.07%/29.82%/28.59%，净利率分别为 5.06%/15.97%/11.30%，公司净利率存在翻倍以上提升空间。2020 年 9 月混改后，公司考核机制由市场份额转向利润，董事会中 9 位外部董事占 5 席，高管薪酬利润考核占 60%，混改员工新增持股 8.7 亿元（其中董事长、总裁及总经理增持股份 2.88 亿），压力及激励由弱约束转为强约束。公司 20Q4/21Q1 单季净利润分别同比+115.58%/+182.44%，大幅高于行业；20Q4/21Q1 单季净利率分别 5.74%/6.99%，同比+1.91pct/+2.52pct，混改后盈利能力提升成效显著，2021 年或迎来盈利拐点。此外，国家制造业基金 9.6 亿大手笔参与混改，彰显未来发展信心。

■ **盈利预测与投资评级：**不考虑资产注入，我们预测公司 2021-2023 年实现营业收入分别 914.76/989.70/1059.36 亿元，分别同比增长 23.67%/8.19%/7.04%；2021-2023 年公司实现归母净利润分别为 58.25/75.74/85.62 亿元，分别同比增长 56.21%/30.03%/13.04%；EPS 分别为 0.74 /0.97/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 8.14 /6.26/5.54 倍。参考国内外可比上市公司，我们认为公司当前估值相对低估。考虑到挖机等优质资产有望整体上市，混改后利润率改善有望跑赢行业，我们给予 2021 年公司目标 PE 12 倍，对应市值 700 亿，首次覆盖予以“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济下行风险；行业周期波动；行业竞争加剧导致利润率下滑；原材料价格持续上涨风险；混改进程不如预期。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	6.05
一年最低/最高价	4.82/8.23
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	42319.98

基础数据

每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	62.80
总股本(百万股)	7833.67
流通 A 股(百万股)	6995.04

相关研究

内容目录

1. 徐工机械：中国工程机械行业排头兵，混改助力问鼎全球 5
1.1. 背靠全球前三徐工集团，大吨位技术“大”有可为 5
1.2. 起重机三足鼎立大势已定，公司销量份额稳居第一 7
1.3. 20Q4 盈利指标持续改善，钢材涨价影响有限 8
1.4. “珠峰登顶”开局之年，混改助力问鼎全球 12
2. 行业层面：关注低周期波动中强阿尔法 14
2.1. 趋势一：周期波动弱化，三大边际变化已至 14
2.2. 趋势二：行业竞争风险可控，利润率得以维持 17
2.3. 趋势三：强者恒强难以逆转，龙头业绩释放有望超预期 18
3. 巨头整体上市在即，期待挖掘机等优质资产注入 19
3.1. 挖掘机：国内强阿尔法，2020 年收入 231 亿，盈利能力回升企稳 21
3.2. 塔机：稳居国内前二，2020 年收入 62 亿，受益装配式建筑风口 23
3.3. 混凝土机械：国产三巨头，2020 年收入约 97 亿，销量份额快速增长 25
3.4. 矿业机械：全球前五，2020 年收入 28 亿，发展前景广阔 27
4. 盈利拐点初现，净利率翻倍以上提升空间 28
4.1. 挖机、塔机为高毛利产品，资产注入拉升整体利润率 28
4.2. 净利率翻倍以上提升空间，20Q4 起盈利提升跑赢行业 29
4.3. 利润激励由弱约束转为强约束，2021 年或迎盈利拐点 30
4.4. 国家制造业基金 9.6 亿大手笔参与混改，彰显发展信心 33
5. 盈利预测与投资建议 36
6. 风险提示 39

图表目录

图 1：徐工机械发展历程 5
图 2：徐工集团大吨位起重机、挖掘机技术全球领先 6
图 3：2019 年 1~4 月汽车起重机市场销量 CR3 达 93%，较 2009 年增 8 个百分点 7
图 4：2020 年公司汽车起重机销量 21435 台，销量市占率 39.57% 8
图 5：2020 年公司履带起重机销量 1266 台，销量市占率 40.38% 8
图 6：2020 年公司随车起重机销量 11612 台，销量市占率 61.2% 8
图 7：2020 年营收 739.68 亿元，同比+25% 9
图 8：2020 年归母净利润 37.29 亿元，同比+2.99% 9
图 9：2020 年公司起重机械收入 264.89 亿元，占总营收 35.81%全业务最高 10
图 10：2020 年公司起重机械毛利率 23.37%，高于其他业务 10
图 11：2021 年 Q1 公司毛利率 16.58%，同比-1.73pct；净利率 6.99%，同比+2.52pct 10
图 12：2020 年公司期间费用率 9.97%，同比-0.07pct，呈下降趋势 10
图 13：2021 年初至 6 月 4 日，钢材价格累计上涨 20.72% 11
图 14：徐工集团股权结构图（截至 2021 年 5 月 9 日） 12
图 15：混改后，徐工集团对徐工有限持股由 100%降至 34.09%，仍为实控人 13
图 16：2020-2035 年徐工集团“珠峰登顶”计划 13
图 17：复盘挖机周期，本轮复苏持续性拉长、周期波动弱化 14
图 18：2018-2023E 我国挖掘机销量及构成测算表（单位：台） 15
图 19：2018-2023E 我国混凝土泵车、搅拌车销量及构成测算（单位：台） 15
图 20：2018-2023E 国内主要企业汽车起重机销量及构成测算表 16
图 21：三个边际变化，支撑行业后续周期波动弱化 17
图 22：2011-2020 年国内挖机市场销量 CR3 由 33%升至 54%，三强格局更加稳定 18
图 23：2020 & 2021Q1 龙头收入增速高于行业，净利率上行贡献业绩弹性 18
图 24：2020 年徐工有限、徐工机械收入占集团比重为 92%、66% 20
图 25：2020 年徐工有限、徐工机械净利润占集团比重为 116%、96% 20
图 26：2020 年徐挖销量达到 51,258 台，市占率 15.65%，稳居前二 21
图 27：基于性价比优势，2011-2020 年我国挖机国产品牌销量份额由 42%持续提升至 70% 22
图 28：2016-2020 年徐挖/三一挖机销量 CAGR 分别为 78.09%/59.78% 22
图 29：2016-2020 年徐工有限/三一重工挖掘机械收入 CAGR 分别为 76.27%/49.71% 22
图 30：2020 年徐工挖机毛利率升至 31.52%，缩小与三一差距 23
图 31：2020 年徐工挖机净利率 4.84%，21Q1 进一步升至 5.58% 23
图 32：2018-2020 年徐工塔机收入 CAGR 141%，远高于同期龙头 77% 24
图 33：2020 年徐工建机净利率 4.95%，2021Q1 升至 9.73%，超过行业平均 24
图 34：2020 年公司混凝土泵车销量 1619 台，份额 15.9% 25
图 35：2020 年公司混凝土搅拌车销量 6263 台，份额 6.2% 25
图 36：2020 年公司混凝土搅拌站销量 162 台，份额 1.3% 26
图 37：2020 年公司混凝土车载泵销量 354 台，份额 3.5% 26
图 38：三巨头混凝土机械业务收入体量比较（亿元） 26
图 39：2020 年徐工集团混凝土机械收入 96.52 亿 26
图 40：国产三巨头混凝土机械毛利率对比 27
图 41：2020 年集团混凝土机械业务毛利率 14.56%，近年来有所下降 27
图 42：2020 年徐工矿机收入 28 亿，2016-2020 年 CAGR 为 29% 27

图 43：2020 年徐工矿机净利率 0.07%，同比-1.62pct，主要系计提较大规模减值损失 27
图 44：2020 年待注入工程机械资产收入合计 430.38 亿元，其中挖掘机 230.81 亿元占大头（单位：亿元） 28
图 45：2020 年徐工挖机、塔机毛利率分别 31.52%、24.58%，高于上市公司 17.07% 28
图 46：徐工主要管理层经员工持股“壹号”平台投资金额（单位：万元） 31
图 47：三一重工股权激励带来人均创利大幅提升 32
图 48：中联最新两次股权激励带来人均创利大幅提升 32
图 49：2020 年徐工人均创收 487 万元，高于三一、中联 33
图 50：2020 年徐工人均创利 25 万元，低于三一、中联 33
图 51：国家制造业转型升级基金股权结构（截至 2021 年 6 月 9 日） 34
图 52：徐工机械收入拆分及预测 37

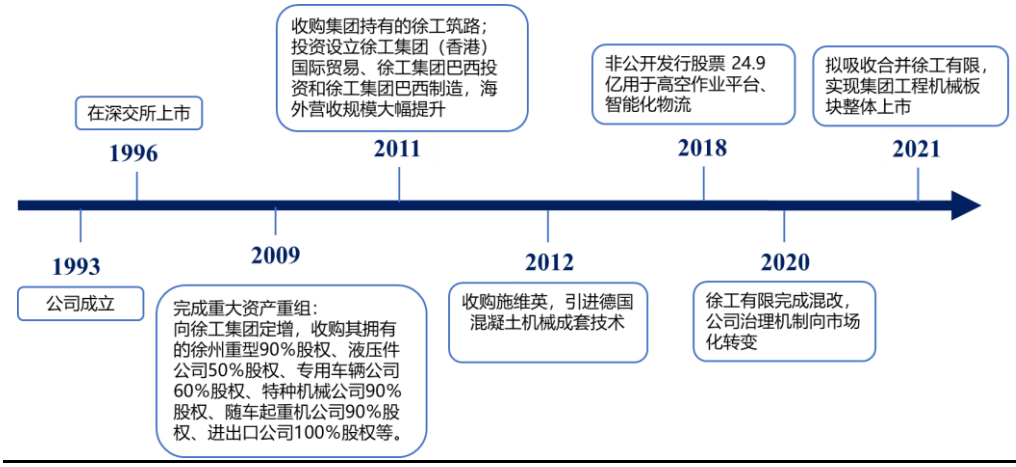
表 1：2020 年徐工集团工程机械板块全球销售份额 8.46%，全球第三，中国第一 6
表 2：我们测算钢材价格上涨对应 2021 年公司毛利率压力 1.15~2.29pct，影响有限 11
表 3：集团非上市工程机械资产主要包括：挖掘机、混凝土机械及矿机四大类 19
表 4：2020 年四个非上市工程机械子公司收入 382.04 亿元，净利润 14.5 亿元 20
表 5：三一重工自上市以来 5 次员工持股激励计划（截至 2021 年 6 月 7 日） 31
表 6：中联重科自上市以来 3 次员工持股激励计划（截至 2021 年 6 月 7 日） 32
表 7：国家制造业转型升级基金投资项目 34
表 8：可比公司估值表 38

1. 徐工机械：中国工程机械行业排头兵，混改助力问鼎全球

1.1. 背靠全球前三徐工集团，大吨位技术“大”有可为

公司潜心布局整合集团优质资源，起重机械龙头铸成“大国重器”。徐工机械是中国工程机械行业三家龙头企业之一，成立于 1993 年，1996 年在深交所上市。依托实际控制人徐工集团强大的资本实力，徐工机械获得大量优质资产，成为全国工程机械制造商中产品品种、系列最多最全的公司之一。2018 年，公司非公开发型股票 24.9 亿元，用于高空作业平台、智能化物流建设。2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者，实行员工持股，激发企业活力。2021 年 4 月，徐工机械发布公告，拟吸收合并徐工有限，以实现徐工集团工程机械板块业务整体上市。

图 1：徐工机械发展历程



数据来源：徐工机械官网，东吴证券研究所

2020 年徐工集团工程机械收入全球份额 8.46%，全球第三，中国第一。徐工集团为中国工程机械体量最大、产品线最齐全的集团企业之一。根据全球工程机械 50 强峰会组委会和《中国工程机械》杂志主办的“2021 年全球工程机械制造商 50 强榜单”，按 2020 年工程机械板块收入排序，徐工集团工程机械销售额 162.52 亿美元（按 2020 年末美元汇率，约合 1061.81 亿人民币），全球收入份额 8.46%，同比+2.96pct，跻身全球三强。排名前二为海外龙头卡特彼勒、小松，全球收入份额分别为 12.93%/9.65%，同比-3.27pct/-1.85pct。排名四五为国产龙头三一重工、中联重科，全球收入份额分别为 7.92%/5.19%，同比+2.52pct/+2.09pct。

表 1：2020 年徐工集团工程机械板块全球销售份额 8.46%，全球第三，中国第一

排名	排名变化	公司名称	国别	2020年销售额（亿美元）	全球份额	同比变动
1	0	卡特彼勒	美国	248.24	12.93%	-3.27pct
2	0	小松制造所	日本	185.33	9.65%	-1.85pct
3	**+1**	**徐工集团（XCMG）**	**中国**	**162.52**	**8.46%**	**+2.96pct**
4	**+1**	**三一重工**	**中国**	**152.16**	**7.92%**	**+2.52pct**
5	**+5**	**中联重科**	**中国**	**99.73**	**5.19%**	**+2.09pct**
6	0	沃尔沃建筑设备	瑞典	99.18	5.17%	+0.57pct
7	-4	约翰迪尔	美国	89.47	4.66%	-0.84pct
8	-1	日立建机	日本	78.81	4.10%	-0.30pct
9	-1	利勃海尔	德国	74.75	3.89%	-0.31pct
10	-1	斗山INFRACORE	韩国	68.62	3.57%	+0.27pct

数据来源：《中国工程机械》2021 年全球工程机械制造商 50 强榜单，东吴证券研究所

“大吨位”技术全球领先，持续突破外资垄断的市场困境。徐工早在 2000 年就确立了高端、高技术含量、高可靠性、大吨位“三高一大”创新战略，在大吨位领域一骑绝尘。履带起重机领域，从国内第一台具有自主知识产权的百吨级以上产品研制成功，到 “神州第一吊”下线，再到 “世界第一吊”问世，徐工一直走在行业前列。在挖掘机领域，徐工先后填补了国内 300 吨、400 吨、700 吨挖机的空白。“神州第一挖” 700 吨液压挖掘机下线，标志着中国成为世界上继德国、日本、美国后，第 4 个具备 700 吨级以上液压挖掘机研发制造能力的国家。

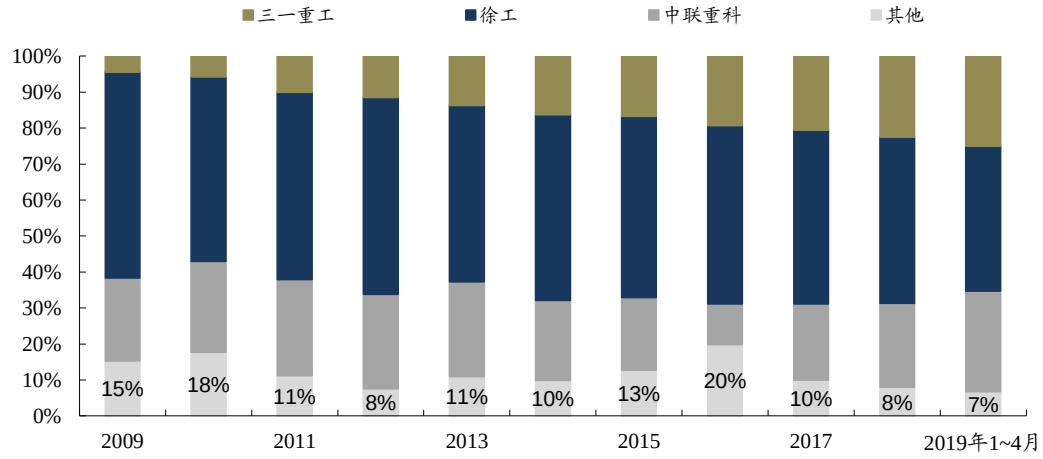
图 2：徐工集团大吨位起重机、挖掘机技术全球领先

数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

1.2. 起重机三足鼎立大势已定，公司销量份额稳居第一

起重机市场“三足鼎立”，寡头垄断大局已定。起重机对资本、资质和技术的要求较高，行业壁垒难以突破，竞争格局稳定。2019 年 1~4 月汽车起重机市场销量 CR3 达 93%，相较 2009 年提升 8.6pct，产品持续向龙头集中；其中，徐工/中联/三一销量份额分别为 40.3%/28%/24.9%，公司起重机销量份额稳居国内第一。

图 3：2019 年 1~4 月汽车起重机市场销量 CR3 达 93%，较 2009 年增 8 个百分点

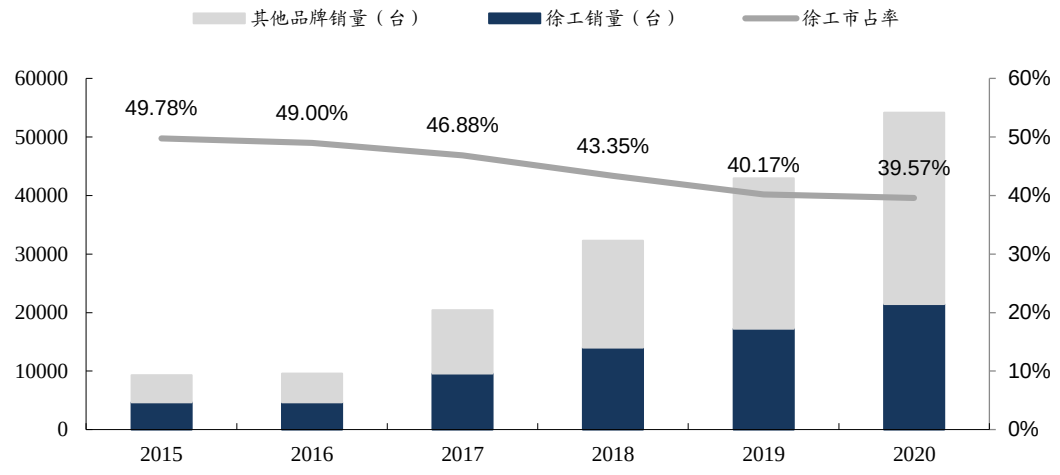


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年徐工汽车起重机、履带起重机、随车起重机的销量市占率分别为 39.57%/40.38%/61.2%，稳居行业第一。2020 年我国汽车/随车/履带起重机的销量分别为 54176/19457/3283 台，其中汽车起重机是起重机最大的细分市场，销量占比达 70.44%。2020 年徐工在汽车/随车/履带起重机市场的销量市占率分别为 39.57%/61.2%/40.38%，稳居行业第一。

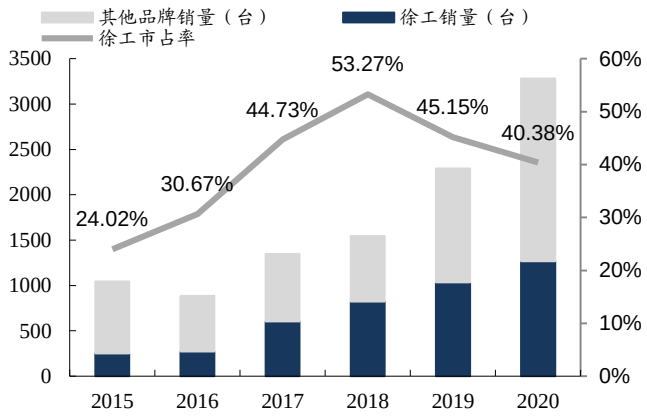
2021 年以来汽车起重机销量份额已企稳回升，未来有望恢复 50%销量份额水平。2015-2020 年汽车起重机销量份额从 50%下降到 40%，主要系：（1）厂房、土地面积有限，产能不足；（2）低估市场增速，未及时扩产；（3）小吨位市场竞争激烈，为保利润放弃部分市场。为使销量市占率回升至 50%的目标水平，公司制定如下方针：（1）厂房数字化改造+三班倒工作制改革，提升产能；（2）组织后市场人员培训，提高后市场服务质量；（3）制定有力的经销商激励政策。2021 年公司汽车起重机市占率逐步回升，3 月份达到 41%，4 月份至 44%，5 月继续提升。随着上述调整方针的推进，我们预计未来公司起重机销量份额有望逐步回升至 50%目标。

图 4：2020 年公司汽车起重机销量 21435 台，销量市占率 39.57%



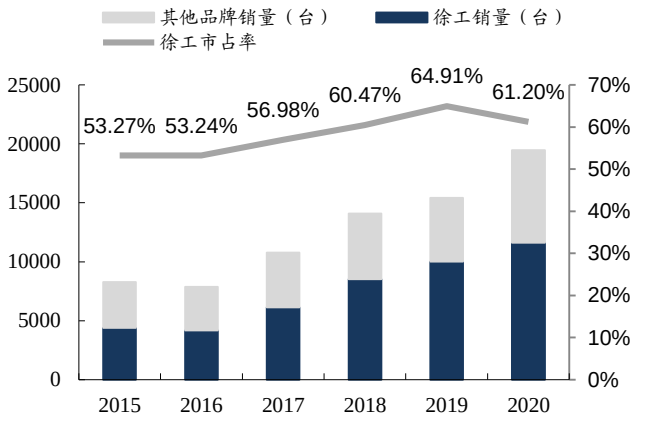
数据来源：中国工程机械工业协会，徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所

图 5：2020 年公司履带起重机销量 1266 台，销量市占率 40.38%



数据来源：中国工程机械工业协会，徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所

图 6：2020 年公司随车起重机销量 11612 台，销量市占率 61.2%



数据来源：中国工程机械工业协会，徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所

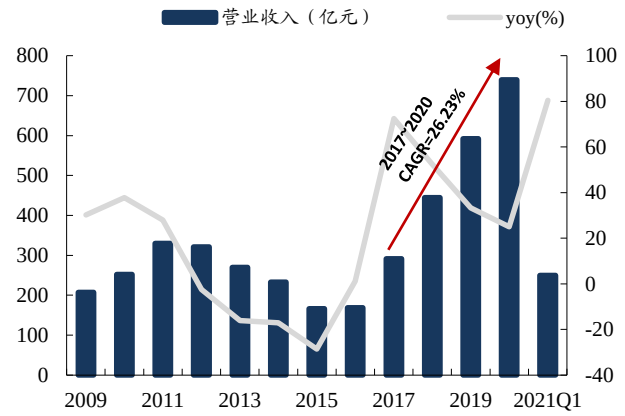
1.3. 20Q4 盈利指标持续改善，钢材涨价影响有限

受益 2017 年以来行业景气，2017~2020 年公司收入/归母净利润 CAGR 达 26.23%/38.25%。受工程机械行业调整期影响，2012~2016 年公司业绩收缩。2017 年以来地产+基建需求带动行业复苏，业绩迅速反弹，2017~2020 年营业收入/归母净利润 CAGR 达 26.23%/38.25%。2020 年公司实现营收 739.68 亿元，同比+25%，归母净利润 37.29 亿元，同比+2.99%，净利润增速较低，主要系：（1）2020 年汇率波动幅度大，产

生大量财务费用拖累利润表现；（2）公司严控风险，夯实资产质量，计提大额信用减值损失（+48.58%）和资产减值损失（+179.97%）；（3）产品结构调整，低毛利率的工程机械备件及其他占营收比重提升。

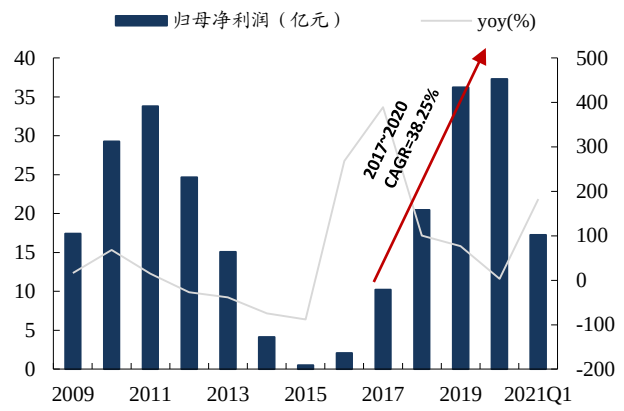
21Q1 业绩增速恢复正常水平，全年有望实现高速增长。2021 年 Q1 公司实现营收 249.78 亿元，同比+80.40%，归母净利润 17.27 亿元，同比+182.44%。2021 年一季度业绩实现超高速增长，主要系：（1）Q1 需求旺盛，产品放量规模效应显著；（2）疫情影响下旺季后移，20 年 Q1 营收/净利基数低；20 年 Q1 收入占全年比重仅 18.72%，远低于 19 年 Q1 的 24.37%和 18 年 Q1 的 24.38%。若以 2019 年同期为基数，采用几何平均的方法计算复合增长率，2019-21 年 Q1 营收的复合增速为 31.61%，接近 19 年 Q1 同比增速 33.72%，业务增长已恢复正常水平。**根据公司年报，2021 年公司收入增速指引 10%。**

图 7：2020 年营收 739.68 亿元，同比+25%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

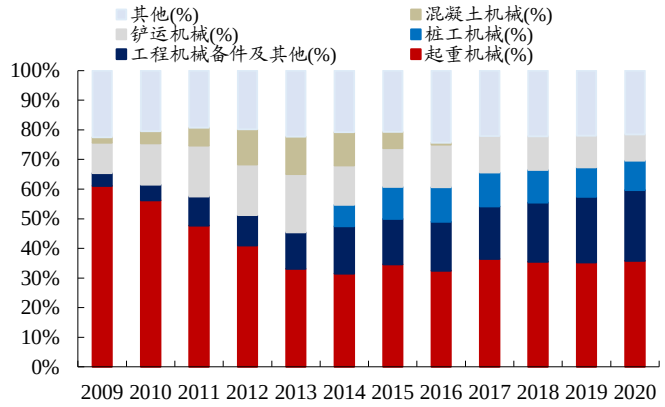
图 8：2020 年归母净利润 37.29 亿元，同比+2.99%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

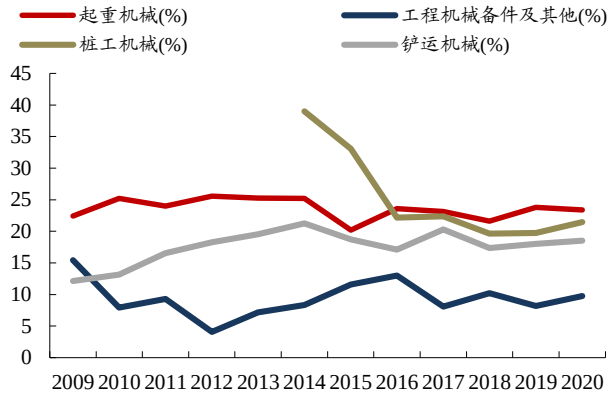
分业务来看，2020 年公司起重机收入占比 35.81%，毛利率 23.37%，高于其他业务水平。（1）营收构成方面，公司的起重机业务占营收比重最高，2020 年起重机业务收入 264.89 亿元，占总营收 35.81%；工程机械备件及其他占营收比重逐年提升，2020 年创收 176.56 亿元，占比 23.87%；铲运机械占营收比重逐年下降，2020 年占比 8.94%；桩工机械占营收比重相对稳定，2020 年占比 9.91%。（2）毛利率方面，2020 年起重机 23.37%>桩工机械 21.48%>铲运机械 18.54%>工程机械备件及其他 9.77%，起重机业务毛利率高于其他业务。

图 9：2020 年公司起重机械收入 264.89 亿元，占总营收 35.81%全业务最高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：2020 年公司起重机械毛利率 23.37%，高于其他业务

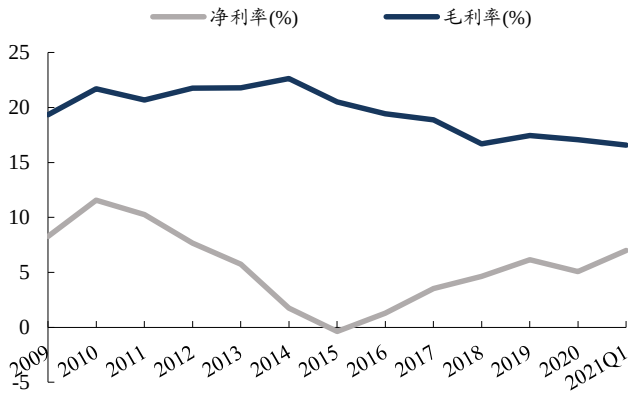


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年毛利率为 17.07%，同比-0.38pct；净利率为 5.96%，同比-1.10pct。2016 年以来公司毛利率有所下降，主要系产品结构调整，低毛利率的工程机械备件及其他占营收比重提升。2020 年净利率同比小幅下降，原因系：（1）2020 年人民币大幅度升值，产生大额汇兑损失；（2）严控应收账款风险，信用减值损失同比+48.58%；（3）进一步提高运营效率和夯实资产质量，资产减值损失同比+179.97%。

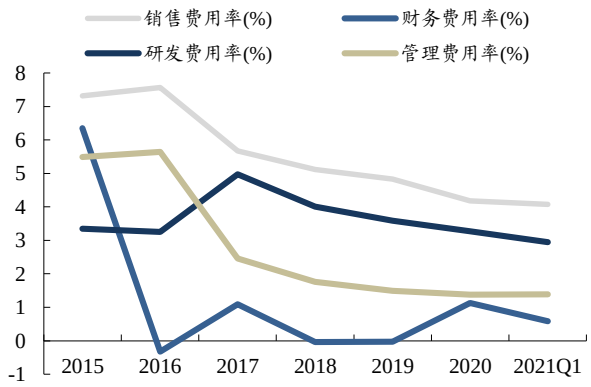
21 Q1 公司毛利率 16.58%，同比-1.73pct；净利率 6.99%，同比+2.52pct，盈利能力持续改善。主要系混改提效及减值损失计提正常化。随着治理机制市场化改革的推进，我们预计公司盈利能力稳中有升的趋势仍将持续。

图 11：2021 年 Q1 公司毛利率 16.58%，同比-1.73pct；净利率 6.99%，同比+2.52pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

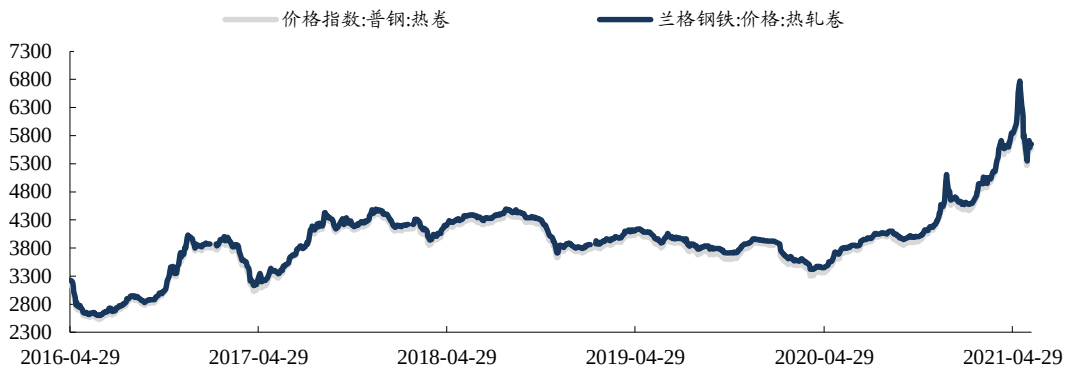
图 12：2020 年公司期间费用率 9.97%，同比-0.07pct，呈下降趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

按 2021 年钢材平均涨幅 10%-20%，我们测算公司毛利率压力 1.15~2.29pct。受碳达峰、碳中和政策影响及下游备货不足影响，2021 年初以来钢材价格持续上涨，截至 5 月 12 日，螺纹钢、板材指数较年初涨幅 40%以上，热卷价格于 5 月 12 日达到顶点，较年初累计上涨 45.59%，但随后价格出现回调，6 月 4 日热卷价格累计涨幅回落至 20.72%。我们预计后续钢材持续上涨空间有限，全年钢材价格平均涨幅为 10%-20%左右，对应公司全年毛利率压力为 1.15~2.29 个百分点（不考虑集采、钢材储备、规模效应），钢材价格上涨对毛利率影响有限。若进一步考虑到全年行业增长预期，公司规模效应提升及降本提效，我们预计全年净利率稳中有升。

图 13：2021 年初至 6 月 4 日，钢材价格累计上涨 20.72%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：我们测算钢材价格上涨对应 2021 年公司毛利率压力 1.15~2.29pct，影响有限

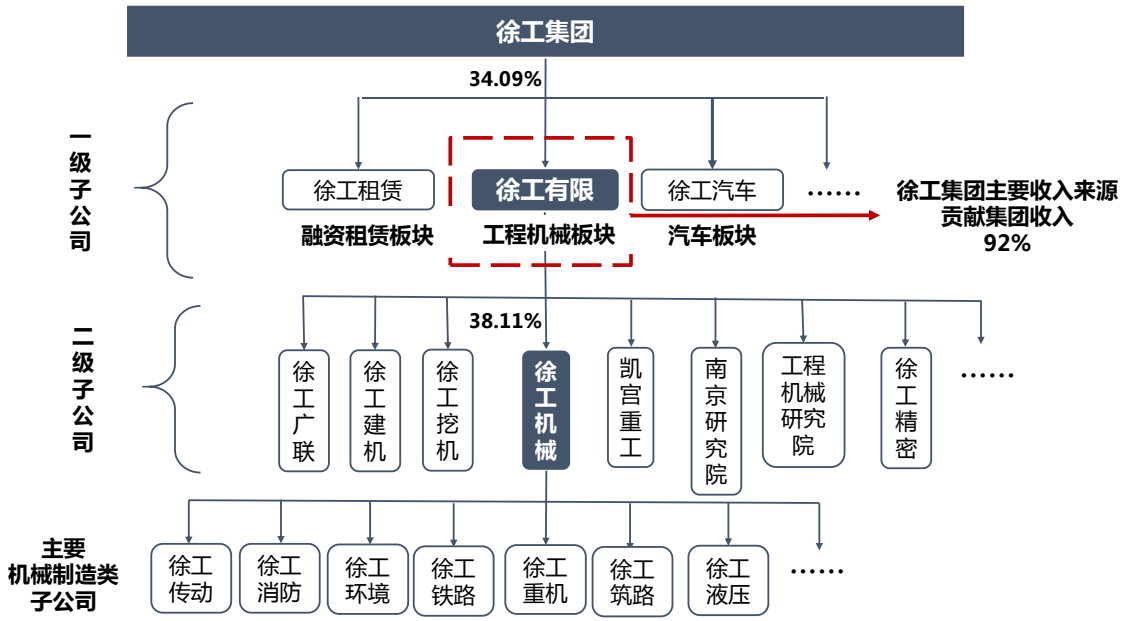
	2019A	2020A		2021E		备注
收入（亿元）	592	740	922	922	922	
YOY		25%	25%	25%	25%	
营业成本（亿元）	488	613	775	781	786	（2020 年营业成本-2020 年钢材价格）*（1+收入 YOY）+2021 年钢材采购
YOY		26%	26%	27%	28%	
钢价平均涨幅	0%	10%	10%	15%	20%	
钢材采购（亿元）	77	106	142	148	153	2020 年钢材采购*（1+收入 YOY+钢材涨价 YOY）
YOY		37%	35%	40%	45%	
钢材采购收入占比	13%	14%	15%	16%	17%	
钢材采购成本占比	16%	17%	18%	19%	19%	
毛利率	17.45%	17.07%	15.92%	15.35%	14.78%	
毛利率同比（pct）		-0.38	-1.15	-1.72	-2.29	不考虑集采、钢材储备、规模效应

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

1.4. “珠峰登顶”开局之年，混改助力问鼎全球

徐工有限（徐工集团工程机械有限公司）为徐工集团的主要收入来源，2020 年贡献集团收入 92%。根据徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，截至 2021 年 5 月 9 日，徐工集团持股徐工有限 34.09%，徐工有限持股徐工机械 38.11%，徐工机械是徐工集团旗下唯一上市公司，最终控制人是徐州国资委。2020 年徐工集团收入 1,116.44 亿元，净利润 38.90 亿元，净利率为 3.48%。徐工集团一级子公司包括徐工有限、徐工汽车、徐工租赁等，其中徐工有限对集团收入的贡献最大，2020 年收入 1025.85 亿元（占当期集团营收 91.89%），净利润 45.00 亿元，净利率为 4.39%。

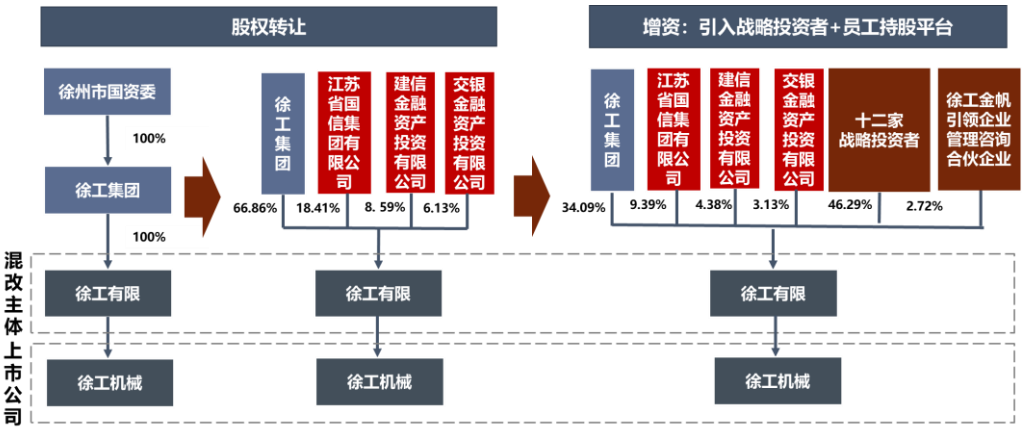
图 14：徐工集团股权结构图（截至 2021 年 5 月 9 日）



数据来源：徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所整理

2020 年 9 月混改方案落地，徐工集团对徐工有限持股由 100%降至 34.09%，仍为徐工有限、徐工机械的实控人。2020 年 9 月 23 日，公司发布混改进展公告：①老股转让：与 3 家国有控股企业签订总额为 54 亿元的股权转让协议，向江苏省国信集团有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司分别转让其持有的徐工有限 18.41%、8.59%、6.13%股份，徐工集团持股徐工有限由 100%降至 66.86%；②增资扩股（战投+员工持股）：与 12 家战略投资者和 1 个员工持股平台签订总额为 156.56 亿元的增资协议，其中员工持股平台持股比例 2.7%，徐工集团对徐工有限的持股比例从 66.86%进一步降至 34.1%，仍为徐工有限、徐工机械实际控制人。

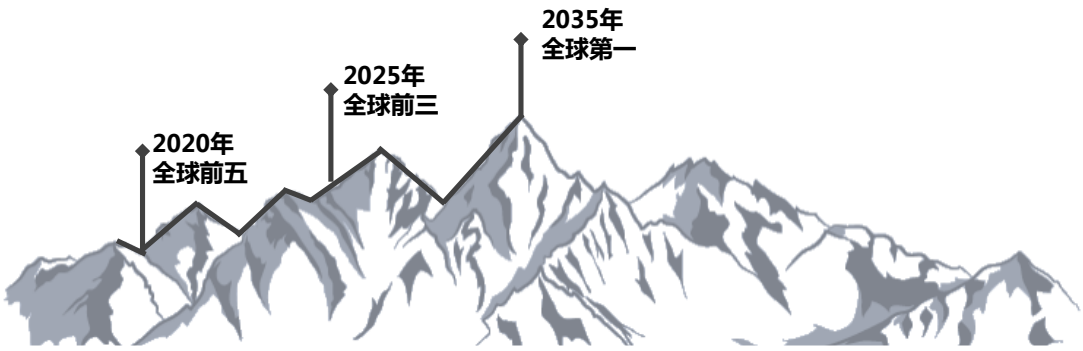
图 15：混改后，徐工集团对徐工有限持股由 100%降至 34.09%，仍为实控人



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“珠峰登顶”开局之年，混改助力问鼎全球。根据徐工集团“珠峰登顶”发展规划：2020 年跻身世界前五，2025 世界前三，2035 年全球登顶。从全球工程机械 50 强峰会组委会主办“2021 全球工程机械制造商 50 强榜单”看，2020 年徐工集团工程机械收入已位居全球前三，世界前三目标已基本实现。未来，混改将是实现全球登顶目标的新起点：①整体上市：2021 年 4 月 7 日，公司发布公告，拟通过发行股份等方式吸收合并徐工有限，挖掘机械（销量份额国内前二）、塔机（销量份额国内前二）、混凝土机械（销量份额国内前三）、矿机（销量份额国内国产品牌第一）等优质工程机械资产有望整体上市。②盈利拐点：混改后公司考核机制转向利润，积极利用利润考核、员工持股、股权激励等市场化手段激励，深度绑定员工与公司股东利益，盈利能力有望拐点向上，释放业绩弹性。

图 16：2020-2035 年徐工集团“珠峰登顶”计划



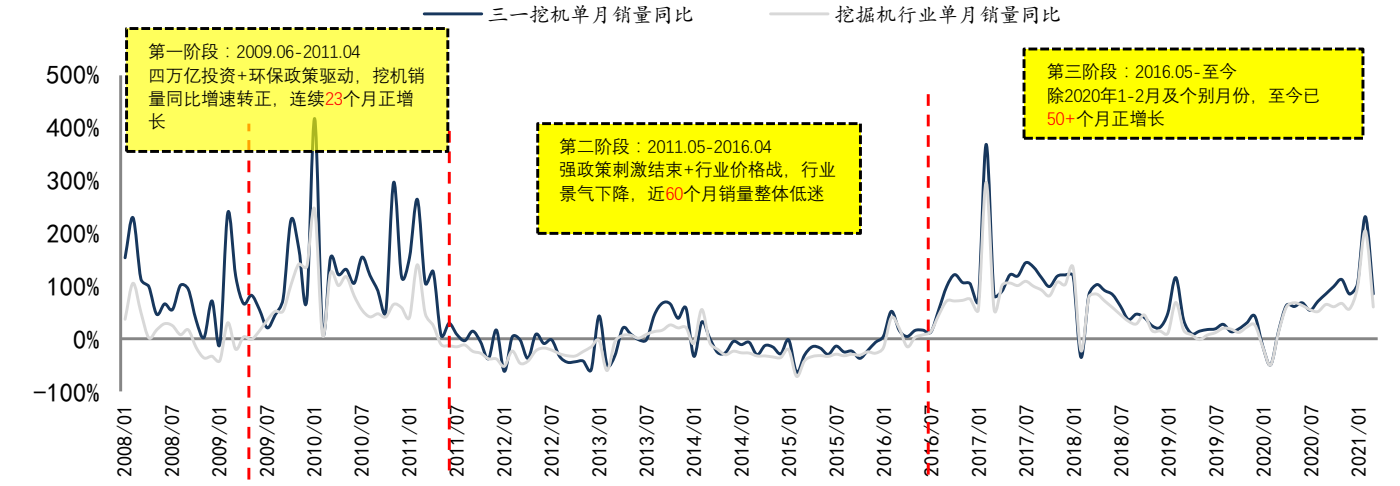
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 行业层面：关注低周期波动中强阿尔法

2.1. 趋势一：周期波动弱化，三大边际变化已至

相较上一轮周期，2016 年以来行业景气持续性明显拉长。① 2009-2011.04：四万亿投资+环保政策驱动。② 2011.05-2016.04：强政策刺激结束+行业价格战，周期属性人为强化。③ 2016.05-至今：更新需求+替代人工，行业格局优化，景气周期拉长。

图 17：复盘挖机周期，本轮复苏持续性拉长、周期波动弱化



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所整理

2021 年，我们预计挖机行业同比增长 15%-20%，混凝土机械、起重机行业同比增长 20%-30%，工程机械行业景气度仍在持续。

（1）挖掘机：从更新需求看，旧挖机寿命替换需求支撑下，2021-2023 年挖机更新需求持续；从新增需求看，人工成本上涨拉动机械化率提升，未来地产基建投资增速不悲观，挖机对装载机替代效应上升，挖机新增需求增长空间广阔；从出口需求看，2021 年海外市场复苏+国产品牌崛起，我们预计 2021 年出口增速 50%以上，2021-25 年 CAGR 为 30%，出口需求贡献率将逐步提升。我们预计 2021-23 年我国挖机行业销量增速分别为 15.2%/4.5%/1.4%，行业周期波动较上一轮大幅弱化。

图 18：2018-2023E 我国挖掘机销量及构成测算表（单位：台）

		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
更新需求	寿命替换（按小/中/大挖分别9/10/11年寿命）	87330	128018	169990	140483	122973	111107
新增需求	基建投资增速	1.8%	3.3%	3.4%	5.0%	5.0%	4.0%
	地产投资增速	9.5%	9.9%	7.0%			
	投资拉动			33185	40024	42908	40491
	小挖替人			88496	104336	112162	112610
	替代装载机			37670	40401	43312	40869
	新增需求合计	96990	81059	159351	184762	198381	193970
出口需求	出口增长率	97.48%	39.35%	31%	50%	40%	30%
	出口需求合计	19100	26616	34734	52101	72941	94823
总需求	**总销售量**	**203420**	**235693**	**327605**	**377346**	**394295**	**399900**
	总需求增长率	**45.0%**	**15.9%**	**39.0%**	**15.2%**	**4.5%**	**1.4%**
小挖（＜20T）		59.3%	61.0%	60.3%	63%	66%	65%
中挖（20-30T）		25.7%	24.7%	26.6%	25%	23%	23%
大挖（＞30T）		14.9%	14.3%	13.1%	12%	11%	12%
新增需求贡献率		47.7%	34.4%	48.6%	49.0%	50.3%	48.5%
更新替代贡献率		42.9%	54.3%	51.9%	37.2%	31.2%	27.8%
出口贡献率		9.4%	11.3%	10.6%	13.8%	18.5%	23.7%

数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所测算

（2）混凝土机械：2019 年国内水泥产量达 23.8 亿吨，假设 2021-2023 年国内水泥产量复合增速为 3%，其中约有 60%-70%用于混凝土，则 2021 年可用于搅拌成混凝土约 91.2 亿立方米。假设混凝土中 70%采用泵送，那么泵送能力需求达 63.8 亿立方米。按照国内泵车 10 年平均使用寿命，300 万吨左右的设计泵送容量计算，平均每辆泵车泵送能力为 30 万吨/年，由此我们计算得到 2021 年泵车新增需求约为 1429 台。平均 1 个搅拌站需要配备 1 台泵车，5-6 台搅拌车，则 2021 年搅拌车新增需求合计约 69888 台。按照上述逻辑，假设 2021-23 年出口复合增速 30%，我们预计 2021-23 年国内混凝土泵车行业销量增速为 24.6%/11.5%/8.1%，搅拌车行业销量增速为 26.0%/13.4%/2.7%。

图 19：2018-2023E 我国混凝土泵车、搅拌车销量及构成测算（单位：台）

年份		2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
国内水泥产量（亿吨）		22.1	23.5	23.8	24.5	25.2	26.0
年混凝土产量（亿立方米）		79.6	84.6	87.1	91.2	98.5	109.2
泵送需求量（亿立方米）		55.7	59.2	61.0	63.8	68.9	79.7
预计出口增速			30%	20%	30%	30%	30%
泵车	新增需求	1155	1352	878	1429	2548	5403
	更新需求	4844	6062	8538	10263	10305	8204
	出口需求	500	650	780	1014	1318	1714
	总需求	6499	8064	10196	12707	14171	15321
	总销量增速	**84.0%**	**24.1%**	**26.4%**	**24.6%**	**11.5%**	**8.1%**
搅拌车	新增需求	37205	35078	50981	69888	83610	91926
	更新需求	17946	29463	40878	45508	45223	36051
	出口需求	6000	7800	9360	12168	15818	20564
	总需求	61150	72340	101219	127564	144651	148541
	总销量增速	**71.5%**	**18.3%**	**39.9%**	**26.0%**	**13.4%**	**2.7%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

（3）汽车起重机：按照 10 年平均寿命替换周期，2021 年起重机更新需求高峰持续，2022 年更新需求仍达 2 万台以上；从新增需求看，起重机需求与基建投资高度相关，2021-23 年基建投资有望保持 5%左右增速，2021 年风电抢装热度较前年退减，但国家在海洋工程、电力建设、基础建设、煤炭化工、冶金建设等领域投资力度的不断加大，为大型吊装服务行业的发展提供广阔市场前景。从出口需求看，我们预计 2021 年海外市场复苏，出口有望保持 60%高速增长。我们预计 2021-23 年我国主要企业汽车起重机销量增速分别为 22.0%/12.4%/2.6%，行业需求整体维持高水平。

图 20：2018-2023E 国内主要企业汽车起重机销量及构成测算表

年份		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
基建投资增速		1.8%	3.3%	3.4%	5.0%	5.0%	4.0%
地产投资增速		9.5%	9.9%	7.0%			
新增风电装机量（GW）		21.1	28.9	32.0	30.0	25.0	20.0
起重机出口增速预计				0%	60%	50%	40%
国内主要企业起重机销售量	新增需求（台）	7899	11699	14853	24414	41910	45263
	更新需求（台）	21419	27360	35423	35461	23031	17883
	出口需求（台）	3000	3900	3900	6240	9360	13104
	总销量（台）	32318	42959	54176	66115	74301	76250
	总销量增速	**58.5%**	**32.9%**	**26.1%**	**22.0%**	**12.4%**	**2.6%**

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

展望未来，我们预计未来几年挖机行业同比波动±10%左右，周期波动较上一轮大幅弱化，板块价值有望重估。相较 2011 年上一轮景气周期，本轮周期迎来三个边际变化：

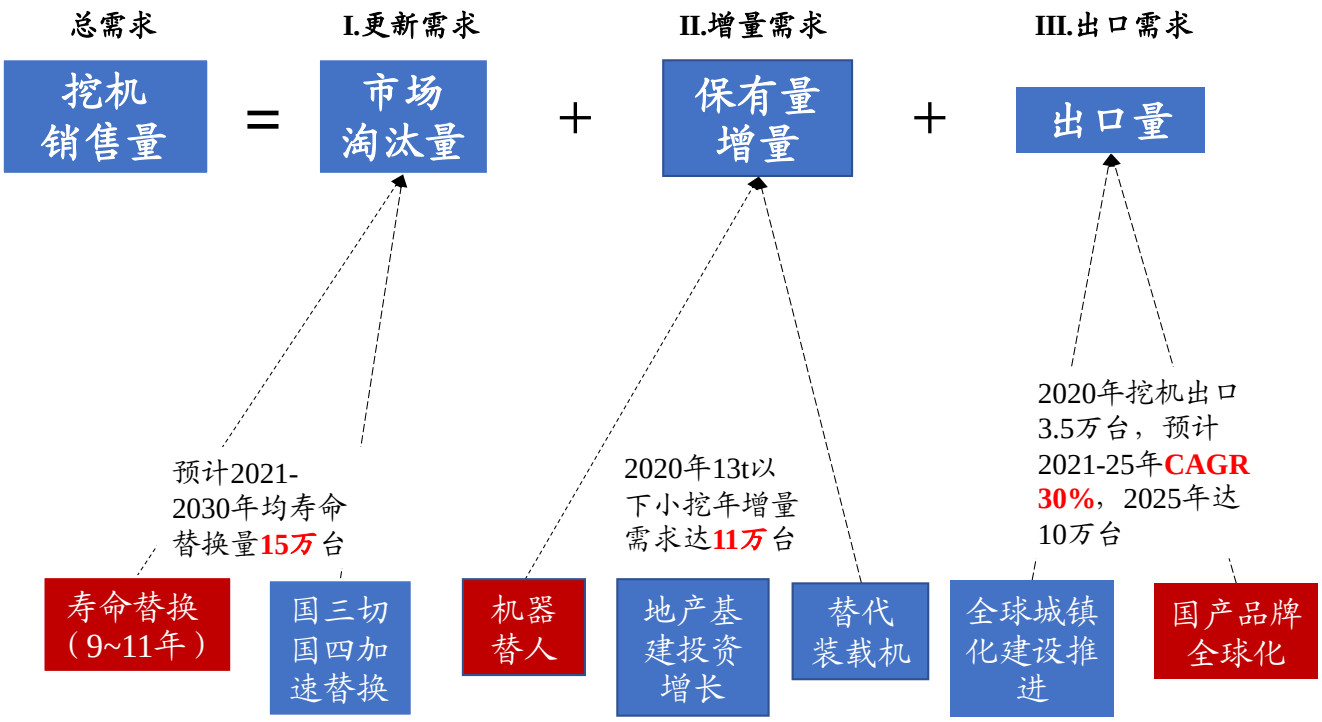
（1）更新需求：上一轮周期为纯增量需求，受基建、地产等投资波动影响大。本轮周期迎来首轮寿命替换周期。按小/中/大挖市场平均使用寿命 9 年/10 年/11 年预测，结合历史挖机结构及销量数据，我们预计 2021-2030 年平均挖机年更新需求近 14.7 万台，2026 年后有望迎来新一波大更新周期。

（2）机械替人：2020 年 13t 以下小挖纯增量需求 11 万台，2011-2020 年，13t 以下小挖销量占比由 37%升至 53%，为本轮增量需求最核心推动力，2020 年欧美日等发达地区微挖（≤6t）占比 50%以上，中国不到 30%，随着建筑业用人成本提升，机械小型化成为未来趋势，我们预计小挖替人将成为行业长期最核心驱动力之一。

（3）国产品牌全球化：2011 年仅有徐工集团入围全球 10 强，2020 年全球前 50 工程机械制造商中国产品牌销量份额 26.48%，超越美、日成为全球第一，国产三甲跻身全球前五，未来 3-5 年国产品牌全球化值得期待，2015-2020 年挖机出口 CAGR 48%，我

们预计 2021-2025 年 CAGR 有望达 30%（其中 2021 年同比增速 60%-100%），2020 年挖机出口 3.5 万台，2025 年行业出口有望达 13 万台。

图 21：三个边际变化，支撑行业后续周期波动弱化



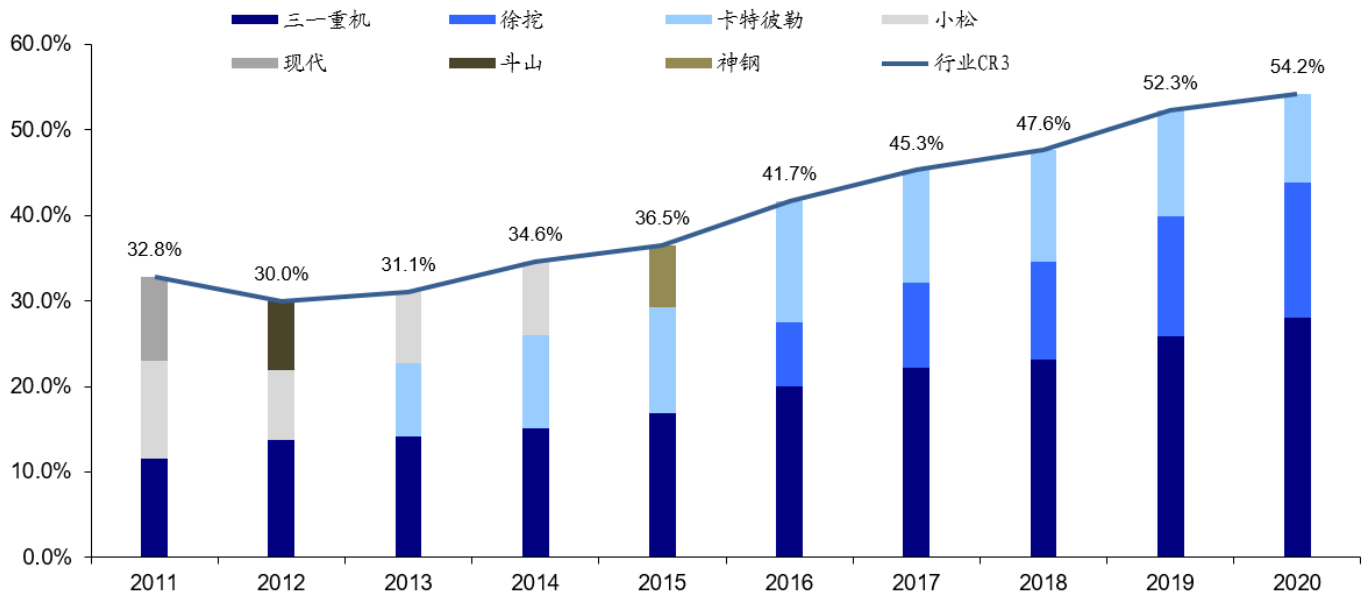
数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所整理

具体测算请参考研报：《工程机械板块 20 年报&21Q1 总结—积极关注低周期波动中的强阿尔法》-2021.05.08

2.2. 趋势二：行业竞争风险可控，利润率得以维持

市场担心行业价格竞争加剧导致利润率下滑，我们认为：本轮景气周期行业格局已大幅优化，竞争风险可控，利润率有望维持。① 行业集中度提升：2011-2020 年国内挖机市场销量 CR3 已由 33%提升至 54%，且行业集中度仍在持续提升。龙头厂商基于规模优势利润率大幅高于中小企业（2020 年板块平均净利率为 10%，三一重工/中联重科净利率分别为 16%、11%）；② 格局更加稳定：经历 2012-2016 年行业去产能，2016 年后国内挖机市场三甲稳定为三一、徐工和卡特三足鼎立格局，龙头话语权加大，竞争环境更加可控。

图 22：2011-2020 年国内挖机市场销量 CR3 由 33%升至 54%，三强格局更加稳定



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

2.3. 趋势三：强者恒强难以逆转，龙头业绩释放有望超预期

收入端：规模优势+研发力度加大，行业强者恒强难以逆转。①工程机械行业固定成本较高，随着收入规模扩大具备成本领先优势，行业强者恒强趋势难以逆转，销量份额持续向龙头集聚；②基于产品、渠道、品牌竞争力及研发投入（数字化转型，产品优化）力度加大，龙头行业地位日益巩固，行业破局难度增大。

盈利端：净利率长期上行，业绩释放有望持续超预期。①行业竞争格局优化，竞争风险可控，行业利润率得以维持。②龙头基于规模效应+数字化转型，净利率长期保持上行趋势，盈利释放有望持续超预期。

图 23：2020 & 2021Q1 龙头收入增速高于行业，净利率上行贡献业绩弹性

		徐工	三一	中联	恒立
2020年	行业挖机销量YOY	39.00%			
	行业起重机销量YOY	26.11%			
	板块收入YOY	31%			
	公司收入YOY	25%	32%	50%	45%
	公司净利率	5.06%（同比-1.10pct）	15.97%（同比+0.77pct）	11.30%（同比+1.43pct）	28.79%（同比+4.81pct）

		徐工	三一	中联	恒立
2021 Q1	行业挖机销量YOY	84.96%			
	行业起重机销量YOY	75.75%			
	板块收入YOY	88%			
	公司收入YOY	80%	94%	110%	109%
	公司净利率	6.99%（同比+1.92pct）	16.95%（同比+0.98pct）	12.73%（同比+1.43pct）	27.45%（同比+2.04pct）

数据来源：中国工程机械工业协会，Wind，东吴证券研究所

3. 巨头整体上市在即，期待挖掘机等优质资产注入

集团待注入工程机械资产主要包括：挖掘机、混凝土机械及矿业机械。21 年 4 月 6 日，公司发布公告，拟通过向股东徐工有限发行股份等方式实施吸收合并，集团工程机械产品有望整体上市。根据徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，2020 年主要未上市工程机械子公司收入如下：徐工挖机（挖掘机）231 亿元、徐工建机（塔机）62 亿元、徐工施维英（混凝土机械）61 亿元、徐工矿机（矿机）28 亿元。2020 年四个非上市工程机械子公司收入 382.04 亿元，净利润 14.5 亿元。

表 3：集团非上市工程机械资产主要包括：挖掘机、混凝土机械及矿机四大类

产品板块	子公司	主营业务	产品细分
工程机械（上市部分）	徐工机械（2020 年收入 739.68 亿元）	起重机械（2020 年收入 264.89 亿元）	汽车/随车/履带起重机
		桩工机械（2020 年收入 73.31 亿元）	水平定向钻、掘进机、旋挖钻
		路面机械（2020 年收入 13.26 亿元）	平地机、摊铺机、压路机
		铲运机械（2020 年收入 66.16 亿元）	装载机
		高空作业机械（2020 年收入 37.34 亿元）	高空作业平台
		环卫机械	垃圾处理车
工程机械（非上市部分）	徐工挖机	挖掘机	履带式大/中/小挖，轮式挖掘机
	徐州建机	塔机	塔式起重机
	徐工施维英	混凝土机械	泵车，搅拌车，搅拌站，混凝土车载泵
	徐工矿机	矿山机械	矿用挖掘机，掘进机等
其他	智联物流服务	道路货物运输	-
	徐工广联	工程机械租赁	-
	徐工工程机械研究院	工程机械技术服务	-
	大连日牵	电机	电机、配件及电控设备
	徐工精密	精密工业科技	黑色金属锻造、模具设计

数据来源：徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所

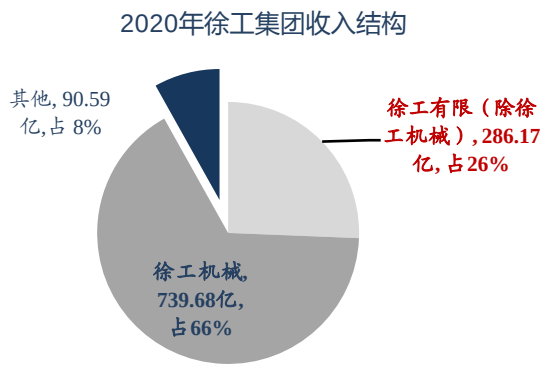
表 4：2020 年四个非上市工程机械子公司收入 382.04 亿元，净利润 14.5 亿元

板块	子公司	2020			2021Q1		
		收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率	收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率
工程机械板块	徐工机械	739.68	37.46	5.06%	249.78	17.46	6.99%
	徐工挖机	231.19	11.19	4.84%	80.1	4.47	5.58%
	徐州建机	61.62	3.05	4.95%	15.11	1.47	9.73%
	徐工施维英	61.28	0.06	0.10%	22.08	1.47	6.66%
	徐工矿机	27.95	0.2	0.72%	9.54	0.08	0.84%
	非上市工程机械子公司收入合计	382.04	14.5	3.80%	126.83	7.49	5.91%
其他板块	智联物流服务	26.97	0.1	0.37%	8.6	0.07	0.81%
	徐工广联	13.48	-1.75	-12.98%	4.01	0.01	0.25%
	徐工工程机械研究院	4.14	0.02	0.48%	0.01	0	0.00%
	大连日牵	2.45	0.15	5.71%	0.55	0.01	1.82%
	徐工精密	0.35	-0.34	-97.14%	0.47	-0.24	-51.06%
合计	徐工有限合计	1025.85	45.00	4.39%	336.13	25.77	7.67%
	徐工集团合计	1116.44	38.9	3.48%	358.5	23.54	6.57%

数据来源：徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说明书，东吴证券研究所

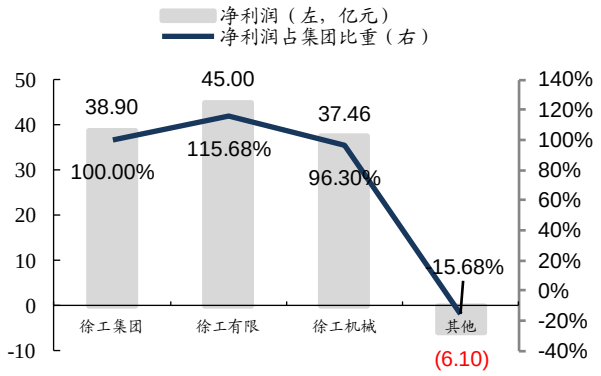
2020 年徐工集团营收 1116.44 亿元，其中工程机械主体徐工有限收入为 1025.85 亿元（占 91.89%），上市主体徐工机械收入 739.68 亿元（占集团 66.25%）。2020 年徐工集团/徐工有限（一级子公司）/徐工机械（二级子公司，上市主体）收入分别为 1116.44/1025.85/739.68 亿元，徐工有限/徐工机械总收入分别占集团 91.89%/66.25%；2020 年徐工集团/徐工有限/徐工机械净利润分别为 38.90/45.00/37.46 亿元，徐工有限/徐工机械净利润分别占集团 115.68%/96.30%。

图 24：2020 年徐工有限、徐工机械收入占集团比重为 92%、66%



数据来源：徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募集说

图 25：2020 年徐工有限、徐工机械净利润占集团比重为 116%、96%



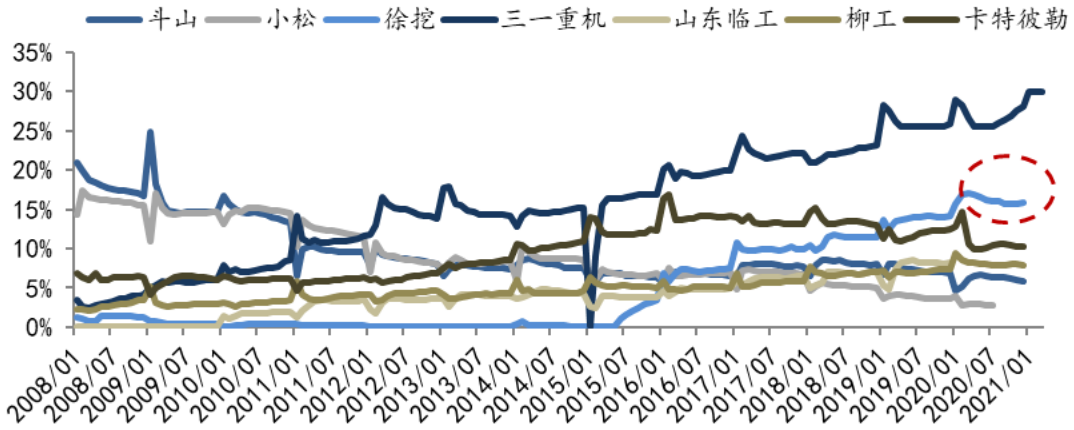
数据来源：徐工有限 2021 年第九期超短期融资券募

明书，东吴证券研究所　　集说明书，东吴证券研究所

3.1. 挖掘机：国内强阿尔法，2020 年收入 231 亿，盈利能力回升企稳

徐挖与三一重机同为国内强阿尔法，2020 年徐挖销量 51258 台，份额 15.65%持续提升。徐工挖掘机产品线齐全，全面覆盖 1.5 吨到 400 吨全系列的液压挖掘机产品。其中 70 吨以上的特大挖优势明显，400 吨特大型液压挖掘机填补了国内及国际市场空白。根据中国工程机械工业协会数据，2008-2020 年徐挖年销量由 973 台升至 51258 台，市占率由 1.3%持续提升至 15.65%，2021 年 4-5 月徐挖市场份额在 20%左右，预计未来保持年均提升 1-2pct 趋势，2021 全年份额在 17%左右。徐挖与三一重机同为国内挖机市场双强阿尔法，市场销量份额稳居行业前二且稳步提升，挖机资产优质具备稀缺性。

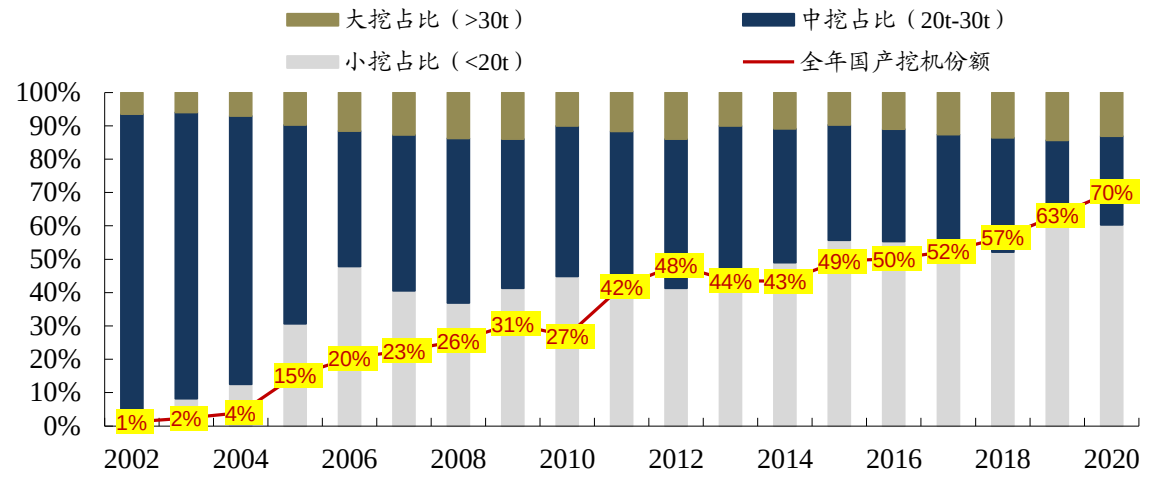
图 26：2020 年徐挖销量达到 51,258 台，市占率 15.65%，稳居前二



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

进口替代+集中度提升，徐挖强阿尔法有望持续强化。国内挖机市场进口替代及行业集中度提升趋势显著，主要系国产品牌具有性价比优势，龙头主机厂具有规模效应摊薄成本优势。2011-2020 年我国挖机市场销量 CR3 由 33%持续提升至 54%，国产品牌份额由 42%持续提升至 70%，我们认为龙头强者恒强趋势不变，未来不具性价比的外资企业、实力较弱的中小主机厂将逐步边缘化。我们认为徐挖作为国内挖机市场强阿尔法，未来龙头地位巩固，份额提升持续。

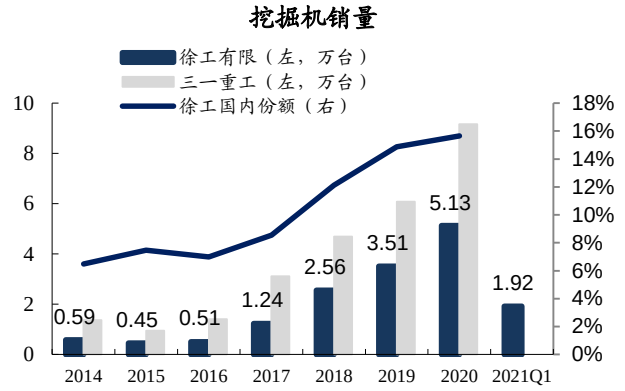
图 27：基于性价比优势，2011-2020 年我国挖机国产品牌销量份额由 42%持续提升至 70%



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

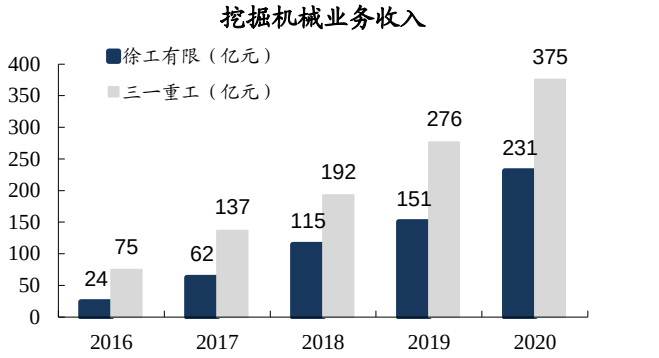
2020 年徐挖收入 231 亿，2016-2020 年 CAGR 达 76.3%，高于行业龙头。得益于徐工集团在工程机械行业的大平台优势，徐工挖机高速发展。2016-2020 年徐挖/三一的挖掘机销量 CAGR 分别为 78%/60%，挖机业务收入 CAGR 分别为 76.27%/49.71%。2020 年，三一/徐工挖机业务营收为 375.28 亿/230.81 亿，同比增速分别为 38.85%/53.22%，徐挖销量份额增长继续保持领先。

图 28：2016-2020 年徐挖/三一挖机销量 CAGR 分别为 78.09%/59.78%



数据来源：中国工程机械工业协会，徐工有限债券募集说明书，东吴证券研究所

图 29: 2016-2020 年徐工有限/三一重工挖掘机械收入 CAGR 分别为 76.27%/49.71%

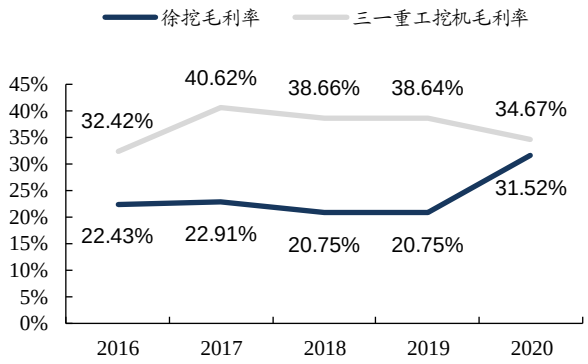


数据来源：Wind，徐工有限债券募集说明书，东吴证券研究所

徐挖盈利能力持续改善，2020 年毛利率升至 31.52%，达到行业平均水平。2020 年，三一/徐挖的挖机业务毛利率分别为 36.67%/31.52%，同比分别为-3.97pct/+10.77pct，徐挖毛利率已达到行业 30%左右平均水平，接近同期三一挖机毛利率 34.67%。2020 年，

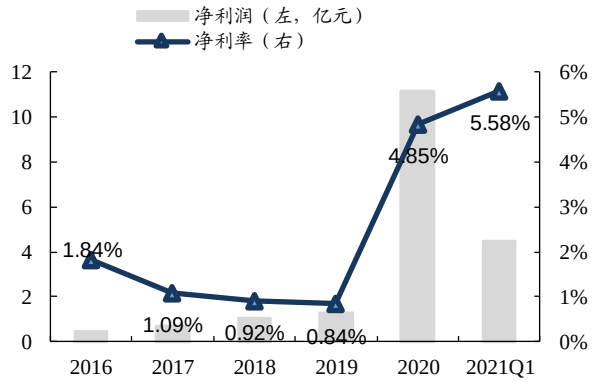
徐工挖机净利润 11.19 亿元，净利率 4.84%，同比+4.01pct，盈利能力持续改善。徐挖早期利润率偏低，主要系考核机制注重销量市占率而非利润、自制件相对少、早期小吨位产品占比高。随着上述问题改善，2020 年徐挖毛利率升至 31.52%，同比+10.77pct，已达到行业平均水平。未来，基于徐挖中大挖产品结构优化、规模效应凸显，我们预计毛利率有望稳定在 30%以上，并稳中有升。**混改后，挖机考核目标由市占率转向利润，利于行业整体利润率稳定。**

图 30：2020 年徐工挖机毛利率升至 31.52%，缩小与三一差距



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集说明书，Wind，东吴证券研究所

图 31：2020 年徐工挖机净利率 4.84%，21Q1 进一步升至 5.58%



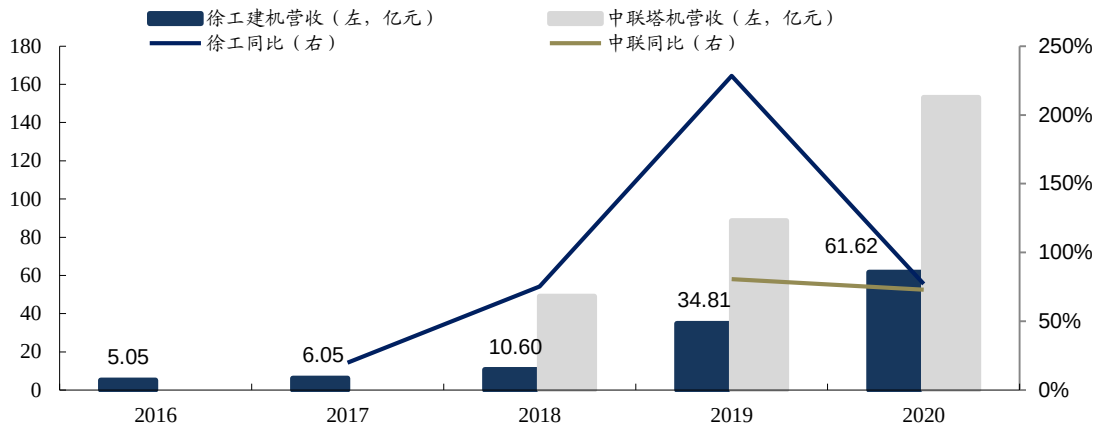
数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集说明书，Wind，东吴证券研究所

3.2. 塔机：稳居国内前二，2020 年收入 62 亿，受益装配式建筑风口

2020 年徐工建机收入 61.62 亿，销量份额稳居国内前二。“2020 全球塔式起重机制造商 10 强”榜单中，徐工塔机在荣登全球第 4，中国第二。根据徐工集团、徐工有限债券募集说明书，2020 年徐工建机（主营塔机）营收 61.62 亿，市场销量份额约 15%，仅次于中联塔机份额约 40%。

徐工塔机销量市占率提升迅速，2018-2020 年收入 CAGR 141%，远高于同期龙头 77%，未来销量份额提升趋势持续：（1）根据中国产业信息网，2012-2018 年塔机制造企业已由 300 多家降至 70 家。行业洗牌后“剩”者为王，存活下来的企业市占率仍有提升空间，强者恒强格局延续。（2）2021 年初广东徐工建机智能制造基地动工，建成达产后可年产塔式起重机、施工升降机 5000 台以上，年产值 25 亿元，产能及技术水平进一步提升。（3）混改后，徐工塔机考核机制更加市场化，进一步激发企业活力。

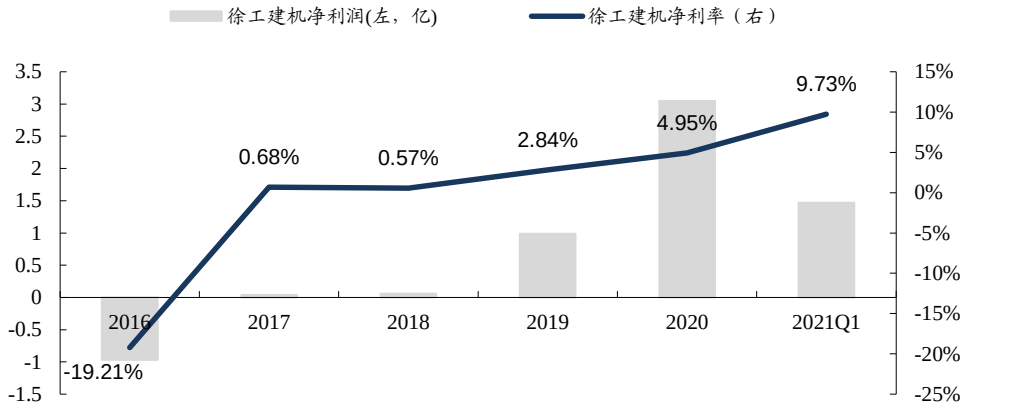
图 32：2018-2020 年徐工塔机收入 CAGR 141%，远高于同期龙头 77%



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集说明书，Wind，东吴证券研究所

徐工塔机盈利能力持续改善，2021Q1 净利率已升至 9.73%，超过行业平均水平。2016 年起徐工建机净利率呈稳定增长趋势，尤其是混改后，徐工塔机研发体系、销售体系、管理体系做了调整，盈利改善明显。2020 年徐工建机净利率 4.95%，同比+2.11pct；2021Q1 净利率进一步升至 9.73%，已超过行业平均水平，塔机资产质量优秀。

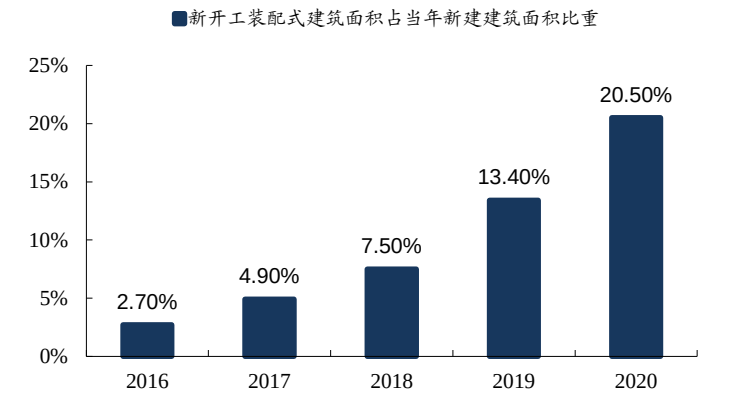
图 33：2020 年徐工建机净利率 4.95%，2021Q1 升至 9.73%，超过行业平均



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集说明书，东吴证券研究所

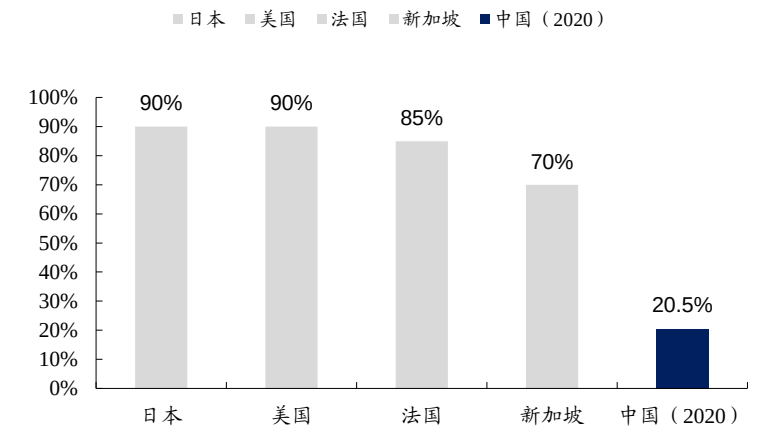
塔机行业将持续受益装配式建筑风口。装配式结构施工不仅要求塔机起重能力大，还对吊装精度要求高（对构件吊装的就位要求达 mm 级），制动灵敏并具有良好的慢就位功能，性能良好的塔机可保证吊装质量、提高吊装效率。据国务院及住建部政策，2026 年装配式建筑行业的渗透率将达到 30%以上。2020 年全国新开工装配式建筑面积占新建建筑面积比例仅为 20.5%，仍有较大的提升空间。对标海外市场，发达国家装配式建筑的市场渗透率高达 70%-90%，其中日本、美国渗透率均达 90%，中国仍有较大发展空间。据达丰设备预计，我国装配式建筑渗透率将在 2024 年提前完成目标，达到 32.4%，装配式建筑发展将催生中大型塔机需求。

图 32：2016-2020 年我国装配式建筑渗透率由 2.7%增长至 20.5%



数据来源：住建部，东吴证券研究所

图 33：2020 年中国装配式建筑渗透率 20.5%，远低于发达国家 70%-90%水平

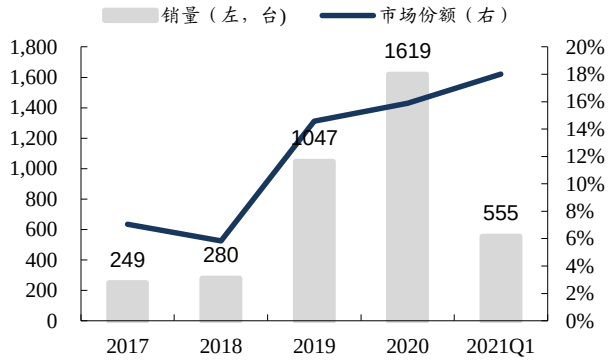


数据来源：前瞻产业研究院，住建部，东吴证券研究所

3.3. 混凝土机械：国产三巨头，2020 年收入约 97 亿，销量份额快速增长

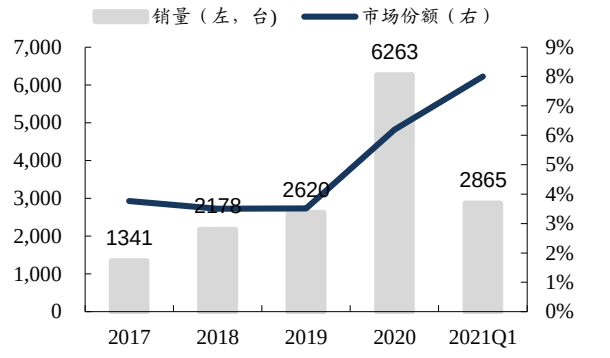
集团混凝土机械销量份额稳居国内前三，2019 年份额升至 15%。2012 年 7 月，徐工集团收购全球混凝土机械龙头施维英 52%股权，混凝土机械实现快速发展。根据徐工集团、徐工有限债券募集书披露，2017-2019 年集团混凝土机械市场占有率为 5.25%、7.65%、15.35%，其中 4 桥 62.00 米泵车为徐工施维英优势产品，2019 年行业占有率 21.20%。细分产品销量份额保持提升态势，2020 年混凝土泵车/搅拌车/搅拌站/车载泵市场份额分别 15.9%/6.2%/1.3%/3.5%；2021 年 Q1，优势产品泵车/搅拌车销量分别达 555/2865 台，市占率进一步升至 18%/8%；混凝土搅拌站销量 82 台，超过 2020 全年销量一半。

图 34：2020 年公司混凝土泵车销量 1619 台，份额 15.9%



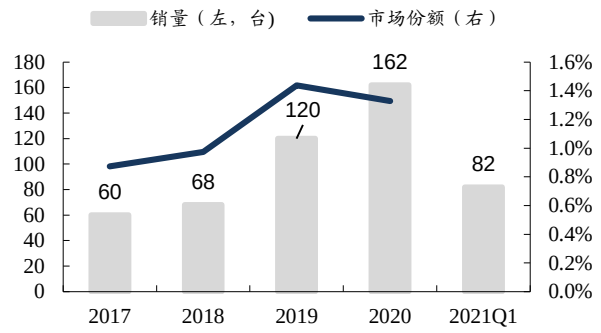
数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 35: 2020 年公司混凝土搅拌车销量 6263 台，份额 6.2%



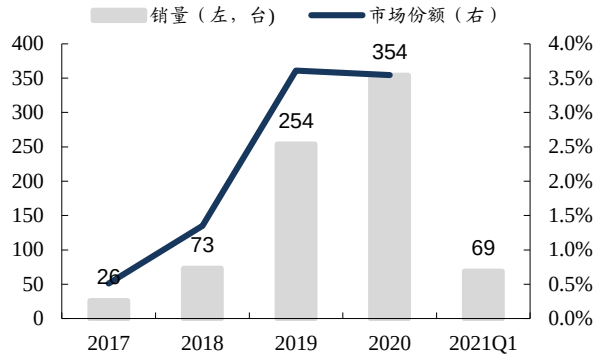
数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

图 36：2020 年公司混凝土搅拌站销量 162 台，份额 1.3%



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

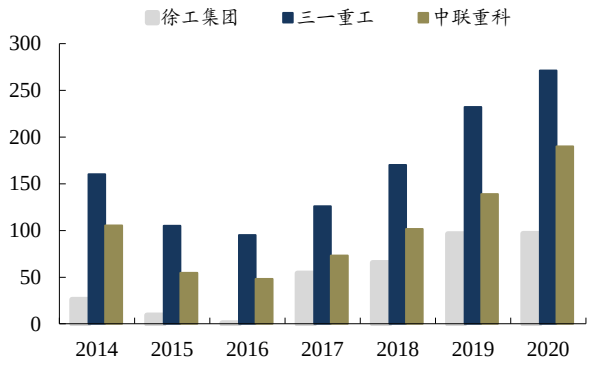
图 37：2020 年公司混凝土车载泵销量 354 台，份额 3.5%



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

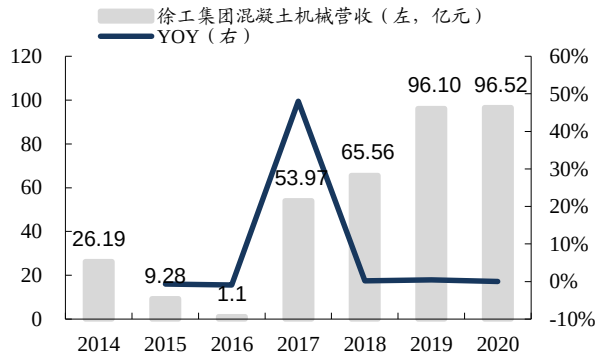
2020 年徐工集团混凝土机械收入 97 亿，2014-2020 年 CAGR 为 24%，与竞争对手差距逐步缩小。根据徐工集团、徐工有限债券募集书，徐工集团混凝土业务主要生产子公司为徐工施维英、德国施维英。2014-2020 年，徐工集团混凝土机械收入 CAGR 24.28%，远高于同期中联重科 10.3%、三一重工 9.18%，徐工混凝土机械销量份额提升迅速。2020 年徐工/中联/三一混凝土机械收入分别为 97/190/271 亿元，与同行差距逐步缩小。

图 38：三巨头混凝土机械业务收入体量比较（亿元）



数据来源：Wind，徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

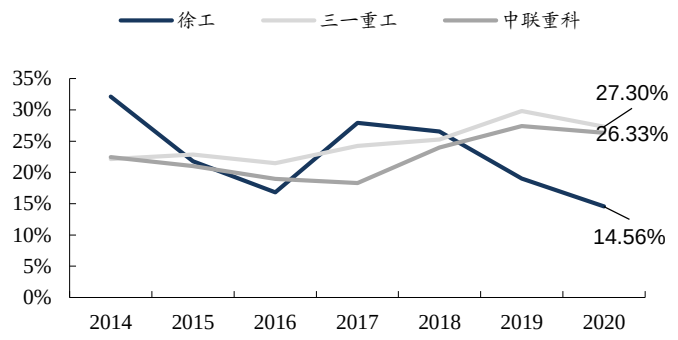
图 39：2020 年徐工集团混凝土机械收入 96.52 亿



数据来源：Wind，徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

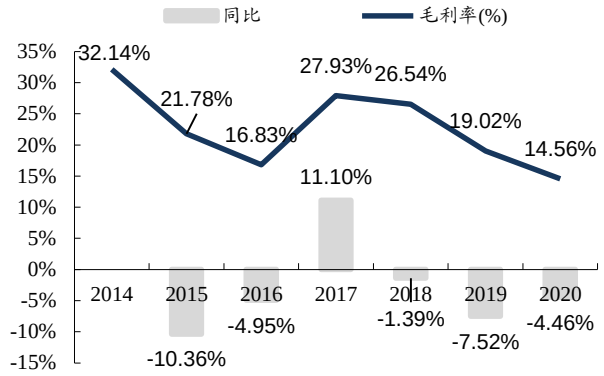
2020 年集团混凝土机械毛利率为 14.56%，未来有望稳步回升至 25%以上。2017-2020 年，徐工集团混凝土机械毛利率由 28%降至 15%。2020 年徐工/三一/中联的混凝土机械毛利率分别为 14.56%/26.33%/27.30%，徐工较三一、中联低 10 个百分点以上，主要系产品结构、考核机制差异。混改后，公司考核机制由销量份额转向利润，在零部件国产化及规模效应带动下，毛利率有望逐步回升至 25%左右正常水平。

图 40：国产三巨头混凝土机械毛利率对比



数据来源：Wind，徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

图 41：2020 年集团混凝土机械业务毛利率 14.56%，近年来有所下降



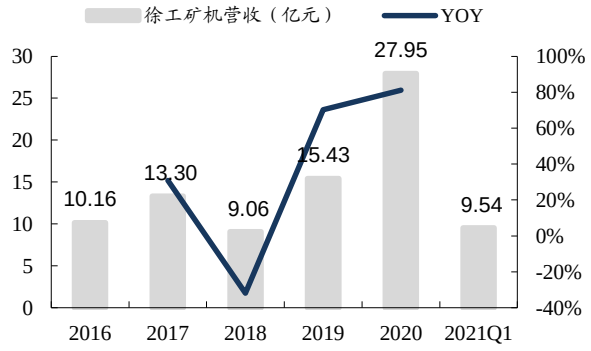
数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

3.4. 矿业机械：全球前五，2020 年收入 28 亿，发展前景广阔

2016-2020 年徐工矿机 CAGR 为 29%，2020 年收入 28 亿。集团矿业机械子公司对应徐工矿机，主要产品包括 90 吨以上的超大挖机（矿山领域）、300t 以上矿用卡车、破碎机等其他产品。根据债券募集书，2016-2020 年徐工矿业收入 CAGR 达 28.79%；2020 年收入规模 27.95 亿，同比增长 81.14%，保持高速增长态势。

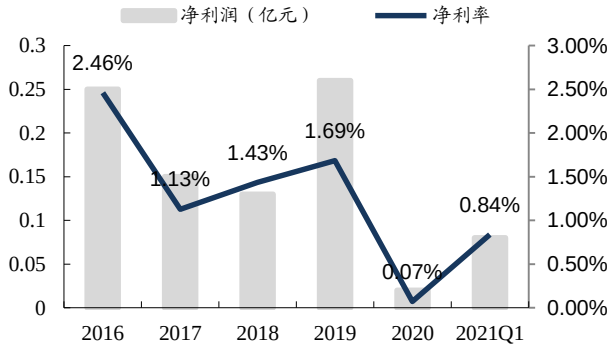
2020 年徐工矿机净利率仅 0.07%，同比-1.62pct，主要系当年计提了较大规模的资产减值损失。随着矿机业务资产结构优化，未来盈利能力有望逐步回升。

图 42：2020 年徐工矿机收入 28 亿，2016-2020 年 CAGR 为 29%



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

图 43：2020 年徐工矿机净利率 0.07%，同比-1.62pct，主要系计提较大规模减值损失



数据来源：徐工集团、徐工有限债券募集书，东吴证券研究所

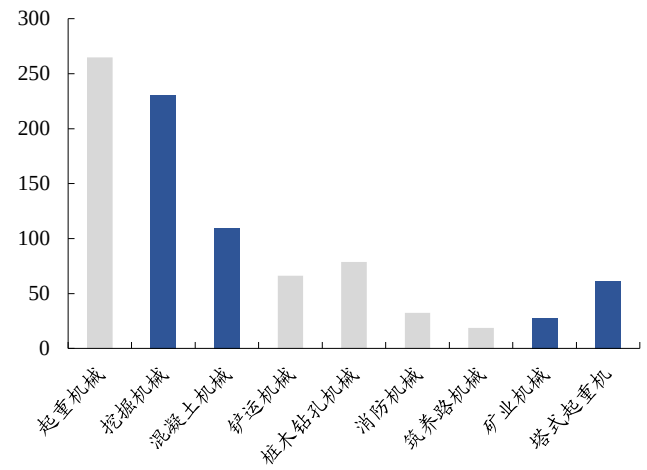
矿业机械长坡厚雪，徐工销量份额世界前五、全国第一，发展前景广阔。长期来看，矿山机械行业长坡后雪，后市场备件市场空间大，盈利能力高，海外龙头卡特、小松矿山机械收入体量占到总收入约 1/3。公司矿山机械收入规模稳居全球第五、中国第一，随着国内工程机械后市场发展成熟，未来发展前景广阔。

4. 盈利拐点初现，净利率翻倍以上提升空间

4.1. 挖机、塔机为高毛利产品，资产注入拉升整体利润率

挖掘机、塔机毛利率较高，资产注入有望拉升上市公司利润率。2020 年集团挖机、混凝土机械年毛利率分别为 31.52%/14.56%，2019 年矿卡、塔机年毛利率分别为 6.25%/24.58%，挖机、塔机均高于徐工机械同期毛利率（注：2020 年矿机、塔机毛利率暂未披露）。其中挖掘机械作为优质核心资产，17-20 年毛利率维持 20%+，21Q1 突破 31.80%，毛利占比 20 年起超越起重机械成为徐工第一，20 年板块收入相比 19 全年+6.32%。**我们测算，若以 2020 年数据为标准（矿机、塔机采用公布的 2019 年数据）注入四类资产，徐工机械 20 年毛利率将升至 19.96%，同期徐工机械毛利率 17.07%提升 2.89pct。**

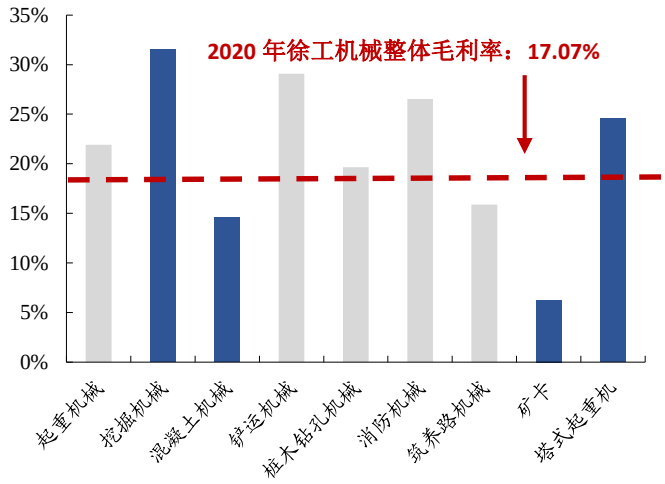
图 44：2020 年待注入工程机械资产收入合计 430.38 亿元，其中挖掘机 230.81 亿元占大头（单位：亿元）



数据来源：债券募集书，东吴证券研究所

注：蓝色为待注入上市公司的资产；2020 年混凝土机械收入 110 亿为预计值

图 45：2020 年徐工挖机、塔机毛利率分别 31.52%、24.58%，高于上市公司 17.07%



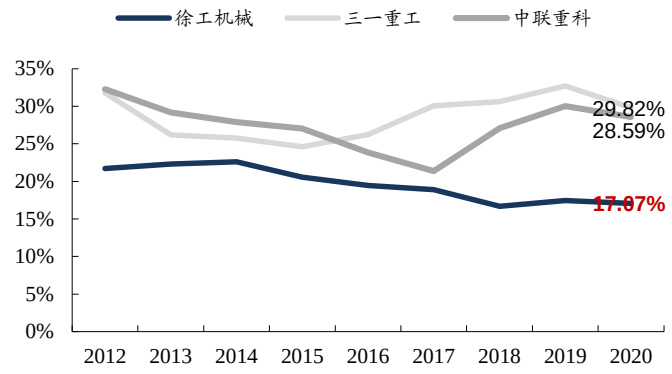
数据来源：债券募集书，东吴证券研究所

注：蓝色为待注入上市公司的资产；矿机、塔机仅公布 2019 年数据。

4.2. 净利率翻倍以上提升空间，20Q4 起盈利提升跑赢行业

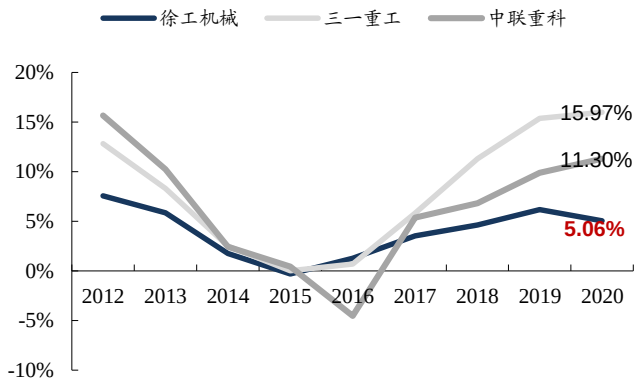
2020 年公司毛利率 17.07%，净利率 5.06%，净利率具备翻倍以上提升空间。2020 年徐工/三一/中联的毛利率分别为 17.07%/29.82%/28.59%，净利率分别为 5.06%/15.97%/11.30%，相较同行具备翻倍以上提升空间。2017-2020 年公司净利率低于同行，主要系：（1）产品品类较全，部分低毛利产品拉低利润水平。20 年营收占比 23.87%的工程机械备件毛利维持 10%波动，处于较低水平，主要为与控股股东出售商品与提供劳务的关联交易，预计公司整体上市后不再体现在分业务中。（2）集采中心设立在上市公司，外购钢材、发动机等原材料再内销，拉低了上市公司的利润水平。2021Q1 徐工有限/徐工机械主营业务毛利率分别 24.41%/16.58%，归母净利率分别 7.67%/6.91%，合并口径下利润率较高，预计整体上市后不再受此影响。

图 3：2020 年公司毛利率 17.07%，低于同行近 30%水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

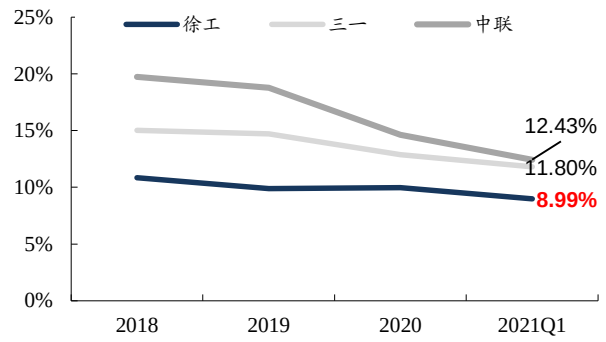
图 4：2020 年公司净利率 5.06%，具备翻倍以上提升空间



数据来源：Wind，东吴证券研究所

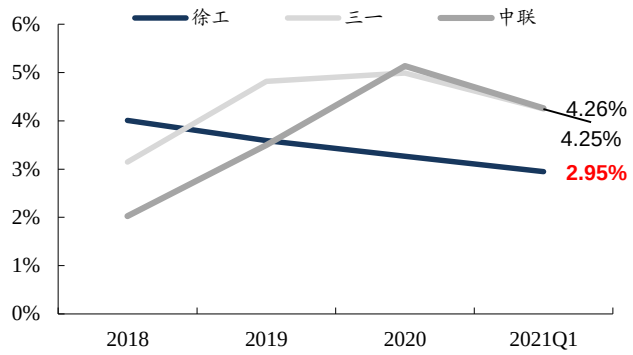
期间费用率在可比公司中处于低位，人均研发支出领先。2018-2021Q1，公司期间费用率在可比公司中均处于相对地位，2021Q1 为 8.99%，低于同期三一 11.80%，中联 12.43%。2018-2021Q1，公司期间费用率由 10.84%稳定下降至 8.99%，费控管理良好。从费率结构看，21Q1 公司研发费用率 2.95%，低于同期三一 4.25%、中联 4.26%。但考虑到人员精简，研发人均支出领先，2020 年三一重工/中联重科/徐工机械研发人员分别 5,346/5,992/2,818 人，研发支出分别 62.59/35.01/37.52 亿元，研发人员人均支出 117.08/58.43/133.14 万元。

图 5：21Q1 公司期间费用率 8.99%，低于三一、中联



数据来源：Wind，东吴证券研究所

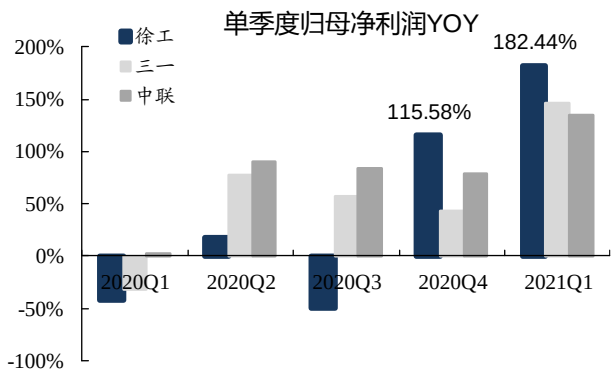
图 6：21Q1 年公司研发费用率 2.95%，考虑到人员精简，研发人均支出领先



数据来源：Wind，东吴证券研究所

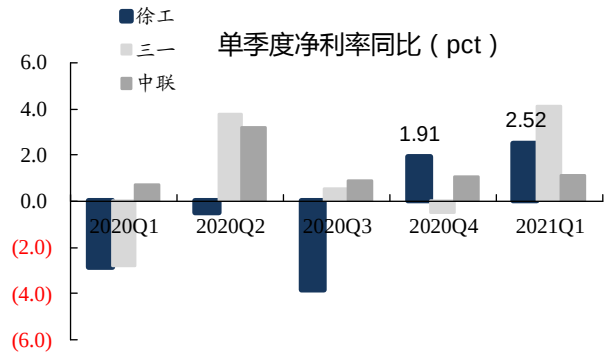
混改以来，20Q4-21Q1 公司单季净利润增速大幅高于行业，未来盈利改善有望持续跑赢行业。公司 2020 实现净利润 37.29 亿元，同比+2.99pct，低于同行业。但自混改以来，2020Q4 徐工/三一/中联单季净利润同比增速分别 115.58%/43.19%/78.81%，2021Q1 分别为 182.44%/146.16%/135.41%。净利率提升趋势显著，20Q4-21Q1 净利率分别为 5.74%（高于 2020 年全年 5.06%）/6.99%，同比分别+1.91pct/+2.52pct。混改以来公司净利率改善成效显著，盈利改善有望持续跑赢行业。

图 5：20Q4 以来公司单季度归母净利润增速高于行业



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：20Q4 以来公司单季净利率持续回升



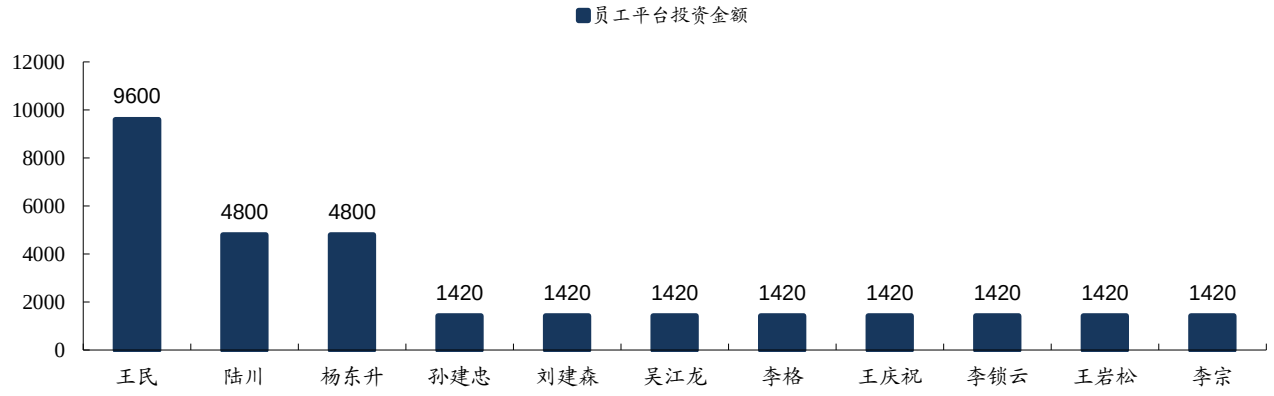
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 利润激励由弱约束转为强约束，2021 年或迎盈利拐点

激励由弱约束转为强约束，2021 年有望看到盈利拐点。2021 年 4 月 22 日，公司董事会对 2018 年版高管薪酬制度进行了修订。2020 年 9 月混改后，公司考核重心由销量市占率转向利润，9 人董事会中外部董事占 5 席，高管薪酬利润考核占 60%，混改员工

新增持股 8.7 亿元（其中董事长、总裁及总经理增持股份 2.88 亿），深度绑定公司利润与员工利益，压力激励由弱约束转为强约束，2021 年或迎盈利拐点。

图 46：徐工主要管理层经员工持股“壹号”平台投资金额（单位：万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

三一、中联股权激励均带来人均产值大幅增长。徐工机械上市以来未曾实施股权激励，而工程机械另外两大巨头，三一重工、中联重科自上市以来分别实施 5 次、3 次，计划合计授予股份 5.9 亿股（占目前总股本 6.98%）、7.4 亿股（占目前总股本 8.53%），深度绑定公司与员工利益，带来人均创利大幅增加。三一重工于 2016 年实施两次激励计划，人均创利由 1.19 万元大幅升至 2020 年 64.51 万。中联重科于 2017 和 2019 年两次实施股权激励，人均创利由 2017 年的 9.27 万升至 2020 年 31.26 万。

表 5：三一重工自上市以来 5 次员工持股激励计划（截至 2021 年 6 月 7 日）

时间	计划	激励对象	方案
2012/12/6	股权激励（第 1 次）	共 2108 人，其中董监高授予股份占 15.48%，中层及核心业务人员占 62.73%	授予 17826 万份。
2016/3/10	员工持股（第 2 次）	共计不超过 2800 人，其中董监高授予股份占 11.46%，中层及核心业务人员占 73.35%，预留 15.21%	授予 13182 万股。出资比例：董监高 7600 万元；中层及核心业务人员 32400 万元
2016/10/19	股权激励（第 3 次）	共 1671 人，其中董监高授予股份占 13.54%，中层及核心业务人员占 86.46%	授予 26666 万份。
2020/11/28	员工持股（第 4 次）	共计不超过 2264 人，其中董监高授予股份占 28.48%，中	授予不超过 831 万股。

		层及核心业务人员占 71.52%	
2021/05/29	员工持股（第 5 次）	共计不超过 4205 人，其中董监高授予股份占 8.67%，中层及核心业务人员占 91.33%	合计不超过 754 万股，本员工持股计划购买回购股票的价格为 35.73 元/股（较前一日收盘价溢价 17.15%）。
合计			**计划授予股份合计 5.9 亿股，占当前公司总股本 6.98%**

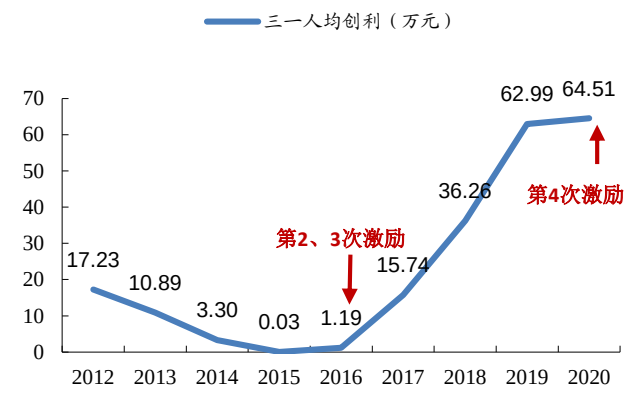
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6：中联重科自上市以来 3 次员工持股激励计划（截至 2021 年 6 月 7 日）

时间	计划	激励对象	方案
2013/3/28	股权激励（第 1 次）	共 1543 人，其中董监高授予股份占 27.72%，中层及核心业务人员占 72.28%	授予 15720 万份。
2017/9/30	股权激励（第 2 次）	共 1231 人，其中董监高授予股份占 16.98%，中层及核心业务人员占 73.02%	授予 19063 万份。
2019/11/16	员工持股（第 3 次）	不超过 1200 人，其中董监高授予股份占 33%，其他员工占 67%	不超过 3.9 亿股，受让价格 2.75 元/股。
合计			**计划授予股份合计 7.4 亿股，占公司目前总股本 8.53%。**

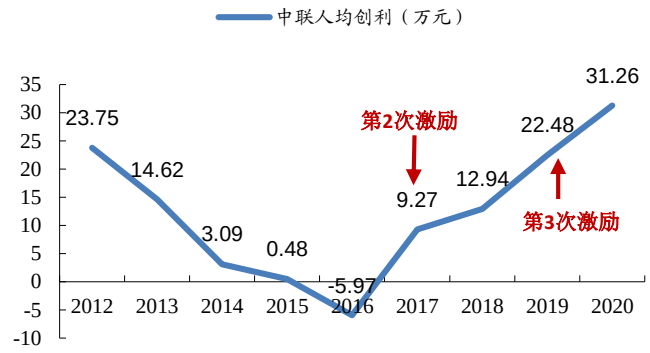
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 47：三一重工股权激励带来人均创利大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

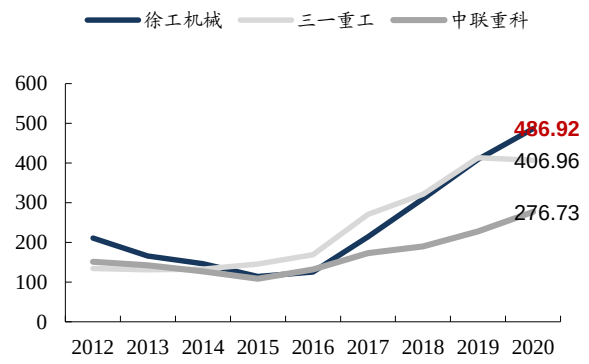
图 48：中联最新两次股权激励带来人均创利大幅提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

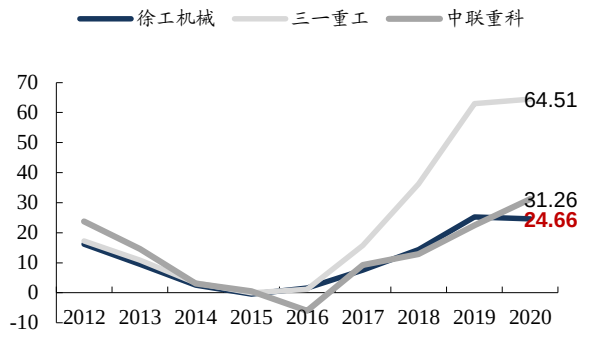
参考三一、中联股权激励前后变化、公司未来人均创利有望稳步提升。2020 年徐工、三一和中联人均创收 486.92/406.96/276.73 万元，人均创利分别 24.66/64.51/31.26 万元，公司人均创利较低主要系盈利能力存在改善空间。混改后，公司高管薪酬考核中利润占大头，员工持股平台新增持股 8.7 亿元，参考三一、中联股权激励前后变化、公司未来人均创利有望稳步提升。

图 49：2020 年徐工人均创收 487 万元，高于三一、中联



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

图 50：2020 年徐工人均创利 25 万元，低于三一、中联

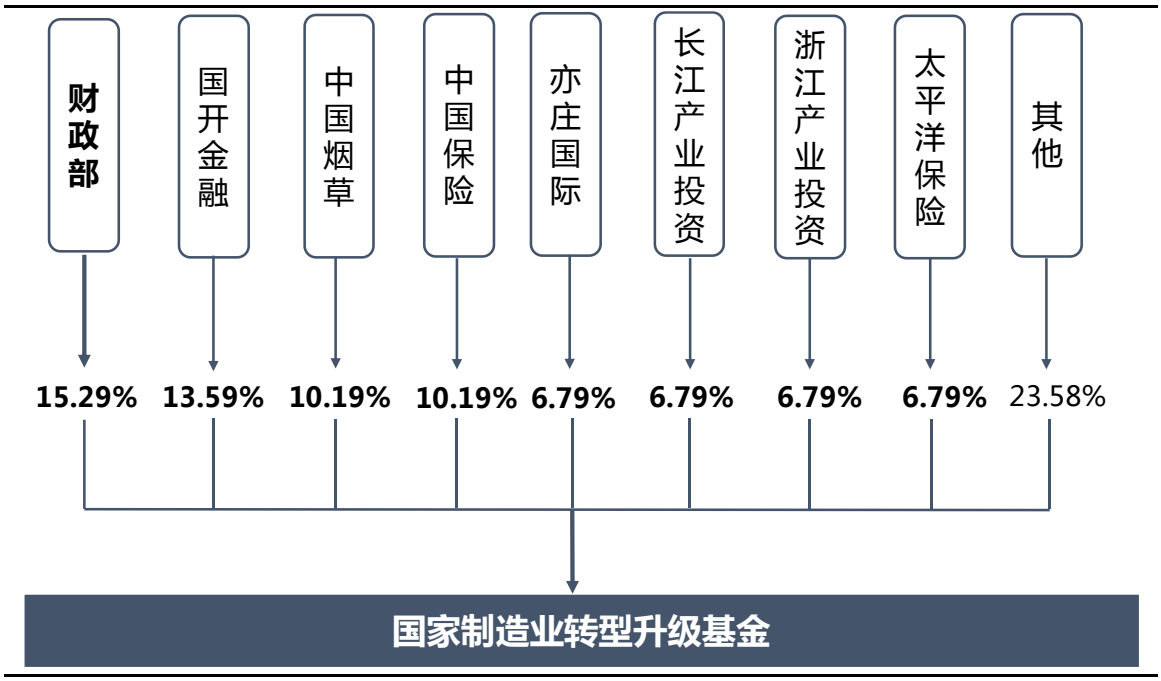


数据来源：公司年报、东吴证券研究所

4.4. 国家制造业基金 9.6 亿大手笔参与混改，彰显发展信心

国家制造业转型升级基金 9.6 亿大手笔参与混改，持股徐工有限 3%股权。国家制造业转型升级基金成立于 2019 年 11 月，注册资本 1472 亿元，由财政部、国开金融等 20 家股东发起。制造大基金主要投向基础制造和新型制造、新材料、新一代信息技术、电力装备等领域，制造促进制造与产业转型升级。国家制造业大基金成立以来投资项目不多，但均锁定行业龙头，单且笔投资金额大。2020 年 9 月 23 日，国家制造业转型升级基金投资 9.59 亿元参与徐工混改，以增资扩股方式持股徐工机械母公司徐工有限 3%股权。国家制造业大基金参与徐工有限混改，体现了国家级基金对徐工有限产品、技术及市场竞争力的认可，为建立市场化激励约束机制，实现整体上市的战略目标提供支持。

图 51：国家制造业转型升级基金股权结构（截至 2021 年 6 月 9 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 7：国家制造业转型升级基金投资项目

被投公司	主营业务	日期	投资形式	投资金融	投资主体	目前进展
创世纪	公司数控机床高端智能装备业务	2020 年 12 月 22 日	入股	5 亿元	国家制造业转型升级基金股份有限公司	国家制造业基金将持有深圳创世纪 8.73%的股权
埃斯顿	运动控制系统及机器人	2020 年 7 月 24 日	参与非公开发行股票（已终止）	4 亿元	国家制造业转型升级基金股份有限公司	定增改为非特定对象。2021 年 1 月 15 日，公司与大基金签署了《战略合作框架协议》
柳工	工程机械及相关业务	2020 年 12 月 8 日	混改增资扩股	7 家战略投资者共 31.92 亿元	国家制造业转型升级基金股份有限公司	2021 年 1 月 29 日公布《吸收合并预案》
徐工机械	**工程机械及相关业务**	**2020 年 9 月 23 日**	**混改增资扩股**	**9.59 亿元**	**国家制造业转型升级基金股份有限公司**	**持股徐工机械母公司徐工有限 3%**
濮阳惠成	酸酐和其他功能材料中间体	2020 年 7 月 15 日	参与非公开发行股	新材料基金 3.15 亿	子基金深创投制造业转型升级新材料基金、金石	定增改为非特定对象

			票（已终止）	+金石基金 3 亿元	制造业转型升级新材料基金	
苏大维格（300331.SZ）	微纳结构产品	2020 年 7 月 9 日	参与非公开发行股票（已终止）	5 亿元	子基金深创投制造业转型升级新材料基金	定增改为非特定对象
驭势科技	自动驾驶软硬件核心技术	2021 年 1 月	参与融资	总融资额超过 10 亿元	国家制造业转型升级基金股份有限公司	
华中数控	机床数控系统及机器人	2020 年 1 月 25 日	参与非公开发行股票（已终止）	3.86 亿元	国家制造业转型升级基金股份有限公司	2020 年 9 月 18 日，华中数控发布公告称，国家制造业转型升级基金**终止认购**公司 2020 年度定增股票计划

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

徐工机械分业务拆分:

（1）起重机械: 公司起重机械产品包括汽车起重机、履带起重机和随车起重机三大类，分别由徐工重型、徐工建机和徐工随车生产。基于更新需求持续、下游项目需求向好，我们预计 2021-23 年我国起重机销量增速分别为 22.0%/12.4%/2.6%。公司起重机行业销量份额稳居第一，2021 年起份额已企稳回升，我们公司起重机业务收入增速高于行业，预计 2021-2023 年公司起重机械业务收入增速分别为 25.00%/15.00%/5.00%；考虑到 2021 年原材料上涨，预计 2021-23 年毛利率分别为 23.00%/23.50%/24.00%。

（2）工程机械备件: 作为工程机械后市场板块，工程机械备件领域发展空间大，混凝土、挖机业务的备件采购需求大幅增加，工程备件供应量不断提升。2016-2020 年公司工程机械备件收入 CAGR 58.49%，高于同期公司收入 CAGR 44.66%。整体来看，备件板块收入增速略高于公司整体收入增速，我们预计 2021-2023 年公司工程机械备件收入增速分别为 25.00%/12.00%/10.00%，毛利率分别为 10.00%/10.50%/11.00%。

（3）桩工机械: 公司桩工机械产品主要包括旋挖钻机、掘进机等，销量稳居行业第一梯队，其中 280t 以上大吨位旋挖钻机销量市占率 60%以上，水平定向钻持续行业第一；新培育的掘进机产业化发展迅速。2021 年疫情受控、基建设备需求回升，徐工基础大型桩工机械产业化项目落地，我们预计 2021-2023 年公司桩工机械业务收入增速分别为 15%/10%/5%，毛利率分别为 21.00%/21.50%/22.00%。

（4）铲运机械: 公司铲运机械产品主要为装载机，型号集中在中小型，以 30 型（3 吨）和 50 型（5 吨）为主，其中 50 型销量在总销量中占比达到 50%以上。装载机与挖掘机同为土方机械，但我们预计行业增速略低于挖掘机，主要系挖机替代装载机趋势：1990-2019 年日本挖机占土方机械比由 84%升至 95%，1990-2020 年中国挖机占土方机械比由 24%升至 71%，2021Q1 进一步升至 78%。我们预计 2021-2023 年装载机行业销量增速为 10%/3%/0%。公司装载机销量份额稳定提升，2016-2020 年公司铲运机械收入 CAGR 28.56%，高于行业装载机销量 CAGR 19.03%。我们预计 2021-2023 年公司铲运机械业务收入增速分别为 15%/8%/5%，毛利率分别为 15%/15.5%/16%。

（5）消防机械: 公司消防机械产品主要为高空消防车和举高喷射消防车，2016-2020 年公司消防机械板块收入 CAGR 达 58.95%。根据徐工机械 2020 年报，公司高空作业车占有率大幅提升 4.8 个百分点，跻身行业第一；快速上量实现翻番式增长，举升类消防车、臂式高空作业平台持续巩固国内第一品牌行业地位。高空作业平台为我国工程机械蓝海赛道，参考美国 AWP 渗透率，我们预计 2019 2024 年国内 AWP 销量 CAGR 42%（参考东吴证券研报:《浙江鼎力：新臂式投产 打开成长空间，电动化布局夯实竞争优势》- 2020 年 07 月 12 日）。基于龙头销量份额提升预期，我们预计 2021-2023 年公司消防机械业务收入增速分别为 40.00%/30.00%/20.00%，毛利率分别为

26.00%/26.50%/27.00%。

图 52：徐工机械收入拆分及预测

000425.SZ	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
起重机械（亿元）	**54.80**	**106.31**	**157.46**	**208.34**	**264.89**	**331.11**	**380.78**	**399.82**
YoY		94.00%	48.11%	32.31%	27.14%	25.00%	15.00%	5.00%
毛利率	23.61%	23.11%	21.62%	23.80%	23.37%	23.00%	23.50%	24.00%
收入占比	32.44%	36.49%	35.46%	35.21%	35.81%	36.20%	38.47%	37.74%
工程机械备件（亿元）	**27.98**	**51.49**	**89.02**	**131.10**	**176.56**	**220.70**	**247.18**	**271.90**
YoY		84.02%	72.89%	47.27%	34.68%	25.00%	12.00%	10.00%
毛利率	11.98%	8.08%	10.19%	8.19%	9.77%	10.00%	10.50%	11.00%
收入占比	16.57%	17.68%	20.05%	22.15%	23.87%	24.13%	24.98%	25.67%
桩工机械（亿元）	**19.62**	**33.27**	**48.79**	**59.10**	**73.31**	**84.31**	**92.74**	**97.37**
YoY		69.57%	46.65%	21.13%	24.04%	15.00%	10.00%	5.00%
毛利率	22.19%	22.38%	19.66%	19.72%	21.48%	21.00%	21.50%	22.00%
收入占比	11.62%	11.42%	10.99%	9.99%	9.91%	9.22%	9.37%	9.19%
铲运机械（亿元）	**24.22**	**35.86**	**50.13**	**63.19**	**66.16**	**76.08**	**82.17**	**86.28**
YoY		48.06%	39.79%	26.05%	4.70%	15.00%	8.00%	5.00%
毛利率	17.10%	20.29%	17.35%	18.03%	15.64%	15.00%	15.50%	16.00%
收入占比	14.34%	12.31%	11.29%	10.68%	8.94%	8.32%	8.30%	8.14%
消防机械（亿元）	**5.85**	**8.16**	**12.92**	**24.16**	**37.34**	**52.28**	**67.96**	**81.55**
YoY		39.49%	58.33%	87.00%	54.55%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	26.74%				25.95%	26.00%	26.50%	27.00%
收入占比	3.46%	2.80%	2.91%	4.08%	5.05%	5.71%	6.87%	7.70%
压实机械（亿元）	**9.61**	**13.49**	**16.75**	**17.22**	**21.36**	**25.63**	**29.48**	**32.42**
YoY		40.37%	24.17%	2.81%	24.04%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	2.18%				3.76%	4.00%	4.50%	5.00%
收入占比	243.29%	246.62%	197.99%	156.12%	161.09%	175.73%	187.12%	199.84%
路面机械（亿元）	**3.95**	**5.47**	**8.46**	**11.03**	**13.26**	**14.59**	**15.75**	**16.23**
YoY		38.48%	54.66%	30.38%	20.22%	10.00%	8.00%	3.00%
毛利率	0.86%				3.41%	4.00%	4.50%	5.00%
收入占比	14.72%	12.80%	12.26%	12.44%	13.25%	13.25%	13.25%	13.25%
其他业务（亿元）	**26.83**	**42.73**	**69.03**	**88.65**	**100.06**	**110.07**	**118.87**	**122.44**
YoY		59.26%	61.55%	28.42%	12.87%	10.00%	8.00%	3.00%
毛利率	13.04%			14.10%	10.07%	11.00%	11.50%	12.00%
收入占比	15.88%	14.67%	15.54%	14.98%	13.53%	12.03%	12.01%	11.56%
收入合计	**168.91**	**291.31**	**444.10**	**591.76**	**739.68**	**914.76**	**989.70**	**1059.36**
YoY		**72.46%**	**52.45%**	**33.25%**	**25.00%**	**23.67%**	**8.19%**	**7.04%**
毛利润合计	**32.84**	**55.02**	**74.12**	**103.28**	**126.27**	**154.65**	**179.79**	**197.80**
综合毛利率	**19.44%**	**18.89%**	**16.69%**	**17.45%**	**17.07%**	**16.91%**	**18.17%**	**18.67%**

资料来源：Wind，东吴证券研究所测算

注：公司未披露 2017-2019 年消防机械、压实机械、路面机械毛利率，2018-2019 年其他业务毛利率。

不考虑资产注入，我们预测公司 2021-2023 年实现营业收入分别 914.76/989.70/1059.36 亿元，分别同比增长 23.67%/8.19%/7.04%； 2021-2023 年公司实现归母净利润分别为 58.25/75.74/85.62 亿元，分别同比增长 56.21%/30.03%/13.04%; EPS 分别为 0.74 /0.97/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 8.14 /6.26/5.54 倍。参考国内外可比上市公司，我们认为公司当前估值相对低估。考虑到挖机等优质资产有望整体上市，混改后利润率改善有望跑赢行业，我们给予 2021 年公司目标 PE 12 倍，对应市值 700 亿，首次覆盖予以“买入”评级。

表 8：可比公司估值表

2021/6/17		货币	收盘价（LC）	市值（亿 RMB）	EPS（元）			PE		
代码	公司				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600031.SH	三一重工	CNY	26.92	2284	2.36	2.67	2.90	11	10	9
000157.SZ	中联重科	CNY	9.23	758	1.16	1.34	1.48	8	7	6
601100.SH	恒立液压	CNY	73.42	958	2.25	2.66	3.06	33	28	24
603338.SH	浙江鼎力	CNY	54.99	267	2.04	2.62	3.15	27	21	17
CAT.N	卡特彼勒	USD	217.16	7622	9.76	11.91	13.81	22	18	16
6301.T	小松制作所	JPY	3050.00	1727	112.43	177.31	224.51	27	17	14
可比公司均值								21	17	14
000425.SZ	**徐工机械**	**CNY**	**6.05**	**474**	**0.74**	**0.97**	**1.09**	**8**	**6**	**6**

资料来源：Wind，东吴证券研究所（注：徐工机械、三一重工、恒立液压、中联重科及浙江鼎力 EPS 为东吴预测，卡特彼勒及小松制造所为 Bloomberg 一致预测。收盘价为当地货币；市值为人民币，汇率采用当日中间价：1 日元=0.05806 人民币，1 美元=6.3687 人民币）

6. 风险提示

宏观经济下行风险。工程机械行业与宏观经济相关性较大，基建地产投资、政策和投资意愿的变动将对工程机械行业造成影响，进而影响行业主要产品销售。

行业周期波动。工程机械主要设备平均使用寿命在 10 年左右，资本品属性叠加寿命寿命较长，其行业景气呈现一定周期性。尽管 2016 年以来本轮行业周期延长，我们预计未来行业周期波动较上一轮大幅弱化，但若未来下游项目开工、机器替人及出口需求不及预期，行业及公司业绩仍可能呈现较大波动性。

行业竞争加剧导致利润率下滑。此轮工程机械复苏已经持续 5 年，尽管行业竞争格局有所优化，但若需求下滑发生价格战或降低首付比例，或将对企业盈利和资产质量产生较大影响。

原材料价格持续上涨风险。随着世界主要经济体持续复苏，若东南亚，拉美等原材料国供给收紧，未来全球原材料价格可能将持续上升，从而导致公司利润率承压。

重组方案达成存在不确定性。本次重组具体交易方案仍在商讨论证中且尚未签署正式协议，交易协议能否达成尚存在一定不确定性。本次重组尚需提交公司董事会、股东大会审议，并经监管机构批准后方可正式实施，能否通过审批尚存在一定不确定性。

混改进程不如预期。若混改顺利完成，徐工有限旗下所有主营业务将整体进行上市，提升盈利能力。若本次重大资产重组后整合不能顺利实施，未达到预期效益，将会对新合并主体（徐工机械）的业务运营带来一定的影响。

徐工机械三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**70127**	**82320**	**92947**	**98373**
现金	17021	20340	20600	21561
应收账款	36272	42605	46096	49340
存货	13061	14578	21080	21952
其他流动资产	3773	4797	5171	5520
非流动资产	**21670**	**25420**	**27077**	**28938**
长期股权投资	2676	2976	3291	3622
固定资产	8935	12168	13286	14583
在建工程	963	1039	1092	1227
无形资产	2494	2710	2935	3168
其他非流动资产	6603	6527	6474	6338
资产总计	**91797**	**107740**	**120025**	**127312**
流动负债	**50832**	**62571**	**69391**	**70500**
短期借款	7992	7992	10920	7992
应付账款	32622	41650	44379	47209
其他流动负债	10219	12930	14092	15299
非流动负债	**6794**	**6794**	**6794**	**6794**
长期借款	3645	3645	3645	3645
其他非流动负债	3149	3149	3149	3149
负债合计	**57627**	**69366**	**76185**	**77294**
少数股东权益	478	604	768	954
归属母公司股东权益	33693	37770	43071	49065
负债和股东权益	**91797**	**107740**	**120025**	**127312**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2789	8366	3075	10398
投资活动现金流	-1019	-3300	-3471	-3940
筹资活动现金流	411	-1747	656	-5497
现金净增加额	2151	3319	260	961
折旧和摊销	1168	1870	2129	2410
资本开支	-2053	-3000	-3156	-3610
营运资本变动	-1755	545	-6791	-759

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**73968**	**91476**	**98970**	**105936**
减:营业成本	61341	76011	80991	86156
营业税金及附加	274	366	356	381
营业费用	3095	3796	4008	4237
管理费用	1025	1281	1386	1483
研发费用	2417	3110	3464	3814
财务费用	836	732	495	318
资产减值损失	-381	0	0	0
加:投资净收益	806	500	550	605
其他收益	-1893	182	103	-65
营业利润	**4275**	**6863**	**8923**	**10087**
加:营业外净收支	21	0	0	0
利润总额	**4296**	**6863**	**8923**	**10087**
减:所得税费用	550	858	1115	1261
少数股东损益	17	180	234	265
归属母公司净利润	**3729**	**5825**	**7574**	**8562**
EBIT	8234	6912	8765	9865
EBITDA	9402	8782	10894	12275

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.48	0.74	0.97	1.09
每股净资产(元)	4.30	4.82	5.50	6.26
发行在外股份(百万股)	7834	7834	7834	7834
ROIC(%)	16.8%	12.9%	14.4%	14.6%
ROE(%)	11.1%	15.4%	17.6%	17.4%
毛利率(%)	17.1%	16.9%	18.2%	18.7%
销售净利率(%)	5.1%	6.6%	7.9%	8.3%
资产负债率(%)	62.8%	64.1%	63.0%	60.0%
收入增长率(%)	25.0%	23.7%	8.2%	7.0%
净利润增长率(%)	3.0%	56.2%	30.0%	13.0%
P/E	12.71	8.14	6.26	5.54
P/B	1.41	1.25	1.10	0.97
EV/EBITDA	11.17	13.26	11.29	10.08

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn