徐工机械（000425）

公司研究/点评报告

混改靴子落地，开启徐工新纪元

—徐工机械事件点评

点评报告/机械　　2020 年 09 月 23 日

一、事件概述

9 月 22 日，公司发布控股股东关于混改进展信息，本次混改后，公司实际控制人仍为徐工集团，本次股权转让和增资项目不会导致公司实控人的改变。

二、分析与判断

➢ 集团混改靴子落地，决策机制效率提升

9 月 22 日，公司控股股东混改靴子落地，股权转让项目将其持有的徐工有限 18.41%、8.59%、6.14%的股权分别转让给江苏省国信集团有限公司、建信金融资产投资有限公司、交银金融资产投资有限公司。徐工有限增资项目共引入 12 名战略投资者参与，投资总额达到 147.9 亿元，其中徐工金帆作为员工持股平台，向徐工有限投资 8.685 亿元，占比 2.72%。

此次混改靴子落地，长期将有利于公司优化资本结构，提高运营效率，使股权结构更加多元化，决策机制更加灵活高效。随着混改进程推进，体外优质资产的注入也有望加速，2019 年母公司挖掘机、混凝土机、塔机的销量均快速增长，环比情况持续改善，体外优质资产的整合后，有望进一步打开公司的估值空间。

➢ 起重机装备世界级龙头，国际市场将成为增长亮点

国内起重机销量主要以汽车起重机为主，占比超 70%，公司国内汽车起重机市占率为 40%，处于行业龙头地位。短期内受益于人工替代、新基建与环保排放政策的落地实施，我们认为疫情中后期，公司工程机械装备放量值得期待。公司整体移动式起重机市占率稳居全球第一，2019 年海外业务营收同比增长 26%，产品出口总额为行业第一。随着海外生产基地不断扩张，海外业务也将成为未来重要增长点。

三、投资建议

预计 2020-2022 年，公司实现营业收入 679.00/756.10/833.90 亿元，实现归母净利润为 46.59/52.51/61.12 亿元，当前股价对应 PE 为 10.1/8.9/7.7 倍，与同行业可比公司三一重工、中联重科 2020 年预测 PE13.32 倍、10.65 倍相比，估值具有比较优势，考虑到公司为世界级工程机械龙头，且高端产品市占率在不断提升，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

工程机械需求量低于预期、行业竞争格局恶化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	59,176	67,900	75,610	83,390
增长率（%）	33.2%	14.7%	11.4%	10.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,621	4,659	5,251	6,112
增长率（%）	77.0%	28.7%	12.7%	16.4%
每股收益（元）	0.43	0.59	0.67	0.78
PE（现价）	13.8	10.1	8.9	7.7
PB	1.4	1.3	1.1	1.0

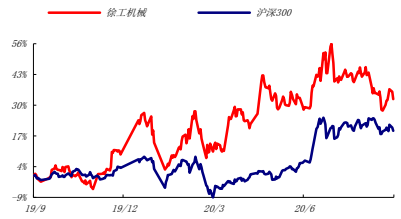
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　5.98 元

交易数据	2020-9-22
近 12 个月最高/最低(元)	7.05/4.29
总股本（百万股）	7,834
流通股本（百万股）	6,995
流通股比例（%）	89.29
总市值（亿元）	468
流通市值（亿元）	418

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：徐昊

执业证号：　S0100520090001

电话：　021-60876739

邮箱：　xuhao_yj@mszq.com

研究助理：关启亮

执业证号：　S0100120030002

电话：　021-60876757

邮箱：　guanqiliang@mszq.com

相关研究

1.徐工机械（000425）年报点评：资产负债表修复，盈利能力有望再提升

2.徐工机械（000425）点评报告：行业高景气延续，公司业绩大幅增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	59,176	67,900	75,610	83,390
营业成本	48,848	55,624	61,826	68,056
营业税金及附加	267	315	347	384
销售费用	2,860	4,141	4,428	4,598
管理费用	883	1,074	1,173	1,303
研发费用	2,127	2,127	2,595	2,802
EBIT	4,192	4,619	5,241	6,247
财务费用	(15)	37	74	74
资产减值损失	(136)	288	279	285
投资收益	653	562	593	583
营业利润	4,083	5,199	5,862	6,840
营业外收支	19	0	0	0
利润总额	4,102	5,199	5,862	6,840
所得税	457	508	574	685
净利润	3,645	4,691	5,288	6,155
归属于母公司净利润	3,621	4,659	5,251	6,112
EBITDA	5,255	5,704	6,365	7,397

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	15777	19054	20461	22241
应收账款及票据	30438	34512	38584	45865
预付款项	1033	1583	1671	1805
存货	10492	11758	15721	16417
其他流动资产	361	361	361	361
流动资产合计	58689	68350	77466	87941
长期股权投资	2434	3096	3689	4271
固定资产	9329	7073	7284	7505
无形资产	2397	2455	2510	2561
非流动资产合计	16870	19234	19238	19224
资产合计	77292	86916	96036	106497
短期借款	3044	3044	3044	3044
应付账款及票据	27433	29766	33111	36733
其他流动负债	1307	1307	1307	1307
流动负债合计	36902	40306	44138	48444
长期借款	2763	2763	2763	2763
其他长期负债	3919	5919	5919	5919
非流动负债合计	6743	8743	8743	8743
负债合计	43645	49049	52881	57188
股本	7834	7834	7834	7834
少数股东权益	458	490	527	570
股东权益合计	33646	37867	43155	49309
负债和股东权益合计	77292	86916	96036	106497

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	33.2%	14.7%	11.4%	10.3%
EBIT 增长率	77.5%	10.2%	13.5%	19.2%
净利润增长率	77.0%	28.7%	12.7%	16.4%
盈利能力				
毛利率	17.5%	18.1%	18.2%	18.4%
净利润率	6.1%	6.9%	6.9%	7.3%
总资产收益率 ROA	4.7%	5.4%	5.5%	5.7%
净资产收益率 ROE	10.9%	12.5%	12.3%	12.5%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.4	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.5	0.5	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	134.3	120.0	130.0	150.0
存货周转天数	76.2	72.0	80.0	85.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.6	0.7	0.8
每股净资产	4.2	4.8	5.4	6.2
每股经营现金流	0.5	0.3	0.3	0.3
每股股利	0.1	0.1	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.8	10.1	8.9	7.7
PB	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.7	5.2	4.4	3.7
股息收益率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,645	4,691	5,288	6,155
折旧和摊销	1,199	1,373	1,404	1,434
营运资金变动	(369)	(3,268)	(4,156)	(4,674)
经营活动现金流	4,033	2,271	2,017	2,407
资本开支	1,908	386	535	553
投资	14	(100)	0	0
投资活动现金流	(2,837)	(486)	(535)	(553)
股权募资	352	0	0	0
债务募资	567	2,000	0	0
筹资活动现金流	682	1,493	(74)	(74)
现金净流量	1,878	3,277	1,407	1,779

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

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。

关启亮，研究助理，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。

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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。