

2021年09月30日

拟 387 亿元吸收合并徐工有限，对挖机、塔机资产进行业绩承诺

买入（维持）

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@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

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：9月29日晚，公司发布吸收合并草案，拟向徐工有限全体股东发行股份69.7亿股吸收合并徐工有限，发行价格5.55元/股，最终交易价格为386.86亿元（含38.11%徐工机械股权）。

投资要点

■ 吸收合并徐工有限，“新徐工”收入有望跃居行业第一

本次交易完成后，徐工有限旗下挖机、塔机、混凝土机械、矿业等高毛利工程机械资产整体注入上市公司。根据公司公告，交易后徐工机械2020年总收入将有740亿元增至1016亿元（变动37.40%），净利润由37亿增至46亿元（变动22.52%）。集团工程机械资产整体上市，“新徐工”收入有望跃居行业第一，有利于优化上市公司的产业结构、完善产业布局，盈利能力有望逐步提升。

■ 锁定期12-36个月，对挖机、塔机资产进行业绩承诺

不考虑现金选择权情形下，交易完成后上市公司总股本预计为118.2亿股，徐工集团持股20.11%，仍为公司实控人。徐工集团、员工持股平台（徐工金帆）锁定期为本次发行结束之日起36个月，天津茂信、国家制造业基金等15家机构锁定期为12个月。

徐工集团对徐工挖机、徐工塔机进行业绩承诺：如本次交易的交割在2021年12月31日前（含当日）实施完毕，2021-2023年徐工挖机、徐工塔机扣非后净利润合计数分别不低于14.8亿/15.7亿/16.3亿元；若年底未实施完毕，则2021-2024年上述资产扣非后净利润合计数分别不低于14.8亿/15.7亿/16.3亿/17.1亿元。期间未达到业绩承诺，则徐工集团以回购股份注销或现金方式进行补偿。

■ 拟向全资子公司徐工环境增资3.52亿元，建设环卫产业新基地

公司目前环卫产品主要包括垃圾处理车，2021年1-8月徐工环境收入12.7亿元、净利润-0.04亿元。环卫产业是公司全力打造的十个战略产业之一，为继续做大做强环卫产业，实现高质量、高效率、高效益、可持续的“三高一可”高质量发展，公司拟向全资子公司徐工环境增资3.52亿元人民币（增资后注册资本8亿元），用于环卫产业新基地建设，打造高端环卫装备智能制造及研发基地。

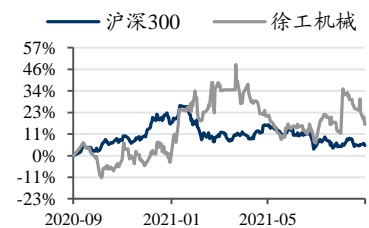
■ 混改提效提升盈利能力，看好Q3业绩弹性继续释放

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，20Q4以来公司单季净利率改善、净利润同比增速领先行业，2021年或迎来利润率拐点。展望三季报，公司去年单Q3费用率较高，具备较大降本空间，我们预计21Q3单季净利率同比保持上行，看好三季度业绩弹性释放。

盈利预测与投资评级：考虑到本次合并尚需公司股东大会、江苏省国资委及证监会等批准或核准，我们暂不考虑重组对公司业绩的影响，维持对公司2021-2023年净利润预测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：经济周期和行业竞争风险；原材料价格持续上涨；重组方案审批风险；合并后治理及整合风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.37
一年最低/最高价	4.82/8.23
市净率(倍)	1.44
流通A股市值(百万元)	49819.19

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）：2021年中报点评：混改释放业绩弹性，Q2增速大幅高于行业》

2021-08-31

2、《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

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		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%
					毛利率(%)	17.1%	16.0%	17.5%	18.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.1%	6.9%	8.5%	9.2%
经营活动现金流	2789	9375	3857	11261	资产负债率(%)	62.8%	64.4%	62.8%	60.3%
投资活动现金流	-1019	-3300	-3446	-3899	收入增长率(%)	25.0%	21.4%	8.0%	7.0%
筹资活动现金流	411	-1790	-151	-5031	净利润增长率(%)	3.0%	60.0%	34.3%	15.5%
现金净增加额	2151	3319	260	961	P/E	13.38	8.36	6.23	5.39
折旧和摊销	1168	1870	2128	2406	P/B	1.48	1.32	1.15	1.00
资本开支	-2053	-3000	-3131	-3569	EV/EBITDA	11.44	13.06	11.00	9.77
营运资本变动	-1755	908	-6759	-807					

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>