

徐工机械 (000425)

2024 年半年报点评: Q2 业绩符合预期, 看好 Q3 业绩加速增长

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 日

证券分析师 周尔双

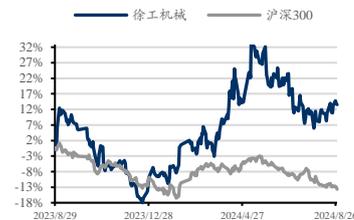
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	93817	92848	103007	117146	134112
同比 (%)	(19.67)	(1.03)	10.94	13.73	14.48
归母净利润 (百万元)	4312	5326	6672	8821	11711
同比 (%)	(47.46)	23.51	25.27	32.20	32.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.36	0.45	0.56	0.75	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	18.93	15.33	12.24	9.26	6.97

股价走势



投资要点

■ 利润增速符合预期, Q3 业绩有望加速增长

2024H1 公司实现营收 496.3 亿元, 同比-3.2%; 归母净利润 37.1 亿元, 同比+3.2%; 扣非归母净利润 32.9 亿元, 同比-2.4%。单 Q2 公司实现营收 254.6 亿元, 同比-7.0%; 单 Q2 归母净利润 21.1 亿元, 同比+1.9%; 扣非归母净利润 18.3 亿元, 同比-11.7%, 业绩符合此前市场预期。上年 Q2 净利润为汇兑收益导致的高基数, 在此背景下公司 Q2 业绩仍实现正增长, 盈利能力明显改善。

(1) 分产品来看, 2024H1 土方机械、起重机械、混凝土机械分别实现收入 139/101/52 亿元, 同比分别+7.0%/-15.2%/-3.5%, 土方机械正增长主要受益于挖掘机国内筑底回升+海外份额提升, 起重机械及混凝土机械下滑主要系国内市场需求较弱。新兴板块高空作业机械、矿山机械上半年营收分别为 45/35 亿元, 同比分别-11.5%/-16.4%, 下滑主要系去年同期基数较高&国内需求较弱。(2) 分国内外来看, 2024H1 公司国内收入 277.3 亿元, 同比-8.7%, 我们判断主要系国内起重机械、混凝土机械行业仍处于下行阶段有所拖累; 海外收入 219.0 亿元, 同比+4.8%, 其中挖掘机出口收入同比+16%, 大幅好于行业出口增速。展望 Q3, 挖机行业国内外共振叠加去年同期低基数, 公司业绩有望继续改善。

■ 混改卓有成效, 利润率提升、报表改善

2024H1 公司销售毛利率为 22.9%, 同比持平, 其中国内毛利率 21.7%, 同比-0.9pct, 海外毛利率 24.4%, 同比+1.2pct。2024H1 销售净利率为 7.5%, 同比+0.7pct。(1) 费用端, 2024H1 公司期间费用率为 15.1%, 同比+2.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/2.5%/3.6%/2.7%, 同比分别-0.4/+0.4/-0.5/+3.3pct, 其中财务费用率提高主要系公司汇兑损失同比增加 16.9 亿元。(2) 减值: 2024H1 公司信用减值损失 1.0 亿元, 同比压降 10.9 亿元 (其中应收账款坏账损失压降 10.2 亿元), 提振净利率 2.1pct。此外, 2024H1 公司表外按揭与融资租赁担保余额比去年同期压降 129 亿元, 风险管控能力持续增强。上半年公司在汇兑不利、海运费上涨背景下, 盈利能力仍有小幅提升, 充分体现公司混改后有效管控风险、报表改善、逐步释放利润的长期趋势。

■ 国际化、电动化战略稳步推进, 长期前景可观。

①国际化: 上半年公司加强国际事业部、大区能力中心和主机厂之间的高效协同, 实现海外产品终端销量综合占有率同比提升 0.6pct, 其中挖机、装载机、压路机、高空作业平台等主要产品海外占有率均实现增长。巴西、德国、墨西哥、印度、乌兹别克斯坦等海外产能布局逐步完善, 海外成长空间广阔。②电动化: 2024H1 公司新能源产品收入同比增长 26.8%, 电动装载机收入同比增长近 2 倍, 行业销量稳居第一; 电动叉车收入同比增长 80.6%。电动化为工程机械行业未来大势所趋, 公司已布局平台型技术研发中心, 围绕新能源形成了自主可控、合资引入、母公司产业链补强的立体零部件产业布局, 长期前景可观。

■ 盈利预测与投资评级: 我们维持预测公司 2024-2026 年净利润为 67/88/117 亿元, 当前市值对应 PE12x/9x/7x, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 国内行业需求回暖不及预期、电动化渗透率不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

市场数据

收盘价(元)	6.68
一年最低/最高价	4.91/8.14
市净率(倍)	1.36
流通 A 股市值(百万元)	54,242.20
总市值(百万元)	78,931.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.89
资产负债率(%LF)	64.01
总股本(百万股)	11,816.17
流通 A 股(百万股)	8,120.09

相关研究

《徐工机械(000425): 全品类布局工程机械电动化, 为长期成长注入新活力》

2024-07-30

《徐工机械(000425): 2023 年年报及 2024 年一季报点评: 混改推进释放业绩弹性, 分红回购彰显信心》

2024-04-30

徐工机械三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	111,060	146,184	149,686	197,321	营业总收入	92,848	103,007	117,146	134,112
货币资金及交易性金融资产	23,410	46,402	54,154	70,856	营业成本(含金融类)	72,064	78,595	88,478	100,219
经营性应收款项	46,742	59,608	56,527	77,266	税金及附加	442	402	462	557
存货	32,378	32,349	29,996	40,804	销售费用	6,702	7,417	8,200	9,120
合同资产	58	64	66	66	管理费用	2,706	2,884	3,163	3,353
其他流动资产	8,471	7,762	8,943	8,327	研发费用	4,000	4,429	5,037	5,767
非流动资产	50,935	45,529	39,542	33,116	财务费用	726	824	937	1,073
长期股权投资	4,510	4,510	4,510	4,510	加:其他收益	724	548	698	842
固定资产及使用权资产	22,709	18,862	14,083	8,551	投资净收益	(4)	92	50	6
在建工程	2,923	1,754	1,052	631	公允价值变动	179	0	0	0
无形资产	7,374	7,374	7,374	7,374	减值损失	(1,471)	(1,632)	(1,673)	(1,685)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	5	(10)	(11)	(15)
长期待摊费用	45	45	45	45	营业利润	5,640	7,454	9,932	13,171
其他非流动资产	13,374	12,985	12,478	12,004	营业外净收支	37	28	14	14
资产总计	161,995	191,713	189,228	230,436	利润总额	5,678	7,482	9,946	13,185
流动负债	86,366	109,402	98,088	127,588	减:所得税	442	800	1,117	1,476
短期借款及一年内到期的非流动负债	29,127	29,127	29,127	29,127	净利润	5,236	6,682	8,829	11,709
经营性应付款项	41,844	67,315	55,570	83,623	减:少数股东损益	(90)	10	8	(2)
合同负债	4,708	3,930	4,424	5,011	归属母公司净利润	5,326	6,672	8,821	11,711
其他流动负债	10,687	9,030	8,967	9,827	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.45	0.56	0.75	0.99
非流动负债	18,142	18,142	18,142	18,142	EBIT	6,254	10,693	13,390	16,830
长期借款	12,515	12,515	12,515	12,515	EBITDA	10,222	16,709	19,670	23,283
应付债券	1,998	1,998	1,998	1,998	毛利率(%)	22.38	23.70	24.47	25.27
租赁负债	96	96	96	96	归母净利率(%)	5.74	6.48	7.53	8.73
其他非流动负债	3,532	3,532	3,532	3,532	收入增长率(%)	(1.03)	10.94	13.73	14.48
负债合计	104,508	127,544	116,230	145,729	归母净利润增长率(%)	23.51	25.27	32.20	32.77
归属母公司股东权益	56,145	62,817	71,638	83,349					
少数股东权益	1,342	1,353	1,360	1,358					
所有者权益合计	57,487	64,169	72,998	84,707					
负债和股东权益	161,995	191,713	189,228	230,436					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,571	24,963	9,582	18,280	每股净资产(元)	4.75	5.32	6.06	7.05
投资活动现金流	1,411	(889)	(747)	(496)	最新发行在外股份(百万股)	11,816	11,816	11,816	11,816
筹资活动现金流	(7,778)	(1,082)	(1,082)	(1,082)	ROIC(%)	5.71	9.13	10.58	12.19
现金净增加额	(2,974)	22,992	7,752	16,702	ROE-摊薄(%)	9.49	10.62	12.31	14.05
折旧和摊销	3,968	6,017	6,281	6,452	资产负债率(%)	64.51	66.53	61.42	63.24
资本开支	(5,903)	(982)	(797)	(502)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.33	12.24	9.26	6.97
营运资本变动	(7,281)	9,660	(8,230)	(2,644)	P/B(现价)	1.45	1.30	1.14	0.98

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>