

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|----------------|
| 最新收盘价(元) | 6.74 |
| 总股本/流通股本(亿股) | 118.16 / 48.37 |
| 总市值/流通市值(亿元) | 796 / 326 |
| 52 周内最高/最低价 | 6.74 / 4.37 |
| 资产负债率(%) | 68.4% |
| 市盈率 | 9.56 |
| 第一大股东 | 徐州工程机械集团有限公司 |
| 持股比例(%) | 20.1% |

研究所

分析师: 刘卓
SAC 登记编号: S1340522110001
Email: liuzhuo@cnpsec.com
研究助理: 陈基赞
SAC 登记编号: S1340123010003
Email: chenjiyun@cnpsec.com

徐工机械(000425)

推出股权激励计划，“新徐工”焕发活力

● 事件描述

公司公布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票数量为 118,161,660 股，约占当前股本总额的 1%，其中首次授予 109,890,360 股，约占当前股本总额的 0.93%，首次授予价格为 3.09 元/股。公司拟首次授予的激励对象人数共计不超过 2,000 人，包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员。该计划主要业绩考核目标为：2023/2024/2025 年度净资产收益率分别不低于 9%/9.5%/10%；2023/2024/2025 年度净利润分别不低于 53/58（或两年累计达 111 亿元）/65 亿元（或三年累计达 176 亿元）；分红比例不低于 30%。

● 事件点评

徐工机械是国内工程机械行业领先企业。公司主要从事起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、高空作业机械和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务工作。公司产品中，起重机械、移动式起重机、水平定向钻位居全球第一；随车起重机位居全球第三；摊铺机、旋挖钻机、履带起重机等 12 类主机产品稳居国内行业第一。

地产有望边际改善，基建仍将是稳增长重要抓手。地产方面，融资政策三支箭（债券、信贷、股权）推进迅速，彰显政府对于稳地产、稳经济的信心，2023 年 1 月份一线城市商品住宅销售价格环比转涨二三线城市环比降势趋缓，地产需求有望边际改善。基建方面，地方政府抗疫支出大幅缩减，基建实物工作量有望加速落地，1 月建筑业商务活动、新签订单和业务活动预期指数均环比均明显回升，预计基建仍将是稳增长重要抓手。

1 月信贷数据亮眼，前瞻性指标印证工程机械需求回暖。2023 年 1 月人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元；其中，企（事）业单位贷款增加 4.68 万亿元，同比多增 1.32 万亿元；其中，短期贷款增加 1.51 万亿元，同比多增 5000 亿元；中长期贷款增加 3.5 万亿元，同比多增 1.4 万亿。1 月信贷数据亮眼，反映制造业实体融资需求改善，作为前瞻性指标，印证工程机械需求回暖的预期。

看好工程机械出海大趋势，有望带来业绩新增长点。海外能源危机导致海外矿业需求高涨，推动中国工程机械出海，大型挖机/矿机需求尤为旺盛，均为公司核心产品。公司 2021 年营收仅为海外工程机械龙头卡特彼勒营收的 1/4 左右，海外渗透率提升空间广阔，有望带来业绩新增长点。并且从历史数据看，公司海外业务毛利率较国内业务毛利率高出 1.5%-2.5%，盈利能力更强。

资产重组改善“新徐工”产品结构，股权激励彰显管理层信心。2022 年 7 月公司资产重组获核准批复，挖掘机、混凝土机械、矿机和

塔机等工程机械资产注入上市公司，产品结构、盈利能力改善明显。此次股权激励，公司明确给出 23/24/25 三年业绩指引，且激励股票均来自于回购，彰显管理层信心。此次股权激励作为公司混改重要举措，有望推动智改数转、数字化、人才培养等机制改革，进一步推动徐工降本增效，提升净利率水平。

● 盈利预测与投资建议

徐工机械作为国内工程机械领先企业，将充分受益于国内地产企稳复苏/基建发力。同时，海外基建维持高景气度，公司出口业务有望成为新增长点，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 55.12/62.19/73.06 亿元，对应 PE 分别为 14.45/12.81/10.90，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

工程机械出海订单不及预期；国内地产、基建复苏不及预期、盈利预测与估值不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入（百万元） | 84328 | 85599 | 96482 | 110530 |
| 增长率(%) | 14.01 | 1.51 | 12.71 | 14.56 |
| EBITDA（百万元） | 6853 | 9403 | 10285 | 11920 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 5615 | 5512 | 6219 | 7306 |
| 增长率(%) | 50.57 | -1.83 | 12.83 | 17.46 |
| EPS（元/股） | 0.48 | 0.47 | 0.53 | 0.62 |
| 市盈率（P/E） | 14.18 | 14.45 | 12.81 | 10.90 |
| 市净率（P/B） | 3.08 | 5.19 | 5.47 | 5.79 |
| EV/EBITDA | 5.76 | 8.90 | 7.74 | 6.49 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 主要财务比率 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 84328 | 85599 | 96482 | 110530 | 营业收入 | 14.0% | 1.5% | 12.7% | 14.6% |
| 营业成本 | 70631 | 69336 | 77763 | 88984 | 营业利润 | 44.6% | 0.7% | 12.3% | 17.6% |
| 税金及附加 | 276 | 300 | 338 | 387 | 归属于母公司净利润 | 50.6% | -1.8% | 12.8% | 17.5% |
| 销售费用 | 3931 | 5393 | 5789 | 6632 | 获利能力 | | | | |
| 管理费用 | 1221 | 1712 | 1881 | 2100 | 毛利率 | 16.2% | 19.0% | 19.4% | 19.5% |
| 研发费用 | 2675 | 3253 | 3647 | 4156 | 净利率 | 6.7% | 6.4% | 6.4% | 6.6% |
| 财务费用 | 36 | -835 | 401 | 273 | ROE | 15.4% | 9.0% | 9.6% | 10.7% |
| 资产减值损失 | -366 | -161 | -207 | -308 | ROIC | 9.3% | 6.7% | 7.4% | 8.4% |
| 营业利润 | 6182 | 6223 | 6985 | 8214 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外收入 | 169 | 60 | 97 | 97 | 资产负债率 | 66.2% | 64.0% | 63.8% | 65.9% |
| 营业外支出 | 64 | 55 | 56 | 57 | 流动比率 | 1.35 | 1.40 | 1.41 | 1.38 |
| 利润总额 | 6288 | 6228 | 7026 | 8254 | 营运能力 | | | | |
| 所得税 | 640 | 685 | 773 | 908 | 应收账款周转率 | 2.96 | 2.14 | 1.98 | 2.02 |
| 净利润 | 5647 | 5543 | 6253 | 7346 | 存货周转率 | 5.64 | 3.72 | 3.28 | 3.41 |
| 归母净利润 | 5615 | 5512 | 6219 | 7306 | 总资产周转率 | 0.84 | 0.61 | 0.55 | 0.58 |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.47 | 0.53 | 0.62 | 每股指标(元) | | | | |
| 资产负债表 | | | | | 每股收益 | 0.48 | 0.47 | 0.53 | 0.62 |
| 货币资金 | 23077 | 25602 | 29554 | 31519 | 每股净资产 | 3.08 | 5.19 | 5.47 | 5.79 |
| 交易性金融资产 | 164 | 5164 | 5364 | 5564 | 估值比率 | | | | |
| 应收票据及应收账款 | 38527 | 56535 | 58280 | 70750 | PE | 14.18 | 14.45 | 12.81 | 10.90 |
| 预付款项 | 1443 | 2773 | 3111 | 3559 | PB | 2.19 | 1.30 | 1.23 | 1.16 |
| 存货 | 16828 | 29246 | 29590 | 35165 | 现金流量表 | | | | |
| 流动资产合计 | 85165 | 127956 | 134754 | 156227 | 净利润 | 5647 | 5543 | 6253 | 7346 |
| 固定资产 | 8609 | 19362 | 21148 | 21904 | 折旧和摊销 | 1401 | 2541 | 2431 | 2667 |
| 在建工程 | 982 | 4008 | 3020 | 2359 | 营运资本变动 | 772 | -13114 | 1907 | -1602 |
| 无形资产 | 3120 | 5320 | 5620 | 5890 | 其他 | 252 | 1327 | 1096 | 1236 |
| 非流动资产合计 | 24865 | 44325 | 45853 | 46611 | 经营活动现金流净额 | 8073 | -3704 | 11687 | 9647 |
| 资产总计 | 110029 | 172281 | 180606 | 202838 | 资本开支 | -3075 | -18615 | -3601 | -3113 |
| 短期借款 | 3129 | 8129 | 7129 | 6129 | 其他 | -5050 | -7737 | 187 | 332 |
| 应付票据及应付账款 | 42852 | 60382 | 63607 | 79756 | 投资活动现金流净额 | -8125 | -26352 | -3415 | -2781 |
| 其他流动负债 | 17145 | 22886 | 24884 | 27362 | 股权融资 | 212 | 22103 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 63126 | 91397 | 95620 | 113247 | 债务融资 | 4477 | 9053 | 803 | 803 |
| 其他 | 9734 | 18787 | 19590 | 20393 | 其他 | -3182 | 1425 | -5123 | -5705 |
| 非流动负债合计 | 9734 | 18787 | 19590 | 20393 | 筹资活动现金流净额 | 1507 | 32581 | -4320 | -4902 |
| 负债合计 | 72860 | 110184 | 115210 | 133640 | 现金及现金等价物净增加额 | 1440 | 2525 | 3952 | 1964 |
| 股本 | 7834 | 11816 | 11816 | 11816 | | | | | |
| 资本公积金 | 5101 | 23221 | 23221 | 23221 | | | | | |
| 未分配利润 | 21654 | 23622 | 25954 | 28619 | | | | | |
| 少数股东权益 | 726 | 756 | 790 | 831 | | | | | |
| 其他 | 1855 | 2682 | 3615 | 4710 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 37169 | 62097 | 65396 | 69198 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 110029 | 172281 | 180606 | 202838 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| <p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p> | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048