

信用减值损失大幅减少，经营质量显著改善

——徐工机械三季报点评

买入|维持
事件：

公司发布三季报，公司第三季度实现营业收入 165.62 亿元，同比+2.12%；归母净利润 8.06 亿元，同比+116.46%；前三季度收入 697.96 亿元，同比+36.09%，归母净利润 46.09 亿元，同比+89.35%。

报告要点：
● Q3 业绩增长超预期

由于宏观经济三季度边际走弱，下游房地产和基建需求有所放缓，单三季度国内主要企业起重机销量 5913 台、同比下滑 51%，装载机同比下滑 13.6%。但公司 Q3 季度收入仍实现 2.12% 增长，表明公司产品的市场竞争实力突出。整个前三季度，下游市场需求保持旺盛，带动公司销售收入增长显著。

● 信用减值损失大幅减少，经营质量显著改善

前三季度，公司毛利率 15.83%，同比-2.19pct，净利率 6.67%、同比+1.9pct；期间费用率合计 8.45%、同比-2.83pct，其中财务费用率下降 1.54pct，主因汇率变动带来的汇兑损失同比减少所致。前三季度公司资产减值和信用减值损失合计 6.2 亿元，相比去年同期 12.58 亿元大幅减少，主因今年以来公司回款良好、应收账款计提减少所致。经营性净现金流 42.53 亿元，同比+506.74%，公司今年加大货款回收力度，积极调整销售模式，回款情况较好，经营质量显著改善。

● 挖掘机、塔机等核心资产注入在路上

4月19日，公司董事会审议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，目前正在推进重大资产重组。徐工有限旗下包括挖机、塔机、混凝土机械、矿机四大工程机械资产，吸收合并后有望实现徐工有限工程机械资产的整体上市。根据徐工有限公开信息披露，2020年徐工挖机的营收为 231 亿元、徐工建机（塔机）营收为 62 亿元、徐工施维英（混凝土机械）营收为 61 亿元、徐工矿机营收为 28 亿元，合计收入达 382 亿元，其中徐工挖机毛利率高达 31.5%，远高于上市公司 17.1%，预计优质资产注入后将大幅提升上市公司体量并拉升利润水平。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2021-2023 年分别实现归母净利润分别为 57 亿元、65 亿元、74 亿元，对应当前 PE 分别为 8/7/6X，维持公司“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧；混改进度不及预期；原材料价格持续上涨。

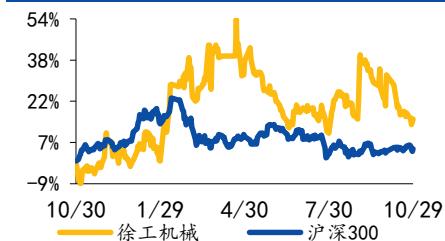
附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	59176.00	73968.15	86239.79	92958.57	97533.82
收入同比(%)	33.25	25.00	16.59	7.79	4.92
归母净利润(百万元)	3620.57	3728.86	5743.49	6490.74	7439.01
归母净利润同比(%)	76.98	2.99	54.03	13.01	14.61
ROE(%)	10.91	11.07	14.22	14.26	14.48
每股收益(元)	0.46	0.48	0.73	0.83	0.95
市盈率(P/E)	13.22	12.84	8.33	7.37	6.43

资料来源：Wind,国元证券研究所

基本数据

52周最高/最低价(元):	8.23 / 4.9
A股流通股(百万股):	7820.91
A股总股本(百万股):	7833.67
流通市值(百万元):	47785.75
总市值(百万元):	47863.71

过去一年股价走势


资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-徐工机械（000425）重大资产重组预案公告点评：核心资产正式加速注入，混改助力破茧重生》2021.04.21

《国元证券行业研究-机械行业 2021 年投资策略：乘风向上，国产崛起》2020.12.01

报告作者

分析师	满在朋
执业证书编号	S0020519070001
电话	021-51097188-1851
邮箱	manzaipeng@gyzq.com.cn

联系人

联系人	秦亚男
电话	021-51097188-1956
邮箱	qinyanan@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	60421.84	70126.91	79976.76	83164.40	87362.62
现金	15776.86	17021.33	21559.95	23239.64	24383.45
应收账款	26086.98	25779.96	28539.77	29912.45	31334.37
其他应收款	586.67	772.03	862.40	929.59	975.34
预付账款	1033.25	1206.22	1770.85	2288.14	4774.67
存货	10491.98	13060.70	13875.13	14932.56	15582.57
其他流动资产	6446.11	12286.67	13368.67	11862.02	10312.22
非流动资产	16869.81	21670.27	21838.93	23167.06	24470.54
长期投资	2433.72	2676.00	3211.20	3692.88	4431.45
固定资产	7596.18	7972.09	8410.86	8673.51	9356.91
无形资产	2396.99	2493.51	2506.06	2505.33	2500.52
其他非流动资产	4442.93	8528.66	7710.81	8295.34	8181.66
资产总计	77291.66	91797.18	101815.69	106331.46	111833.16
流动负债	36902.37	50832.44	51258.72	49725.80	48795.78
短期借款	3043.55	2314.26	3929.66	4304.23	3144.53
应付账款	13390.54	17235.72	19833.50	19830.57	20690.24
其他流动负债	20468.27	31282.46	27495.56	25591.00	24961.01
非流动负债	6743.10	6794.08	9686.22	10590.28	11145.99
长期借款	2762.96	3644.60	4567.95	5646.45	6640.42
其他非流动负债	3980.14	3149.48	5118.27	4943.83	4505.56
负债合计	43645.47	57626.52	60944.94	60316.08	59941.76
少数股东权益	457.77	478.09	492.65	509.10	527.96
股本	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67
资本公积	5135.23	5159.03	5159.03	5159.03	5159.03
留存收益	15574.82	18633.60	23593.72	29012.69	35251.12
归属母公司股东权益	33188.41	33692.57	40378.11	45506.27	51363.44
负债和股东权益	77291.66	91797.18	101815.69	106331.46	111833.16

现金流量表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5135.59	2789.19	2523.94	2853.57	6007.49
净利润	3645.38	3745.68	5758.05	6507.20	7457.87
折旧摊销	1063.31	1180.33	1138.93	1304.08	1500.26
财务费用	-14.59	836.13	243.86	526.49	432.40
投资损失	-653.32	-806.28	-684.30	-719.80	-722.38
营运资金变动	198.89	-3589.84	-4747.10	-4229.75	-3007.67
其他经营活动现金流	895.93	1423.17	814.51	-534.65	347.01
投资活动现金流	-2836.86	-1018.93	-1499.96	-1305.88	-1990.62
资本支出	2353.15	2052.85	1200.00	1300.00	1700.00
长期投资	-13.50	310.19	535.20	481.68	738.58
其他投资现金流	-497.20	1344.10	235.24	475.80	447.96
筹资活动现金流	682.38	411.25	3514.64	132.00	-2873.06
短期借款	-443.34	-729.29	1615.40	374.57	-1159.69
长期借款	1937.72	881.64	923.34	1078.50	993.97
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	123.32	23.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-935.32	235.10	975.89	-1321.07	-2707.34
现金净增加额	3002.79	2150.80	4538.62	1679.69	1143.81

利润表					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	59176.00	73968.15	86239.79	92958.57	97533.82
营业成本	48847.90	61341.13	70833.93	76271.41	79577.84
营业税金及附加	266.91	273.61	359.25	378.12	393.93
营业费用	2859.78	3094.96	4743.19	4926.80	5169.29
管理费用	882.81	1024.60	1293.60	1301.42	1365.47
研发费用	2126.57	2417.10	2617.61	2719.58	2786.50
财务费用	-14.59	836.13	243.86	526.49	432.40
资产减值损失	-136.17	-381.23	800.00	500.00	400.00
公允价值变动收益	0.64	34.89	150.00	0.00	0.00
投资净收益	653.32	806.28	684.30	719.80	722.38
营业利润	4083.15	4274.85	6432.65	7394.54	8487.26
营业外收入	34.89	64.29	200.00	100.00	100.00
营业外支出	15.75	43.23	14.21	15.00	15.00
利润总额	4102.28	4295.91	6618.44	7479.54	8572.26
所得税	456.91	550.23	860.40	972.34	1114.39
净利润	3645.38	3745.68	5758.05	6507.20	7457.87
少数股东损益	24.80	16.82	14.56	16.45	18.86
归属母公司净利润	3620.57	3728.86	5743.49	6490.74	7439.01
EBITDA	5131.87	6291.31	7815.44	9225.11	10419.93
EPS (元)	0.46	0.48	0.73	0.83	0.95

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.25	25.00	16.59	7.79	4.92
营业利润(%)	93.56	4.69	50.48	14.95	14.78
归属母公司净利润(%)	76.98	2.99	54.03	13.01	14.61
盈利能力					
毛利率(%)	17.45	17.07	17.86	17.95	18.41
净利率(%)	6.12	5.04	6.66	6.98	7.63
ROE(%)	10.91	11.07	14.22	14.26	14.48
ROIC(%)	16.38	17.84	19.12	19.97	20.59
偿债能力					
资产负债率(%)	56.47	62.78	59.86	56.72	53.60
净负债比率(%)	14.40	20.19	20.42	23.99	23.55
流动比率	1.64	1.38	1.56	1.67	1.79
速动比率	1.35	1.12	1.28	1.37	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.87	0.89	0.89	0.89
应收账款周转率	2.36	2.49	2.75	2.77	2.77
应付账款周转率	4.40	4.01	3.82	3.85	3.93
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.48	0.73	0.83	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.36	0.32	0.36	0.77
每股净资产(最新摊薄)	4.24	4.30	5.15	5.81	6.56
估值比率					
P/E	13.22	12.84	8.33	7.37	6.43
P/B	1.44	1.42	1.19	1.05	0.93
EV/EBITDA	8.16	6.65	5.36	4.54	4.02

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
A座国元证券	楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188