

2024年08月29日
徐工机械(000425.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

工程机械III

投资评级

买入-A
维持评级

12个月目标价

7.8元

股价(2024-08-28)

6.68元

交易数据

总市值(百万元)	78,931.99
流通市值(百万元)	54,242.20
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	4.96/8.02元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.9	-3.7	20.2
绝对收益	2.3	-12.7	7.7

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

国改样板打造高质量发展之路, 成长确定性突出	2024-07-05
新产业和国际化注入增长动力, 坚持高质量发展	2024-05-10
质量回报双提升, 徐工国改再添新内核	2024-02-07
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	2023-09-01

利润稳健增长, 高质量发展步履坚定

■ **事件:** 徐工机械发布 2024 年半年报, 上半年, 公司实现营业收入 496.32 亿元, 同比-3.21%, 实现归母净利润 37.06 亿元, 同比+3.24%; 单 Q2, 公司实现营业收入 254.58 亿元, 同比-7.04%, 实现归母净利润 21.05 亿元, 同比+1.89%。

■ **板块表现有所分化, 国际化支撑收入保持稳健。** 根据工程机械工业协会, 2024 年上半年, 挖机总销量 10.32 万台, 同比-5.15%, 其中内销 5.34 万台, 同比+4.66%, 出口 4.98 万台, 同比-13.81%。行业整体筑底背景下, 公司营业收入个位数下滑, 主要系部分业务受内需波动影响, 整体市场地位仍然保持稳固。2024 年上半年:

■ **分产品来看:**

① **起重机械:** 收入 100.96 亿元, 同比-15.23%, 其中百吨级及以上全地面起重机同比增长近 30%, 全地面和越野轮胎起重机海外收入接近翻倍;

② **土方机械:** 收入 139.08 亿元, 同比+6.98%, 其中挖机海外收入同比增长 16%, 海外市占率提升, 欧美澳高端市场收入占比较 2023 年提升 6pct。

③ **混凝土机械:** 收入 51.56 亿元, 同比-3.45%, 其中海外市场中, 泵车、搅拌站收入翻倍, 搅拌车增长接近 2 倍。

④ **高空作业机械:** 收入 45.27 亿元, 同比-11.5%, 其中高空作业平台海外市占率提升, 进位至全球第三。

⑤ **矿业机械:** 收入 35.4 亿元, 同比-16.43%, 其中大马力矿用平地机收入占比较 2023 年提升 6pct, 100t 以上矿车收入占比较 2023 年提高 12.8pct。

■ **分区域来看:**

① **国内业务:** 收入 277.31 亿元, 同比-8.72%, 受内需低迷影响有所下滑;

② **海外业务:** 收入 219.01 亿元, 同比+4.8%, 海外业务收入占比 44.13%, 同比提升 3.38pct, 区域性结构持续优化, 巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局趋于完善。

■ **“结构优化+国改深入”驱动利润能力提升。** 2024 年上半年, 公司毛/净利率为 22.89%、7.52%, 同比+0.03pct、+0.67pct; 期间费用率合计 15.07%, 同比+2.83pct; 销售/管理/财务/研发费用率为 6.31%、2.5%、2.68%、3.58%, 同比-0.41pct、+0.4pct、+3.3pct、-0.46pct。

效逐步显现

①**毛利率端**：2024 年上半年，公司新能源与大吨位、大马力等高端产品收入同比增长 10%以上，总收入占比超 32%，同比+4pct，产品结构优化以及钢材成本下行共同驱动毛利率稳中有升；

②**净利率端**：公司深化“智改数转网联”经营改革，净利率向好提升。其中，财务费用增长相对显著，主要系汇兑损益由去年同期 9.48 亿元收益转为 7.4 亿元损失，除美元资产外，占比较高的巴西雷亚尔贬值导致损失；信用减值损失改善显著，由去年同期 11.88 亿元压降至 1 亿元，主要系应收账款账龄优化带动。

■**资产质量优化，重视股东回报**。2024 年上半年，公司在毛利率稳步提升的同时，严控风险，①**表内方面**，公司应收账款、存货较 2023 年末分别+59.96、-48.38 亿元，我们判断应收账款提升可能系客户回款集中在下半年；②**表外方面**，公司按揭、融资租赁担保余额较 2023 年末分别-2.55、-46.37 亿元。整体上，公司资产质量向好发展，内涵式高质量发展更加可观可感。股东回报方面，公司去年末分红金额达 21.27 亿元；2024 年上半年拟开展不低于 3 亿元的股份回购与注销，截至 7 月底已成交 0.99 亿元，着力打造公司与投资者“命运共同体”。

■**投资建议**：我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 966、1042.9、1158 亿元，增速分别为 4%、8%、11%，净利润分别为 64.9、77、96.7 亿元，增速分别为 21.8%、18.7%、25.6%，对应 PE 分别为 12.2、10.2、8.2 倍。考虑到公司工程机械行业市场龙头地位，凭借国改盈利能力有望持续改善，维持买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 7.8 元，相当于 2025 年 12X 的动态市盈率。

■**风险提示**：国内市场需求不及预期，海外业务拓展不及预期，新兴业务拓展不及预期，国际贸易摩擦加剧。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	938.2	928.5	966.0	1,042.9	1,158.0
净利润	43.1	53.3	64.9	77.0	96.7
每股收益(元)	0.36	0.45	0.55	0.65	0.82
每股净资产(元)	4.51	4.75	5.06	5.30	5.70

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	18.3	14.8	12.2	10.2	8.2
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
净利率	4.6%	5.7%	6.7%	7.4%	8.3%
净资产收益率	8.1%	9.5%	10.8%	12.3%	14.4%
股息收益率	5.7%	2.7%	3.9%	6.3%	6.2%
ROIC	22.8%	12.0%	10.2%	13.5%	15.7%

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： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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