

2024年02月07日  
徐工机械(000425.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

工程机械III

## 质量回报双提升，徐工国改再添新内核

**事件：**公司公告，为践行“以投资者为本”的上市公司发展理念，维护徐工机械全体股东利益，将推动实施“质量回报双提升”行动方案。

**核心观点：**该行动方案提出5项重要举措，包括①坚守主业，变革赋能；②坚持创新引领；③夯实治理基础；④完善信披体系；⑤重视股东回报。我们认为，这是自徐工集团混改、工程机械板块整体上市、完成首次股权激励等一系列国企改革举措后，为改革持续深化而注入的后劲之举。在公司持续贯彻高质量发展理念的同时，将“提高股东回报”的战略地位进一步拉高，市场化发展有望更进一步。在当前行业周期筑底阶段，公司业务结构完善均衡，新兴产业和国际市场拓展增添成长动力，国企改革加强成本控制以期提高盈利能力，随着资本市场的地位和形象的持续提升，低估值的徐工机械具备较好的投资价值。

**高质量发展的重心不仅在规模，也在于控风险和高盈利：**公司已经构建了工程机械、矿山机械、农业机械、环卫机械、应急救援装备和现代服务业的“5+1”现代化产业体系，抓好“国际化、后市场、新能源”三大增量，16个主机品种市占率居全国第一，2023年上半年海外销售保持高增，全球竞争力增强。除了通过把握市场趋势、坚持创新以维持市场领先地位，保持可持续增长外，在行业周期下行阶段：**①公司充分重视风险控制：**整体逾期坏账风险处于可控状态，通过全面落实人单合一、合同穿透性管理、强化资产抵押等贷后管理措施加强风险控制，提升销售质量；**②盈利能力稳步提升：**2023年前三季度，公司毛、净利率22.9%、6.71%，相比2022年分别提高2.69pct、2.13pct，国改激发体制机制活力，未来降本提效成果有望进一步兑现。

**重视股东回报，提升资本市场形象：**公司拥有毋庸置疑的行业地位，也应拥有与之相匹配的资本市场地位。**治理层面，**持续完善“三会一层”管理监督体系，董事会吸纳投资者股东，监事会中也设立股东监视，比例均超过一半。**信披层面，**常态化业绩说明会，加强投资者互动频次，增加投资者直面高管的机会，也是赢得广大投资者信任的有效手段。**股东回报层面，**2022年以来公司2次现金分红合计44.89亿元，分红率45%；2023年以来实施一次回购（8.52亿元），一次大股东增持（5.4亿元）彰显发展信心。未来，根据公司《2023年限制性股票激励计划》，2023-2025年公司分红比例不低于30%，同时公司也将实施开展回购、资产整合等举措，继续加强回报广大股东。

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

7.24元

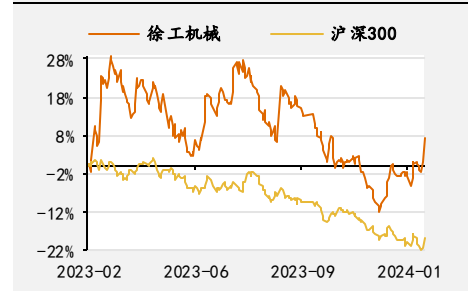
股价(2024-02-06)

6.03元

交易数据

总市值(百万元)	71,251.48
流通市值(百万元)	48,964.14
总股本(百万股)	11,816.17
流通股本(百万股)	8,120.09
12个月价格区间	4.96/7.42元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.8	14.4	23.5
绝对收益	9.2	5.6	4.5

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

高杨洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523030001

gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

利润弹性如期释放，资产质量改善	2023-11-02
单Q2业绩增速回正，国改成效逐步显现	2023-09-01
“新徐工”盈利边际向好，有望驱动估值进一步修复	2023-05-04
控股股东增持，彰显长期发展信心	2023-03-30

股权激励落地，市场化更进 2023-02-21  
一步

### 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 942.4、1027.9、1145.7 亿元，增速分别为 0.4%、9.1%、11.5%，净利润分别为 57.3、74.6、94.7 亿元，增速分别为 33.1%、30.1%、27.0%。徐工机械作为国企改革典型标的，利润弹性有望稳健释放，估值水平相对较低，维持 买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 7.24 元，相当于 2024 年 11.5X 的动态市盈率。

**风险提示：**全球宏观经济波动风险，贸易摩擦加剧风险，海外拓展不及预期，市场竞争加剧风险。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	843.3	938.2	942.4	1,027.9	1,145.7
净利润	56.1	43.1	57.3	74.6	94.7
每股收益(元)	0.48	0.36	0.49	0.63	0.80
每股净资产(元)	3.08	4.51	4.79	5.11	5.40

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	12.7	16.5	12.4	9.6	7.5
市净率(倍)	2.0	1.3	1.3	1.2	1.1
净利润率	6.7%	4.6%	6.1%	7.3%	8.3%
净资产收益率	15.4%	8.1%	10.1%	12.3%	14.9%
股息收益率	0.0%	6.3%	3.4%	5.1%	8.6%
ROIC	24.0%	22.8%	11.2%	15.0%	17.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测



## 目 公司评级体系

### 收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034