

000425.SZ
买入

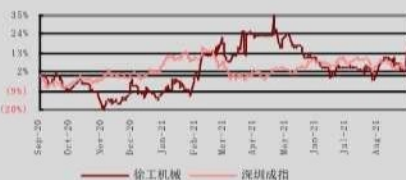
原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.17

板块评级: 强于大市

本报告要点

- **核心产品线全面发力，市场份额回升增速领跑工程机械行业；控费效果显著上半年盈利能力大幅改善，混改能效释放有望带来高盈利弹性；持续推进数字化全面转型，国际化业务布局进一步完善。**

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	31.0	23.0	8.1	19.6
相对深证成指	34.5	24.1	12.9	16.2

发行股数(百万)	7,834
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	56,167
3个月日均交易额(人民币 百万)	564
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
徐工集团工程机械有限公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 9 月 1 日收市价为标准

相关研究报告

- 《徐工机械》20210426
- 《徐工机械》20200902
- 《徐工机械》20200506

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 专用设备
证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

证券分析师: 杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080001

徐工机械

核心产品全面发力增速领跑行业，混改能效释放有望带来高业绩弹性

公司公布 2021 年中报: 2021H1 共实现营收 532.3 亿元, 同比增长 51.8%, 归母净利润 38.0 亿元, 同比增长 84.5%, 扣非归母净利润 36.3 亿元, 同比增长 79.2%, 经营净现金流 37.5 亿元, 同比增长 648.6%。

支撑评级的要点

- **核心产品线全面发力，市场份额回升增速领跑工程机械行业。**受国内外工程机械需求持续火爆驱动，公司主导产品线全面发力，上半年行业 8 类主机销量增速同比增长 32.9%，徐工同比增长 43.3%，增速超行业 10.4pct，销售规模创同期历史新高，行业龙头地位进一步巩固，21H1 实现营收 532.3 亿元，同比增长 51.8%，其中 Q2 单季营收 282.6 亿元，同比增长 33.1%，增速领跑工程机械行业。分产品看，起重机械营收 190.9 亿元，同比增长 50.4%，据工程机械协会统计汽车起重上半年销量增速约 30%，营收增速明显高于行业平均水平，进一步巩固全球工程起重龙头地位；桩工机械营收 52.9 亿元，同比增长 49.9%，市场份额回升明显，进一步扩大龙头领先优势；铲运机械营收 47.0 亿元，同比增长 52.1%；高空作业机械营收 26.3 亿元，同比增长 55.7%，市场份额稳居国内第一；压实机械营收 13.7 亿元，同比增长 25.9%。
- **控费效果显著上半年盈利能力大幅改善，混改能效释放有望带来高盈利弹性。**受原材料大幅上涨影响，21H1 公司整体毛利率同比下降 2.5pct 至 15.8%。分产品看，起重机械、桩工机械、工程机械备件上半年毛利率分别为 21.3%/6.5%/20.9%，分别同比下降 2.6pct/2.9pct/3.6pct；期间费用率为 7.2%，同比下降 2.8pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.9%/1.0%/2.4%/0.2%，上半年公司刀刃向内严控费用，各项费用率均有不同程度下行。在原材料价格大幅上涨及二季度行业销量下滑的背景下，公司利润端仍实现高质量发展，Q2 单季度归母净利润增速达 43.2%，彰显出公司较高的盈利弹性，上半年净利率达 7.2%，同比提升 1.3pct。经营净现金流达 37.5 亿元，同比大增 648.6%，创同期历史最佳水平。上半年，公司积极推进徐工有限整体上市，旗下拥有挖掘机、混凝土机械、塔机、矿机等行业数一数二的优质资产，资产全部注入后将大幅增加上市公司的营收规模，也有望提升公司的市场拓展能力和盈利水平，混改后公司高管和核心骨干持股 8.7 亿元，市场化考核管理机制逐步落地，混改能效释放后公司的经营管理水平有望得到全面提升，后续仍有潜力继续释放高盈利弹性。
- **持续推进数字化全面转型，国际化业务布局进一步完善。**公司持续加大产品的自主研发创新，不断加码研发投入力度，上半年研发费用投入 22.2 亿元，同比增长 64.4%，同时积极打造徐工“智造 4.0”，将工业大数据、5G、人工智能等新一代信息技术与研发、生产制造、供应链等深度融合，目前已累计获得 19 个江苏省示范智能车间、19 家省级上云企业、2 个江苏省智能工厂、3 个江苏省互联网标杆工厂，生产效率和精益管理能力快速提升。21H1 公司国际化销售同比增长 68.5%，高于内销营收增速，国际化业务营收占比明显提升，国际化战略成效显著，国际化运营能力全面提升，推进“全球业务伙伴计划”，新签约海外经销商 25 家，海外经销商达 300 家，营收网络已覆盖全球 180 余个国家和地区，王牌产品起重机出口稳居行业第一，在欧美高端市场也实现较大突破，随着公司海外市场渠道体系建设的完善，国际化业务将逐渐步入收获的黄金期。

估值

- 基于上半年公司经营业绩、行业主要产品销量及原材料价格大幅上涨，我们调整公司 2021-2023 年归母净利润分别至 54.8/62.9/67.9 亿元，对应 EPS 为 0.70/0.80/0.87 元/股，对应 PE 分别为 10.3/8.9/8.3 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业竞争加剧，基建和地产投资不及预期，原材料价格大幅上涨，混改能效不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	59,176	73,968	87,257	93,334	96,687
变动(%)	33	25	18	7	4
净利润(人民币 百万)	3,621	3,729	5,478	6,289	6,789
全面摊薄每股收益(人民币)	0.462	0.476	0.699	0.803	0.867
变动(%)	77.0	3.0	46.9	14.8	8.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.678	0.809	
调整幅度(%)			3.1	(0.7)	
全面摊薄市盈率(倍)	15.5	15.1	10.3	8.9	8.3
价格/每股现金流量(倍)	10.9	20.1	11.1	8.4	7.5
每股现金流量(人民币)	0.66	0.36	0.65	0.85	0.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	9.1	7.3	5.7	4.6
每股股息(人民币)	0.060	0.646	0.160	0.184	0.227
股息率(%)	0.8	9.0	2.2	2.6	3.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021H1 业绩摘要表

(人民币, 亿元)	2020H1	2021H1	同比变动 (%)
营业总收入	350.69	532.34	51.80
营业成本	286.49	448.21	56.45
营业利润	23.90	43.26	80.97
净利润	20.73	38.30	84.77
归属于上市公司股东的净利润	20.62	38.03	84.46
扣非后净利润	20.25	36.30	79.20
销售费用	14.76	20.98	42.14
管理费用	4.14	5.25	26.97
研发费用	11.74	12.89	9.80
财务费用	4.50	(0.88)	(119.52)
销售费用率 (%)	4.21	3.94	
管理费用率 (%)	1.18	0.99	
研发费用率 (%)	3.35	2.42	
财务费用率 (%)	1.28	(0.16)	
毛利率 (%)	18.31	15.80	
净利率 (%)	5.91	7.19	

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	59,176	73,968	87,257	93,334	96,687
销售成本	(49,115)	(61,615)	(74,040)	(79,014)	(81,903)
经营费用	(3,567)	(7,376)	(7,049)	(7,130)	(6,961)
息税折旧前利润	6,495	4,977	6,168	7,189	7,823
折旧及摊销	(1,063)	(1,180)	(1,380)	(1,603)	(1,812)
经营利润(息税前利润)	5,431	3,797	4,788	5,586	6,011
净利息收入/(费用)	395	(250)	776	916	1,109
其他收益/(损失)	1,135	1,335	1,335	1,400	1,416
税前利润	4,102	4,296	6,250	7,175	7,745
所得税	(457)	(550)	(750)	(861)	(929)
少数股东权益	25	17	22	25	27
净利润	3,621	3,729	5,478	6,289	6,789
核心净利润	3,623	3,732	5,482	6,293	6,793
每股收益(人民币)	0.462	0.476	0.699	0.803	0.867
核心每股收益(人民币)	0.462	0.476	0.700	0.803	0.867
每股股息(人民币)	0.060	0.646	0.160	0.184	0.227
收入增长(%)	33	25	18	7	4
息税前利润增长(%)	238	(30)	26	17	8
息税折旧前利润增长(%)	144	(23)	24	17	9
每股收益增长(%)	77	3	47	15	8
核心每股收益增长(%)	76	3	47	15	8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,102	4,296	6,250	7,175	7,745
折旧与摊销	1,063	1,180	1,380	1,603	1,812
净利息费用	(15)	836	(127)	(189)	(318)
运营资本变动	383	(914)	1,745	528	337
税金	(432)	(533)	(750)	(861)	(929)
其他经营现金流	33	(2,076)	(3,420)	(1,605)	(1,192)
经营活动产生的现金流	5,136	2,789	5,078	6,652	7,455
购买固定资产净值	725	703	1,900	1,735	1,621
投资减少/增加	555	564	800	753	786
其他投资现金流	(4,117)	(2,286)	(3,927)	(3,645)	(3,484)
投资活动产生的现金流	(2,837)	(1,019)	(1,227)	(1,156)	(1,076)
净增权益	(470)	(5,057)	(1,255)	(1,439)	(1,778)
净增债务	655	5,351	2,398	(2,842)	(2,692)
支付股息	470	5,057	1,255	1,439	1,778
其他融资现金流	28	(4,939)	(3,190)	(1,255)	(1,465)
融资活动产生的现金流	682	411	(792)	(4,097)	(4,157)
现金变动	2,981	2,182	3,058	1,398	2,222
期初现金	11,295	15,777	17,021	20,079	21,478
公司自由现金流	2,299	1,770	3,850	5,495	6,379
权益自由现金流	2,939	7,957	6,121	2,464	3,369

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	15,777	17,021	20,079	21,478	23,699
应收帐款	30,438	35,769	43,732	48,046	50,253
库存	10,492	13,061	14,795	15,806	16,367
其他流动资产	1,033	1,206	1,252	1,371	1,348
流动资产总计	60,422	70,127	82,313	89,179	94,251
固定资产	8,360	8,935	9,348	9,466	9,295
无形资产	2,573	2,701	2,832	2,886	2,912
其他长期资产	5,910	9,999	11,676	11,676	11,676
长期资产总计	16,843	21,635	23,856	24,028	23,883
总资产	77,292	91,797	106,205	113,243	118,169
应付帐款	27,433	32,622	41,113	45,880	47,919
短期债务	3,044	2,314	6,182	5,192	2,500
其他流动负债	6,426	15,896	16,509	16,747	17,288
流动负债总计	36,902	50,832	63,804	67,819	67,707
长期借款	5,743	5,666	4,852	3,000	3,000
其他长期负债	1,000	1,128	1,200	1,200	1,200
股本	7,834	7,834	7,834	7,834	7,834
储备	20,710	23,793	28,015	32,865	37,876
股东权益	28,544	31,626	35,849	40,699	45,709
少数股东权益	458	478	500	525	553
总负债及权益	77,292	91,797	106,205	113,243	118,169
每股帐面价值(人民币)	3.64	4.04	4.58	5.20	5.83
每股有形资产(人民币)	3.32	3.69	4.21	4.83	5.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.27)	(1.41)	(1.41)	(1.95)	(2.58)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.0	6.7	7.1	7.7	8.1
息税前利润率(%)	9.2	5.1	5.5	6.0	6.2
税前利润率(%)	6.9	5.8	7.2	7.7	8.0
净利率(%)	6.1	5.0	6.3	6.7	7.0
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	15.7	6.3	10.1	12.7	22.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.1	1.1	1.1	1.2
估值					
市盈率(倍)	15.5	15.1	10.3	8.9	8.3
核心业务市盈率(倍)	15.5	15.1	10.2	8.9	8.3
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	10.9	20.1	11.1	8.4	7.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	9.1	7.3	5.7	4.6
周转率					
存货周转天数	76.9	69.8	68.7	70.7	71.7
应收帐款周转天数	161.8	163.4	166.3	179.5	185.5
应付帐款周转天数	139.9	148.2	154.2	170.1	177.0
回报率					
股息支付率(%)	13.0	135.6	22.9	22.9	26.2
净资产收益率(%)	13.4	12.4	16.2	16.4	15.7
资产收益率(%)	7.0	3.9	4.3	4.5	4.6
已运用资本收益率(%)	2.6	2.4	3.1	3.2	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371