

## 徐工机械 (000425)

### 2022 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 整体上市有望提升盈利能力

买入 (维持)

2022 年 10 月 27 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书: S0600522090004

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	73,217	74,943	77,945
同比	14%	-13%	2%	4%
归属母公司净利润 (百万元)	5,615	4,487	5,003	5,860
同比	51%	-20%	12%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.72	0.57	0.64	0.75
P/E (现价&最新股本摊薄)	6.45	8.07	7.23	6.18

#兼并重组 #业绩符合预期

**事件:** 公司披露 2022 年三季报。2022 年前三季度公司实现营业收入 750.54 亿元, 同比下降 19.86%, 归母净利润 46.76 亿元, 同比下降 31.33%, 扣非归母净利润 47.20 亿元, 同比下降 24.02%。

#### 投资要点

#### ■ Q3 业绩符合预期, 相较行业具备阿尔法

受高基数影响、地产下滑影响, 2022 年前三季度工程机械行业增速下滑, 挖机销量同比下降 28%, 公司出口表现亮眼, 业绩整体优于行业, 前三季度实现营业收入 750.5 亿元, 同比下降 20%。Q3 以来高基数效应消退, 下游开工率回升, 行业需求边际改善, 公司业绩修复, 单三季度公司实现营业收入 212.0 亿元, 同比下降 5.0%, 降幅收窄。展望未来, 随稳增长政策推进、高基数效应消退, 工程机械下游需求回升, CME 预测 10 月挖机销量同比增长 13%, 公司业绩有望持续修复。

#### ■ 整体上市注入优质资产, 毛利率水平整体提升

按吸收合并徐工有限后的财报口径, 2022 年前三季度公司销售毛利率 20.2%, 同比下降 1.3pct, 销售净利率 6.3%, 同比下降 1.0pct。2021 年前三季度吸收徐工有限前, 公司销售毛利率仅 15.8%, 优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平。费用端, 按吸收合并徐工有限后的财报口径, 2022 年前三季度公司期间费用率 11.6%, 同比下降 1.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9%/2.1%/3.8%/-1.2%, 同比变动-1.1/0.4/0.7/-1.6pct。期间费用率下行主要系人民币贬值带来的汇兑收益。公司整体盈利能力相对同行还有较大提升空间, 随整体上市改制增效, 钢材等原材料价格自 2022 年二季度以来持续回落, 利润率有望修复上行。

#### ■ “新徐工” 扬帆起航, 龙头竞争实力持续增强

2022 年 8 月 1 日, 徐工机械重大资产重组完成资产交割, 8 月 29 日新增股份实现上市, 吸收合并徐工有限, 整体上市落地。随徐工有限旗下挖机、混凝土机、矿机、塔机等优质资产整体注入上市公司, 徐工机械综合竞争力持续增强, 整体盈利水平上行, 利润率提升逻辑有望持续兑现。

**盈利预测与投资评级:** 我们维持 2022-2024 年归母净利润预测 44.9/50.3/58.6 亿元(暂不考虑资产注入), 当前市值对应 PE 分别为 8/7/6 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 行业周期波动加剧, 原材料价格波动, 疫情影响供应链

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	4.62
一年最低/最高价	4.33/6.33
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	22,345.79
总市值(百万元)	54,590.69

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.42
资产负债率(% LF)	69.06
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	4,836.75

#### 相关研究

《徐工机械(000425): 2022 年中报点评: 业绩表现优于行业, 下半年增速有望回暖》

2022-09-03

《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》

2022-05-01

徐工机械三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>85,165</b>	<b>94,308</b>	<b>111,974</b>	<b>129,839</b>	<b>营业总收入</b>	<b>84,328</b>	<b>73,217</b>	<b>74,943</b>	<b>77,945</b>
货币资金及交易性金融资产	23,241	27,914	36,256	45,679	营业成本(含金融类)	70,631	61,457	61,968	63,833
经营性应收款项	41,487	45,385	49,949	54,969	税金及附加	276	298	294	306
存货	16,828	18,216	20,108	22,145	销售费用	3,931	3,295	3,372	3,508
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,221	1,098	1,087	1,091
其他流动资产	3,609	2,793	5,661	7,046	研发费用	2,675	2,563	2,623	2,728
<b>非流动资产</b>	<b>24,865</b>	<b>25,493</b>	<b>26,106</b>	<b>26,714</b>	财务费用	36	-366	225	234
长期股权投资	2,197	2,197	2,197	2,197	加:其他收益	461	400	440	484
固定资产及使用权资产	8,615	8,906	8,912	8,734	投资净收益	655	366	375	390
在建工程	982	591	396	298	公允价值变动	206	179	183	191
无形资产	3,120	3,120	3,120	3,120	减值损失	-611	-531	-543	-565
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>5,192</b>	<b>5,724</b>	<b>6,630</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>119,801</b>	<b>138,080</b>	<b>156,552</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,288</b>	<b>5,192</b>	<b>5,724</b>	<b>6,630</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	675	687	729
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>4,517</b>	<b>5,037</b>	<b>5,900</b>
经营性应付款项	42,852	47,137	51,851	57,036	减:少数股东损益	33	30	34	40
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>4,487</b>	<b>5,003</b>	<b>5,860</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	0.57	0.64	0.75
非流动负债	9,734	13,280	17,180	21,469	EBIT	5,451	4,506	5,599	6,479
长期借款	4,149	4,705	5,316	5,988	EBITDA	6,853	5,807	6,988	7,955
应付债券	4,736	7,722	11,006	14,619	毛利率(%)	16.24	16.06	17.31	18.10
租赁负债	4	8	13	18	归母净利率(%)	6.66	6.13	6.68	7.52
其他非流动负债	845	845	845	845	收入增长率(%)	14.01	-13.18	2.36	4.00
<b>负债合计</b>	<b>72,860</b>	<b>78,915</b>	<b>89,017</b>	<b>100,130</b>	归母净利润增长率(%)	50.57	-20.09	11.51	17.13
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>119,801</b>	<b>138,080</b>	<b>156,552</b>					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,073	5,736	5,639	6,715	每股净资产(元)	4.65	5.12	6.14	7.06
投资活动现金流	-8,125	-1,378	-1,647	-1,715	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	7.15	7.82	7.71
现金净增加额	1,440	4,657	8,325	9,403	ROE-摊薄(%)	15.41	11.19	10.40	10.59
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)	6.45	8.07	7.23	6.18
营运资本变动	1,088	-1,312	-1,987	-2,090	P/B(现价)	0.99	0.90	0.75	0.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 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>

