

外销亮眼，盈利性保持稳定

2022 年 08 月 31 日

➤ **事件。**公司披露《2022 年半年度报告》，2022H1 实现营收 382.04 亿元 (yoy-28.23%)，归母净利润 23.21 亿元 (yoy-38.98%)，毛利率 16.25% (yoy+0.45pct)，净利率 6.16% (yoy-1.03pct)；2022Q2 实现营收 181.70 亿元 (yoy-35.69%)，归母净利润 9.15 亿元 (yoy-55.93%) 毛利率 17.36% (yoy+2.24pct)，净利率 5.15% (yoy-2.23pct)。

➤ **外销表现亮眼，内销继续提升市占率。**1) **起重机械：**营收 119.01 亿元，yoy-37.65%，毛利率 18.90%，yoy-2.40pct，起重机板块强者恒强，徐工重型在高强度的市场竞争中保持领先优势，占有率提升 3.1 个百分点，欧美高端市场全地面起重机销售实现突破；徐工履带吊持续压实经营责任做强“三高一大”产业，占有率提升 8.1 个百分点；2) **铲运机械：**营收 52.38 亿元，yoy+11.43%，毛利率 19.67%，yoy+3.69pct，铲运事业部坚定不移深耕海外，凭借出口市场大发展对冲国内市场下滑，收入同比逆势增长，国际化收入占比近 50%，装载机进位至国内行业第一。桩工机械继续保持行业第一位置；3) **桩工机械：**营收 45.90 亿元，yoy-13.28%，毛利率 18.87%，yoy-2.06pct，桩工机械继续保持行业第一位置，基础事业部强控成本精准实施北上项目，加快新厂区建设和搬迁，保持占有率高位提升。此外，路面机械延续强势表现，道路事业部快速向“双 50”迈进，压路机占有率突破 42%，摊铺机超 47%，平地机占据国内半壁江山，铣刨机突破 38%，进一步拉开安全距离。**内销：**2022H1，实现营收 257.16 亿元，yoy-46.85%，毛利率 15.46%，yoy-0.15pct；**外销：**2022H1，实现营收 124.88 亿元，yoy+157.28%，毛利率 17.86%，yoy+0.10pct。上半年，新能源产品（不含电网取电）收入 19.3 亿元，同比增长 96%。

➤ **混改效果初显，盈利性保持稳定。**2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者、员工持股，企业活力不断提升，业绩弹性逐渐释放。2022H1，公司毛利率实现同比 0.45pct 的提升，在行业下行压力较大的背景下实属不易，而 2022Q2 毛利率同比更是提升了 2.24pct。

➤ **销量降幅持续收窄，市场景气度有望触底。**以挖机为例，2022M1-M7 我国挖机销量同比分别是-20.4%/-13.5%/-53.1%/-47.3%/-24.2%/-10.0%/3.4%，7 月销量同比增速转正。今年整体宏观经济压力较大，下半年稳增长需求强烈，基建作为稳增长重要抓手预计将实现较快增长，地产投资增速仍不容乐观但国家政策层面持续托底，工程机械下半年在稳增长的需求驱动下，预计下行压力将减轻。

➤ **投资建议：**预计公司 2022-2024 年归母净利润 66.66/83.43/94.69 亿元，对应 PE 为 9/7/6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行风险，市场竞争风险，供应链安全风险，原材料价格风险，汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	84,328	100,862	108,003	116,706
增长率 (%)	14.0	19.6	7.1	8.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,615	6,666	8,343	9,469
增长率 (%)	50.6	18.7	25.2	13.5
每股收益 (元)	0.48	0.56	0.71	0.80
PE	11	9	7	6
PB	1.7	1.4	1.2	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.19 元


分析师 李哲

执业证书：S0100521110006

电话：13681805643

邮箱：lizhe_yj@mszq.com

分析师 罗松

执业证书：S0100521110010

电话：18502129343

邮箱：luosong@mszq.com

相关研究

1.徐工机械 (000425.SZ) 2022 年一季报点评：经营效率持续提升，一季度环比明显改善-2022/05/04

2.徐工机械 (000425.SZ) 2021 年年报点评：多板块布局取得突破，盈利能力持续改善-2022/04/19

3.徐工机械 2021 年度业绩预告点评：混改红利持续释放，业绩维持高增长-2022/01/26

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	84,328	100,862	108,003	116,706
营业成本	70,631	84,723	89,412	96,127
营业税金及附加	276	365	380	410
销售费用	3,931	4,570	4,878	5,305
管理费用	1,221	1,447	1,545	1,674
研发费用	2,675	3,302	3,498	3,781
EBIT	5,451	6,454	8,290	9,409
财务费用	36	308	193	156
资产减值损失	-366	-111	-107	-108
投资收益	655	944	981	1,045
营业利润	6,182	7,550	9,551	10,810
营业外收支	106	0	0	0
利润总额	6,288	7,550	9,551	10,810
所得税	640	847	1,064	1,190
净利润	5,647	6,703	8,487	9,620
归属于母公司净利润	5,615	6,666	8,441	9,567
EBITDA	6,853	7,866	9,791	11,030

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	23,077	45,961	53,349	61,253
应收账款及票据	38,527	47,945	50,822	54,837
预付款项	1,443	1,720	1,809	1,950
存货	16,828	19,139	20,373	22,007
其他流动资产	5,290	5,874	6,019	6,312
流动资产合计	85,165	120,638	132,372	146,359
长期股权投资	2,197	1,997	1,797	1,797
固定资产	8,609	8,674	8,700	8,753
无形资产	3,120	3,497	3,911	4,348
非流动资产合计	24,865	25,160	25,467	26,012
资产合计	110,029	145,798	157,838	172,371
短期借款	3,129	3,129	3,129	3,129
应付账款及票据	42,852	48,650	51,678	55,899
其他流动负债	17,145	18,297	18,822	19,514
流动负债合计	63,126	70,076	73,629	78,542
长期借款	4,149	4,149	4,149	4,149
其他长期负债	5,585	5,585	5,585	5,585
非流动负债合计	9,734	9,734	9,734	9,734
负债合计	72,860	79,810	83,363	88,276
股本	7,834	11,819	11,819	11,819
少数股东权益	726	763	809	862
股东权益合计	37,169	65,988	74,475	84,095
负债和股东权益合计	110,029	145,798	157,838	172,371

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.01	19.61	7.08	8.06
EBIT 增长率	21.79	18.41	28.43	13.51
净利润增长率	50.57	18.72	26.63	13.34
盈利能力 (%)				
毛利率	16.24	16.00	17.21	17.63
净利率	6.70	6.65	7.86	8.24
总资产收益率 ROA	5.10	4.57	5.35	5.55
净资产收益率 ROE	15.41	10.22	11.46	11.49
偿债能力				
流动比率	1.35	1.72	1.80	1.86
速动比率	1.03	1.40	1.47	1.54
现金比率	0.37	0.66	0.72	0.78
资产负债率 (%)	66.22	54.74	52.82	51.21
经营效率				
应收账款周转天数	135.43	136.93	134.81	135.62
存货周转天数	86.96	82.45	83.17	83.56
总资产周转率	0.77	0.69	0.68	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.56	0.71	0.81
每股净资产	3.08	5.52	6.23	7.04
每股经营现金流	0.68	0.19	0.75	0.82
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	11	9	7	6
PB	1.7	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.86	3.94	2.41	1.42
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5,647	6,703	8,487	9,620
折旧和摊销	1,401	1,412	1,501	1,620
营运资金变动	772	-5,639	-793	-1,170
经营活动现金流	8,073	2,201	8,898	9,712
资本开支	-3,075	-2,054	-2,169	-2,329
投资	-1,296	100	100	-100
投资活动现金流	-8,125	-1,010	-1,088	-1,384
股权募资	212	22,116	0	0
债务募资	4,477	0	0	0
筹资活动现金流	1,507	21,693	-423	-423
现金净流量	1,440	22,885	7,387	7,904

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026