

2021 年中报点评：混改释放业绩弹性，Q2 增速大幅高于行业

买入（维持）

2021 年 08 月 31 日

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouers@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

86-18502542232

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	89,780	96,976	103,757
同比（%）	25.0%	21.4%	8.0%	7.0%
归母净利润（百万元）	3,729	5,968	8,015	9,260
同比（%）	3.0%	60.0%	34.3%	15.5%
每股收益（元/股）	0.48	0.76	1.02	1.18
P/E（倍）	13	8	6	5

事件：公司发布 2021 年半年报：实现收入 532.34 亿元，同比+51.80%；归母净利润 38.03 亿元，同比+84.46%，位于此前业绩预告中值；扣非后归母净利润为 36.30 亿元，同比+79.2%。

投资要点

■ Q2 增速大幅高于行业，资产质量较高

单季度看，公司 Q2 实现收入 282.56 亿元，同比+33.14%，增速大幅高于行业；归母净利润 20.76 亿元，同比+43.16%，净利率继续改善。21H1 主要业务实现大幅增长，起重机械/桩工机械/铲运机械/高空作业机械分别实现收入 191/53/47/26 亿元，分别同比+50%/50%/52%/56%。受益于海外市场复苏及全球竞争力兑现，国际化稳步推进，21H1 公司内销/海外收入分别为 483.80/48.54 亿元，分别同比+50.30%/68.51%。

21H1 公司经营性现金流量净额为 37.51 亿元，同比大幅增长 648%，回款情况较好。21H1 公司信用资产减值损失 4.94 亿元，较去年同期 7.95 亿元大幅下降，公司逾期率位于较低水平，整体风险可控，资产质量较高。

■ 控费能力持续优化，净利率仍有提升空间

2021 年上半年公司综合毛利率 15.80%，同比-2.50pct，我们判断主要系原材料涨价对应成本端压力。分业务来看，起重机械/桩工机械/工程机械备件及其他的毛利率分别为 21.30%/20.93%/6.45%，分别同比-2.62pct/-3.63pct/-2.90pct。2021H1 公司归母净利润率 7.14%，同比+1.26pct，系控费能力优化。2021H1 公司期间费用率 7.18%，同比-2.83pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.94%/0.99%/-0.16%/2.42%，分别同比-0.27pct/-0.19pct/-1.45pct/-0.93pct。公司归母净利率在毛利率压力下仍保持提升，我们预计随着运营优化净利率仍保持提升。

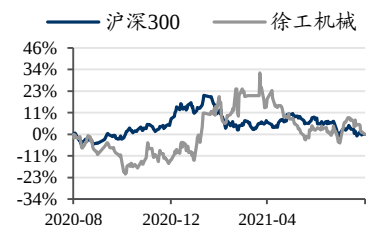
■ 混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

2021 年 4 月 6 日，公司发布公告拟吸收合并股东徐工有限，合并后挖掘机、塔机、混凝土机械等百亿元收入级高毛利资产有望整体上市。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，公司逐步健全市场化考核机制，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，20Q4 以来公司单季净利率改善、净利润同比增速领先行业，2021 年或迎盈利拐点，净利率上行持续释放业绩弹性。

盈利预测与投资评级：考虑到公司净利率改善进展较好，我们将公司 2021-2023 年预计净利润由 58/76/86 亿元，上调至 60/80/93 亿元，当前市值对应 PE 分别为 8/6/5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业周期波动；原材料价格上涨风险；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.11
一年最低/最高价	4.82/8.23
市净率(倍)	1.38
流通 A 股市值(百万元)	47,785.75

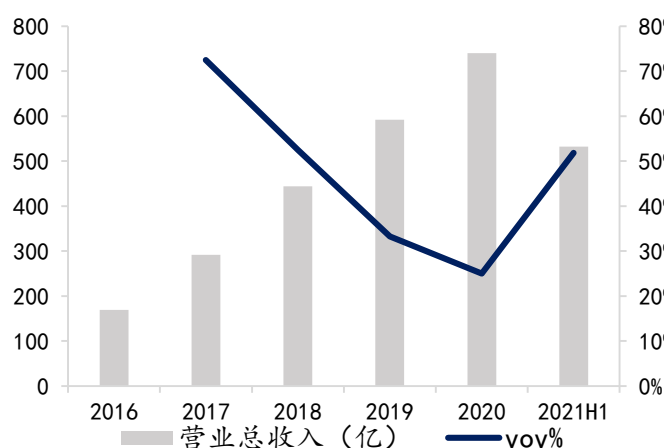
基础数据

每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	64.59
总股本(百万股)	7833.67
流通 A 股(百万股)	7820.91

相关研究

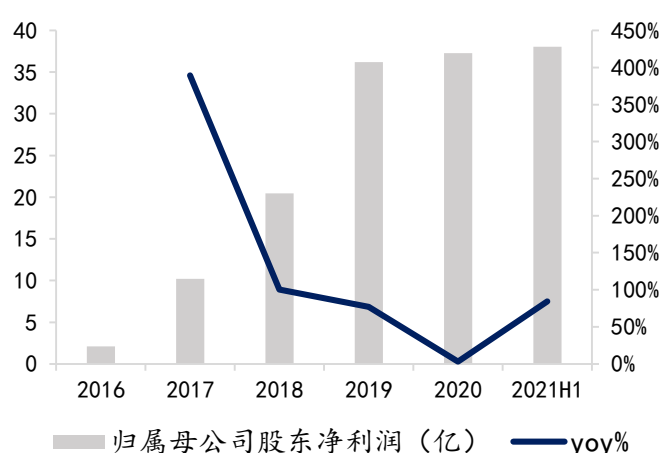
1、《徐工机械 (000425)：混改大幅释放业绩弹性，全球巨头整装待发》2021-06-17

图 1: 2021 年 H1 实现营业收入 532.34 亿元, 同比+51.8%



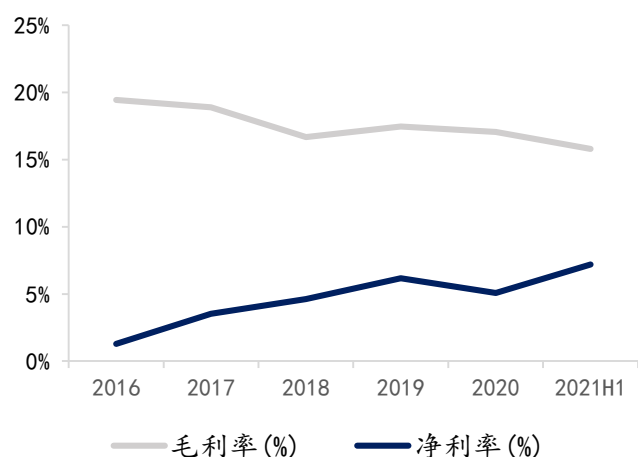
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 H1 归母净利润 38.03 亿元, 同比+84.46%



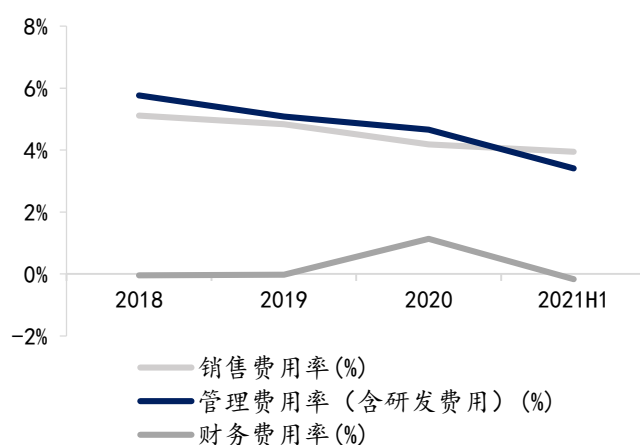
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率相对稳定, 净利率略有提升



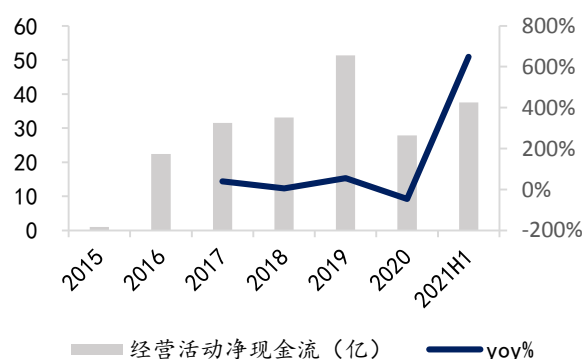
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 4: 2021H1 公司期间费用率为 7.18%, 同比-2.83pct



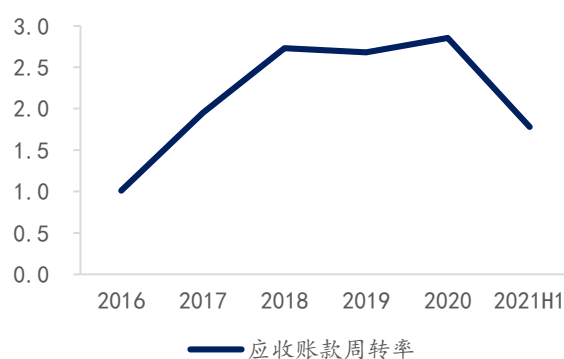
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 5: 经营性现金流同比大幅上升, 回款较好



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 6: 应收账款周转率有所下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	70127	81328	91666	96927	营业收入	73968	89780	96976	103757
现金	17021	20340	20600	21561	减:营业成本	61341	75404	80021	84891
应收账款	36272	41815	45167	48325	营业税金及附加	274	359	349	374
存货	13061	14461	20827	21630	营业费用	3095	3501	3782	3943
其他流动资产	3773	4712	5072	5411	管理费用	1025	898	970	1038
非流动资产	21670	24920	26253	27877	研发费用	2417	2424	2715	3113
长期股权投资	2676	2976	3291	3622	财务费用	836	449	388	311
固定资产	8935	11668	12462	13522	资产减值损失	381	500	300	200
在建工程	963	1039	1092	1227	加:投资净收益	806	887	976	1073
无形资产	2494	2710	2935	3168	其他收益	-1131	-100	16	-51
其他非流动资产	6603	6527	6474	6338	营业利润	4275	7031	9443	10910
资产总计	91797	106248	117920	124804	加:营业外净收支	21	0	0	0
流动负债	50832	60976	66864	67066	利润总额	4296	7031	9443	10910
短期借款	7992	7992	10245	7992	减:所得税费用	550	879	1180	1364
应付账款	32622	41317	43847	46515	少数股东损益	17	185	248	286
其他流动负债	10219	11668	12772	12559	归属母公司净利润	3729	5968	8015	9260
非流动负债	6794	6794	6794	6794	EBIT	8234	7194	9139	10399
长期借款	3645	3645	3645	3645	EBITDA	9402	9064	11267	12806
其他非流动负债	3149	3149	3149	3149					
负债合计	57627	67771	73658	73860	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	478	607	781	981	每股收益(元)	0.48	0.76	1.02	1.18
归属母公司股东权益	33693	37870	43481	49963	每股净资产(元)	4.30	4.83	5.55	6.38
负债和股东权益	91797	106248	117920	124804	发行在外股份(百万股)	7834	7834	7834	7834
					ROIC(%)	16.8%	13.6%	15.3%	15.8%
					ROE(%)	11.1%	15.8%	18.4%	18.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	17.1%	16.0%	17.5%	18.2%
经营活动现金流	2789	9375	3857	11261	销售净利率(%)	5.1%	6.9%	8.5%	9.2%
投资活动现金流	-1019	-3300	-3446	-3899	资产负债率(%)	62.8%	64.4%	62.8%	60.3%
筹资活动现金流	411	-1790	-151	-5031	收入增长率(%)	25.0%	21.4%	8.0%	7.0%
现金净增加额	2151	3319	260	961	净利润增长率(%)	3.0%	60.0%	34.3%	15.5%
折旧和摊销	1168	1870	2128	2406	P/E	12.84	8.02	5.97	5.17
资本开支	-2053	-3000	-3131	-3569	P/B	1.42	1.26	1.10	0.96
营运资本变动	-1755	908	-6759	-807	EV/EBITDA	11.22	12.83	10.82	9.61

数据来源: Wind, 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>