徐工机械（000425）

公司研究/点评报告

混改红利持续释放，盈利能力稳步上移

——徐工机械 21 年三季报点评

点评报告/机械　　2021 年 11 月 1 日

一、事件概述

10 月 30 日，公司发布 21 年三季报，前三季度公司实现营业收入 697.96 亿元，同比增长 36.09%，实现归母净利润 46.09 亿元，同比增长 89.35%。

二、分析与判断

➢ 混改红利持续释放，Q3 业绩维持快速增长

21 年前三季度，公司实现营业收入 697.96 亿元，同比增长 36.09%，实现归母净利润 46.09 亿元，同比增长 89.35%。其中，三季度公司实现营业收入 165.62 亿元，同比增长 2.12%，实现归母净利 8.06 亿元，同比增长 116.46%。公司业绩稳定增长主要源于：1）技术创新能力持续提升，公司强化质量意识，提高内部管理水平；2）公司紧抓发展机遇，加快全球产业布局，海外市场开拓进程明显加快。

➢ 降本增效工作成果显著，公司盈利能力稳步上移

今年以来，受钢材等大宗原材料涨价影响，公司销售毛利率有所承压。报告期内，公司销售毛利率为 15.83%，同比下降 2.19pct。然而，公司销售净利率却不降反升，同比增长 1.90pct，达 6.67%。这主要归功公司经营费用有效控制。报告期内，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 4.35/1.16/0.02%，同比下降 0.65/0.20/1.54 pct。混改以来，公司降本增效工作成果显著，未来随着各项工作不断深入，公司经营能效有望持续提升。

➢ 吸收合并徐工有限草案出炉，公司盈利能力有望提升

9 月 30 日，公司发布公告，拟向徐工有限股东发行股份吸收合并徐工有限，其中，徐工有限最终交易价格为 387 亿元，发行价格 5.55 元/股。交易完成后，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、塔式起重机等资产将整体注入上市公司。由于徐工有限挖掘机械、塔式起重机业务均位居国内第二，混凝土机械业务位居全球前三位，长期看，随着混改落地，公司行业地位有望巩固，预计公司盈利能力及抗周期性风险能力将得到有效提升。

三、投资建议

预计 21-23 年实现营收 880.2/994.7/1094.1 亿元，实现归母净利 62.3/73.6/81.8 亿元，对应 PE 为 8/7/6 倍，可比公司三一重工 21 年 PE 为 11 倍（Wind 一致预期，截至 10 月 29 日收盘），考虑到混改落地注入经营活力，公司盈利能力有望提升，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

市场竞争加剧，混改进度不及预期，海外市场拓展受阻。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	88,022	99,465	109,411
增长率（%）	25.0%	19.0%	13.0%	10.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,729	6,226	7,358	8,176
增长率（%）	3.0%	67.0%	18.2%	11.1%
每股收益（元）	0.45	0.79	0.94	1.04
PE（现价）	13.6	7.7	6.5	5.9
PB	1.4	1.2	1.0	0.9

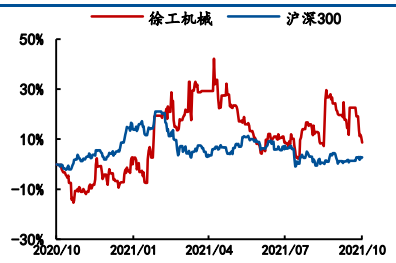
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　6.11 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	8.23/4.9
总股本（百万股）	7,834
流通股本（百万股）	7,821
流通股比例（%）	99.84
总市值（亿元）	479
流通市值（亿元）	478

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：关启亮

执业证号：　S0100521020001

电话：　021-60876757

邮箱：　guanqiliang@mszq.com

分析师：徐昊

执业证号：　S0100520090001

电话：　021-60876739

邮箱：　xuhao_yj@mszq.com

研究助理：欧阳蕤

执业证号：　S0100121070007

电话：　021-60876758

邮箱：　ouyangrui@mszq.com

相关研究

1.【民生机械】徐工机械（000425）2021 年三季报业绩预告点评：混改注入经营活力，Q3 业绩维持快速增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	73,968	88,022	99,465	109,411
营业成本	61,341	72,574	81,760	89,871
营业税金及附加	274	326	368	405
销售费用	3,095	3,683	4,162	4,578
管理费用	1,025	1,219	1,378	1,516
研发费用	2,417	2,876	3,183	3,501
EBIT	5,817	7,344	8,614	9,541
财务费用	836	29	134	60
资产减值损失	(381)	332	266	333
投资收益	806	700	700	700
营业利润	4,275	7,133	8,384	9,318
营业外收支	21	20	20	20
利润总额	4,296	7,153	8,404	9,338
所得税	550	895	1,009	1,121
净利润	3,746	6,258	7,396	8,218
归属于母公司净利润	3,729	6,226	7,358	8,176
EBITDA	6,997	8,552	9,851	10,799

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	17021	24650	30553	37992
应收账款及票据	35769	42565	48098	52908
预付款项	1206	1427	1608	1767
存货	13061	15101	17119	18743
其他流动资产	719	719	719	719
流动资产合计	68789	85252	98789	112574
长期股权投资	2676	3376	4076	4776
固定资产	7972	4490	3540	2740
无形资产	2494	2349	2213	2084
非流动资产合计	21670	20149	18743	17435
资产合计	90459	105401	117531	130009
短期借款	2314	2314	2314	2314
应付账款及票据	31288	38526	43402	47707
其他流动负债	4389	4389	4389	4389
流动负债合计	49494	59362	65080	70123
长期借款	3645	3645	3645	3645
其他长期负债	3118	3118	3118	3118
非流动负债合计	6794	6794	6794	6794
负债合计	56288	66156	71874	76917
股本	7834	7834	7834	7834
少数股东权益	478	510	548	590
股东权益合计	34171	39645	46257	53692
负债和股东权益合计	90459	105401	117531	130009

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	19.0%	13.0%	10.0%
EBIT 增长率	38.8%	26.3%	17.3%	10.8%
净利润增长率	3.0%	67.0%	18.2%	11.1%
盈利能力				
毛利率	17.1%	17.6%	17.8%	17.9%
净利润率	5.0%	7.1%	7.4%	7.5%
总资产收益率 ROA	4.1%	5.9%	6.3%	6.3%
净资产收益率 ROE	11.1%	15.9%	16.1%	15.4%
偿债能力				
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.3
现金比率	0.3	0.4	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	126.2	126.2	126.2	126.2
存货周转天数	69.1	69.1	69.1	69.1
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标（元）				
每股收益	0.5	0.8	0.9	1.0
每股净资产	4.3	5.0	5.8	6.8
每股经营现金流	0.2	1.2	0.9	1.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	13.6	7.7	6.5	5.9
PB	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	1.5	1.2	1.1	1.0
股息收益率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,746	6,258	7,396	8,218
折旧和摊销	1,562	2,541	2,503	2,591
营运资金变动	(3,590)	701	(2,182)	(1,636)
经营活动现金流	1,438	9,021	7,238	8,695
资本开支	1,947	367	310	230
投资	(313)	0	0	0
投资活动现金流	(1,019)	(367)	(310)	(230)
股权募资	4	0	0	0
债务募资	4,223	0	0	0
筹资活动现金流	411	(1,025)	(1,025)	(1,025)
现金净流量	831	7,629	5,903	7,440

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

关启亮，机械行业分析师，六年证券基金从业经历，主要覆盖工程机械、光伏设备、锂电设备等领域，暨南大学应用统计硕士，2020年加盟民生证券。

徐昊，机械行业分析师，四年券商行研经历，主要覆盖锂电设备、工程机械、通用设备等领域，英国纽卡斯尔大学硕士，2020年加入民生证券。

欧阳薇，机械行业助理分析师，主要覆盖工程机械、光伏设备、通用设备等领域，山东大学金融学硕士，2021年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。