

徐工机械(000425)

公司点评

行业公司研究——机械设  
备行业——证券研究

证券研究报告

# 吸收合并徐工有限草案出炉；期待“新徐工”盈利能力持续提升

## ——徐工机械点评报告

**徐工有限评估值 410 亿元，交易价格 387 亿元，发行后股数达 118 亿股**  
上市公司吸收合并徐工有限之后，其旗下挖掘机、混凝土机械、矿机和塔机等  
工程机械资产将注入上市公司，有利于公司优化产业结构、完善布局。

徐工有限评估值 410 亿元，评估增值率 145%，最终交易价格 387 亿元（扣除  
过渡期间分红 23.5 亿元）。其中挖机/塔机 100% 股权评估值分别为 83/24 亿元。  
按照调整后发行价格 5.55 元/股计算，本次发行股份吸收合并将新增 69.7 亿股，  
扣除徐工有限合并后应注销的原股本 38% 股数（29.8 亿股），发行后总股本达  
到 118 亿股。

**预计 2021 年“新徐工”备考收入超过 1200 亿，备考净利润约 83 亿元**  
预计 2021 年“新徐工”备考收入超过 1200 亿元，成为收入规模最大工程机械  
公司；预计 2021 年挖机+塔机净利润可达 23 亿左右，上市公司净利润约为 60  
亿，资产注入后“新徐工”备考净利润约 83 亿。

短期业绩或被摊薄。2021~2024 年挖机+塔机业绩承诺分别为 14.8/15.7/16.4/17.1  
亿元。吸收合并徐工有限后，若按照业绩承诺，则 2021 年每股收益摊薄约 17%，  
若按照我们的利润预测，则 2021 年每股收益仅摊薄 8%。

**长期看混改、员工持股提升经营效率，“新徐工”盈利能力将会持续改善**  
长期看徐工有限完成混改，员工持股平台增资 8.7 亿元，改制后活力释放、管  
理改善、产品结构优化，“新徐工”盈利能力将持续提升。我们预计“新徐工”  
整体长期净利率由 2020 年的 4.4% 提升至 10% 以上。

根据徐工有限半年报，2021 年上半年徐工有限实现收入 733 亿元，同比增长  
51%；净利润 56 亿元，同比增长 167%。净利率为 7.6%，同比提升 3.3pct。

我们测算“新徐工”2021 年备考 PS 为 0.6 倍，三一重工（1.8 倍）、中联重科  
（0.9 倍）。随着“新徐工”盈利能力提升，公司 PS 估值具备提升空间。

**工程机械为中国当下优势产业，中国龙头完成进口替代有望迈向全球龙头**  
工程机械为中国当下优势产业，中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营  
效率优势取得全球龙头地位。中国工程机械行业龙头将在完成国内的进口替代  
后在全球取得相当的市场份额，从中国龙头走向全球龙头。

**投资建议：**暂不考虑重组，预计徐工机械 2021-2023 年净利润为 60/70/76 亿元，  
同比增长 61%/18%/8%，对应 PE 分别为 8.3/7.1/6.6。维持买入评级。

**风险提示：**1) 基建、地产投资不及预期；2) 资产注入进度不及预期。

**财务摘要**

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	73968	84998	92852	98426
(+/-)	25%	15%	9%	6%
归母净利润	3729	5987	7048	7607
(+/-)	3%	61%	18%	8%
每股收益(元)	0.5	0.8	0.9	1.0
P/E	13.4	8.3	7.1	6.6
ROE	11%	16%	16%	15%
PB	1.5	1.3	1.1	0.9

**评级** **买入**

上次评级	买入
当前价格	¥ 6.37

**单季度业绩** **元/股**

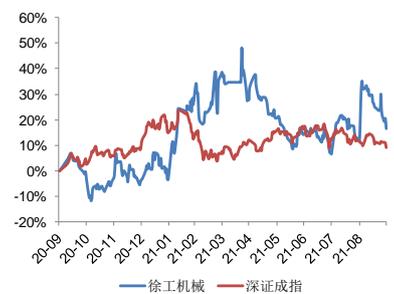
2Q/2021	0.26
1Q/2021	0.22
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.04

分析师：王华君

执业证书号：S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：李锋

执业证书号：S1230517080001  
lifeng1@stocke.com.cn

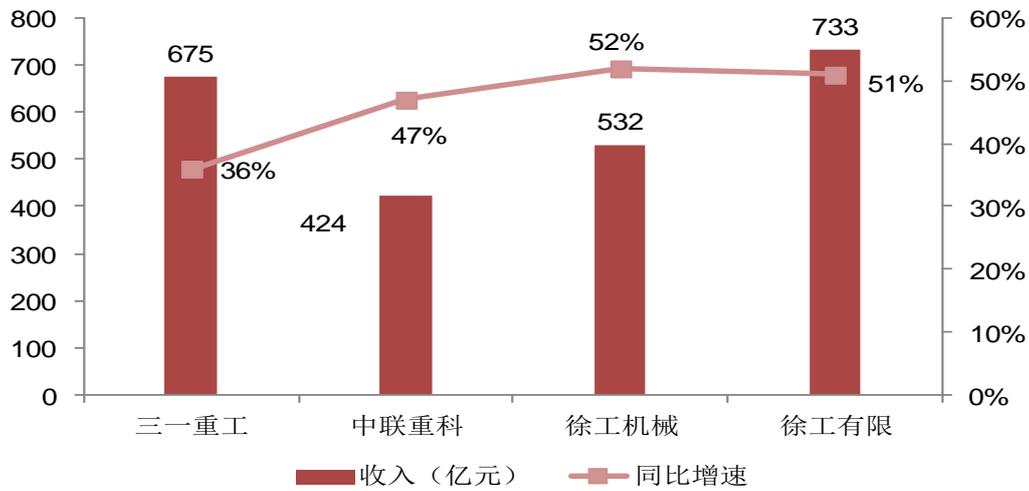


**相关报告**

1、公司深度《徐工机械：整体上市能  
显著增厚未来业绩；改制激励将大幅提  
升盈利能力》2021.04.21

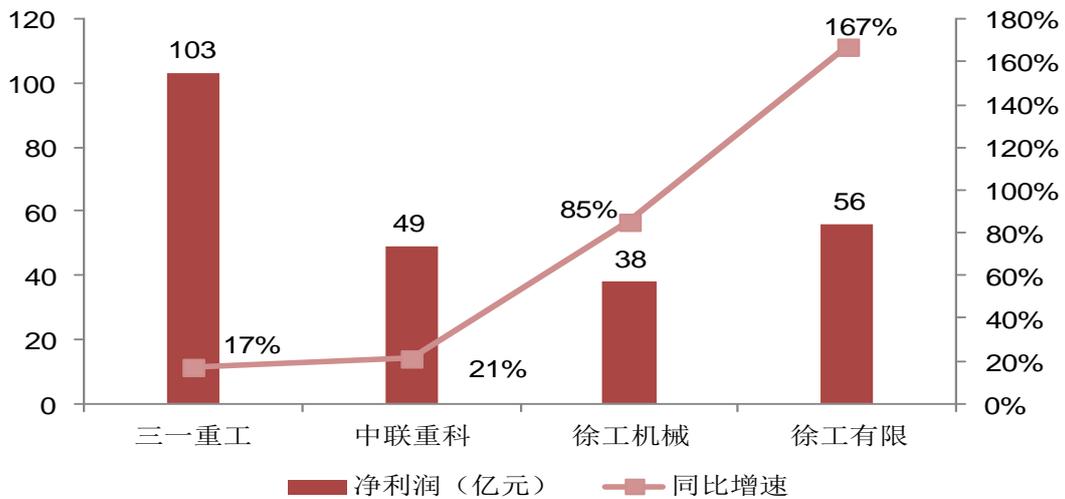
图附录一

图 1：2021 年上半年徐工机械、徐工有限收入增速超越同行



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

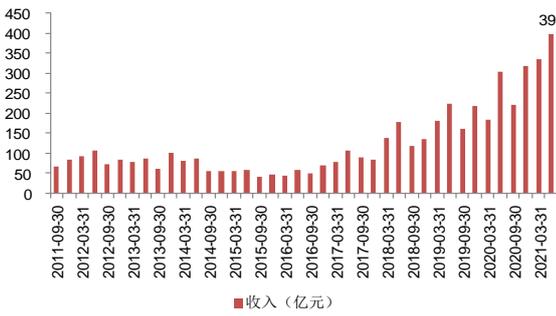
图 2：2021 年上半年徐工机械、徐工有限净利润增速大幅超越同行



资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

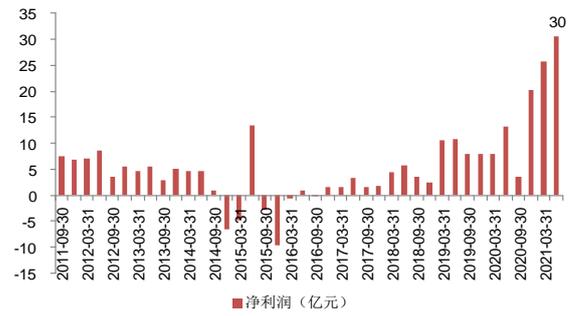
图附录二

图 3：徐工有限 2021 年 Q2 营收 397 亿元，同比增长 31%



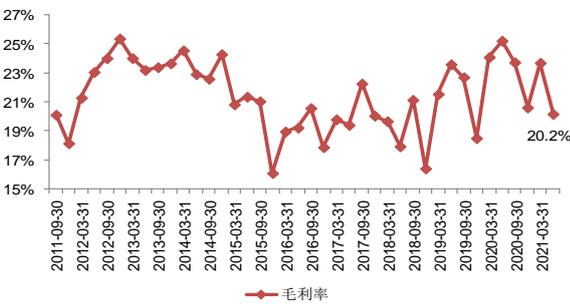
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 4：徐工有限 2021 年 Q2 净利约 30 亿元，同比增长 129%



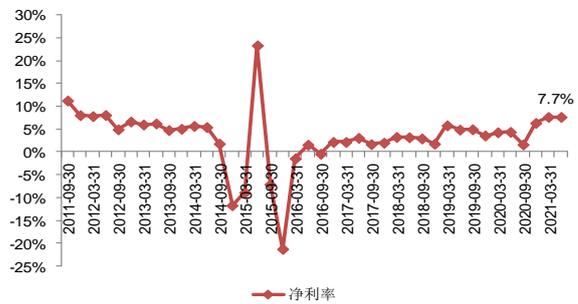
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 5：徐工有限 2021 年 Q2 毛利率约为 20%，环比下降 3.5pct



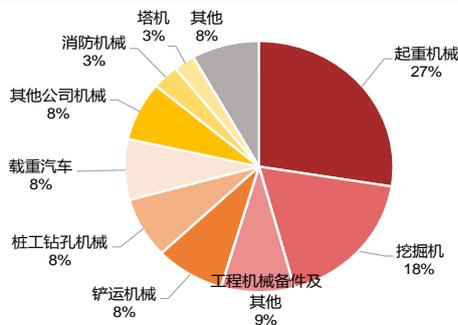
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 6：2021 年 Q2 净利率 7.7%，环比基本持平



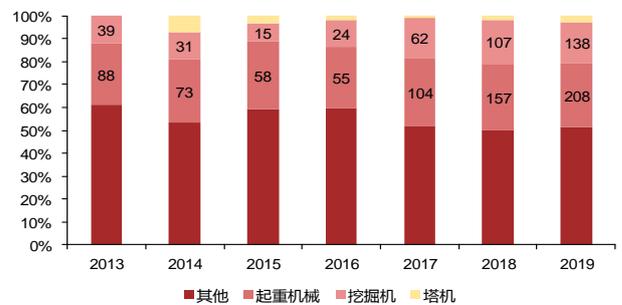
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 7：2019 年徐工有限起重机和挖机收入合计占比 45%



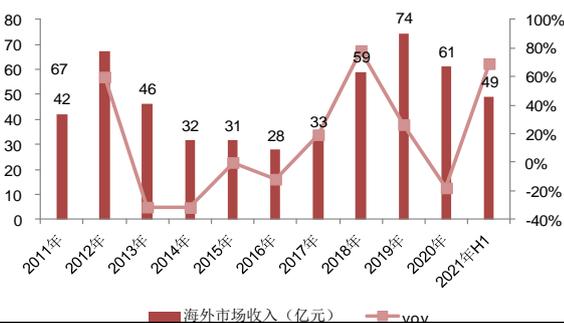
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 8：2013-2019 年徐工有限起重机和挖机收入占比提升 6pct



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 9：2021 年上半年徐工机械海外收入 49 亿，同比增长 69%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 10：2021 年上半年徐工海外毛利率为 17%，收入占比 9.1%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	70127	87366	103435	119407
现金	17021	27999	35426	47332
交易性金融资产	223	223	223	223
应收账款	35769	40834	43974	45953
其它应收款	503	737	720	762
预付账款	1206	1776	1698	1822
存货	13061	14159	19325	21299
其他	2343	1638	2067	2016
<b>非流动资产</b>	21670	18296	18533	18633
金融资产类	0	824	275	366
长期投资	2676	2482	2531	2563
固定资产	7972	7670	7423	7040
无形资产	2494	2533	2549	2550
在建工程	963	810	688	591
其他	7566	3977	5068	5523
<b>资产总计</b>	91797	105662	121968	138040
<b>流动负债</b>	50832	56430	63048	68636
短期借款	2314	4000	5000	6000
应付款项	32622	41061	44835	47513
预收账款	0	1275	1393	1476
其他	15896	10094	11820	13646
<b>非流动负债</b>	6794	9047	11655	14499
长期借款	3645	5645	8145	11145
其他	3149	3402	3511	3354
<b>负债合计</b>	57627	65477	74703	83134
少数股东权益	478	505	537	571
归属母公司股东权	33693	39680	46728	54335
<b>负债和股东权益</b>	91797	105662	121968	138040
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2789	10646	3980	8007
净利润	3746	6014	7080	7641
折旧摊销	1180	645	666	680
财务费用	836	976	1253	1220
投资损失	(806)	(806)	(806)	(806)
营运资金变动	469	3245	734	438
其它	(2635)	572	(4948)	(1166)
<b>投资活动现金流</b>	(1019)	113	941	462
资本支出	(575)	(50)	(150)	(50)
长期投资	(242)	(629)	500	(124)
其他	(202)	793	590	635
<b>筹资活动现金流</b>	411	219	2507	3437
短期借款	(729)	1686	1000	1000
长期借款	882	2000	2500	3000
其他	259	(3467)	(993)	(563)
<b>现金净增加额</b>	2182	10978	7427	11905

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	73968	84998	92852	98426
营业成本	61341	70795	77302	81919
营业税金及附加	274	425	464	492
营业费用	3095	3145	3157	3248
管理费用	1025	1020	1021	1083
研发费用	2417	2465	2321	2362
财务费用	836	976	1253	1220
资产减值损失	2020	850	743	787
公允价值变动损益	35	35	35	35
投资净收益	806	806	806	806
其他经营收益	473	577	566	539
<b>营业利润</b>	4275	6740	7997	8694
营业外收支	21	157	123	69
<b>利润总额</b>	4296	6898	8120	8763
所得税	550	883	1040	1122
<b>净利润</b>	3746	6014	7080	7641
少数股东损益	17	27	32	34
<b>归属母公司净利润</b>	3729	5987	7048	7607
EBITDA	5555	8099	9421	10144
EPS (最新摊薄)	0.5	0.8	0.9	1.0
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	25.0%	14.9%	9.2%	6.0%
营业利润增长率	4.7%	57.7%	18.7%	8.7%
归母净利润增长率	3.0%	60.6%	17.7%	7.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.1%	16.7%	16.7%	16.8%
净利率	5.1%	7.1%	7.6%	7.8%
ROE	11.0%	16.1%	16.1%	14.9%
ROIC	8.3%	12.4%	12.0%	10.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.8%	62.0%	61.2%	60.2%
净负债比率	20.2%	18.5%	21.5%	25.1%
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8
应收帐款周转率	2.9	2.8	2.5	2.5
应付帐款周转率	4.0	3.7	3.5	3.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.5	0.8	0.9	1.0
每股经营现金	0.36	1.36	0.51	1.02
每股净资产	4.30	5.07	5.97	6.94
<b>估值比率</b>				
P/E	13	8.3	7.1	6.6
P/B	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	6.8	4.3	3.3	2.4

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>