

徐工机械 (000425.SZ)

宝马展达成意向订单近 100 亿元，国际化战略加速推进

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	93,817	92,848	92,345	103,956	119,162
增长率 yoy (%)	-19.67	-1.03	-0.54	12.57	14.63
归母净利润 (百万元)	4,312	5,326	6,313	7,953	9,874
增长率 yoy (%)	-47.46	23.51	18.52	25.98	24.16
ROE (%)	7.87	9.11	10.20	11.56	12.82
EPS 最新摊薄 (元)	0.36	0.45	0.53	0.67	0.84
P/E (倍)	20.4	16.5	13.9	11.1	8.9
P/B (倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件 1: 上海宝马展徐工达成意向订单近 100 亿元。2024 年 11 月 26-29 日, bauma CHINA 2024 在上海成功举办。徐工四天内达成意向订单超 6000 台、金额近 100 亿元, 其中徐工与技术、能源和金属集团福德士河 (Fortescue) 签署了 30 亿元的潜在绿色矿山设备供货合同; 徐工与青山集团正式签约徐工青山印尼新能源工程机械制造项目, 此项目是徐工在东南亚地区布局的首家主机产品工厂, 也是印度尼西亚第一家新能源产品工厂; 此外徐工千吨级起重机拿下超 2 亿订单。

事件 2: 发布全球投资者未来三年回报计划。2024 年 11 月 27 日, 公司发布公告, 公司将持续提升上市公司毛利率、净利率等盈利能力指标, 持续提升公司经营性活动现金流、改善公司资产质量。未来三年 (2025 - 2027 年度), 公司每年度累计现金分红总额 (含股份回购注销) 不低于当年实现可供分配利润的 40%。此外, 徐工集团承诺, 未来三年, 在履行必要的审批程序后, 将平均每年获得的上市公司现金分红不低于 20% 的额度 (资金来源为自有资金或国家政策资金) 用于增持上市公司徐工机械股票。

事件 3: 业绩稳健, 盈利能力持续增强。2024 年 10 月 30 日, 公司发布 2024 年三季度报告。2024 年前三季度公司实现营收 687.26 亿元, 同比-4.11%; 实现归母净利润 53.09 亿元, 同比+9.71%; 实现扣非净利润 48.89 亿元, 同比+11.85%。从单季度来看, 2024 年 Q3 公司实现营收 190.94 亿元, 同比-6.37%, 环比-25.00%; 实现归母净利润 16.03 亿元, 同比+28.28%, 环比-23.84%; 实现扣非净利润 15.94 亿元, 同比+59.91%, 环比-12.80%。

产品结构优化, 高端产品和新能源产品持续发力。截至 2024H1, 公司土方机械/起重机械/工程机械备件/混凝土机械/高空作业机械/矿山机械/道路机械营收占比为 28.02%/20.34%/19.51%/10.39%/9.12%/7.13%/5.49%, 同比增速为 +6.98%/-15.23%/+7.83%/-3.45%/-11.50%/-16.43%/+0.96%, 土方机械、工程机械备件保持正增长, 非挖业务略有承压。其中公司上半年高端产品收入同比+10%以上, 总收入比超 32%、同比+4pct。此外公司新能源产品进入增长快车道, 收入同比+26.76%。新能源装载机收入同比增长近 2 倍, 占总收入 23.3%, 行业销量稳居第一。

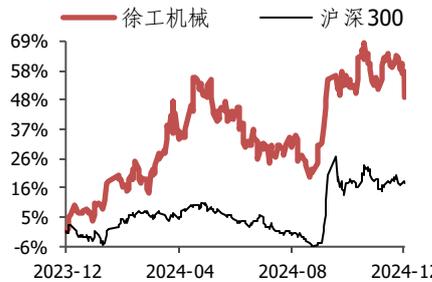
海外需求逐步复苏, 中国主机厂市场地位加速提升。据海关数据, 2024 年 1-10

增持 (维持评级)

股票信息

行业	机械
2024 年 12 月 20 日收盘价 (元)	7.44
总市值 (百万元)	87,912.28
流通市值 (百万元)	60,413.49
总股本 (百万股)	11,816.17
流通股本 (百万股)	8,120.09
近 3 月日均成交额 (百万元)	863.29

股价走势



作者

分析师 何文雯

执业证书编号: S1070523050001

邮箱: hewenwen@cgws.com

分析师 张靖苗

执业证书编号: S1070524070005

邮箱: zhjingmiao@cgws.com

相关研究

- 《国际化+多元化助力增长, 盈利能力稳步提升—2023 年报&2024 一季报点评》2024-05-24

月我国工程机械出口额 433.14 亿美元，同比+6.12%。其中 10 月我国工程机械出口额 46.08 亿美元，同比+23.8%，海外景气度呈现复苏趋势。加之随着中国企业海外渠道布局日趋成熟、海外本土化建设加速，中国工程机械在国际市场的话语权逐步提升，《2024 年全球工程机械产业发展报告》指出，全球工程机械产业格局发生重大调整，中国制造商在矿山设备、挖掘机等高端高附加值领域市场地位加速提升；中国工程机械在全球已实现“产业性崛起”。

公司国际化战略加速推进，海外收入占比快速增长。近年来，徐工持续贯彻国际化战略并取得显著成效，公司境外收入占比从 2022 年不到三成提升到 2024 年前三季度的 46.7%。在 2024 全球工程机械制造商 50 强排行榜中荣获第四的殊荣。目前，徐工已形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式，拥有 300 多家海外经销商、2000 多个服务备件网点，产品出口到 190 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 95% 以上的国家和地区，年出口总额和海外收入持续居中国行业第一。今年宝马展上徐工集团与福德士河集团签署 30 亿人民币的潜在绿色矿山设备供货合同，创下电动矿山机械出口最大单，亦是徐工在全球化道路上越走越宽的体现。看好公司未来随着国际化战略的持续推进，海外市场份额进一步增长。

一揽子政策助力内需筑底回温，公司有望深度受益。今年以来，“两新”政策的颁布以及 9 月底以来财政部发布一揽子增量政策推动房地产、基建市场止跌回稳，进一步推动工程机械下游需求筑底回温。从数据来看，以挖掘机为代表，2024 年 1-11 月，国内销量 9.12 万台，同比+10.80%，较 1-10 月进一步增长。其中 11 月国内销量 0.90 万台，同比+20.5%。同时，根据小松披露的中国地区数据显示，11 月开工小时数同比+4.4%，达 105.4 小时，也可以验证下游需求好转。近期宝马展参展商数量创历史新高、观众人数创历史新高、以徐工为代表的主机厂大单频签，无不体现出内需的回暖。我们认为工程机械内需拐点已现，加之 12 月 11 日召开的中央经济工作会议明确明年要全方位扩大内需，加力扩围实施“两新”政策，并持续用力推动房地产市场止跌回稳，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。受益于政策催化作用的进一步显现，国内市场有望进入新一轮增长周期，而公司作为我国工程机械龙头有望深度受益。

现金流稳健，严控风险。2024 年前三季度，公司经营活动现金流量 20.44 亿元，同比+24.45%；表内方面，以应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、其他应收款、一年内到期的非流动资产合计值衡量表内风险敞口，截至 2024Q2，公司表内风险敞口 571.98 亿元，较 2023 年末减少 23.17 亿元；表外方面，以按揭、融资租赁余额衡量表外风险敞口，截至 2024Q2，公司表外风险敞口 679.79 亿元，较 2023 年末-48.92 亿元。

投资建议：公司以推进高端化、智能化、绿色化、服务化、国际化“五化”转型升级为主线，聚焦主业高端化转型，同时发展战略新兴产业，贯通智能化运营脉络，从各方面推进公司业绩不断增长，市场地位稳固，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 923.45/1039.56/1191.62 亿元，同比-0.54%/+12.57%/+14.63%；归母净利润 63.13/79.53/98.74 亿元，同比+18.52%/+25.98%/+24.16%，EPS 分别为 0.53/0.67/0.84 元，对应 PE 为 14/11/9 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；出口不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	129118	111060	124913	136863	156968
现金	27827	23371	25317	27334	32001
应收票据及应收账款	46478	43658	48578	55969	61533
其他应收款	1912	2072	1025	3019	1516
预付账款	2471	1677	3003	1933	3910
存货	35099	32378	37218	40080	48252
其他流动资产	15331	7905	9771	8528	9757
非流动资产	46041	50935	51756	54923	58999
长期股权投资	2373	4510	6878	9254	11626
固定资产	18956	22510	20355	20763	21496
无形资产	7257	7994	8617	9338	10208
其他非流动资产	17455	15920	15905	15569	15668
资产总计	175159	161995	176669	191786	215967
流动负债	96549	86366	99485	111158	129364
短期借款	17598	13526	27941	41101	39249
应付票据及应付账款	50383	41844	53865	50109	69999
其他流动负债	28567	30996	17679	19948	20117
非流动负债	23949	18142	15538	12393	10322
长期借款	18222	14513	10860	8240	5907
其他非流动负债	5726	3628	4677	4153	4415
负债合计	120497	104508	115023	123551	139687
少数股东权益	1402	1342	1315	1252	1155
股本	11816	11816	11816	11816	11816
资本公积	16784	16395	16395	16395	16395
留存收益	24664	28223	32811	37859	44281
归属母公司股东权益	53259	56145	60331	66984	75125
负债和股东权益	175159	161995	176669	191786	215967

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1583	3571	14703	539	21706
净利润	4302	5236	6286	7889	9778
折旧摊销	3570	3968	3204	3477	3992
财务费用	-211	726	2186	2596	2746
投资损失	-194	4	-95	-46	-71
营运资金变动	-7426	-6951	3238	-12501	5894
其他经营现金流	1542	588	-114	-877	-633
投资活动现金流	-5655	1411	-7190	-4863	-8723
资本支出	7986	5967	823	4686	5487
长期投资	-1821	5272	-2368	-2376	-2372
其他投资现金流	4152	2106	-3998	2198	-863
筹资活动现金流	3089	-7778	-17946	-7838	-5955
短期借款	5942	-4072	14414	13160	-1852
长期借款	2755	-3709	-3653	-2620	-2333
普通股增加	3982	0	0	0	0
资本公积增加	-3873	-389	0	0	0
其他筹资现金流	-5717	391	-28707	-18378	-1771
现金净增加额	-713	-2974	-10432	-12162	7028

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	93817	92848	92345	103956	119162
营业成本	74855	72064	70989	79231	90320
营业税金及附加	406	442	462	520	572
销售费用	6765	6702	6649	7443	8449
管理费用	2285	2706	2650	2932	3289
研发费用	4082	4000	3906	4366	4957
财务费用	-211	726	2186	2596	2746
资产和信用减值损失	-326	-692	-416	-603	-614
其他收益	462	724	596	622	616
公允价值变动收益	-70	179	98	69	115
投资净收益	194	-4	95	46	71
资产处置收益	-6	5	-14	-5	-5
营业利润	5083	5640	7064	8847	10848
营业外收入	105	96	101	98	100
营业外支出	176	59	117	88	103
利润总额	5013	5678	7047	8857	10845
所得税	711	442	762	968	1067
净利润	4302	5236	6286	7889	9778
少数股东损益	-11	-90	-27	-63	-97
归属母公司净利润	4312	5326	6313	7953	9874
EBITDA	10100	10792	11883	14619	17225
EPS (元/股)	0.36	0.45	0.53	0.67	0.84

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-19.7	-1.0	-0.5	12.6	14.6
营业利润 (%)	-44.1	11.0	25.2	25.2	22.6
归属母公司净利润 (%)	-47.5	23.5	18.5	26.0	24.2
获利能力					
毛利率 (%)	20.2	22.4	23.1	23.8	24.2
净利率 (%)	4.6	5.6	6.8	7.6	8.2
ROE (%)	7.9	9.1	10.2	11.6	12.8
ROIC (%)	5.4	6.2	7.4	8.1	9.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	68.8	64.5	65.1	64.4	64.7
净负债比率 (%)	40.4	39.7	31.8	40.8	25.4
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.45	0.53	0.67	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.30	1.24	0.05	1.84
每股净资产 (最新摊薄)	4.51	4.75	5.11	5.67	6.36
估值比率					
P/E	20.4	16.5	13.9	11.1	8.9
P/B	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.4	10.4	8.9	7.9	6.1

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686