

## 徐工机械（000425）

### 2022 年一季报点评：Q1 环比改善亮眼，关注全年行业回暖趋势

买入（维持）

2022 年 05 月 01 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	14.01	-1.68	2.73	3.26
归属母公司净利润（百万元）	5,615	5,946	6,983	7,958
同比	50.57	5.91	17.44	13.96
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.72	0.76	0.89	1.02
P/E（现价&最新股本摊薄）	6.92	6.53	5.56	4.88

**事件：**公司发布 2022 年一季报：2022Q1 收入 200.34 亿元，同比-19.79%；归母净利润 14.05 亿元，同比-18.61%；扣非归母净利润 12.99 亿元，同比-18.21%。

#### 投资要点

#### ■ 业绩表现高于行业，环比改善亮眼，关注全年销售数据回暖趋势

2022 年 Q1 公司实现营业收入 200.34 亿元，同比-19.79%、环比+37.86%；归母净利润 14.05 亿元，同比-18.61%、环比+39.80%，收入及利润端均呈现环比改善。2022 年一季度挖机行业销量同比-39%、起重机行业销量同比-56%。整体来看，公司 2022 年一季度业绩表现均高于行业。我们判断主要原因主要系：（1）公司产品线较广，抵御单一产品周期；（2）出口大幅增长，对冲国内波动；（3）新产业如高空作业平台，快速放量。展望全年，我们判断行业表现最差季度或已过去，随着出口高速增长、同期基数下降，二季度降幅明显缩窄，三季度起行业降幅有望收窄至个位数甚至转正，关注全年销售数据回暖趋势。

#### ■ 稳增长政策加码、基建订单开门红，关注稳增长背景下行业估值修复

2022 年 4 月 26 日，中央财经委员会第十一次会议强调，全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。本次会议强调了基建重要性，有望打开基建当下及中长期空间。2022 年 Q1 中国中铁累计新签合同额 6057.4 亿元，同比增长 84.0%，其中，基础设施建设业务新签合同额 5434.5 亿元，同比增长 94.1%，基建项目新签订单开门红，基建需求景气度提升。我们认工程机械板块前期回调较多，稳增长背景下基建、地产两大下游边际改善，估值具备修复空间。

#### ■ 业绩弹性最大的工程机械龙头，利润率提升逻辑持续兑现

2022 年 Q1 公司综合毛利率为 15.23%，同比-1.35pct；归母净利润率为 7.02%，同比+0.11pct，利润率略微有所提升；期间费用率为 7.04%，同比-1.96pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.06%/1.27%/3.88%/-2.17%，同比-0.02pct/-0.12pct/+0.93/-2.76pct。展望未来，公司利润率仍有较大提升空间。2021 年徐工机械/三一重工/中联重科的毛利率分别为 16.24%/25.85%/23.61%，销售净利率分别为 6.70%/11.62%/9.51%，公司毛利率/净利率仍存在很大提升空间。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。

**盈利预测与投资评级：**由于疫情对行业开工及设备交付存在不确定性，后续制造业景气度复苏仍有待观察，出于谨慎性考虑，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 59（原值 70）/70（原值 80）/80（原值 86）亿元，当前市值对应 PE 分别为 6.53/5.56/4.88 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。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	4.96
一年最低/最高价	4.74/7.65
市净率(倍)	1.03
流通 A 股市值(百万元)	38,794.38
总市值(百万元)	38,855.00

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.82
资产负债率(%，LF)	66.54
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 年年报点评：利润率提升释放业绩弹性，增速稳居行业前列》

2022-04-19

《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
<b>流动资产</b>	<b>85,165</b>	<b>96,728</b>	<b>113,726</b>	<b>132,610</b>	<b>营业总收入</b>	<b>84,328</b>	<b>82,910</b>	<b>85,170</b>	<b>87,944</b>
货币资金及交易性金融资产	23,241	29,038	39,477	51,149	营业成本(含金融类)	70,631	68,482	69,687	71,517
经营性应收款项	41,487	45,635	50,199	55,219	税金及附加	276	337	334	345
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	3,544	3,688	3,845	研发费用	2,675	2,902	2,981	3,078
<b>非流动资产</b>	<b>24,865</b>	<b>25,990</b>	<b>27,184</b>	<b>28,326</b>	财务费用	36	-17	256	264
长期股权投资	2,197	2,151	2,056	1,850	加:其他收益	461	453	499	549
固定资产及使用权资产	8,615	9,231	9,586	9,752	投资净收益	655	781	786	811
在建工程	982	503	292	167	公允价值变动	206	203	208	215
无形资产	3,120	3,426	3,768	4,193	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	<b>营业利润</b>	<b>6,182</b>	<b>6,972</b>	<b>7,785</b>	<b>8,813</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>110,029</b>	<b>122,718</b>	<b>140,910</b>	<b>160,937</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,288</b>	<b>6,972</b>	<b>7,785</b>	<b>8,813</b>
<b>流动负债</b>	<b>63,126</b>	<b>65,635</b>	<b>71,838</b>	<b>78,660</b>	减:所得税	640	986	754	801
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,742	3,613	3,613	3,613	<b>净利润</b>	<b>5,647</b>	<b>5,986</b>	<b>7,031</b>	<b>8,012</b>
经营性应付款项	42,852	47,137	51,851	57,036	减:少数股东损益	33	40	48	54
合同负债	2,347	2,581	2,840	3,124	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,615</b>	<b>5,946</b>	<b>6,983</b>	<b>7,958</b>
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	0.76	0.89	1.02
非流动负债	9,734	16,196	20,009	25,854	EBIT	5,451	6,214	7,270	8,255
长期借款	4,149	4,705	5,316	5,988	EBITDA	6,853	7,477	8,643	9,796
应付债券	4,736	7,722	11,006	14,619	毛利率(%)	16.24	17.40	18.18	18.68
租赁负债	4	8	13	18	归母净利率(%)	6.66	7.17	8.20	9.05
其他非流动负债	845	3,762	3,675	5,229	收入增长率(%)	14.01	-1.68	2.73	3.26
<b>负债合计</b>	<b>72,860</b>	<b>81,832</b>	<b>91,847</b>	<b>104,514</b>	归母净利润增长率(%)	50.57	5.91	17.44	13.96
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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>37,169</b>	<b>40,886</b>	<b>49,063</b>	<b>56,423</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>110,029</b>	<b>122,718</b>	<b>140,910</b>	<b>160,937</b>					

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	6,898	7,871	9,129	每股净资产(元)	4.65	5.12	6.14	7.06
投资活动现金流	-8,125	-1,415	-1,782	-1,880	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(%)	9.73	9.72	10.43	10.03
现金净增加额	1,440	5,781	10,421	11,652	ROE-摊薄(%)	15.41	14.83	14.52	14.38
折旧和摊销	1,401	1,262	1,373	1,541	资产负债率(%)	66.22	66.68	65.18	64.94
资本开支	-3,075	-1,819	-1,971	-2,133	P/E (现价&最新股本摊薄)	6.92	6.53	5.56	4.88
营运资本变动	1,088	-1,312	-1,443	-1,587	P/B (现价)	1.07	0.97	0.81	0.70

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>