

## 经营效率持续提升，一季度环比明显改善

2022 年 05 月 04 日

► **事件：**4 月 30 日，公司披露 2022 年一季度报告，2022 年一季度公司实现营业收入 200.34 亿元，同比下滑 19.79%，环比增长 37.86%，归母净利润 14.05 亿元，同比下降 18.61%，环比增长 39.8%。

► **营收和净利润环比明显改善，产品线分布广泛，润平行业周期。**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。虽然受 2021 年同期高基数影响，公司 2022 年一季度营收和归母净利润同比下滑，但环比 2021 年四季度已经有明显改善，营收和净利润均环比增长近 40%，表明在政策作用下，基建已经逐渐回暖。此外，近年来，公司拳头产品市占率稳中有升，高空作业平台、叉车、沥青站、底盘养护类产品等新型板块也快速放量。作为工程机械龙头企业，公司产品线种类广泛，对抵御行业周期起到了润平效应。

► **经营效率持续提升，净利润率重回 7% 以上。**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，业绩弹性逐渐释放。继 2021 年公司销售净利润率同比提升 1.64pct 至 6.7% 后，2022 年 Q1 公司净利润率达到 7.07%，环比 2021 年 Q4 提升 0.25pct，同比提升 0.08pct。2022 年 Q1 销售费用率 4.06%，同比下降 0.73pct，管理费用率 1.27%，同比下降 0.26pct，研发费用率 3.88%，同比提升 0.2pct。

► **全面加强基础设施建设，持续关注稳增长背景下行业景气度回升。**4 月 26 日，中央财经委员会召开第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。会议强调了基建的重要意义，聚焦五大领域基础设施，提出要适应基建融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入。4 月 29 日政治局会议，再次强调全面扩大国内需求，全面加强基础设施建设。此次会议后，意味着基建投资的政策定位更加积极，融资更加顺畅。

► **2022 年专项债额度下达早、发行节奏紧、拨付使用快，静待疫情后工程机械行业迎来改善。**2022 年新增专项债额度为 3.6 万亿元，其中，去年 12 月财政部提前下达今年新增专项债额度 1.46 万亿元，剩余额度又于 3 月下达各地，时间上比往年大幅提前。据财政部数据，截至 2022 年 4 月 25 日各省份累计发行专项债券约 1.3 万亿元，较 2021 年同期增加了约 1.17 万亿元，占提前下达额度的 89%。相比往年，今年专项债额度下达早、发行节奏紧、拨付使用快。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改善。

► **投资建议：**预计公司 22-24 年实现营收 924.79/1022.2/1147.86 亿元，实现归母净利润 65.83/78.51/96.63 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  | 6,583  | 7,851   | 9,663   |
| 增长率 (%)          | 50.6   | 17.2   | 19.3    | 23.1    |
| 每股收益 (元)         | 0.72   | 0.84   | 1.00    | 1.23    |
| PE               | 7      | 6      | 5       | 4       |
| PB               | 1.1    | 0.9    | 0.8     | 0.6     |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

4.96 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 年年报点评：多板块布局取得突破，盈利能力持续改善
- 2.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
- 3.【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
- 4.【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
- 5.【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

## 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      | 5,451  | 6,486  | 7,812   | 9,655   |
| 财务费用      | 36     | 308    | 299     | 266     |
| 资产减值损失    | -366   | -111   | -107    | -108    |
| 投资收益      | 655    | 865    | 928     | 1,028   |
| 营业利润      | 6,182  | 7,456  | 8,883   | 10,918  |
| 营业外收支     | 106    | 0      | 0       | 0       |
| 利润总额      | 6,288  | 7,456  | 8,883   | 10,918  |
| 所得税       | 640    | 836    | 990     | 1,202   |
| 净利润       | 5,647  | 6,619  | 7,894   | 9,717   |
| 归属于母公司净利润 | 5,615  | 6,583  | 7,851   | 9,663   |
| EBITDA    | 6,853  | 7,898  | 9,313   | 11,275  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金        | 23,077  | 24,776  | 31,417  | 38,668  |
| 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  | 93,333  | 106,362 | 122,319 |
| 长期股权投资      | 2,197   | 1,997   | 1,797   | 1,797   |
| 固定资产        | 8,609   | 8,674   | 8,700   | 8,753   |
| 无形资产        | 3,120   | 3,497   | 3,911   | 4,348   |
| 非流动资产合计     | 24,865  | 25,160  | 25,467  | 26,012  |
| 资产合计        | 110,029 | 118,492 | 131,829 | 148,332 |
| 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     | 762     | 805     | 859     |
| 股东权益合计      | 37,169  | 43,789  | 51,682  | 61,399  |
| 负债和股东权益合计   | 110,029 | 118,492 | 131,829 | 148,332 |

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   | 21.79  | 18.99  | 20.43  | 23.60  |
| 净利润增长率     | 50.57  | 17.25  | 19.26  | 23.08  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 16.24  | 16.62  | 17.18  | 17.98  |
| 净利润率       | 6.70   | 7.16   | 7.72   | 8.46   |
| 总资产收益率 ROA | 5.10   | 5.56   | 5.96   | 6.51   |
| 净资产收益率 ROE | 15.41  | 15.30  | 15.43  | 15.96  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.35   | 1.44   | 1.51   | 1.58   |
| 速动比率       | 1.03   | 1.12   | 1.19   | 1.26   |
| 现金比率       | 0.37   | 0.38   | 0.45   | 0.50   |
| 资产负债率 (%)  | 66.22  | 63.05  | 60.80  | 58.61  |
| 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   | 0.78   | 0.77   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.72   | 0.84   | 1.00   | 1.23   |
| 每股净资产      | 4.65   | 5.49   | 6.49   | 7.73   |
| 每股经营现金流    | 1.03   | 0.41   | 1.05   | 1.16   |
| 每股股利       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 7      | 6      | 5      | 4      |
| PB         | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.6    |
| EV/EBITDA  | 4.58   | 3.76   | 2.48   | 1.40   |
| 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  | 6,619  | 7,894  | 9,717  |
| 折旧和摊销       | 1,401  | 1,412  | 1,501  | 1,620  |
| 营运资金变动      | 772    | -4,625 | -946   | -1,920 |
| 经营活动现金流     | 8,073  | 3,200  | 8,196  | 9,074  |
| 资本开支        | -3,075 | -2,042 | -2,161 | -2,327 |
| 投资          | -1,296 | 100    | 100    | -100   |
| 投资活动现金流     | -8,125 | -1,077 | -1,132 | -1,399 |
| 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  | 1,699  | 6,640  | 7,252  |

## 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