

徐工机械(000425)

报告日期: 2021年6月30日

公司点评

行业公司研究——机械装备行业——证券研究

证券研究报告

# 中报业绩超预期; “新徐工” 盈利能力将持续改善

——徐工机械点评报告

## □ 中报业绩超预期; 净利润中枢同比增长 89%, 单二季度净利润增长 48%

公司公告: 2021 年上半年实现净利润 36 亿~42 亿元, 同比增长 75%~104%, 净利润中枢为 39 亿元, 同比增长 89%。其中, 单二季度净利润中枢为 21.5 亿元, 同比增长 48%。上半年业绩高增长主要来源: 1) 行业受设备更新及环保排放标准升级影响, 景气度持续向好。1-4 月汽车起重机销量同比增长 50%; 2) 控股股东混改后, 公司不断贯彻“三高—可”发展理念, 全面推进精细化管理, 严格控制各项费用支出, 盈利能力持续改善。

## □ 徐工有限挖掘机等工程机械资产注入, 将增厚“新徐工”业绩

徐工机械拟吸收合并徐工有限, 挖掘机、混凝土、塔机和矿机等资产将注入上市公司(“新徐工”)。预计 2021 年“新徐工”备考收入超过 1200 亿元, 有望成为收入规模最大工程机械公司; 2021 年备考净利润约 100 亿(其中上市公司约 60 亿、挖掘机接近 30 亿, 混凝土+塔机+矿机合计 10 亿左右), 每股收益有增厚(约 7%)。

“新徐工”: 若注入资产估值在 200-300 亿(假设挖掘机等资产按 6-8 倍 PE 注入), 预计 2021 年摊薄后的备考市值在 725-837 亿元, 备考 PE 在 7-8 倍。

## □ 长期看: 混改、员工持股提高经营效率、盈利能力, 利润和估值双提升

徐工有限 2020 年 9 月完成混改, 由国有独资转变为混合所有制公司; 其中员工持股平台增资 8.7 亿元。随着改制后活力释放、管理改善、产品结构优化, “新徐工”盈利能力将持续提升。我们预计“新徐工”的挖掘机净利率由 2020 年前三季度约 4% 上升至 2021 年的 10%, 长期可提升至 12% 以上; 起重机净利率维持在 12% 左右; “新徐工”整体长期净利率由 2020 年的 4.4% 提升至 10% 以上。我们测算“新徐工”2021 年备考 PS 为 0.65 倍, 三一重工(2.1 倍)、中联重科(1.0 倍)。随着“新徐工”盈利能力提升, 公司 PS 估值具备提升空间。

## □ 工程机械为中国当下优势产业, 中国龙头完成进口替代有望迈向全球龙头

工程机械为中国当下优势产业, 中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营效率优势取得全球龙头地位。中国工程机械行业龙头将在完成国内的进口替代后在全球取得相当的市场份额, 从中国龙头走向全球龙头。

**投资建议:** 暂不考虑整体上市, 由于二季报业绩超预期, 我们上调盈利预测。预计徐工机械 2021-2023 年净利润为 60/70/76 亿元, 同比增长 61%/18%/8%, 对应 PE 分别为 8.3/7.1/6.6。维持买入评级。

**风险提示:** 1) 基建、地产投资不及预期; 2) 资产注入进度不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	73968	84998	92852	98426
(+/-)	25%	15%	9%	6%
归母净利润	3729	5987	7048	7607
(+/-)	3%	61%	18%	8%
每股收益(元)	0.5	0.8	0.9	1.0
P/E	13.4	8.3	7.1	6.6
ROE	11%	16%	16%	15%
PB	1.5	1.3	1.1	0.9

## 评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 6.37

## 单季度业绩

元/股

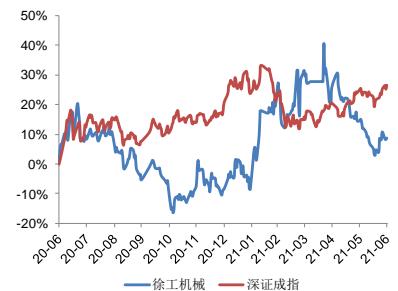
1Q/2021	0.22
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.04
2Q/2020	0.18

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师: 李锋

执业证书号: S1230517080001  
lifeng1@stocke.com.cn



## 相关报告

1、公司深度《徐工机械: 整体上市能显著增厚未来业绩; 改制激励将大幅提升盈利能力》2021.04.21

【挖掘机国产四大品牌齐涨价；小挖提价 10%，中挖提价 5%】

**行业事件：**近日，国内挖掘机四大品牌——三一重工、徐工机械、山东临工、柳工等纷纷发布涨价公告，决定自 6 月 16 日起对小挖提价 10%，对中挖提价 5%。

**涨价原因：**三一重工的挖掘机调价函中称，由于钢铁等大宗材料自去年以来价格持续大幅上涨，国际疫情也导致海内外产业链上下游受到了较大冲击，供应商面临巨大压力，导致综合成本大幅上升。

**涨价影响：**这是年内工程机械迎来的第三轮“涨价”。年初第一轮涨价由部分代理商发起，原因是代理商利润被过度挤压。此后五月末的第二轮、目前的第三轮均与行业上游原材料涨价相关。之前小挖毛利率低于中大挖，本轮涨价小挖涨幅高于中挖。挖掘机涨价有助于抵消原材料涨价影响，提升盈利能力。

图 1：三一重工挖机价格上调通知



资料来源：每日经济新闻，浙商证券研究所

图 2：徐工挖机部分产品价格调整通知



资料来源：每日经济新闻，浙商证券研究所

图 3：柳工部分挖机产品价格调整通知



资料来源：每日经济新闻，浙商证券研究所

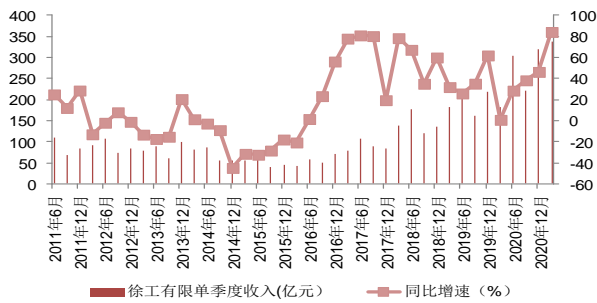
图 4：临工挖机价格上调通知



资料来源：每日经济新闻，浙商证券研究所

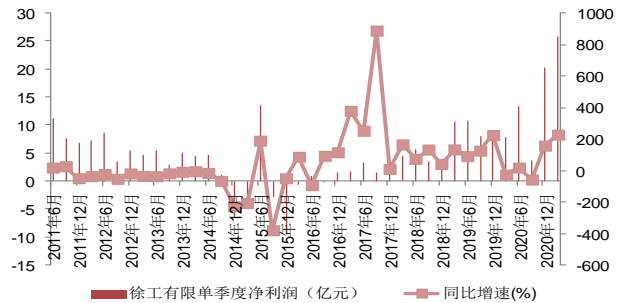
图附录

图 1：徐工有限 2021 年 Q1 营收 336 亿元，同比增长 84%



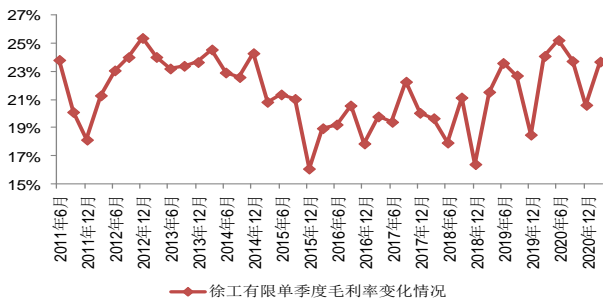
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 2：徐工有限 2021 年 Q1 净利约 26 亿元，同比增长 228%



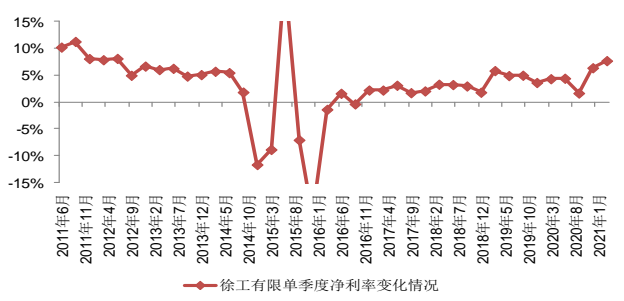
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 3：徐工有限 2021 年 Q1 毛利率约为 24%，环比上升 3pct



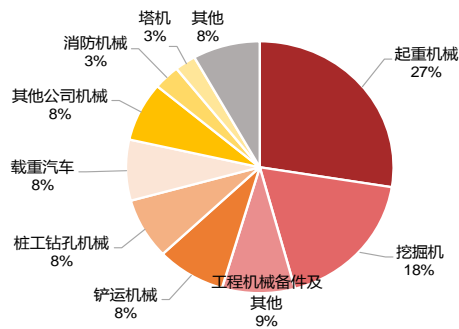
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 4：2021 年 Q1 净利率同比提升约 3.4pct，环比提升 1.3pct



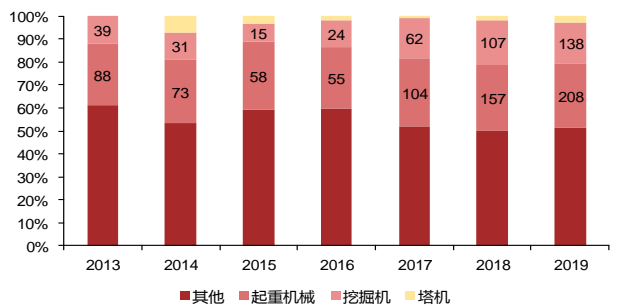
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 5：2019 年徐工有限起重机和挖机收入合计占比 45%



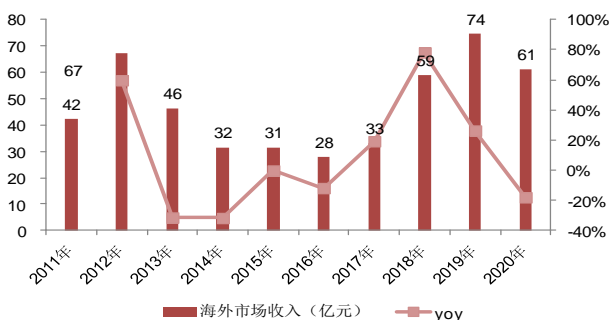
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 6：2013-2019 年徐工有限起重机和挖机收入占比提升 6pct



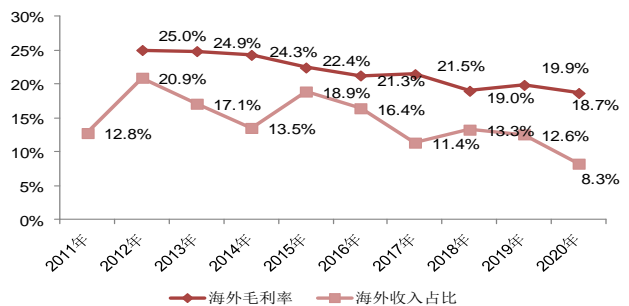
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 7：2020 年受海外疫情影响，徐工机械海外收入下滑 18%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 8：2020 年受疫情影响，海外毛利率为 18.7%，收入占比 8.3%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	70127	87366	103435	119407
现金	17021	27999	35426	47332
交易性金融资产	223	223	223	223
应收账款	35769	40834	43974	45953
其它应收款	503	737	720	762
预付账款	1206	1776	1698	1822
存货	13061	14159	19325	21299
其他	2343	1638	2067	2016
<b>非流动资产</b>	21670	18296	18533	18633
金融资产类	0	824	275	366
长期投资	2676	2482	2531	2563
固定资产	7972	7670	7423	7040
无形资产	2494	2533	2549	2550
在建工程	963	810	688	591
其他	7566	3977	5068	5523
<b>资产总计</b>	91797	105662	121968	138040
<b>流动负债</b>	50832	56430	63048	68636
短期借款	2314	4000	5000	6000
应付款项	32622	41061	44835	47513
预收账款	0	1275	1393	1476
其他	15896	10094	11820	13646
<b>非流动负债</b>	6794	9047	11655	14499
长期借款	3645	5645	8145	11145
其他	3149	3402	3511	3354
<b>负债合计</b>	57627	65477	74703	83134
少数股东权益	478	505	537	571
归属母公司股东权	33693	39680	46728	54335
<b>负债和股东权益</b>	91797	105662	121968	138040
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2789	10646	3980	8007
净利润	3746	6014	7080	7641
折旧摊销	1180	645	666	680
财务费用	836	976	1253	1220
投资损失	(806)	(806)	(806)	(806)
营运资金变动	469	3245	734	438
其它	(2635)	572	(4948)	(1166)
<b>投资活动现金流</b>	(1019)	113	941	462
资本支出	(575)	(50)	(150)	(50)
长期投资	(242)	(629)	500	(124)
其他	(202)	793	590	635
<b>筹资活动现金流</b>	411	219	2507	3437
短期借款	(729)	1686	1000	1000
长期借款	882	2000	2500	3000
其他	259	(3467)	(993)	(563)
<b>现金净增加额</b>	2182	10978	7427	11905

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	73968	84998	92852	98426
营业成本	61341	70795	77302	81919
营业税金及附加	274	425	464	492
营业费用	3095	3145	3157	3248
管理费用	1025	1020	1021	1083
研发费用	2417	2465	2321	2362
财务费用	836	976	1253	1220
资产减值损失	2020	850	743	787
公允价值变动损益	35	35	35	35
投资净收益	806	806	806	806
其他经营收益	473	577	566	539
<b>营业利润</b>	4275	6740	7997	8694
营业外收支	21	157	123	69
<b>利润总额</b>	4296	6898	8120	8763
所得税	550	883	1040	1122
<b>净利润</b>	3746	6014	7080	7641
少数股东损益	17	27	32	34
<b>归属母公司净利润</b>	3729	5987	7048	7607
EBITDA	5555	8099	9421	10144
EPS (最新摊薄)	0.5	0.8	0.9	1.0
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	25.0%	14.9%	9.2%	6.0%
营业利润增长率	4.7%	57.7%	18.7%	8.7%
归母净利润增长率	3.0%	60.6%	17.7%	7.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.1%	16.7%	16.7%	16.8%
净利率	5.1%	7.1%	7.6%	7.8%
ROE	11.0%	16.1%	16.1%	14.9%
ROIC	8.3%	12.4%	12.0%	10.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.8%	62.0%	61.2%	60.2%
净负债比率	20.2%	18.5%	21.5%	25.1%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
应收帐款周转率	2.9	2.8	2.5	2.5
应付帐款周转率	4.0	3.7	3.5	3.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.5	0.8	0.9	1.0
每股经营现金	0.36	1.36	0.51	1.02
每股净资产	4.30	5.07	5.97	6.94
<b>估值比率</b>				
P/E	13	8.3	7.1	6.6
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.8	4.3	3.3	2.4

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>