

混改红利持续释放，业绩维持高增长

2022 年 01 月 26 日

➤ **事件：**1 月 25 日，公司披露 2021 年度业绩预告，预计归母净利润 55-60 亿元，比上年同期增长 47.50-60.91%，计算 Q4 归母净利润 8.9-13.9 亿元，同比增长-31%-7%。

➤ **2021 年四季度房地产、基建增速放缓，工程机械行业受较大影响。但报告期内，公司营业收入继续稳步增长，盈利水平不断改善，业绩依旧维持高速增长，实属不易。Q4 业绩同比去年同期降速与 2 点因素有关：1）2020Q4 基数较高；2）2021Q4 房地产、基建整体成下行趋势，工程机械行业受到一定负面影响。**

➤ **全面贯彻“三高—可”高质量发展理念，净利润不断提升。**公司全面贯彻高质量、高效率、高效益、可持续的“三高—可”高质量发展新理念，切实增强质量管控意识，提升技术创新能力，提高内部管理水平，积极布局海外市场，全面推进企业转型升级，徐工产品竞争力和品牌影响力不断提升。

➤ **混改、员工持股助力企业经营效率提升，盈利能力持续改善。**2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者、员工持股，企业活力不断提升。自 2020 年三季度末以来，公司净利润率已从 4.75% 提升至 2021 年上半年的 7.14%。虽然 2021 年三季度受上游原材料价格上涨等因素影响，净利率有所回落，但依然保持在 6.6% 的水平。我们预计 2022 年公司净利润率将重回 7% 以上，长期内，净利润率有望继续提升。

➤ **吸收合并徐工有限，新资产注入助力企业核心竞争力进一步提升。**2021 年 9 月 30 日，公司发布公告，拟向徐工有限股东发行股份，吸收合并徐工有限。交易完成后，徐工有限旗下挖掘机、混凝土机械、塔式起重机等资产将整体注入上市公司。鉴于徐工有限挖掘机、塔机、混凝土机械等业务均位于国内及全球前列，且具有较高的毛利率，预计公司整体盈利能力将继续提升，核心竞争力不断提升。

➤ **专项债落地助力基建回暖，工程机械龙头有望迎来边际改善。**2021 年工程机械行业整体经历了前高后低的走势，但四季度专项债集中发放，预计 2022 年一季度基建投资将显著放量。此外，财政部于 2021 年底提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿。虽然行业下行趋势暂未扭转，但资金到位将助力基建逐渐回暖，工程机械龙头有望迎来边际改善。

➤ **投资建议：**预计公司 21-23 年实现营业收入 869.6/957.7/1092.5 亿元，实现归母净利润 58.3/73/88.9 亿元，对应 PE 为 8/6/5 倍。考虑到公司混改落地，经营活力及企业盈利能力有望不断提升，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行风险，市场竞争风险，供应链安全风险，原材料价格风险，汇率波动风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	86,960	95,772	109,249
增长率（%）	25.0	17.6	10.1	14.1
归属母公司股东净利润（百万元）	3,729	5,825	7,299	8,887
增长率（%）	3.0	56.2	25.3	21.8
每股收益（元）	0.45	0.74	0.93	1.13
PE	13	8	6	5
PB	1.2	1.1	1.0	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.68 元



分析师：李哲

执业证号：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

研究助理：赵璐

执业证号：S0100121110044

电话：13472540636

邮箱：zhaolu@mszq.com

相关研究

- 1.【民生机械】徐工机械(000425)2021 年三季度业绩点评：混改红利持续释放，盈利能力稳步上移
- 2.【民生机械】徐工机械(000425)2021 年三季度业绩预告点评：混改注入经营活力，Q3 业绩维持快速增长
- 3.【民生机械】徐工机械(000425)2021 年中报点评：净利润增速亮眼，混改提升核心竞争力
- 4.徐工机械(000425)2020 年年报&2021 年一季报点评：Q1 业绩增速亮眼，混改落地注入新活力
- 5.徐工机械(000425)：混改方案落地，行业巨头整装待发

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,968	86,960	95,772	109,249
营业成本	61,341	73,333	80,005	90,667
营业税金及附加	274	304	335	386
销售费用	3,095	3,785	4,022	4,588
管理费用	1,025	1,130	1,245	1,420
研发费用	2,417	3,043	3,293	3,747
EBIT	4,459	5,363	6,872	8,439
财务费用	836	201	194	167
资产减值损失	-381	-16	-16	-13
投资收益	806	918	1,030	1,170
营业利润	4,275	6,603	8,318	10,128
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	4,296	6,603	8,318	10,128
所得税	550	747	980	1,195
净利润	3,746	5,856	7,338	8,933
归属于母公司净利润	3,729	5,825	7,299	8,887
EBITDA	5,639	6,309	7,864	9,480

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17,021	18,380	23,691	29,128
应收账款及票据	35,769	43,125	47,396	53,897
预付款项	1,206	1,659	1,712	1,951
存货	13,061	16,426	17,502	19,904
其他流动资产	3,070	3,522	3,907	4,233
流动资产合计	70,127	83,112	94,207	109,113
长期股权投资	2,676	3,059	3,348	3,660
固定资产	7,972	8,109	8,231	8,294
无形资产	2,494	2,643	2,783	2,918
非流动资产合计	21,670	22,417	23,077	23,702
资产合计	91,797	105,529	117,285	132,815
短期借款	2,314	2,314	2,314	2,314
应付账款及票据	32,622	39,151	43,027	48,552
其他流动负债	15,896	17,243	17,785	18,857
流动负债合计	50,832	58,708	63,126	69,724
长期借款	3,645	3,645	3,645	3,645
其他长期负债	3,149	3,149	3,149	3,149
非流动负债合计	6,794	6,794	6,794	6,794
负债合计	57,627	65,503	69,920	76,518
股本	7,834	7,834	7,834	7,834
少数股东权益	478	509	548	594
股东权益合计	34,171	40,027	47,364	56,297
负债和股东权益合计	91,797	105,529	117,285	132,815

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.00	17.56	10.13	14.07
EBIT 增长率	27.17	20.28	28.13	22.80
净利润增长率	2.99	56.21	25.31	21.76
盈利能力 (%)				
毛利率	17.07	15.67	16.46	17.01
净利润率	5.06	6.73	7.66	8.18
总资产收益率 ROA	4.06	5.52	6.22	6.69
净资产收益率 ROE	11.07	14.74	15.59	15.95
偿债能力				
流动比率	1.38	1.42	1.49	1.56
速动比率	1.10	1.11	1.19	1.25
现金比率	0.33	0.31	0.38	0.42
资产负债率 (%)	62.78	62.07	59.62	57.61
经营效率				
应收账款周转天数	127.21	141.97	140.21	138.63
存货周转天数	77.72	81.76	79.85	80.13
总资产周转率	0.81	0.82	0.82	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.74	0.93	1.13
每股净资产	4.30	5.04	5.98	7.11
每股经营现金流	0.36	0.33	0.81	0.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	13	8	6	5
PB	1.2	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.86	6.30	4.38	3.06
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,746	5,856	7,338	8,933
折旧和摊销	1,180	946	991	1,041
营运资金变动	-3,878	-3,750	-1,367	-2,871
经营活动现金流	2,789	2,559	6,382	6,413
资本开支	-1,947	-1,450	-1,527	-1,548
投资	-313	-383	-289	-312
投资活动现金流	-1,019	-915	-786	-690
股权募资	4	0	0	0
债务募资	4,223	0	0	0
筹资活动现金流	411	-286	-286	-286
现金净流量	2,151	1,359	5,311	5,437

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001