

徐工机械 (000425)

公司研究/点评报告

净利润增速亮眼，混改提升核心竞争力

——徐工机械 21 年中报点评

点评报告/机械

2021 年 9 月 1 日

一、事件概述

8 月 31 日，公司发布 21 年半年报，上半年公司实现营收 532.34 亿元，同比增长 51.80%，实现归母净利润 38.03 亿元，同比增长 84.46%。

二、分析与判断

➤ 营收保持稳定增长，净利润增速亮眼

21 年 H1 公司实现营收及归母净利润 532.34/38.03 亿元，同比增长 51.80%/84.46%，归母净利润增速表现亮眼。分产品看，起重机械收入 190.8 亿元，同比增长 50.37%，铲运机械收入 47 亿元，同比增长 52.06%，桩工机械收入 52.9 亿元，同比增长 49.88%；分销售区域看，国内和国外分别实现营收 483.8/48.5 亿元，同比增长 50.3%/68.5%。公司业绩取得较快增长主要是市场需求保持旺盛态势，销售收入增长显著所致。

➤ 净利率小幅提升，回款力度加大助力现金流状况大幅好转

上半年公司销售毛利率 15.8%，同比下降 2.51%，分产品看，起重机械和桩工机械毛利率分别为 21.3%/20.9%，同比减少 2.62%/3.63%，原材料价格上涨对公司各产品盈利能力造成一定扰动，销售净利率 7.19%，同比增长 1.28%，控费能力提升支撑公司上半年销售净利率小幅上涨，21 年 H1 公司销售费率和管理费率分别为 3.94%/0.99%，同比减少 0.27%/0.19%；现金流方面，公司经营性现金流净额 37.50 亿元，同比增长 648.6%，较去年大幅好转，主要原因为公司加大货款回收力度，积极调整销售模式，回款情况较好。

➤ 全球化布局持续推进，公司具备强大的品牌影响力

公司构建了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式并加快全球化业务布局，上半年海外收入 48.5 亿元，同比增长 68.5%，公司已在亚太区域、非洲区域、欧洲区域共涉及 64 个国家布局了完善的营销网络，设有 20 家备件中心，近 400 个服务网点和 120 余个备件网点，同时公司拥有 300 家经销商，营销网络覆盖全球 180 余个国家和地区。全球化布局加速推进下，公司品牌影响力进一步扩大，根据 KHL 发布的 Yellow Table，21 年徐工由全球第四位跃升至全球第三，成为唯一进入全球前三甲的中国企业，同时 21 年《中国 500 最具价值品牌》排行榜，徐工连续 8 年蝉联中国工程机械行业榜首。

➤ 混改落地提升核心竞争力，数字化转型引领未来

2021 年 4 月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，提升引入优质战略投资者，提升公司整体核心竞争力。此外，公司以徐工“智造 4.0”的新模式建设为主线推进公司数字化转型，加速智能制造迈向世界顶尖水平，21 年上半年，公司围绕关键环节加速数字化升级，对内提升业务协同效率和运营管理效益，对外支撑供应链同盟军建设和客户服务满意度提升，不仅打造了徐工全球数字化供应链平台 (X-DSC)，更是在业内率先将 SAP ECC 升级至 S/4 HANA，同时公司还建设了徐工仓储物流管理平台 WMS，数字化战略的持续推进，长远看，明确了公司未来发展方向，将有力为公司业绩增长提供动能。

三、投资建议

全球化布局叠加数字化转型加速，混改落地后公司核心竞争力显著，盈利能力有望

推荐

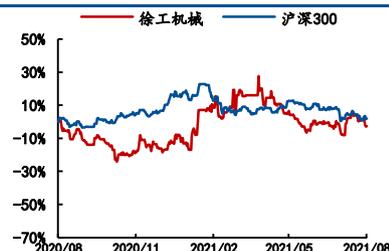
维持评级

当前价格： 6.52 元

交易数据 2021-8-31

近 12 个月最高/最低(元)	8.23/4.9
总股本 (百万股)	7,834
流通股本 (百万股)	7,821
流通股比例 (%)	99.84
总市值 (亿元)	511
流通市值 (亿元)	510

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

执业证号： S0100521020001

电话： 021-60876757

邮箱： guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证号： S0100520090001

电话： 021-60876739

邮箱： xuhao_yj@mszq.com

研究助理：欧阳葵

执业证号： S0100121070007

电话： 021-60876758

邮箱： ouyangrui@mszq.com

相关研究

1.徐工机械(000425)2020 年年报&2021 年一季报点评：Q1 业绩增速亮眼，混改落地注入新活力

提升，预计公司 2021-2023 年实现营业收入 880.2/994.7/1094.1 亿元，实现归母净利润 62.3/73.6/81.8 亿元，对应 PE 为 8.2/6.9/6.2 倍，当前历史估值中枢为 13.9x，公司当前估值水平远低于历史估值中枢，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	88,022	99,465	109,411
增长率 (%)	25.0%	19.0%	13.0%	10.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,729	6,226	7,358	8,176
增长率 (%)	3.0%	67.0%	18.2%	11.1%
每股收益 (元)	0.45	0.79	0.94	1.04
PE (现价)	14.5	8.2	6.9	6.2
PB	1.5	1.3	1.1	1.0

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	88,022	99,465	109,411
营业成本	61,341	72,574	81,760	89,871
营业税金及附加	274	326	368	405
销售费用	3,095	3,683	4,162	4,578
管理费用	1,025	1,219	1,378	1,516
研发费用	2,417	2,876	3,183	3,501
EBIT	5,817	7,344	8,614	9,541
财务费用	836	29	134	60
资产减值损失	(381)	332	266	333
投资收益	806	700	700	700
营业利润	4,275	7,133	8,384	9,318
营业外收支	21	20	20	20
利润总额	4,296	7,153	8,404	9,338
所得税	550	895	1,009	1,121
净利润	3,746	6,258	7,396	8,218
归属于母公司净利润	3,729	6,226	7,358	8,176
EBITDA	6,997	8,552	9,851	10,799
资产负债表 (百万元)				
货币资金	17021	24650	30553	37992
应收账款及票据	35769	42565	48098	52908
预付款项	1206	1427	1608	1767
存货	13061	15101	17119	18743
其他流动资产	719	719	719	719
流动资产合计	68789	85252	98789	112574
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	105401	117531	130009
短期借款	2314	2314	2314	2314
应付账款及票据	31288	38526	43402	47707
其他流动负债	4389	4389	4389	4389
流动负债合计	49494	59362	65080	70123
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	66156	71874	76917
股本	7834	7834	7834	7834
少数股东权益	478	510	548	590
股东权益合计	34171	39645	46257	53692
负债和股东权益合计	90459	105401	117531	130009

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%	19.0%	13.0%	10.0%
EBIT 增长率	38.8%	26.3%	17.3%	10.8%
净利润增长率	3.0%	67.0%	18.2%	11.1%
盈利能力				
毛利率	17.1%	17.6%	17.8%	17.9%
净利润率	5.0%	7.1%	7.4%	7.5%
总资产收益率 ROA	4.1%	5.9%	6.2%	6.3%
净资产收益率 ROE	11.1%	15.9%	16.1%	15.4%
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	1.3
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.5
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	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.8	0.9	1.0
每股净资产	4.3	5.0	5.8	6.8
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	14.5	8.2	6.9	6.2
PB	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	(0.3)	(0.9)	(1.3)	(1.7)
股息收益率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
现金流量表 (百万元)				
净利润	3,746	6,258	7,396	8,218
折旧和摊销	1,562	2,541	2,503	2,591
营运资金变动	(3,590)	701	(2,182)	(1,636)
经营活动现金流	1,438	9,021	7,238	8,695
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	7,629	5,903	7,440

分析师与研究助理简介

关启亮，机械行业分析师，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。

欧阳葵，机械行业助理分析师，主要覆盖工程机械、光伏设备、通用设备等领域，山东大学金融学硕士，2021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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

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。