徐工机械（000425）

2021 年三季报点评：Q3 净利润同比增速+116%，利润率提升逻辑稳步兑现

买入（维持）

2021 年 10 月 31 日

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	73,968	89,780	96,976	103,757
同比（%）	25.0%	21.4%	8.0%	7.0%
归母净利润（百万元）	3,729	5,833	7,857	8,931
同比（%）	3.0%	56.4%	34.7%	13.7%
每股收益（元/股）	0.48	0.74	1.00	1.14
P/E（倍）	13	8	6	5

事件：公司发布 2021 年三季报：前三季度营业收入 698.0 亿元，同比增长 36.09%；归母净利润 46.1 亿元，同比增长 89.35%，位于此前业绩预中值，符合市场预期；扣非后归母净利润为 42.98 亿元，同比+77.80%。

投资要点

■ **Q3 净利润同比增速+116%，利润率提升逻辑稳步兑现**

单季度看，公司 2021 年 Q3 实现收入 165.62 亿元，同比+2.12%。根据中国工程机械工业协会，2021 年 7-9 月国内挖掘机行业销量 5.55 万台，同比-16%。起重机行业销量 1971 台，同比-51%。公司三季度收入增速高于行业，我们判断主要系起重机械、高空作业平台等产品份额提升。公司 2021 年 Q3 归母净利润 8.06 亿元，同比+116.46%，利润率提升释放业绩弹性逻辑持续兑现。

■ **降本增效释放业绩弹性，信用风险可控**

2021 年前三季度公司综合毛利率 15.83%，同比-2.19pct，我们判断主要系原材料涨价对应成本端压力。公司前三季度归母净利润率为 6.60%，同比+1.86pct。2021 年前三季度公司期间费用率 8.45%，同比-2.83pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.35%/1.16%/2.92%/0.02%，分别同比-0.65/-0.20/-0.44/-1.54pct，费控能力优化，利润率提升逻辑持续兑现。公司从研发端、生产端、营销端持续推进降本增效，对标国际一流企业利润率仍有较大提升空间。

2021 年前三季度公司经营性现金流量净额为 42.53 亿元，同比大幅增长 507%，回款情况较好。2021 年前三季度公司信用减值损失 0.61 亿元，较 2020 年同期 2.10 亿元大幅下降，逾期率位于较低水平，资产质量较高。

■ **拟投资 9900 万美元设立徐工美国，夯实全球化战略基石**

2021 年 10 月 19 日，公司公告拟出资 9900 万美元在美国设立徐工美国公司及其下属子公司，建设形成“研产供销融”综合性基地，增强公司在北美高端市场竞争力。美国是工程机械销售额最大的市场，当地设立子公司有望减轻未来出口过程中，北美市场关税提高及“双反”的潜在影响，有望强化公司与美国当地经销商、租赁商合作关系，夯实全球化业务发展基石。

■ **混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发**

2020 年，徐工/三一/中联的毛利率分别为 17.07%/29.82%/28.59%，净利率分别为 5.06%/15.97%/11.30%，公司净利率存在翻倍以上提升空间。2020 年 9 月混改后，公司逐步健全市场化考核机制，董事会中 9 位外部董事占 5 席，高管薪酬利润考核占 60%，混改员工新增持股 8.7 亿元，2020 年四季度以来公司单季净利率改善、净利润同比增速领先行业，2021 年或迎盈利拐点，净利率上行持续释放业绩弹性。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到原材料成本持续处于高位，我们将公司 2021-2023 年净利润由 60/80/93 亿元，略微下调至 58/79/89 亿元，当前市值对应 PE 分别为 8/6/5 倍，维持“买入”评级。

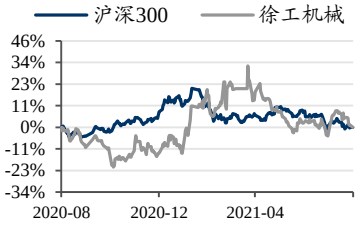
■ **风险提示：**行业周期波动；行业竞争加剧；原材料价格持续上涨风险

证券分析师 周尔双
执业证号：S0600515110002
021-60199784
zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝
执业证号：S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦
86-18502542232
luoyue@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.11
一年最低/最高价	5.20/8.10
市净率(倍)	1.35
流通 A 股市值(百万元)	47,785.75

基础数据

每股净资产(元)	4.53
资产负债率(%)	63.69
总股本(百万股)	7,833.67
流通 A 股(百万股)	7,820.91

相关研究

1、《徐工机械（000425）：拟 387 亿元吸收合并徐工有限，对挖机、塔机资产进行业绩承诺》2021-09-30

2、《徐工机械（000425）：2021 年中报点评：混改释放业绩弹性，Q2 增速大幅高于行业》2021-08-31

3、《徐工机械（000425）：混改大幅释放业绩弹性，全球巨头整装待发》2021-06-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

徐工机械三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**70127**	**81359**	**91714**	**97025**
现金	17021	20340	20600	21561
应收账款	36272	41815	45167	48325
存货	13061	14491	20875	21727
其他流动资产	3773	4712	5072	5411
非流动资产	**21670**	**24920**	**26253**	**27877**
长期股权投资	2676	2976	3291	3622
固定资产	8935	11668	12462	13522
在建工程	963	1039	1092	1227
无形资产	2494	2710	2935	3168
其他非流动资产	6603	6527	6474	6338
资产总计	**91797**	**106278**	**117967**	**124902**
流动负债	**50832**	**61104**	**67123**	**67612**
短期借款	7992	7992	10360	7992
应付账款	32622	41404	43947	46726
其他流动负债	10219	11709	12816	12895
非流动负债	**6794**	**6794**	**6794**	**6794**
长期借款	3645	3645	3645	3645
其他非流动负债	3149	3149	3149	3149
负债合计	**57627**	**67898**	**73917**	**74406**
少数股东权益	478	604	774	968
归属母公司股东权益	33693	37776	43276	49528
负债和股东权益	**91797**	**106278**	**117967**	**124902**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2789	9318	3696	11015
投资活动现金流	-1019	-3300	-3446	-3899
筹资活动现金流	411	-1750	11	-5047
现金净增加额	2151	3319	260	961
折旧和摊销	1168	1870	2128	2406
资本开支	-2053	-3000	-3131	-3569
营运资本变动	-1755	988	-6759	-716

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**73968**	**89780**	**96976**	**103757**
减:营业成本	61341	75563	80203	85275
营业税金及附加	274	359	349	374
营业费用	3095	3501	3782	3943
管理费用	1025	898	970	1038
研发费用	2417	2424	2715	3113
财务费用	836	449	388	311
资产减值损失	381	500	300	200
加:投资净收益	806	887	976	1073
其他收益	-1131	-100	13	-54
营业利润	**4275**	**6872**	**9257**	**10523**
加:营业外净收支	21	0	0	0
利润总额	**4296**	**6872**	**9257**	**10523**
减:所得税费用	550	859	1157	1315
少数股东损益	17	180	243	276
归属母公司净利润	**3729**	**5833**	**7857**	**8931**
EBIT	8234	7035	8957	10016
EBITDA	9402	8905	11084	12422

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	0.48	0.74	1.00	1.14
每股净资产(元)	4.30	4.82	5.52	6.32
发行在外股份(百万股)	7834	7834	7834	7834
ROIC(%)	16.8%	13.3%	15.1%	15.2%
ROE(%)	11.1%	15.4%	18.2%	18.0%
毛利率(%)	17.1%	15.8%	17.3%	17.8%
销售净利率(%)	5.1%	6.7%	8.4%	8.9%
资产负债率(%)	62.8%	64.5%	62.9%	60.5%
收入增长率(%)	25.0%	21.4%	8.0%	7.0%
净利润增长率(%)	3.0%	56.4%	34.7%	13.7%
P/E	12.84	8.21	6.09	5.36
P/B	1.42	1.27	1.11	0.97
EV/EBITDA	11.22	13.07	11.02	9.93

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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