

多板块布局取得突破，盈利能力持续改善

2022 年 04 月 19 日

➤ **事件：**4 月 18 日，公司披露 2021 年年度报告，2021 年实现营业收入 843.28 亿元，同比增长 14.01%，归母净利润 56.15 亿元，同比增长 50.57%。2021Q4 实现归母净利润 10.05 亿元，同比下降 22.3%，环比增长 24.7%。

➤ **受宏观经济影响，行业短期承压，但公司业绩保持高增长，实属不易。**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。但公司全年营收稳步增长，盈利水平不断改善，业绩维持 50% 以上高速增长，实属不易。公司深入推进强控风险和降本增效“一号工程”，严控四项费用，费用占比由 2020 年的 9.97% 下降至 9.32%，公司销售净利润率提升 1.64pct 至 6.7%。预计 2022 年净利润率水平有望回升至 7% 以上。

➤ **拳头产品市占率稳中有升，多项产品进军全球前三，新兴板块快速放量。**2021 年公司绝大多数拳头产品取得高于行业增速，起重机板块保持强势，移动式起重机继续保持全球第一，500 吨以上履带吊占有率提升 9 个百分点，随车起重机进位至全球第三；装载机升至全球前五，道路机械首次升至全球第三。压路机、平地机、摊铺机、铣刨机市场占有率持续提升。新兴板块方面，2021 年公司高空作业平台实现营业收入 49.98 亿元，同比增长 34%，其中臂架类高空作业平台行业第一地位更加稳固，盈利能力大幅提升；此外，小型工程机械收入同比增长 50%，叉车收入同比增长 258%，沥青站、底盘养护类产品进入行业前二。

➤ **出口表现亮眼，贡献收入达到新高。**2021 年，公司实现出口收入 129.4 亿元，同比增长 111.8%，对营收贡献比重达 15.35%，为近五年新高。其中，重点产品实现出口高增长，中大装出口同比增长 110.4%，路面机械出口同比增长 92.1%，汽车起重机出口同比增长 59.1%。目前公司加快推进巴西、北美等地制造本地化，收入创历史新高，印度公司开始正式运营，出口持续发力有望成为公司业绩增长的保证。

➤ **专项债落地助力基建回暖，静待疫情后工程机械行业迎来改善。**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，一季度基建投资项目有明显提振作用。国家统计局数据显示，1-3 月全国固定资产投资同比上涨 9.3%，其中基础设施投资同比增长 8.5%，涨幅较 1-2 月加快 0.4pct。此外，2022 年新增专项债额度为 3.6 万亿元，截至 3 月底，发行进度已经超过 1/3，用于项目建设的专项债额度已全部下达。虽然目前华东等地施工受到疫情影响，但预计随着疫情控制情况好转，基建逐渐回暖，工程机械行业有望迎来边际改善。

➤ **投资建议：**预计公司 22-24 年实现营业收入 924.79/1022.2/1147.86 亿元，实现归母净利润 66.71/79.39/97.5 亿元，对应 PE 为 6/5/4 倍，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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	84,328	92,479	102,220	114,786
增长率 (%)	14.0	9.7	10.5	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,615	6,671	7,939	9,750
增长率 (%)	50.6	18.8	19.0	22.8
每股收益 (元)	0.72	0.85	1.01	1.24
PE	8	6	5	4
PB	1.17	0.98	0.83	0.70

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

5.42 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：S0100121110004

电话：13472540636

邮箱：zhaolu@mszq.com

相关研究

- 1.徐工机械 2021 年度业绩预告点评：混改红利持续释放，业绩维持高增长
- 2.【民生机械】徐工机械(000425)2021 年三季报业绩点评：混改红利持续释放，盈利能力稳步上移
- 3.【民生机械】徐工机械(000425)2021 年三季报业绩预告点评：混改注入经营活力，Q3 业绩维持快速增长
- 4.【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
- 5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	84,328	92,479	102,220	114,786
营业成本	70,631	77,114	84,659	94,145
营业税金及附加	276	335	359	403
销售费用	3,931	4,190	4,617	5,217
管理费用	1,221	1,326	1,462	1,647
研发费用	2,675	3,028	3,311	3,719
EBIT	5,594	6,486	7,812	9,655
财务费用	36	308	300	267
资产减值损失	-366	-11	-7	-8
投资收益	655	865	928	1,028
营业利润	6,182	7,556	8,983	11,017
营业外收支	106	0	0	0
利润总额	6,288	7,556	8,983	11,017
所得税	640	848	1,001	1,213
净利润	5,647	6,708	7,982	9,805
归属于母公司净利润	5,615	6,671	7,939	9,750
EBITDA	6,996	7,718	9,158	11,113

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	23,077	24,627	31,191	38,708
应收账款及票据	38,527	43,960	48,101	53,935
预付款项	1,443	1,565	1,713	1,910
存货	16,828	17,420	19,290	21,553
其他流动资产	5,290	5,611	5,842	6,253
流动资产合计	85,165	93,183	106,137	122,359
长期股权投资	2,197	2,055	1,864	1,642
固定资产	8,609	8,854	9,035	9,133
无形资产	3,120	3,497	3,911	4,348
非流动资产合计	24,865	25,398	25,869	26,237
资产合计	110,029	118,581	132,006	148,596
短期借款	3,129	3,129	3,129	3,129
应付账款及票据	42,852	44,280	48,931	54,747
其他流动负债	17,145	17,560	18,353	19,323
流动负债合计	63,126	64,970	70,413	77,198
长期借款	4,149	4,149	4,149	4,149
其他长期负债	5,585	5,585	5,585	5,585
非流动负债合计	9,734	9,734	9,734	9,734
负债合计	72,860	74,704	80,147	86,933
股本	7,834	7,834	7,834	7,834
少数股东权益	726	763	806	860
股东权益合计	37,169	43,877	51,859	61,664
负债和股东权益合计	110,029	118,581	132,006	148,596

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.01	9.67	10.53	12.29
EBIT 增长率	-3.82	15.94	20.43	23.60
净利润增长率	50.57	18.82	19.00	22.82
盈利能力 (%)				
毛利率	16.24	16.62	17.18	17.98
净利润率	6.70	7.25	7.81	8.54
总资产收益率 ROA	5.10	5.63	6.01	6.56
净资产收益率 ROE	15.41	15.47	15.55	16.04
偿债能力				
流动比率	1.35	1.43	1.51	1.58
速动比率	1.03	1.12	1.18	1.26
现金比率	0.37	0.38	0.44	0.50
资产负债率 (%)	66.22	63.00	60.71	58.50
经营效率				
应收账款周转天数	135.43	136.93	134.81	135.62
存货周转天数	86.96	82.45	83.17	83.56
总资产周转率	0.77	0.78	0.77	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.72	0.85	1.01	1.24
每股净资产	4.65	5.50	6.52	7.76
每股经营现金流	1.03	0.38	1.02	1.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	8	6	5	4
PB	1.17	0.98	0.83	0.70
EV/EBITDA	5.00	4.34	2.94	1.74
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5,647	6,708	7,982	9,805
折旧和摊销	1,401	1,231	1,347	1,458
营运资金变动	772	-4,625	-946	-1,920
经营活动现金流	8,073	3,008	8,029	8,900
资本开支	-3,075	-2,042	-2,161	-2,210
投资	-1,296	142	190	223
投资活动现金流	-8,125	-1,035	-1,042	-960
股权募资	212	0	0	0
债务募资	4,477	0	0	0
筹资活动现金流	1,507	-423	-423	-423
现金净流量	1,440	1,550	6,565	7,517

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。	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
公司评级	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
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