

## 上半年净利润大幅增长，混改进展顺利

买入|维持

——徐工机械(000425)2021年上半年业绩预告点评

### 事件:

2021年6月30日,公司发布2021年上半年业绩预告,2021年上半年公司实现归母净利润36亿至42亿元,同比增长74.61%至103.71%,基本每股收益0.453元至0.530元。

### 报告要点:

#### ● 利润自2020Q4开始持续大幅上扬,混改进展顺利

从20Q4开始,公司归母净利润大幅增长,20Q4和21Q1单季度同比增速分别为+115.6%/+182.4%,2021年上半年归母净利润已达36亿至42亿元,有望超过2020年全年水平(37.3亿元)。21Q2单季度净利润18.7至24.7亿元,同比增长29.0%至70.3%,环比增长8.5%至43.0%。净利润的持续大幅提升表明公司营收增长的同时,混改进展也比较顺利,混改带来的新的体制活力和激励机制有望进一步促进利润弹性的释放。2020年公司的毛利率、净利率分别为17.1%、5.06%,依然存在较大的提升空间。

#### ● 挖掘机、塔机等核心资产注入在路上

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吸收合并徐工有限,目前正在进行重大资产重组。徐工有限旗下包括挖机、塔机、混凝土机械、矿机四大工程机械资产,吸收合并后有望实现徐工有限工程机械资产的整体上市。根据徐工有限公开信息披露,2020年徐工挖机的营收为231亿元、徐工建机(塔机)营收为62亿元、徐工施维英(混凝土机械)营收为61亿元、徐工矿机营收为28亿元,合计收入达382亿元,其中徐工挖机毛利率高达31.5%,远高于上市公司的17.1%,预计优质资产注入后将大幅提升上市公司体量并拉升利润水平。

#### ● 起重机业务显示出超越行业的高增速,国外市场不断突破

由于疫情期间低基数和节后在建项目复工的影响,2021年前4月起重机行业整体销量同比增长57.6%。公司的起重机板块销量常年位居行业第一,市占率约为40%左右,前4月公司在汽车、履带、塔式起重机三大板块总体销量同比增长超50%,增幅超过行业近20个百分点。此外,徐工起重机在国际市场出口台量更是稳居第一,其中在俄罗斯、哈萨克、非洲等中亚及一带一路国家的市占率遥遥领先,在欧美高端市场也实现了较大的突破。

#### ● 投资建议与盈利预测

暂不考虑资产注入,我们预计公司2021至2023年实现收入862.40/929.59/975.34亿元,归母净利润60.08/70.40/78.66亿元,对应PE分别为8/7/6倍,维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

市场竞争加剧;混改进度不及预期;原材料价格持续上涨。

### 附表:盈利预测

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59176	73968	86240	92959	97534
收入同比(%)	33.25	25.00	16.59	7.79	4.92
归母净利润(百万元)	3621	3729	6008	7040	7866
归母净利润同比(%)	76.98	2.99	61.11	17.18	11.73
ROE(%)	10.91	11.07	14.50	14.76	14.37
每股收益(元)	0.46	0.48	0.77	0.90	1.00
市盈率(P/E)	13.78	13.38	8.31	7.09	6.34

资料来源:Wind,国元证券研究所

### 基本数据

52周最高/最低价(元): 8.23 / 4.9

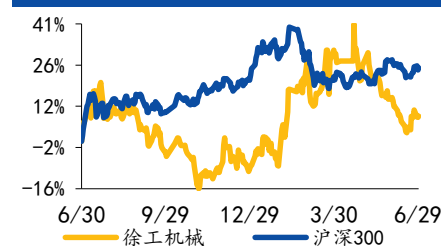
A股流通股(百万股): 6995.04

A股总股本(百万股): 7833.67

流通市值(百万元): 44558.39

总市值(百万元): 49900.47

### 过去一年股价走势



资料来源:Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司点评-徐工机械(000425)重大资产重组预案公告点评:核心资产正式加速注入,混改助力破茧重生》2021.04.21

《国元证券公司点评-徐工机械(000425)2020年半年报业绩点评:Q2走出疫情影响,年底混改完成值得期待》2020.09.01

### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	60422	70127	80324	84367	90834
现金	15777	17021	21907	24443	24738
应收账款	26087	25780	28540	29912	31334
其他应收款	587	772	862	930	975
预付账款	1033	1206	1771	2288	4775
存货	10492	13061	13875	14933	18699
其他流动资产	6446	12287	13369	11862	10312
<b>非流动资产</b>	16870	21670	21467	22766	24009
长期投资	2434	2676	3211	3693	4431
固定资产	7596	7972	8411	8674	9357
无形资产	2397	2494	2506	2505	2501
其他非流动资产	4443	8529	7339	7894	7720
<b>资产总计</b>	77292	91797	101791	107133	114843
<b>流动负债</b>	36902	50832	50186	48347	48436
短期借款	3044	2314	2857	2925	2785
应付账款	13391	17236	19834	19831	20690
其他流动负债	20468	31282	27496	25591	24961
<b>非流动负债</b>	6743	6794	9686	10590	11146
长期借款	2763	3645	4568	5646	6640
其他非流动负债	3980	3149	5118	4944	4506
<b>负债合计</b>	43645	57627	59872	58937	59582
少数股东权益	458	478	493	511	531
股本	7834	7834	7834	7834	7834
资本公积	5135	5159	5159	5159	5159
留存收益	15575	18634	24641	31191	38617
归属母公司股东权益	33188	33693	41426	47685	54730
<b>负债和股东权益</b>	77292	91797	101791	107133	114843

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5136	2789	3251	3333	3264
净利润	3645	3746	6023	7058	7886
折旧摊销	1063	1180	1139	1304	1500
财务费用	-15	836	616	456	378
投资损失	-653	-806	-684	-720	-722
营运资金变动	199	-3590	-4747	-4230	-6191
其他经营现金流	896	1423	905	-535	414
<b>投资活动现金流</b>	-2837	-1019	-1218	-1276	-1930
资本支出	2353	2053	1200	1300	1700
长期投资	-14	310	535	482	739
其他投资现金流	-497	1344	517	506	508
<b>筹资活动现金流</b>	682	411	2853	478	-1038
短期借款	-443	-729	543	68	-140
长期借款	1938	882	923	1079	994
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	123	24	0	0	0
其他筹资现金流	-935	235	1387	-669	-1891
<b>现金净增加额</b>	3003	2151	4886	2536	296

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	59176	73968	86240	92959	97534
营业成本	48848	61341	70834	76271	79578
营业税金及附加	267	274	359	378	394
营业费用	2860	3095	4743	4927	5169
管理费用	883	1025	1294	1301	1365
研发费用	2127	2417	2618	2720	2787
财务费用	-15	836	616	456	378
资产减值损失	-136	-381	350	400	450
公允价值变动收益	1	35	0	0	0
投资净收益	653	806	684	720	722
<b>营业利润</b>	4083	4275	6873	8063	9015
营业外收入	35	64	64	64	64
营业外支出	16	43	14	15	15
<b>利润总额</b>	4102	4296	6923	8112	9064
所得税	457	550	900	1055	1178
<b>净利润</b>	3645	3746	6023	7058	7886
少数股东损益	25	17	15	18	20
<b>归属母公司净利润</b>	3621	3729	6008	7040	7866
EBITDA	5132	6291	8628	9823	10893
EPS (元)	0.46	0.48	0.77	0.90	1.00

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	33.25	25.00	16.59	7.79	4.92
营业利润(%)	93.56	4.69	60.77	17.32	11.80
归属母公司净利润(%)	76.98	2.99	61.11	17.18	11.73
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.45	17.07	17.86	17.95	18.41
净利率(%)	6.12	5.04	6.97	7.57	8.06
ROE(%)	10.91	11.07	14.50	14.76	14.37
ROIC(%)	16.38	17.84	21.72	21.73	20.26
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.47	62.78	58.82	55.01	51.88
净负债比率(%)	14.40	20.19	18.99	22.22	23.09
流动比率	1.64	1.38	1.60	1.75	1.88
速动比率	1.35	1.12	1.32	1.43	1.48
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.87	0.89	0.89	0.88
应收账款周转率	2.36	2.49	2.75	2.77	2.77
应付账款周转率	4.40	4.01	3.82	3.85	3.93
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.48	0.77	0.90	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.36	0.42	0.43	0.42
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.30	5.29	6.09	6.99
<b>估值比率</b>					
P/E	13.78	13.38	8.31	7.09	6.34
P/B	1.50	1.48	1.20	1.05	0.91
EV/EBITDA	8.55	6.98	5.09	4.47	4.03

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188