

公司研究/公告点评

2019年07月15日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.52
合理价格区间(元): 5.84~6.33

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

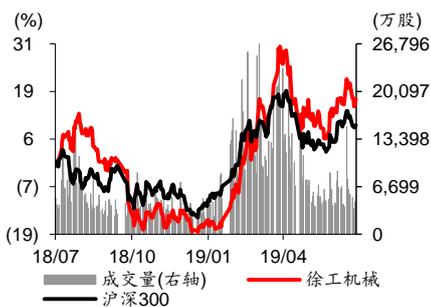
黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

时彧 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《徐工机械(000425,买入): 业绩快速增长, 盈利能力有望持续提升》2019.05
- 2《徐工机械(000425,买入): 被低估的起重机行业龙头标的》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩快速增长, 国改预期进一步提升效率

徐工机械(000425)

中报业绩预告超预期

7月14日公司公告中报归母净利润21~24亿元/yoy+90.2%~117.4%, EPS约0.25~0.29元。工程机械市场需求旺盛, 公司竞争地位稳固, 盈利能力持续修复, 是公司业绩快速增长的主要原因。我们上调全年盈利预测, 预计EPS为0.49/0.56/0.65元(原值为0.41/0.48/0.56元), PE为9.28/8.00/6.93倍。同行业公司2019年平均PE为12.18倍, 海外龙头CAT的PE为12.21倍, 我们认为公司主营产品起重机可能会保持相对较快的增速水平, 公司国企改革稳步推进, 优质资产注入预期强, 调整公司目标价为5.84~6.33元, 对应2019年PE为12.0~13.0倍, 维持“买入”评级。

产品需求旺盛, 盈利能力大幅提升

受益于国内固定资产投资稳健增长、“一带一路”国家的基础设施建设需求增加, 工程机械行业需求继续保持增长, 尤其是公司主营的起重机械类产品, 1-6月汽车吊行业销量增速50%以上, 大幅跑赢其他子行业。公司加强企业内部管理水平提升, 推进产品升级, 品牌价值和品牌影响力大幅提升; 3) 随着收入规模的上升以及历史问题的出清, 公司费用下降, 资产减值减少, 盈利水平大幅提高。塔机受益于装配式建筑需求, 同比增长100%以上。

房地产信托边际收紧, 对工程机械行业影响不大

我们认为下半年基建投资仍然是需求的主要支撑, 根据华泰固定收益团队报告《办法总比困难多, 但也不要想太多》(20190611)中的测算, 随着专项债资金落地, 将带动基建投资增加1.7个百分点, 基建受益相关产品例如小挖、起重机等需求将维持高位; 2018年房地产信托资金占房地产整体资金来源不到6%, 房地产信托边际收紧, 心理层面的影响大于实际影响, 下半年工程机械行业销量绝对规模将维持高位运行, 增速将在一个小范围内波动。

上调盈利预测, 维持买入评级

工程机械行业需求持续超预期, 我们上调公司起重机产品销量预测, 上调全年业绩预期, 预计2019~2021年归母净利润为38.14/44.25/51.13亿元, EPS为0.49/0.56/0.65元(原值为0.41/0.48/0.56元), PE为9.28/8.00/6.93倍。同行业公司2019年平均PE为12.18倍, 海外龙头CAT的PE为12.21倍, 我们认为公司主营产品起重机可能会保持相对较快的增速水平, 公司国企改革稳步推进, 优质资产注入预期强, 调整公司目标价为5.84~6.33元, 对应2019年PE为12.0~13.0倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内经济下行超预期; 基建投资增速未如期提升, 地产投资持续收窄; 行业竞争环境恶化; 新产品市场拓展不顺利; 应收账款累计带来的资产减值损失对当期净利润的影响。

公司基本资料

总股本(百万股)	7,834
流通A股(百万股)	6,994
52周内股价区间(元)	3.20-5.12
总市值(百万元)	35,408
总资产(百万元)	65,954
每股净资产(元)	3.97

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,131	44,410	57,327	65,974	72,571
+/-%	72.46	52.45	29.09	15.08	10.00
归属母公司净利润(百万元)	1,021	2,046	3,814	4,425	5,113
+/-%	389.31	100.44	86.45	16.01	15.54
EPS(元, 最新摊薄)	0.13	0.26	0.49	0.56	0.65
PE(倍)	34.69	17.31	9.28	8.00	6.93

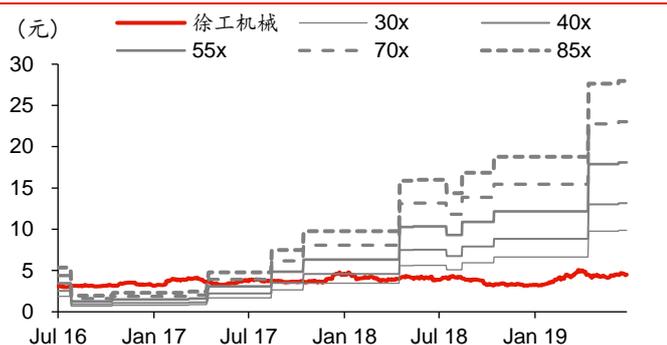
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 工程机械行业可比上市公司估值比较

名称	代码	预测来源	市值(亿元)	eps2018E	eps2019E	eps2020E	PE2018E	PE2019E	PE2020E
三一重工	600031	一致预期	1100	0.79	1.13	1.32	16.61	11.59	9.96
中联重科	000157	一致预期	422	0.26	0.41	0.48	21.54	13.78	11.58
柳工	000528	一致预期	96.4	0.54	0.76	0.89	12.09	8.54	7.34
建设机械	600984	一致预期	63.7	0.19	0.52	0.75	41.55	14.81	10.32
以上可比公司平均							22.94	12.18	9.80
卡特彼勒	CAT.N	一致预期	791	10.26	11.12	11.28	12.2	12.21	12.24
徐工机械	000425	华泰证券	354	0.26	0.4	0.48	17.38	11.30	9.42

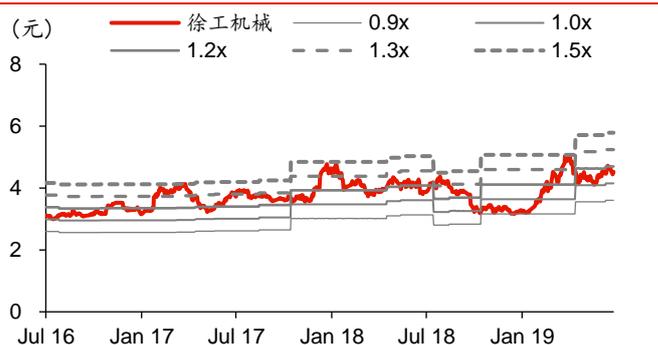
资料来源: Wind、华泰证券研究所; 数据日期: 2019-7-14, 说明: CAT 市值和 EPS 的货币单位为美金,

图表2: 徐工机械历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 徐工机械历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	36,179	45,655	60,119	65,736	71,932
现金	6,940	11,295	9,844	10,328	10,166
应收账款	14,486	18,055	26,587	29,339	32,734
其他应收账款	584.12	568.15	875.83	953.30	1,069
预付账款	907.88	1,275	1,686	1,913	2,112
存货	9,371	10,196	15,015	16,472	18,393
其他流动资产	3,890	4,265	6,111	6,731	7,458
非流动资产	13,591	15,595	16,183	17,184	17,779
长期投资	959.96	2,336	1,877	2,030	1,979
固定投资	7,192	7,179	8,501	9,427	10,062
无形资产	1,983	2,202	2,298	2,398	2,496
其他非流动资产	3,455	3,878	3,507	3,330	3,242
资产总计	49,770	61,250	76,302	82,921	89,711
流动负债	20,905	27,007	42,842	44,912	46,462
短期借款	2,583	3,487	16,396	13,999	13,200
应付账款	6,890	17,931	19,805	23,913	25,862
其他流动负债	11,432	5,588	6,640	7,000	7,400
非流动负债	4,810	3,903	3,947	4,046	4,144
长期借款	1,806	825.24	915.24	1,005	1,095
其他非流动负债	3,004	3,077	3,032	3,041	3,049
负债合计	25,714	30,909	46,789	48,958	50,606
少数股东权益	37.70	207.42	229.78	254.75	284.15
股本	7,008	7,834	7,834	7,834	7,834
资本公积	3,344	5,012	5,012	5,012	5,012
留存公积	11,007	12,623	16,438	20,862	25,975
归属母公司股东权益	24,018	30,133	29,283	33,708	38,821
负债和股东权益	49,770	61,250	76,302	82,921	89,711

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,153	3,309	(8,319)	5,169	2,635
净利润	1,029	2,056	3,837	4,450	5,142
折旧摊销	870.65	1,052	956.41	1,171	1,369
财务费用	318.47	(18.27)	236.59	520.82	439.77
投资损失	(283.97)	(380.31)	(348.20)	(348.20)	(348.20)
营运资金变动	806.98	(268.33)	(13,023)	(660.66)	(4,015)
其他经营现金	412.52	867.59	22.59	35.74	48.20
投资活动现金	(1,302)	(2,917)	(1,235)	(1,855)	(1,648)
资本支出	653.02	1,789	1,800	1,800	1,800
长期投资	(100.00)	1,120	(425.24)	141.75	(47.25)
其他投资现金	(749.39)	(7.98)	139.92	86.54	104.33
筹资活动现金	(800.39)	3,563	8,102	(2,829)	(1,148)
短期借款	(1,834)	903.80	12,909	(2,397)	(798.91)
长期借款	835.64	(980.32)	90.00	90.00	90.00
普通股增加	0.00	825.94	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,668	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	198.34	1,146	(4,897)	(522.08)	(439.35)
现金净增加额	1,007	3,968	(1,452)	483.87	(161.29)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,131	44,410	57,327	65,974	72,571
营业成本	23,629	36,998	47,122	54,132	59,508
营业税金及附加	184.00	216.56	337.43	370.85	405.33
营业费用	1,652	2,272	2,752	3,154	3,454
管理费用	689.76	782.74	920.09	1,056	1,162
财务费用	318.47	(18.27)	236.59	520.82	439.77
资产减值损失	373.66	754.46	600.00	600.00	600.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	283.97	380.31	348.20	348.20	348.20
营业利润	1,140	2,109	4,114	4,869	5,638
营业外收入	26.76	114.05	84.95	84.95	84.95
营业外支出	12.66	8.68	10.01	10.01	10.01
利润总额	1,154	2,215	4,189	4,944	5,713
所得税	125.41	159.18	352.43	494.42	571.33
净利润	1,029	2,056	3,837	4,450	5,142
少数股东损益	8.14	9.92	22.36	24.97	29.40
归属母公司净利润	1,021	2,046	3,814	4,425	5,113
EBITDA	2,329	3,144	5,307	6,561	7,447
EPS (元, 基本)	0.15	0.26	0.49	0.56	0.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	72.46	52.45	29.09	15.08	10.00
营业利润	770.87	85.03	95.03	18.35	15.80
归属母公司净利润	389.31	100.44	86.45	16.01	15.54
获利能力 (%)					
毛利率	18.89	16.69	17.80	17.95	18.00
净利率	3.50	4.61	6.65	6.71	7.04
ROE	4.25	6.79	13.03	13.13	13.17
ROIC	5.91	8.64	10.91	12.75	12.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.67	50.46	61.32	59.04	56.41
净负债比率 (%)	22.32	18.22	39.84	33.36	30.87
流动比率	1.73	1.69	1.40	1.46	1.55
速动比率	1.27	1.31	1.05	1.10	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.80	0.83	0.83	0.84
应收账款周转率	1.69	2.55	2.57	2.36	2.34
应付账款周转率	3.79	2.98	2.50	2.48	2.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.26	0.49	0.56	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.42	(1.06)	0.66	0.34
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.85	3.74	4.30	4.96
估值比率					
PE (倍)	34.69	17.31	9.28	8.00	6.93
PB (倍)	1.47	1.18	1.21	1.05	0.91
EV_EBITDA (倍)	12.08	8.95	5.30	4.29	3.78

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com