

徐工机械 (000425)

2021 年年报点评: 利润率提升释放业绩弹性, 增速稳居行业前列

买入 (维持)

2022 年 04 月 19 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

执业证书: S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	84,328	82,910	85,170	87,944
同比	14%	-2%	3%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	5,615	6,970	8,040	8,640
同比	51%	24%	15%	7%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.72	0.89	1.03	1.10
P/E (现价&最新股本摊薄)	7.56	6.09	5.28	4.91

事件: 公司发布 2021 年报: 2021 年营业总收入 843.28 亿元, 同比+14.01%; 归母净利润 56.15 亿元, 同比+50.57%, 位于业绩预告中上水平; 扣非归母净利润 51.19 亿元, 同比+45.27%。

投资要点

■ 业绩增速位居行业前列, 龙头竞争力持续提升

单 Q4 来看, 公司实现总收入 145.32 亿元, 同比-35.93%; 归母净利润 10.05 亿元, 同比-22.35%。2021 年分板块来看, 公司起重机械/桩工机械/铲运机械/消防机械分别实现收入 272.09/89.52/81.22/49.98 亿元, 分别同比+2.72%/+22.11%/+22.77%/+33.86%, 增速稳居行业前列。据公司年报, 2021 年徐工集团挖掘机成长为国内第二、全球第六; 塔式起重机跃升至全球第二; 矿山露天挖运设备居全球前五, 打破国际顶尖巨头垄断; 混凝土机械稳居全球第一阵营。2021 年公司出口收入 129.4 亿元, 同比+111.81%, 创历史新高。

■ 业绩弹性最大的工程机械龙头, 利润率提升逻辑持续兑现

2021 年公司综合毛利率为 16.24%, 同比-0.83pct; 归母净利润率为 6.66%, 同比+1.62pct, 利润率提升逻辑持续兑现。展望未来, 公司利润率仍有较大提升空间。2021 年前三季度, 徐工机械/三一重工 (2021 年报未出) /中联重科的毛利率分别为 15.8%/27.3%/24.4%, 净利率分别为 6.7%/14.7%/10.7%, 公司净利率仍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, 公司利润增速及利润率提升大幅高于行业, 盈利能力提升逻辑持续兑现, 释放业绩弹性。

■ 整体上市稳步推进, “新徐工” 值得期待

2021 年 4 月 6 日公司公告, 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、徐工建机 (塔机国内, 销量份额前二) 62 亿、徐工施维英 (混凝土机械, 国内销量份额前三) 61 亿、徐工矿机 (矿业机械, 全球销量份额前五) 28 亿, 合计收入达 382 亿; 2020 年徐工有限主营业务收入 961 亿, 其中徐工机械收入 740 亿。整体上市后 “新徐工” 收入规模有望超千亿, 跃居行业第一。

■ 稳增长政策加码, 关注工程机械板块估值修复机会

2022 年 1-2 月, 全国累计发行新增地方政府专项债 8775 亿元, 发行节奏前置, 有效拉动基建项目的投资。2022 年 Q1 年全国基础设施投资同比增长 10.5%。二季度稳增长政策有望持续加码, 3 月 29 日及 4 月 6 日,

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.42
一年最低/最高价	4.95/8.23
市净率(倍)	1.17
流通 A 股市值(百万元)	42,392.25
总市值(百万元)	42,458.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.65
资产负债率(%LF)	66.22
总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股(百万股)	7,821.45

相关研究

《徐工机械(000425): 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》

2022-01-25

《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

《徐工机械(000425): 拟 387 亿

国常会提出“咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置”、“部署适时运用货币政策工具”。2022年初以来，已有超60个城市出台稳定地产政策，在因城施策的指导方针下，杭州、广州、郑州、昆明等地通过降低购房资格要求、降低首付比例、放宽贷款要求、下调房贷利率等方式放松地产政策。工程机械板块前期回调较多，基建、地产两大下游边际改善，估值具备较大修复空间

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

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年归母净利润70（原值79）/80（原值89）/86亿元，当前市值对应PE分别为6.09/5.28/4.91倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业周期波动；行业周期加剧；原材料价格持续上涨风险，整体上市工作进展不及预期。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	85,165	94,308	111,974	129,839	营业总收入	84,328	82,910	85,170	87,944
货币资金及交易性金融资产	23,241	30,350	42,346	55,130	营业成本(含金融类)	70,631	67,454	68,632	70,830
经营性应收款项	41,487	45,635	50,199	55,219	税金及附加	276	337	346	358
存货	16,828	18,511	20,362	22,398	销售费用	3,931	3,731	3,662	3,518
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,221	1,244	1,235	1,231
其他流动资产	3,609	-188	-932	-2,908	研发费用	2,675	2,902	2,981	3,078
非流动资产	24,865	25,493	26,106	26,714	财务费用	36	-17	256	264
长期股权投资	2,197	2,197	2,197	2,197	加:其他收益	461	453	499	549
固定资产及使用权资产	8,615	8,906	8,912	8,734	投资净收益	655	781	803	829
在建工程	982	591	396	298	公允价值变动	206	203	208	215
无形资产	3,120	3,120	3,120	3,120	减值损失	-611	-601	-617	-637
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-87	-96	-105	-116
长期待摊费用	23	26	28	31	营业利润	6,182	8,001	8,845	9,505
其他非流动资产	9,927	10,654	11,454	12,333	营业外净收支	106	0	0	0
资产总计	110,029	119,801	138,080	156,552	利润总额	6,288	8,001	8,845	9,505
流动负债	63,126	65,635	71,838	78,660	减:所得税	640	984	752	808
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,742	3,613	3,613	3,613	净利润	5,647	7,017	8,093	8,697
经营性应付款项	42,852	47,137	51,851	57,036	减:少数股东损益	33	47	54	58
合同负债	2,347	2,581	2,840	3,124	归属母公司净利润	5,615	6,970	8,040	8,640
其他流动负债	11,185	12,304	13,534	14,887	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.89	1.03	1.10
非流动负债	9,734	13,280	17,180	21,469	EBIT	5,594	7,243	8,313	8,930
长期借款	4,149	4,705	5,316	5,988	EBITDA	6,996	8,544	9,703	10,405
应付债券	4,736	7,722	11,006	14,619	毛利率(%)	16.24	18.64	19.42	19.46
租赁负债	4	8	13	18	归母净利率(%)	6.66	8.41	9.44	9.82
其他非流动负债	845	845	845	845	收入增长率(%)	14.01	-1.68	2.73	3.26
负债合计	72,860	78,915	89,017	100,130	归母净利润增长率(%)	50.57	24.14	15.35	7.46
归属母公司股东权益	36,444	40,088	48,105	55,321					
少数股东权益	726	798	958	1,102					
所有者权益合计	37,169	40,886	49,063	56,423					
负债和股东权益	110,029	119,801	138,080	156,552					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,073	7,734	8,839	9,613	每股净资产(元)	4.65	5.12	6.14	7.06
投资活动现金流	-8,125	-938	-1,194	-1,251	最新发行在外股份(百万股)	7,834	7,834	7,834	7,834
筹资活动现金流	1,507	298	4,333	4,403	ROIC(%)	9.99	11.58	12.08	10.92
现金净增加额	1,440	7,093	11,978	12,764	ROE-摊薄(%)	15.41	17.39	16.71	15.62
折旧和摊销	1,401	1,301	1,389	1,475	资产负债率(%)	66.22	65.87	64.47	63.96
资本开支	-3,075	-1,296	-1,305	-1,316	P/E (现价&最新股本摊薄)	7.56	6.09	5.28	4.91
营运资本变动	1,088	-1,312	-1,443	-1,587	P/B (现价)	1.17	1.06	0.88	0.77

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>

