

徐工机械 (000425)

证券研究报告

2021年09月02日

加快数字化转型，国际化步伐稳步推进

收入及利润实现增长,上半年业绩表现出色: 1)21H1 实现营收 532.34 亿元,同比增加 51.80%,归母净利润 38.03 亿元,同比增加 84.46%,扣非归母 36.30 亿元,同比增加 79.20%,经营活动现金净流入 37.51 亿元,同比增加 648.58%,回款情况较好;基本每股收益 0.48 元; 2)21Q2 实现营收 282.56 亿元,同比增加 33.14%,归母净利润 20.76 亿元,同比增加 43.16%。

盈利能力略有下降,费用结构有所改善: 1)21H1 毛利率 15.80%,同比-2.51pct,净利率 7.19%,同比+1.28pct,销售/管理/研发/财务费用率分别为+3.94%/+0.99%/+2.42%/-0.16%,同比分别-0.27pct/-0.19pct/-0.93pct/-1.44pct; 2) Q2 毛利率 15.12%,同比-3.19pct;净利率 7.38%,得到改善,同比+0.53pct。

分产品看,各产品收入实现不同幅度的增长,毛利率略有下降。公司市场需求保持旺盛态势,起重机械/桩工机械/工程机械备件及其他实现营收 190.86/52.93/114.30 亿元,同比分别+50.37%/+49.88%/+27.86%;受钢材等原材料价格上涨的影响,毛利率 21.30%/20.93%/6.45%,同比分别-2.62pct/-3.63pct/-2.90pct。受益于疫情改善以及海内外市场复苏,上半年公司内销/海外收入为 483.80/48.54 亿元,分别同比+50.30%/68.51%。

混改方案提升公司核心竞争力,为公司发展注入新的活力。2021 年 4 月,公司发布资产重组相关公告,拟通过向控股股东徐工有限的全体股东以发行股份等方式对徐工有限实施吸收合并议案。重组完成后,天津茂信、上海胜超、江苏国信、金石彭衡、杭州双百、宁波创翰、交银金投、国家制造业基金等徐工有限原有股东将持有吸收合并后徐工机械的相应股份。本次并购将徐工集团核心资产集中到上市公司徐工机械中,有助于公司优化公司的产业结构、构建更加完善的产业链。吸收徐工有限旗下的起重设备、挖机、混凝土机械等产品也有利于公司突出主营业务、增强抗风险能力,有助于进一步改善财务状况、增强公司持续盈利能力,进而提升公司的核心竞争力,为公司未来的发展注入新的活力。

加快数字化转型,智能制造迈向世界顶尖水平。目前工程机械行业成熟度高、竞争较为激烈,智能化、数字化引领行业趋势,成为行业未来发展方向。围绕数字化转型,公司抓住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,建设了徐工仓储物流管理平台 WMS。同时,公司践行“十四五”数字化战略定位,对照标准、再绘蓝图,打造独具特色的徐工“智造 4.0”。2021 年上半年,徐工重型通过第二阶段评估达到国家智能制造能力成熟度四级,是行业首个、行业唯一的系统性达到智能制造能力成熟度四级企业。

国际化步伐稳步推进,产品全球认可度进一步提升。公司重视海外市场,将国际化作为公司坚定不移的主战略。公司在“一带一路”沿线国家(共涉及 64 个国家)布局完善的营销网络,在巴西、俄罗斯、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、美国、德国、马来西亚等重点国家成立分子公司,开展直营业务,打造经直并重的渠道网络,进一步夯实了国际市场营销服务体系。随着公司全球化产业布局的完善,公司产品在全球的认可度也逐渐提升。2021 年 5 月,在英国 KHL 集团最新发布的全球工程机械制造商 50 强排行榜中,公司排名第三,中资企业排名第一,连续数年跻身全球前十强。

盈利预测和投资建议:考虑到行业景气度以及公司 21 年盈利情况,预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 56.00 亿、65.41 亿和 71.40 亿,维持“买入”评级!

风险提示:经济波动风险、市场竞争风险、供应链安全风险、原材料价格风险和汇率波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59,176.00	73,968.15	85,743.47	95,042.68	104,108.16
增长率(%)	33.25	25.00	15.92	10.85	9.54
EBITDA(百万元)	8,163.74	10,624.22	7,364.14	8,381.76	8,979.21
净利润(百万元)	3,620.57	3,728.86	5,599.91	6,541.43	7,140.05
增长率(%)	76.98	2.99	50.18	16.81	9.15
EPS(元/股)	0.46	0.48	0.71	0.84	0.91
市盈率(P/E)	15.51	15.06	10.03	8.59	7.87
市净率(P/B)	1.69	1.67	1.55	1.35	1.19
市销率(P/S)	0.95	0.76	0.66	0.59	0.54
EV/EBITDA	4.08	2.97	6.14	3.45	1.89

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	7.39 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股股本(百万股)	7,820.91
A 股总市值(百万元)	57,890.81
流通 A 股市值(百万元)	57,796.52
每股净资产(元)	4.42
资产负债率(%)	64.59
一年内最高/最低(元)	8.23/4.82

作者

李鲁靖	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《徐工机械-公司点评:盈利水平大幅提高,混改为公司注入新活力》2021-07-02
- 《徐工机械-年报点评报告:核心业务盈利能力提升,资产质量继续夯实》2020-05-05
- 《徐工机械-公司点评:业绩预告基本符合预期,期待起重机市占率继续回升》2020-01-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	15,776.86	17,021.33	15,404.90	30,868.85	43,079.88
应收票据及应收账款	30,437.89	35,768.87	38,065.78	46,416.60	40,340.19
预付账款	1,033.25	1,206.22	2,220.26	1,272.63	2,457.99
存货	10,491.98	13,060.70	14,941.53	18,299.50	13,305.14
其他	2,681.87	3,069.79	2,761.47	3,007.37	3,353.67
流动资产合计	60,421.84	70,126.91	73,393.95	99,864.94	102,536.88
长期股权投资	2,433.72	2,676.00	2,676.00	2,676.00	2,676.00
固定资产	7,596.18	7,972.09	7,332.59	6,525.07	5,602.13
在建工程	764.13	962.89	613.74	416.24	279.75
无形资产	2,572.94	2,701.06	2,549.17	2,397.27	2,245.37
其他	3,502.85	7,358.22	3,808.93	4,869.42	5,324.42
非流动资产合计	16,869.81	21,670.27	16,980.42	16,884.01	16,127.66
资产总计	77,291.66	91,797.18	90,374.37	116,748.95	118,664.55
短期借款	3,043.55	2,314.26	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	27,433.21	32,621.72	33,333.48	55,309.27	41,935.79
其他	6,425.61	15,896.46	14,170.89	13,042.79	22,685.47
流动负债合计	36,902.37	50,832.44	49,504.38	70,352.07	66,621.26
长期借款	2,762.96	3,644.60	800.00	800.00	800.00
应付债券	2,979.90	2,021.68	2,664.86	2,555.48	2,414.01
其他	1,000.25	1,127.79	737.46	955.17	940.14
非流动负债合计	6,743.10	6,794.08	4,202.32	4,310.64	4,154.15
负债合计	43,645.47	57,626.52	53,706.69	74,662.71	70,775.40
少数股东权益	457.77	478.09	504.82	537.14	572.23
股本	7,833.67	7,833.67	7,833.67	7,833.67	7,833.67
资本公积	5,135.23	5,159.03	5,159.03	5,159.03	5,159.03
留存收益	20,710.05	23,792.63	28,329.19	33,715.43	39,483.25
其他	(490.54)	(3,092.75)	(5,159.03)	(5,159.03)	(5,159.03)
股东权益合计	33,646.19	34,170.66	36,667.68	42,086.25	47,889.14
负债和股东权益总计	77,291.66	91,797.18	90,374.37	116,748.95	118,664.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,645.38	3,745.68	5,599.91	6,541.43	7,140.05
折旧摊销	1,063.31	1,180.33	1,200.56	1,236.91	1,261.34
财务费用	283.73	685.37	(49.80)	(119.93)	(215.38)
投资损失	(653.32)	(806.28)	(400.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(2,030.25)	(1,924.34)	447.30	8,683.91	4,537.06
其它	2,826.75	(91.57)	28.14	109.92	35.88
经营活动现金流	5,135.59	2,789.19	6,826.10	15,952.24	12,258.94
资本支出	961.76	1,985.52	450.33	(137.71)	65.03
长期投资	98.02	242.28	0.00	0.00	0.00
其他	(3,896.64)	(3,246.73)	(110.33)	403.60	384.97
投资活动现金流	(2,836.86)	(1,018.93)	340.00	265.89	450.00
债权融资	9,265.46	13,657.87	7,956.57	8,238.17	8,897.92
股权融资	163.26	(3,345.98)	(1,971.70)	164.71	260.16
其他	(8,746.35)	(9,900.64)	(14,767.40)	(9,157.08)	(9,655.98)
筹资活动现金流	682.38	411.25	(8,782.53)	(754.20)	(497.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,981.12	2,181.52	(1,616.43)	15,463.94	12,211.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	59,176.00	73,968.15	85,743.47	95,042.68	104,108.16
营业成本	48,847.90	61,341.13	72,005.74	79,778.48	87,520.55
营业税金及附加	266.91	273.61	342.97	332.65	312.32
营业费用	2,859.78	3,094.96	3,601.23	3,991.79	4,372.54
管理费用	882.81	1,024.60	1,200.41	1,235.55	1,249.30
研发费用	2,126.57	2,417.10	2,829.53	3,136.41	3,435.57
财务费用	(14.59)	836.13	(49.80)	(119.93)	(215.38)
资产减值损失	(136.17)	(381.23)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.64	34.89	0.00	77.05	0.00
投资净收益	653.32	806.28	400.00	500.00	500.00
其他	(394.32)	245.82	(800.00)	(1,154.11)	(1,000.00)
营业利润	4,083.15	4,274.85	6,213.39	7,264.78	7,933.25
营业外收入	34.89	64.29	50.00	50.00	50.00
营业外支出	15.75	43.23	10.00	10.00	10.00
利润总额	4,102.28	4,295.91	6,253.39	7,304.78	7,973.25
所得税	456.91	550.23	625.34	730.48	797.33
净利润	3,645.38	3,745.68	5,628.05	6,574.30	7,175.93
少数股东损益	24.80	16.82	28.14	32.87	35.88
归属于母公司净利润	3,620.57	3,728.86	5,599.91	6,541.43	7,140.05
每股收益(元)	0.46	0.48	0.71	0.84	0.91

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	33.25%	25.00%	15.92%	10.85%	9.54%
营业利润	93.56%	4.69%	45.35%	16.92%	9.20%
归属于母公司净利润	76.98%	2.99%	50.18%	16.81%	9.15%
获利能力					
毛利率	17.45%	17.07%	16.02%	16.06%	15.93%
净利率	6.12%	5.04%	6.53%	6.88%	6.86%
ROE	10.91%	11.07%	15.49%	15.74%	15.09%
ROIC	14.69%	18.86%	23.88%	25.53%	48.62%
偿债能力					
资产负债率	56.47%	62.78%	59.43%	63.95%	59.64%
净负债率	-19.35%	-9.84%	-20.31%	-53.77%	-71.38%
流动比率	1.64	1.38	1.48	1.42	1.54
速动比率	1.35	1.12	1.18	1.16	1.34
营运能力					
应收账款周转率	2.26	2.23	2.32	2.25	2.40
存货周转率	5.72	6.28	6.12	5.72	6.59
总资产周转率	0.85	0.87	0.94	0.92	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.48	0.71	0.84	0.91
每股经营现金流	0.66	0.36	0.87	2.04	1.56
每股净资产	4.24	4.30	4.62	5.30	6.04
估值比率					
市盈率	15.51	15.06	10.03	8.59	7.87
市净率	1.69	1.67	1.55	1.35	1.19
EV/EBITDA	4.08	2.97	6.14	3.45	1.89
EV/EBIT	4.68	3.34	7.33	4.05	2.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com