

2021 年业绩预告点评: 预增 48%-61%符合市场预期, 利润率提升逻辑持续兑现 买入 (维持)

2022 年 1 月 25 日

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

021-60199784

zhouerssh@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

86-18502542232

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	5,833	7,857	8,931
同比 (%)	3.0%	56.4%	34.7%	13.7%
每股收益 (元/股)	0.48	0.74	1.00	1.14
P/E (倍)	12	8	6	5

事件: 2022 年 1 月 25 日公司发布 2021 年业绩预告, 预计 2021 年归母净利润区间为 55-60 亿元, 同比增长 48%-61%; 扣非归母净利润区间为 50-55 亿元, 同比增长 42%-56%, 符合市场预期。

投资要点

■ 业绩增速符合市场预期, 关注 Q1 稳增长板块机会

公司充分受益于混改带来的盈利能力改善, 业绩稳健增长, 2021 年业绩预告符合市场和我们的预期。2021 年 12 月中央经济工作会议定调“稳增长”, 从各地已出炉的政府工作报告以及各地发改委公布的 2022 年工作计划来看, 积极推进项目开工建设, 确保一季度投资实现“开门红”已成为重点任务。据中国证券报不完全统计, 2022 年 1 月 4 日至 6 日, 已公布的重大项目总投资额已超 3 万亿元。2022 年上半年是专项债资金形成实物工作量阶段, 2021 年 Q1 基建投资较 2019 年 Q1 仅增长 6%, 关注 2022 年 Q1 基建增速超预期可能; 此外部分地区房地产出现放松, 关注稳增长背景下工程机械行业机会。

■ 整体上市稳步推进, “新徐工”值得期待

2021 年 4 月 6 日, 公司发布公告, 拟通过向股东徐工有限发行股份等方式实施吸收合并, 徐工有限主营集团工程机械业务, 合并后相关资产有望实现整体上市。根据徐工有限债券募集书, 2020 年主要未上市子公司收入如下: 徐工挖机 (挖掘机, 国内销量份额前二) 231 亿元、徐工建机 (塔机国内, 销量份额前二) 62 亿元、徐工施维英 (混凝土机械, 国内销量份额前三) 61 亿元、徐工矿机 (矿业机械, 全球销量份额前五) 28 亿元, 合计收入达 382 亿元; 2020 年徐工有限主营业务收入 961 亿元, 其中徐工机械收入 740 亿元。我们预计整体上市后“新徐工”收入规模超千亿元, 有望跃居行业第一。

■ 业绩弹性最大的工程机械龙头, 盈利能力提升逻辑持续兑现

2021 年前三季度, 徐工机械/三一重工/中联重科的毛利率分别为 15.8%/27.3%/24.4%, 销售净利率分别为 6.7%/14.7%/10.7%, 公司销售净利率存在翻倍以上提升空间。2020 年 9 月混改后, 公司考核机制由市场份额转向利润, 董事会中 9 位外部董事占 5 席, 高管薪酬利润考核占 60%, 混改员工新增持股 8.7 亿元 (其中董事长、总裁及总经理增持股份 2.88 亿元), 国家制造业基金 9.6 亿元大手笔参与混改。公司 2021 年前三季度与 Q3 单季归母净利润分别同比+89.4%/+116.5%, 大幅高于行业; 2021 年 Q3 单季销售净利率 5.0%, 同比+2.7pct。混改后, 公司盈利能力提升逻辑持续兑现, 释放业绩弹性。

■ 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 58/79/89 亿元预测, 当前市值对应 PE 分别为 8/6/5 倍, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 行业周期波动; 行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.68
一年最低/最高价	5.67/6.30
市净率(倍)	1.25
流通 A 股市值(百万元)	44,424.34

基础数据

每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	63.69
总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股(百万股)	7,821.19

相关研究

- 1、《徐工机械 (000425): 2021 年三季报点评: Q3 净利润同比增速+116%, 利润率提升逻辑稳步兑现》2021-10-31
- 2、《徐工机械 (000425): 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》2021-09-30
- 3、《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

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	81359	91714	97025	营业收入	73968	89780	96976	103757
现金	17021	20340	20600	21561	减:营业成本	61341	75563	80203	85275
应收账款	36272	41815	45167	48325	营业税金及附加	274	359	349	374
存货	13061	14491	20875	21727	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	13	-54
其他非流动资产	6603	6527	6474	6338	营业利润	4275	6872	9257	10523
资产总计	91797	106278	117967	124902	加:营业外净收支	21	0	0	0
流动负债	50832	61104	67123	67612	利润总额	4296	6872	9257	10523
短期借款	7992	7992	10360	7992	减:所得税费用	550	859	1157	1315
应付账款	32622	41404	43947	46726	少数股东损益	17	180	243	276
其他流动负债	10219	11709	12816	12895	归属母公司净利润	3729	5833	7857	8931
非流动负债	6794	6794	6794	6794	EBIT	8234	7035	8957	10016
长期借款	3645	3645	3645	3645	EBITDA	9402	8905	11084	12422
其他非流动负债	3149	3149	3149	3149					
负债合计	57627	67898	73917	74406	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	478	604	774	968	每股收益(元)	0.48	0.74	1.00	1.14
归属母公司股东权益	33693	37776	43276	49528	每股净资产(元)	4.30	4.82	5.52	6.32
负债和股东权益	91797	106278	117967	124902	发行在外股份(百万股)	7834	7834	7834	7834
					ROIC(%)	16.8%	13.3%	15.1%	15.2%
					ROE(%)	11.1%	15.4%	18.2%	18.0%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	17.1%	15.8%	17.3%	17.8%
	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.1%	6.7%	8.4%	8.9%
经营活动现金流	2789	9318	3696	11015	资产负债率(%)	62.8%	64.5%	62.9%	60.5%
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	-1750	11	-5047	净利润增长率(%)	3.0%	56.4%	34.7%	13.7%
现金净增加额	2151	3319	260	961	P/E	11.93	7.63	5.66	4.98
折旧和摊销	1168	1870	2128	2406	P/B	1.32	1.18	1.03	0.90
资本开支	-2053	-3000	-3131	-3569	EV/EBITDA	11.22	13.07	11.02	9.93
营运资本变动	-1755	988	-6759	-716					

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>