

方正证券研究所证券研究报告

徐工机械(000425)

公司研究

机械设备行业

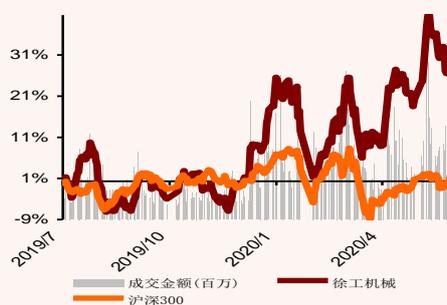
公司深度报告

2020.07.02/强烈推荐(维持)

机械行业分析师： 张小郭
执业证书编号： S1220518120001
E-mail zhangxiaoguo@foundersec.com

联系人： 吴鹏
E-mail wupeng@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《经营指标持续向好，业绩实现翻倍增长》2019.09.02
- 《徐工机械事件点评报告：混改方案获批，公司治理迈向新台阶》2019.07.28
- 《混改有望今年完成，价值明显被低估》2019.07.14

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点：首先，起重机行业景气度延续背景下，公司在解决产能瓶颈后，凭借产品、渠道、激励机制三个维度的改善，市占率企稳回升，稳居行业第一；其次，大额计提减值后公司资产质量得到进一步夯实，未来几年业绩弹性有望充分释放；最后，混改标杆，厚积薄发，有望打开中长期成长空间。公司2020年业绩对应PE仅为9.9倍，较国内外可比公司仍偏低，考虑到混改后业绩的释放和中长期成长性，维持“强烈推荐”评级。

※国内起重机绝对龙头，业务逐步多元化。①背靠徐工集团，业务逐步多元化。公司是国内起重机绝对龙头，背靠实力强大的徐工集团，业务布局不断多元。起重机成为公司业绩的核心来源，2019年毛利占比48%。②海外布局收获新增长。2019年公司实现海外营收74亿元，同比增长26%，海外业务渐入收获期。但2019年海外营收占比仅为13%，相较国内外可比公司提升空间较大。③徐工信息拟科创板上市，公司信息化步伐加快。④复盘：公司市值仍有较大提升空间。

※起重机景气望延续，公司市占率稳居首位。①起重机未来3年销量CAGR为3.2%，行业景气延续。赤字率上调+专项债催化下基建投资力度加强，叠加环保趋严加速更新需求释放，起重机行业景气有望延续。据我们测算，2020-2022年，我国汽车起重机仍将能维持较高的销量水平，2020年的销量增速预计为12.4%，三年CAGR为3.2%，行业仍处于景气区间。②公司独占鳌头，市占率有望再提升。目前起重机市场上形成徐工、中联和三一“三分天下”的局面，公司市占率独占鳌头，远超另外两家。此外，凭借强大的产品力和品牌影响力，以及营销渠道上的短板逐步补齐，2019年下半年以来公司市占率已企稳回升，目前公司汽车吊市占率40%左右，未来进一步提升的空间仍在。

※混改提升经营活力，优质资产有望注入。①徐工混改示范意义重大，有望为公司注入经营活力。徐工集团入选“双百行动”，并纳入江苏第一批混改名单，两大国家部委都将徐工混改排在地方国企混改第一位，要求徐工混改做成标杆和示范。徐工混改已于6月24日正式挂牌，将在保持国有控股前提下，引入优质战略投资者，以实现更加市场化的公司运营和管理。我们预计，混改有望在2020年内完成，公司经营管理效率有望得到实质提升。②集团挖机资产有望注入，中长期成长空间打开。随着行业景气延续、集团混改有序推进及国际化步伐加快，叠加徐工挖掘机市场地位逐步巩固，我们认为，挖机资产注入上市公司进程将加快。而挖机作为工程机械价值量第一的品类，无

论市场规模还是利润率均高于公司现有起重机业务。据我们保守测算，2020年徐工挖机将实现营收206亿元，一旦挖机资产注入上市公司，将有效提升公司盈利能力和中长期成长能力，公司价值有望得到重新评估。

※大额计提减值后，利润弹性更大。公司对3年以上的应收账款进行全额计提，计提偏谨慎，坏账计提率逐年上升，但坏账损失占资产减值损失比例却在逐步降低。且随着行业景气延续，公司也逐步甩掉“历史包袱”，资产负债表得到持续修复，盈利能力逐步增强。2019年，公司累计计提减值损失12.4亿元，占总营收比例为2.1%，较2018年提升0.4pct。其中，信用减值损失11亿元，远超历史年度减值损失水平（历史均值为5-6亿）。2020Q1，受新冠疫情影响，公司继续执行严格的减值计提政策，2020Q1共计提减值3.2亿元，其中信用减值计提3亿元，合计计提减值损失占营收比例达2.3%，较2019年提升0.2pct。**我们判断，在大额计提减值后，公司资产质量得到进一步夯实，未来几年业绩弹性有望充分释放。**

投资建议：预计2020-2022年，公司将实现营收691/784/867亿元，同比增长16.8%/13.4%/10.7%；归母净利润49/60/68亿元，同比增长34.3%/23.5%/12.8%；对应EPS分别为0.62/0.77/0.86元/股；当前股价（7月1日收盘价）对应PE为9.9/8.0/7.1倍。公司2020年业绩对应PE仅为9.9倍，估值较国内外可比公司仍偏低，考虑到公司效率提升及成长空间打开，当前估值修复空间较大，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：基建地产投资低于预期；竞争加剧毛利率下降风险；混改进度不及预期；海外市场拓展受阻。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收	59176.00	69128.90	78358.58	86737.76
(+/-) (%)	33.25	16.82	13.35	10.69
净利润	3620.57	4862.39	6006.44	6774.88
(+/-) (%)	76.98	34.30	23.53	12.79
EPS(元)	0.46	0.62	0.77	0.86
P/E	13.33	9.92	8.03	7.12

数据来源：wind 方正证券研究所

目录

1	有别于市场的观点.....	7
2	公司介绍：国内起重机绝对龙头，业务逐步多元化.....	8
2.1	背靠徐工集团，业务布局不断多元化.....	8
2.1.1	徐工集团：国内工程机械领军者.....	8
2.1.2	背靠集团，公司业务布局多元化发展.....	9
2.2	起重机为业绩核心来源，毛利贡献 48%.....	10
2.2.1	起重机：业绩核心来源，市占率稳居首位.....	11
2.2.2	桩工机械：水平定向钻和旋挖钻市占率第一.....	12
2.3	借“一带一路”东风，海外布局收获新增长.....	13
2.4	徐工信息拟科创板上市，公司信息化步伐加快.....	15
2.5	复盘：市值仍有较大提升空间.....	17
3	逻辑一：起重机景气望延续，公司市占率稳居首位.....	18
3.1	起重机主要用于基建，行业重回景气.....	18
3.1.1	起重机主要用于基建，客户以央企和国企为主.....	18
3.1.2	行业重回景气，汽车起重机占比最大.....	20
3.2	新增需求有保障叠加更换确定，行业景气仍可延续.....	22
3.2.1	新增需求有保障叠加更新确定，行业景气仍可延续.....	22
3.2.2	行业资本开支逐年减少，龙头产能利用率加快.....	28
3.3	竞争格局：三分天下已定，徐工强势领先.....	29
3.3.1	三分天下已定，集中度不断提升.....	29
3.3.2	市场担忧：徐工高市占率不可持续？.....	29
3.3.3	产品力领先+营销服务补短板，市占率有望再提升.....	30
4	逻辑二：混改提升经营活力，优质资产有望注入.....	33
4.1	混改标杆，示范意义重大.....	33
4.1.1	徐工有限产品系列完备，行业领军者.....	33
4.1.2	混改标杆，示范意义重大.....	34
4.2	公司经营效率较低，混改有望激发活力.....	36
4.3	挖掘机资产或注入，成长空间打开.....	38
4.3.1	徐挖：技术积累雄厚，产销两旺驱动营收快速增长.....	38
4.3.2	挖机行业景气度有望延续，国产品牌强势崛起.....	39
4.3.3	徐挖市占率提升较快，营收有望快速增长.....	40
5	逻辑三：大额计提减值后，利润弹性有望充分释放.....	43
5.1	资产质量优化，历史包袱逐步出清.....	43
5.2	大额计提减值后，利润弹性有望充分释放.....	45
6	盈利预测与投资建议.....	47
7	风险提示.....	48

图表目录

图表 1:	徐工集团发展历程（大事件）	8
图表 2:	徐工集团全球排名第四，稳居国内第一	8
图表 3:	背靠徐工集团，业务布局不断多元化	9
图表 4:	成立之初业务结构单一（1993）	9
图表 5:	当前业务布局多元（2019）	9
图表 6:	背靠徐工集团，业务布局多元化	9
图表 7:	2019 公司营收同比增长 33.25%	10
图表 8:	2019 公司净利润同比增长 76.98%	10
图表 9:	公司营收占比情况（2019）	11
图表 10:	公司毛利占比情况（2019）	11
图表 11:	起重机营收占比最高	11
图表 12:	起重机毛利占比最高	11
图表 13:	起重机营收增速强劲	12
图表 14:	徐工起重机市占率 50%（2018 年）	12
图表 15:	公司起重机毛利率仍有提升空间	12
图表 16:	桩工机械行业销售回暖	13
图表 17:	行业回暖带动桩工机械营收上行	13
图表 18:	公司桩工机械产销情况（台/年，台）	13
图表 19:	徐工水平定向钻市占率 41%（2018 年）	13
图表 20:	徐工旋挖钻机市占率 35%（2018 年）	13
图表 21:	徐工机械国际化进程简介	14
图表 22:	徐工布局“一带一路”，深耕国际市场	14
图表 23:	徐工汇聚“全球智慧”	15
图表 24:	徐工海外拥有 300 多家经销商	15
图表 25:	公司海外营收近年快速增长	15
图表 26:	公司海外营收占比仍有较大提升空间	15
图表 27:	本次增资扩股后，公司仍控股徐工信息	16
图表 28:	徐工信息资产增长较快（百万元）	16
图表 29:	徐工信息利润增长较快（百万元）	16
图表 30:	徐工信息营收主要来自物联网业务（2017 年）	17
图表 31:	公司历史业绩及市值复盘情况	17
图表 32:	最新业绩/2011 年市值高点时业绩	18
图表 33:	最新市值/2011 年市值高点	18
图表 34:	起重机的分类（以徐工产品为例）	19
图表 35:	汽车起重机主要用于大型基建项目	19
图表 36:	履带起重机主要用于电力和石化项目	19
图表 37:	起重机的客户以央企和国企为主	20
图表 38:	历经 5 年低迷期，行业重回景气	20
图表 39:	汽车起重机占比最高	21
图表 40:	汽车起重机吨位以 20-30 吨为主	21
图表 41:	起重机行业历年出口情况	21
图表 42:	出口占比近年先升后降，提升空间较大	21
图表 43:	随车起重机出口占比上升明显	21
图表 44:	起重机需求驱动因素分析	22
图表 45:	2019 年固定资产投资中基建投资占比 33%	23
图表 46:	专项债发行对工程机械的影响机制	23

图表 47:	2020 年专项债同比去年增加 1.6 万亿.....	24
图表 48:	2020 年赤字率目标上调至 3.6% 以上.....	24
图表 49:	2019 年专项债主要用于棚改和土储.....	24
图表 50:	已公布新增专项债主要用于基建类项目.....	24
图表 51:	2020 年新增专项债将拉动基建投资增长 7% 左右.....	25
图表 52:	预计 2020 年房地产开发投资增速 5%.....	25
图表 53:	中国区域小松开工小时数情况.....	26
图表 54:	中国区域历年 5 月开工小时数及同比.....	26
图表 55:	基建投资增速在边际转好.....	26
图表 56:	地产投资增速在边际转好.....	26
图表 57:	2021 年推行“国六”，存量设备淘汰有望加速.....	27
图表 58:	“国三”及以下标准的汽车起重机占比最高（60%）.....	27
图表 59:	2020-2022 年汽车起重机销量 CAGR 为 3.2%.....	27
图表 60:	主要起重机生产企业资本开支处于历史低位（亿元）.....	28
图表 61:	徐工起重机近年产能基本稳定.....	29
图表 62:	徐工起重机产能利用率迅速回升.....	29
图表 63:	起重机三分格局已定（2018）.....	29
图表 64:	市场集中度不断提升.....	29
图表 65:	KC 系列产品一经推出，上市即成爆款.....	30
图表 66:	汽车起重机不同吨位占比（2018）.....	31
图表 67:	汽车起重机分吨位市占率（2018）.....	31
图表 68:	随车起重机不同吨位占比（2018）.....	31
图表 69:	随车起重机分吨位市占率（2018）.....	31
图表 70:	履带起重机不同吨位占比（2018）.....	31
图表 71:	履带起重机分吨位市占率（2018）.....	31
图表 72:	徐工起重机产能优势明显（台/年）.....	32
图表 73:	三家公司不同销售方式占比情况.....	32
图表 74:	销售人员薪酬营收占比对比.....	33
图表 75:	中间商费用营收占比对比.....	33
图表 76:	徐工集团主要资产情况（截至 2019 年 12 月 31 日）.....	33
图表 77:	2019 年徐工有限营收同比+37.66%.....	34
图表 78:	2019 年徐工有限利润大幅增长 131%.....	34
图表 79:	起重机和挖掘机营收占比最高.....	34
图表 80:	起重机和挖掘机毛利占比最高.....	34
图表 81:	“双百行动”聚焦“五突破，一加强”目标.....	35
图表 82:	徐工有限混改时间轴.....	36
图表 83:	主要几家主机厂的实际控制人情况.....	36
图表 84:	公司高管持股比例较低，提升空间较大.....	36
图表 85:	公司人均创利仍有提升空间（万元/人）.....	37
图表 86:	公司 ROE 仍有提升空间.....	37
图表 87:	公司毛利率提升空间较大.....	37
图表 88:	公司净利率提升空间较大.....	37
图表 89:	增资后股权结构示意图.....	38
图表 90:	徐工有限将通过混改展现新的生命力.....	38
图表 91:	徐工有限工程机械资产或注入上市公司.....	38
图表 92:	徐工挖机产销两旺.....	39
图表 93:	徐挖营收快速增长.....	39

图表 94:	徐挖毛利率未来提升空间较大	39
图表 95:	挖机行业景气度仍在继续	40
图表 96:	小挖内销占比逐步提升	40
图表 97:	国产挖机强势崛起	40
图表 98:	主要企业挖机月度市占率	41
图表 99:	徐挖后来居上, 市占率第二	41
图表 100:	展望 2020: 更新需求加速释放, 挖机行业景气仍继续	41
图表 101:	2020-2021 年徐挖销量预测	41
图表 102:	中性假设下 2020 年挖机实现营收 206 亿元	42
图表 103:	全球主要工程机械企业均布局挖掘机业务	43
图表 104:	应收、存货周转率上升	43
图表 105:	总资产周转率加快	43
图表 106:	徐工机械风险敞口近年下降明显 (亿元)	44
图表 107:	公司风险敞口处于中位水平	44
图表 108:	徐工坏账计提充分, 坏账计提率逐步增加	45
图表 109:	公司应收账款计提更谨慎	45
图表 110:	公司坏账计提率较高	45
图表 111:	公司资本开支逐步减少	46
图表 112:	公司毛利率回升明显	46
图表 113:	按揭和融资租赁比例下降明显	46
图表 114:	公司现金流情况转好	46
图表 115:	公司费用率下降明显	46
图表 116:	公司 2019 年大额计提减值	47
图表 117:	公司利润率提升空间仍较大	47
图表 118:	可比国内外公司估值表 (PE)	48
图表 119:	可比国内外公司估值表 (PB)	48

1 有别于市场的观点

一、市场担心徐工起重机市占率可能会下滑

我们的观点：2019年上半年，受公司厂房搬迁影响，导致产能释放不充分，订单存在积压，而彼时行业需求非常好，竞争对手产能爬坡较快，迅速抢占市场，公司市占率有所回落。但2019年下半年以来，公司产能瓶颈解决后，叠加产品和渠道方面不断改善，市占率开始企稳回升，2019年徐工汽车起重机市占率42%左右。从上牌保险数据看，2020年1季度公司汽车起重机市占率在45%左右，行业报表数要低一些，在39%左右，目前公司汽车吊市占率40%左右，公司仍然是坚定按照重新回50%这个目标去努力。**展望2020年，我们认为，徐工起重机优势仍有望保持，市占率仍有提升空间，理由如下：**

①产品：徐工起重机产品质量和技术全谱系领先对手，二手机保值率也远高于竞品。随着公司产能恢复，以及不断推出更多具备性价比的新品，公司份额或继续回升。

②渠道：1) **优势区域难撼动。**公司在全国大部分地区市占率均领先竞品，且优势区域销量占比高(45%)，考虑客户的转换成本等因素影响，优势区域地位短期内难以被竞争对手撼动。2) **营销服务补短板。**公司在营销和服务上较对手投入力度偏弱。但是，随着公司高层对营销和渠道重视程度加大，预计未来在渠道投入和人员配置上力度将加强。3) **激励：**公司对销售人员和经销商的激励力度将加大。

二、市场可能未充分认识混改给公司带来的价值提升

①混改将充分激发公司经营活力，提升盈利水平。1) **管理层面，**徐工有限将完善职业经理人选聘方案，以实现更加市场化的公司运营和管理。2) **决策机制，**集团将引入战投，在决策上国有与民营股东相互制衡，通过股比和董事会席位保证决策，从而使公司的决策机制更加市场化。3) **激励机制，**通过员工持股、利润分享及薪酬激励等手段激励员工业绩和收益的双增长，为徐工的珠峰登顶三步走战略做好铺垫。本次混改受到中央和省委的高度重视，混改力度大、程度深，将充分激发公司经营活力。

②挖机等优质资产或注入，打开成长空间。我们预计本次混改完成后，集团挖机、塔机等优质资产有望注入。据我们保守测算，2020年徐工挖机将实现营收206亿元，一旦挖机等资产注入上市公司，将有效提升公司盈利能力和中长期成长能力，公司价值有望得到重新评估。

③市场对混改带来的价值可能未充分定价。目前公司2020年PE仅为9.9倍，在行业景气延续背景下，公司加大计提夯实资产质量，未来业绩弹性较大；再考虑混改带来的效率提升及成长空间，当前估值水平不仅低于国内外可比公司，也未充分反映此次混改带来的价值提升。参考国内外可比公司估值水平(20年PE均值为14倍)，公司当前估值仍有提升空间，维持“强烈推荐”评级。

2 公司介绍：国内起重机绝对龙头，业务逐步多元化

2.1 背靠徐工集团，业务布局不断多元化

2.1.1 徐工集团：国内工程机械领军者

始于1943，国内工程机械领军者。徐工集团历史悠久，可最早追溯至1943年成立的华兴铁工厂（八路军鲁南第八兵工厂），1957年，徐工成功研制出第一台塔式起重机，开始涉足工程机械行业；1963年，成功研发中国首台5吨汽车起重机，后集团一路经过不断改革探索与变革奋进，已发展成为中国工程机械行业规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团。

图表1：徐工集团发展历程（大事件）



资料来源：徐工集团官网、KHL、方正证券研究所

徐工集团全球排名第四，稳居国内第一。徐工集团自成立以来，始终保持中国工程机械行业排头兵的地位，集团在《2020年全球工程机械制造商50强排行榜》中，以营业总额112亿美元，位列全球第4位，稳居国内工程机械行业首位。

图表2：徐工集团全球排名第四，稳居国内第一

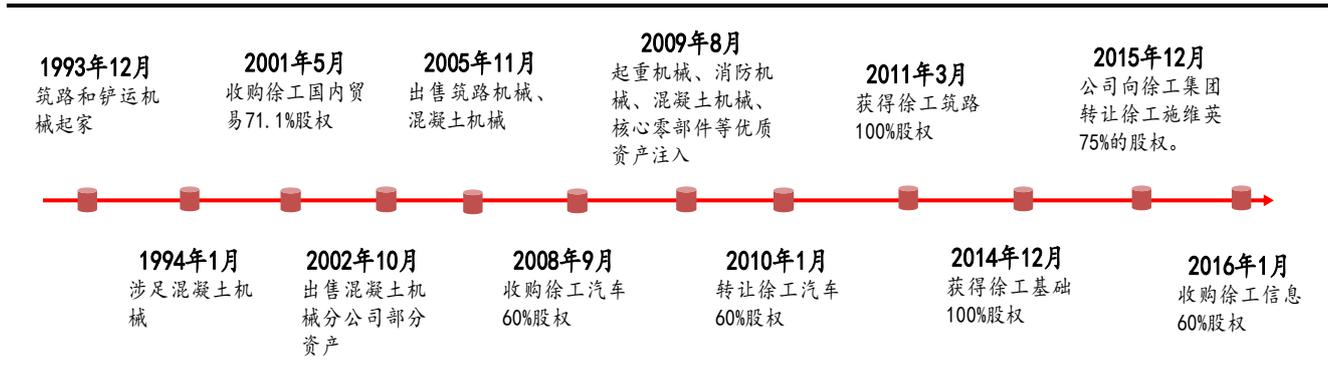
2020	2019	企业	国家	营业额（亿美元）	市占率
1	1	Caterpillar	US	328.82	16.2%
2	2	Komatsu	JP	232.98	11.5%
3	3	John Deere	US	112.20	5.5%
4	6	XCMG**	CN	111.62	5.5%
5	7	Sany**	CN	109.56	5.4%
6	5	Volvo Construction Equipment	SE	93.81	4.6%
7	4	Hitachi Construction Machinery	JP	89.89	4.4%
8	8	Liebherr	DE	85.65	4.2%
9	9	Doosan Infracore	KR	66.89	3.3%
10	13	Zoomlion**	CN	62.70	3.1%

资料来源：英国KHL官网、方正证券研究所

2.1.2 背靠集团，公司业务布局多元化发展

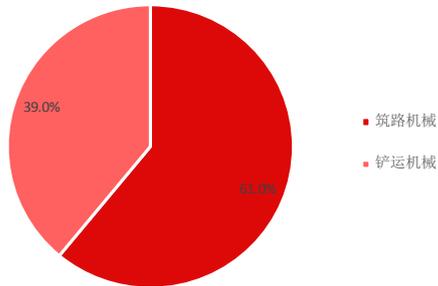
筑路机械和铲运机械起家，业务布局不断多元化。公司是由徐工集团通过定向募集方式，于1993年发起设立的股份有限公司，成立之初，主营生产筑路机械和铲运机械两大业务；1996年，公司在深交所上市；此后，依托于实力强大的徐工集团，公司多次获得集团的优质资产注入，截至2019年，已经发展成为以起重机械、桩工机械和铲运机械为主，多元化布局的工程机械公司。

图表3： 背靠徐工集团，业务布局不断多元化

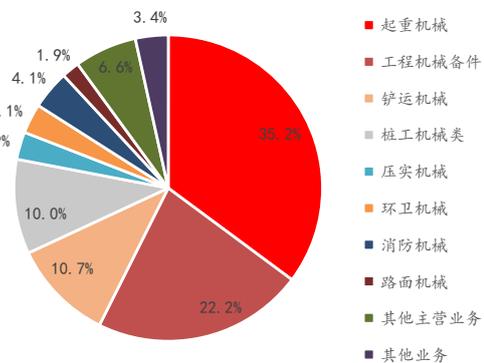


资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表4： 成立之初业务结构单一（1993）



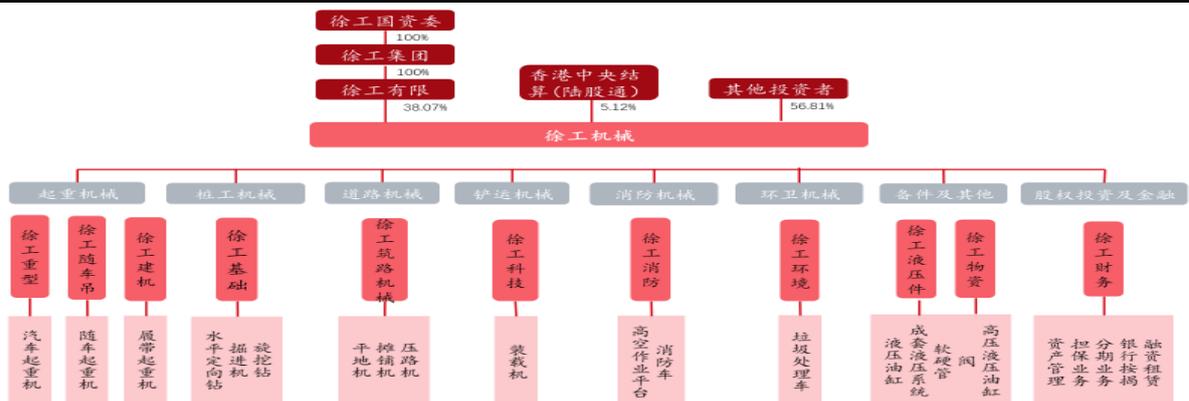
图表5： 当前业务布局多元（2019）



资料来源：Wind、方正证券研究所

资料来源：Wind、方正证券研究所

图表6： 背靠徐工集团，业务布局多元化



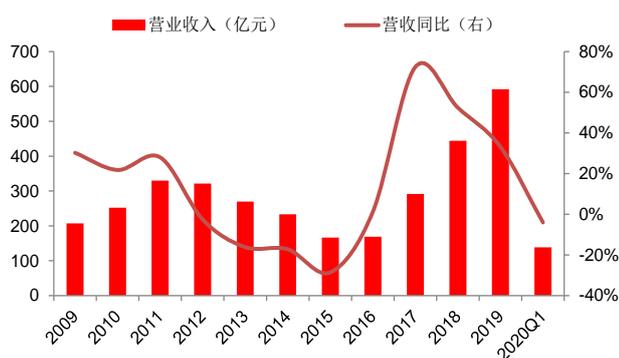
资料来源：公司官网、公司公告、方正证券研究所

公司多种产品市占率第一。依托于徐工集团强大的技术和品牌实力，且受益于集团公司多次向上市公司注入优质资产，公司多种产品在国内市占率均为第一，成为多产品谱系的工程机械排头兵。2019年，公司移动起重机市场占有率稳固保持世界第一，履带式起重机、道路机械压路机、摊铺机、平地机市场占有率稳居国内第一。除三大主机事业部外，公司在新兴板块也打造出众多行业冠军，两钻与双轮铣、隧道掘进机、高空消防车、臂式高空作业平台等产品均位于行业第一。

公司营收利润逐步回暖，2019年均创历史新高。受工程机械行业周期波动影响，公司营收和利润也呈明显周期波动，在2011年达到营收和利润高点后，公司业绩随后经历了4年下滑期。2016年，随着行业逐步复苏，公司营收和利润开始企稳反弹。2019年公司实现营业收入591.76亿元，同比增长33.25%；归母净利润36.21亿元，同比增长76.98%，均创历史新高。系在工程机械行业景气延续及公司主要产品市占率稳中有升共同带动下，营业收入保持较快增长；而在规模效应及报表修复共同作用下，公司利润则表现出更大弹性。

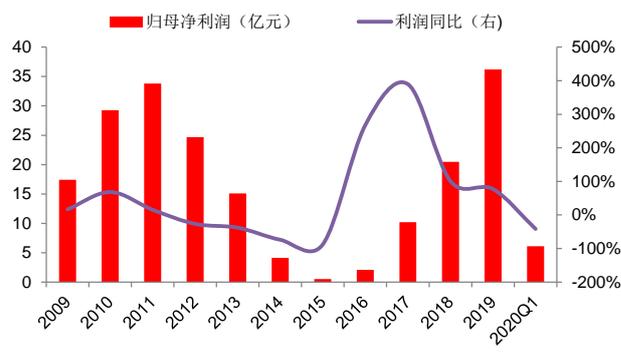
出于谨慎考虑，2020Q1大额计提减值，业绩短期下滑。2020Q1，公司实现营业收入138.46亿元，同比下降3.98%；归母净利润6.11亿元，同比下降41.95%。2020Q1公司业绩出现较大幅度下滑：①受疫情影响，下游项目开工情况受到较大影响；②一季度巴西雷亚尔对美元的贬值导致巴西工厂产生了3个亿左右的汇兑损失；③出于谨慎考虑，公司2020Q1共计提减值3.2亿元，其中信用减值计提3亿元，合计减值损失占营收比例达2.3%，较2019年提升0.2pct。

图表7：2019公司营收同比增长33.25%



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表8：2019公司净利润同比增长76.98%

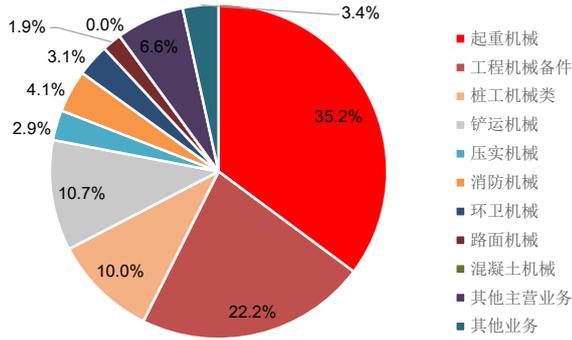


资料来源：Wind、方正证券研究所

2.2 起重机为业绩核心来源，毛利贡献48%

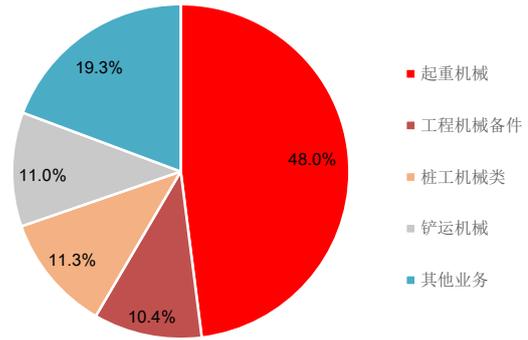
起重机和桩工机械业务贡献主要业绩。从公司2019年营收和毛利构成上看，起重机和桩工机械业务营收占比45.2%，毛利占比59.3%，成为公司业绩的主要来源。其中，起重机毛利占比48.0%，成为公司业绩的最核心来源。

图表9： 公司营收占比情况（2019）



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表10： 公司毛利占比情况（2019）



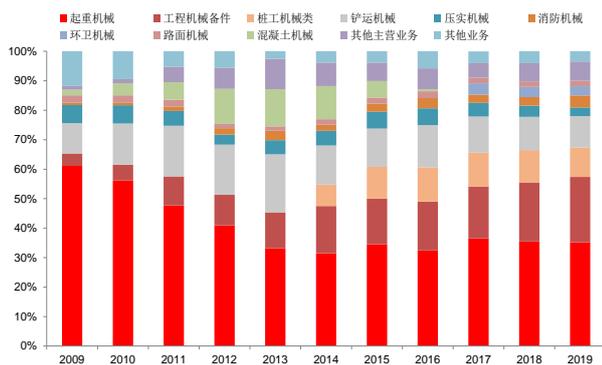
资料来源：Wind、方正证券研究所

注：其他业务是指除列出的4类业务之外的其他

2.2.1 起重机：业绩核心来源，市占率稳居首位

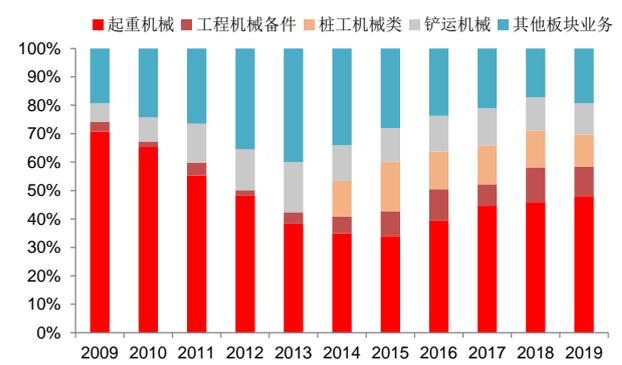
起重机成为业绩的核心来源。自2009年徐工有限将起重机业务注入上市公司后，起重机业务在公司的营收和毛利中占比一直位居首位，成为公司业绩最核心和最稳定的来源。

图表11： 起重机营收占比最高



资料来源：Wind、方正证券研究所

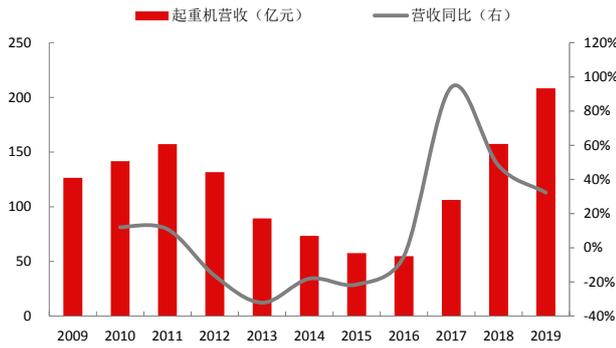
图表12： 起重机毛利占比最高



资料来源：Wind、方正证券研究所

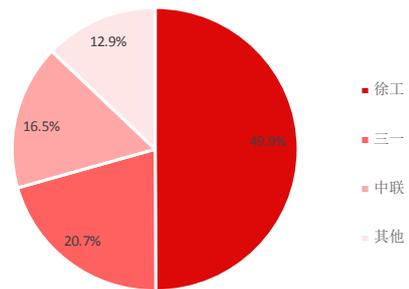
起重机营收增速强劲，市占率近半壁江山。目前公司在产的起重机产品主要包括汽车起重机、履带起重机和随车起重机三大类，主要由旗下子公司徐工重型、徐工建机和徐工随车生产。截至2019年，公司起重机业务实现营收208.3亿元，同比+32.3%，增速仍然强劲。2018年，公司三大类起重机合计销量达24,082台，市占率49.9%。

图表13: 起重机营收增速强劲



资料来源: Wind、方正证券研究所

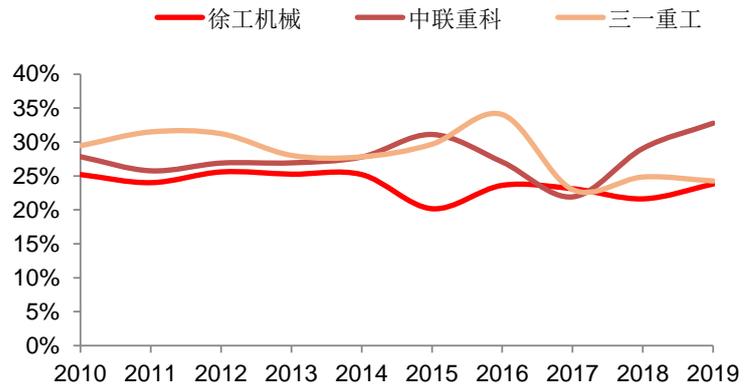
图表14: 徐工起重机市占率 50% (2018 年)



资料来源: 工程机械商贸网、方正证券研究所

徐工起重机毛利率仍有提升空间。中联起重机业务包含塔机, 起重机整体吨位较高; 三一整体起重机吨位也较高, 而徐工汽车起重机主要以中低吨位为主, 且塔机业务不在上市公司体内, 导致公司整体的起重机吨位较低, 而吨位较大的产品毛利率较高, 因此整体看, 公司起重机毛利率较另外两家公司偏低一些。随着公司产品吨位结构逐步提升, 公司毛利率仍有提升空间。

图表15: 公司起重机毛利率仍有提升空间

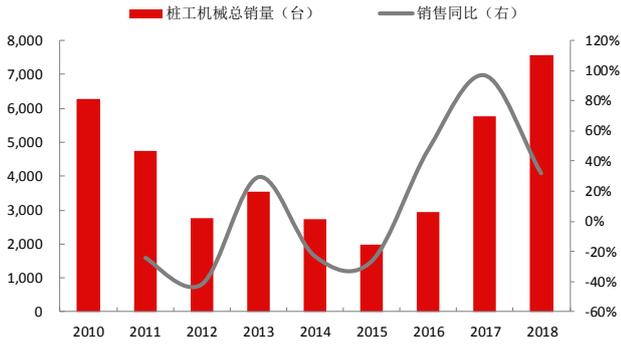


资料来源: Wind、方正证券研究所

2.2.2 桩工机械: 水平定向钻和旋挖钻机市占率第一

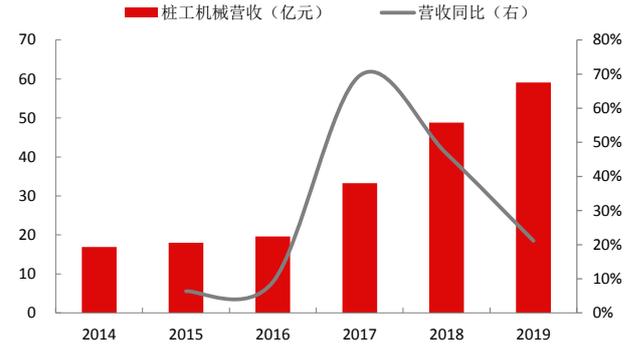
桩工机械是公司第二大业绩来源。桩工机械业务 2014 年从徐工有限转入上市公司, 目前是公司第二大利润来源, 近 3 年营收占比均值 11%、毛利占比均值 13% (毛利贡献第二)。公司该业务的产品主要为水平定向钻和旋挖钻机等, 由下属子公司徐工基础生产。2019 年桩工机械实现营收 59.1 亿元, 同比增长 21%。

图表16: 桩工机械行业销售回暖



资料来源: 中国工程机械工业年鉴、方正证券研究所

图表17: 行业回暖带动桩工机械营收上行



资料来源: 公司公告、方正证券研究所

水平定向钻和旋挖钻机市占率均居行业首位。2017-2019年,公司桩工机械的产销量复合增速分别为20.7%和26.5%,产销量均实现了较快增长。目前,公司桩工机械年产能2975台/年。2018年公司水平定向钻销量1410台,市占率41.08%;旋挖钻机销量1068台,市占率34.62%,均保持行业第一的地位。

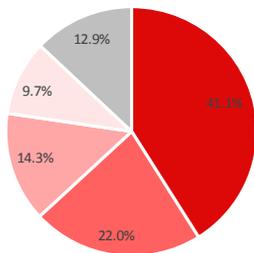
图表18: 公司桩工机械产销情况(台/年,台)

项目	2017年	2018年	2019年
产能	2,650	2,650	2,975
产量	2,025	2,859	2,950
销量	1,972	2,814	3,158
产销率	97.38%	98.43%	107.05%
产能利用率	76.42%	107.89%	99.16%

资料来源: 公司公告、方正证券研究所

图表19: 徐工水平定向钻市占率41%(2018年)

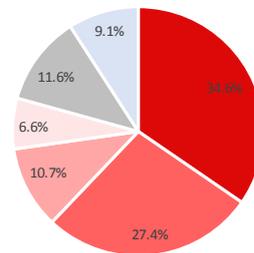
■ 徐工基础 ■ 上海谷登 ■ 深圳钻通 ■ 北京土行孙 ■ 其他



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究所

图表20: 徐工旋挖钻机市占率35%(2018年)

■ 徐工基础 ■ 三一重工 ■ 中联重科 ■ 南车时代 ■ 山河智能 ■ 其他



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究所

2.3 借“一带一路”东风,海外布局收获新增长

徐工机械海外布局较早,渐入收获期。从2008年波兰装配工厂到2012年并购施维英、从2013年成立海外研发中心到2014年成立国际发展部,再到如今徐工品牌出口总额、自营出口双双稳

居行业第一且创多项出口纪录，经过多年的探索实践，徐工机械形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和海外研发“四位一体”的国际化发展模式，海外业务布局完善，将逐步给公司带来业绩增量。

图表21：徐工机械国际化进程简介



资料来源：第一工程机械网、公司官网、方正证券研究所

借“一带一路”东风，深耕国际市场。早在2013年“一带一路”倡议刚刚提出之时，徐工已凭借对市场的敏锐度抢先在乌兹别克斯坦设立合资工厂。随后，徐工一方面结合沿线国家的实际情况，以互利共赢为导向，采取本地设厂、合资共建等方式，与沿线国家共商共建工程机械生产基地，使得生产本地化、销售本地化；另一方面，通过与国内大型工程承包商、海外国家的本土工程承包商联合协作等方式，积极参与沿线国家基础设施建设，以带动工程机械装备出口。与此同时，徐工也在积极携同各方力量构建“一带一路”新生态，“一带一路”沿线国家已成为徐工的海外市场。

图表22：徐工布局“一带一路”，深耕国际市场



资料来源：张涵,孙玥.徐工集团:布局“一带一路”,深耕国际市场[J].中国工业和信息化、方正证券研究

徐工目前拥有3大海外研发中心、15大海外制造基地和KD工厂，汇聚“全球智慧”；海外拥有300多家经销商，产品远销182个国家和地区，连续27年保持中国工程机械出口第一。据国家海关出口数据，2019年，徐工品牌出口和自营出口总额分别领先国内同行3.46亿美元和1.08亿美元，双双稳居行业第一位。

①区域方面，公司在亚太、中亚、非洲等地区持续保持占有率第一，在非洲区、亚太区、中亚区出口占有率分别提升 2.2 个、3.3 个、3.6pct；目前，在“一带一路”沿线 65 个国家中的 35 个国家出口占有率第一。未来，随着“一带一路”相关合作项目的推进，公司的机械设备出口有望直接受益。②产品方面，2019 年徐工汽车起重机、履带起重机、装载机、压路机、平地机、摊铺机、随车起重机、矿山挖掘机保持行业出口第一，塔机、混凝土搅拌车、挖掘机出口额分别同比增长 40%、80%和 98%。

图表 23: 徐工汇聚“全球智慧”



资料来源：公司官网、方正证券研究所

图表 24: 徐工海外拥有 300 多家经销商



资料来源：公司官网、方正证券研究所

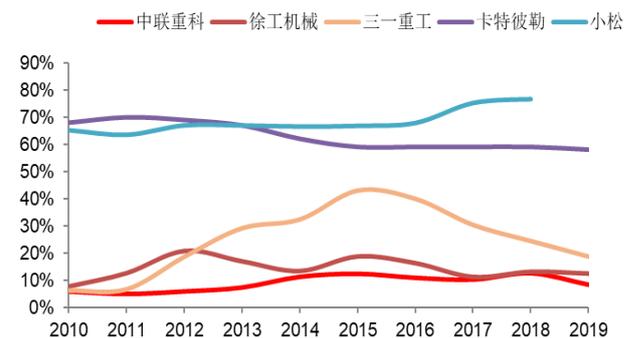
海外营收近年虽快速增长，但占比仍有较大提升空间。近几年，中国制造业巨头借国家“一带一路”倡议的东风，纷纷扬帆出海，公司也紧随“新形势”，加快海外业务拓展，近年公司海外营收增长较快，2019 年实现海外营收 74 亿元，同比增长 26%，占比 13%，但占比相较三一国内公司，以及卡特等国际工程机械龙头，提升空间仍较大。

图表 25: 公司海外营收近年快速增长



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表 26: 公司海外营收占比仍有较大提升空间



资料来源：Wind、方正证券研究所

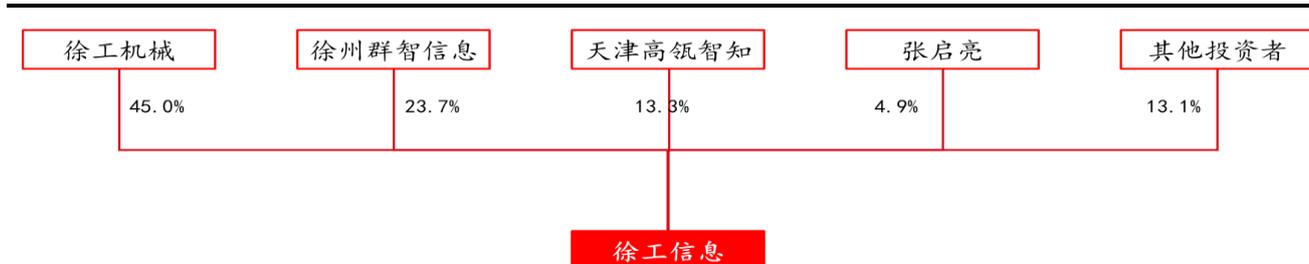
2.4 徐工信息拟科创板上市，公司信息化步伐加快

徐工信息：最懂制造的工业互联网平台。徐工信息是徐工孵化的专业化工业互联网公司，发布了国内首个自主可控的汉云工业互联网平台，拥有深厚的制造业背景和 IoT/IT 技术积累，在工业

互联网、智能制造业务领域务实深耕、做实做透，是最懂制造的工业互联网平台。

公司控股徐工信息，持股比例 45%。公司于 2019 年 12 月 14 号公布，旗下徐工信息完成增资扩股，天津高瓴领投，7 家机构合计投入 3 亿元获得徐工信息 25% 的股权。据此对价计算，徐工信息估值 12 亿元。本次增资扩股后，公司持有徐工信息的股权比例由 60% 降至 45%，但仍为徐工信息控股股东。

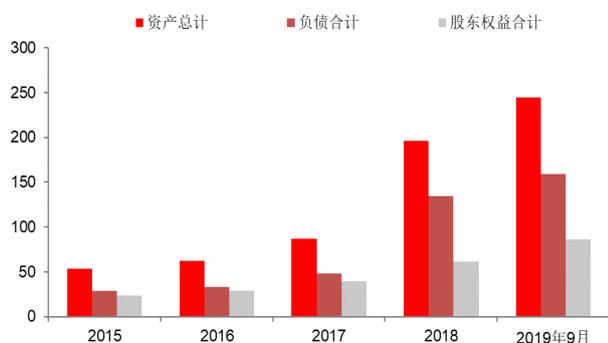
图表27： 本次增资扩股后，公司仍控股徐工信息



资料来源：公司公告、方正证券研究所

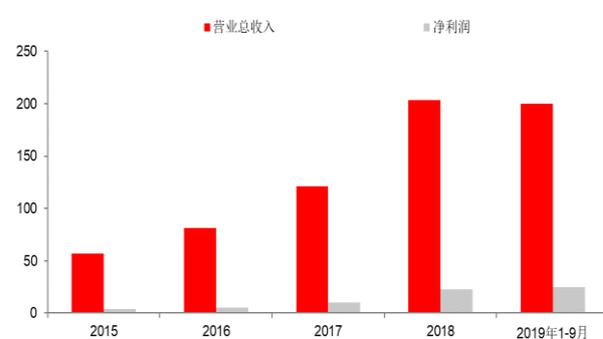
徐工信息资产、营收增长较快。在工业互联网快速发展，以及产品市场份额逐步提升作用下，徐工信息资产和收入较快增长，截至 2019 年 9 月，徐工信息资产总额 2.4 亿元，2019 年 1-9 月实现营收 2 亿元，实现净利润 2441 万元。

图表28： 徐工信息资产增长较快（百万元）



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表29： 徐工信息利润增长较快（百万元）

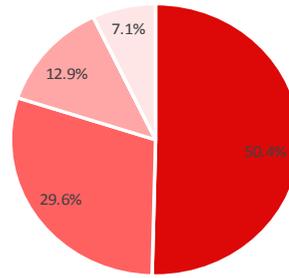


资料来源：公司公告、方正证券研究所

从营收构成看，物联网成为徐工信息营收第一大来源，占比 50.4%，其次是智能制造业务，占比 29.6%。

图表30： 徐工信息营收主要来自物联网业务（2017年）

■ 物联网 ■ 智能制造 ■ 咨询实施 ■ 系统集成



资料来源：公司公告、方正证券研究所

徐工信息拟科创板上市，加快公司信息化步伐。据央广网 2019 年 7 月报道的信息，徐工集团旗下徐工信息将于两年内登陆科创板。我们认为，徐工信息若科创板上市成功，将能更进一步扩充资本实力和整合产业资源，加快公司信息化建设步伐。

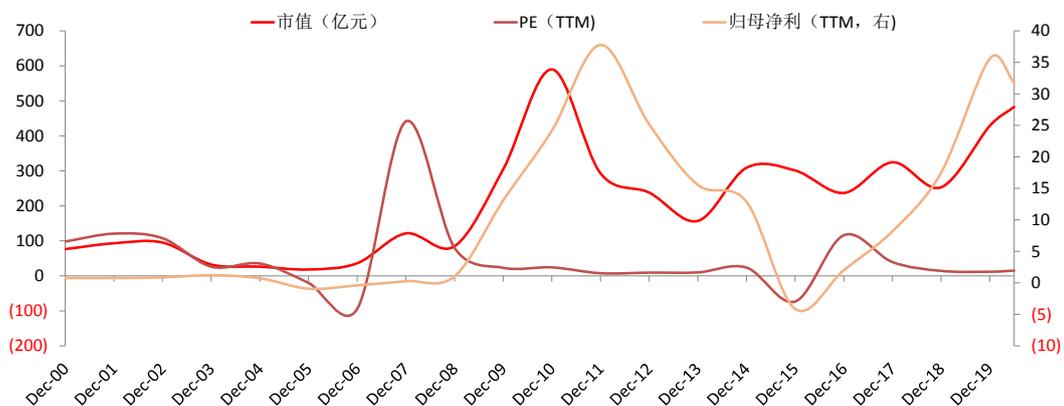
2.5 复盘：市值仍有较大提升空间

2000-今，公司市值历经两次明显上涨。复盘公司历史市场表现，可以发现，2000 年至今，公司市值经历两轮明显上涨阶段：

第一阶段（2009-2010 年）：随着“四万亿”经济刺激计划逐步发力，工程机械行业需求向好，且叠加 2009 年起重机、混凝土机械等核心资产注入上市公司，公司业绩快速提升，驱动市值大幅增长。2008 年末市值仅 85 亿元，2010 年末市值增加至 590 亿元，增长 596%。

第二阶段（2014 年-今）：2013 年底公司市值开始企稳，2015 年公司业绩触底反弹，随后在行业逐步复苏带动下，公司业绩快速回升，市值也逐步上扬。2013 年末公司市值仅 157 亿元，公司最新市值增加至 483 亿元，市值增长 207%。

图表31： 公司历史业绩及市值复盘情况

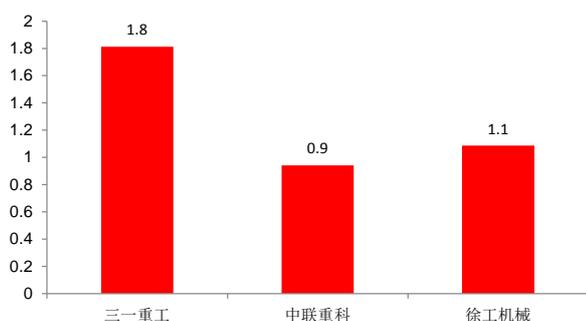


资料来源：Wind、方正证券研究所

注：截至 2020 年 7 月 1 日收盘价

公司市值仍有较大提升空间。截至2020年7月1日，徐工业绩为当时市值高点对应业绩的1.1倍，但市值仅为高点时的72.4%。考虑到本轮工程机械行业复苏主要以更新需求驱动，预计行业复苏时间将更长，目前公司市值较上一轮高点仍有较大差距，我们预计，随着行业景气延续，公司业绩仍将继续增长，市值仍有较大提升空间。

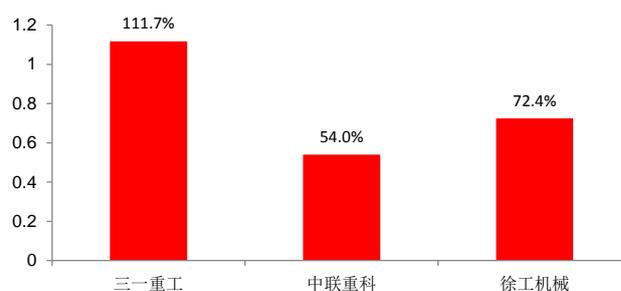
图表32：最新业绩/2011年市值高点时业绩



资料来源：Wind、方正证券研究所

注：业绩指归母净利润（TTM），2020年7月1日收盘价

图表33：最新市值/2011年市值高点



资料来源：Wind、方正证券研究所

注：2020年7月1日收盘价

3 逻辑一：起重机景气望延续，公司市占率稳居首位

3.1 起重机主要用于基建，行业重回景气

3.1.1 起重机主要用于基建，客户以央企和国企为主

起重机外部构造差异明显，不同构造的起重机，其机动性和使用场景有明显差异，因此起重机主要以其构造和机动性来进行划分。我国的工程起重机主要指移动式起重机，产品包括随车起重机、汽车起重机、轮胎起重机、全地面起重机、履带式起重机等。

图表34：起重机的分类（以徐工产品为例）

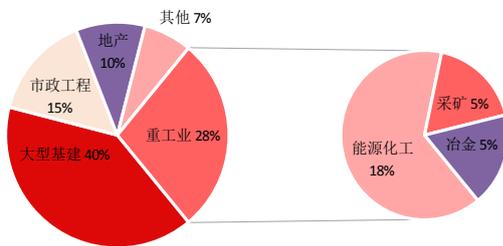
类型		图片	优点	缺点	适用领域
移动式	随车起重机		载重起重双重功能，货物可自装卸	起重小，提升高度低	需要物料转运的场景
	汽车起重机		机动性好，起重范围广	作业角度有限，对地面要求高	大型基建和市政工程
	轮胎起重机		稳定性好，转弯半径小	行驶速度慢，机动性较差	狭小场地内的起重作业
	全地面起重机		兼具汽车起重机和轮胎起重机优势	单台价格较高	适用各类场景
	履带式		起重能力大，接地比压小和爬坡能力强	机动性较弱	大型设备吊装工程
固定式	塔吊等		起升高度高，回转半径大	拆装费时	房地产高层建筑施工

资料来源：公司公告、方正证券研究所

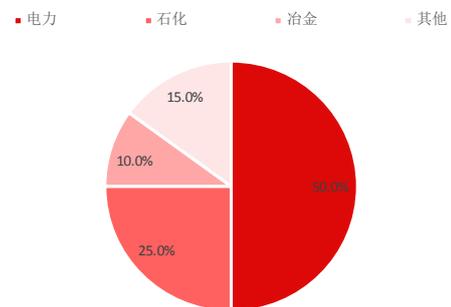
汽车起重机主要用于大型基建和市政工程项目。从汽车起重机的下游应用占比看，其主要用于大型基建工程（40%）和市政工程（15%），在重工业领域汽车起重机也得到广泛应用（28%），尤其是在能源化工领域应用更为普遍。

履带起重机主要用于电力和石化项目。履带起重机是将起重作业部分装在履带底盘上、行走依靠履带装置的流动式起重机，履带起重机由于吨位一般都比较大，在桥梁施工、石油化工、水利水电等行业应用广泛。

图表35：汽车起重机主要用于大型基建项目

资料来源：《行业风险分析报告》¹、方正证券研究

图表36：履带起重机主要用于电力和石化项目



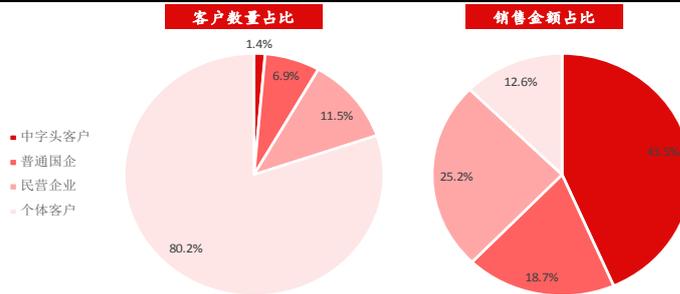
资料来源：《行业风险分析报告》、方正证券研究

起重机的客户以央企和国企为主。从下游客户的数量上看，个体户占比最高，超过8成，其次是民营企业，占比11.5%；但是，由于起重机产品单台价值量较高，从销售金额占比上看，起重机

¹ 指《2015年工程机械行业风险分析报告》

的客户主要是央企和国企，两者合计占比达 62.2%，其次是民企，占比 25.2%，最后才是个体客户，占比 12.6%。

图表37：起重机的客户以央企和国企为主

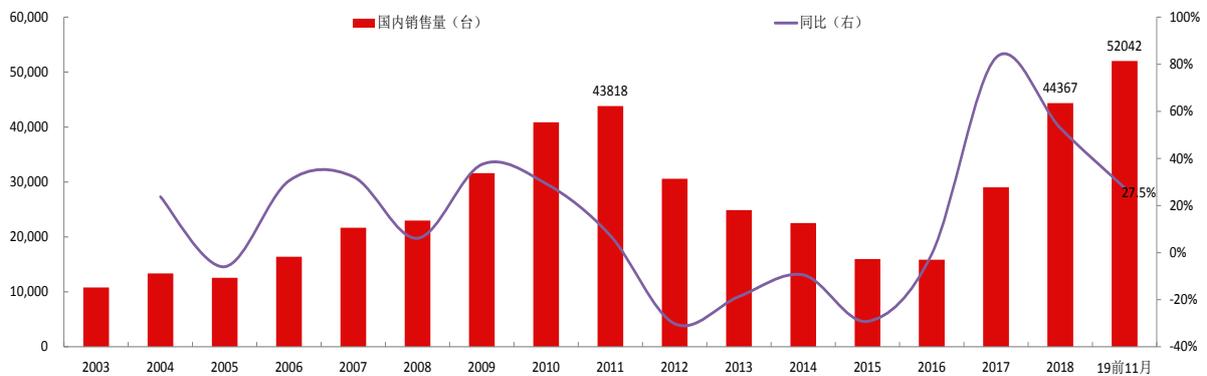


资料来源：《三一起重机公司关系营销策略研究》（2016）、方正证券研究所

3.1.2 行业重回景气，汽车起重机占比最大

历经 5 年低迷期，行业重回景气阶段。起重机下游以基建等为主，受宏观经济波动影响较大，行业在 2011 年达到周期高点后销量逐步下滑，销量连续 5 年负增长，但行业已在 2017 年企稳反弹。2019M1-11，起重机国内销售 52042 台，已超 2018 年全年（44367 台）和 2011 年行业高点（43818 台），同比增速 27.5%，增速虽较 2018 年 52.9% 有所回落，但是仍处于较高水平，行业仍处于景气区间。

图表38：历经 5 年低迷期，行业重回景气

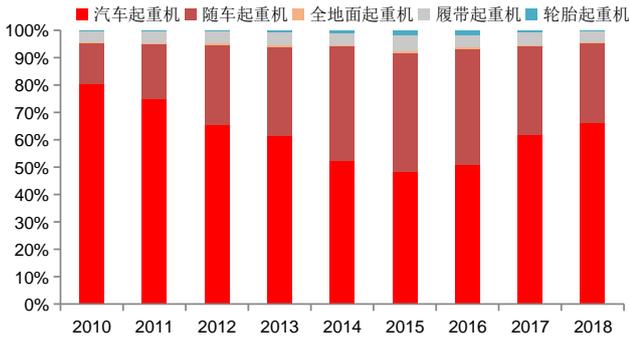


资料来源：中国工程机械工业年鉴等、方正证券研究所

注：指工程起重机销量，为汽车起重机+全地面起重机+履带起重机+随车起重机+轮胎起重机

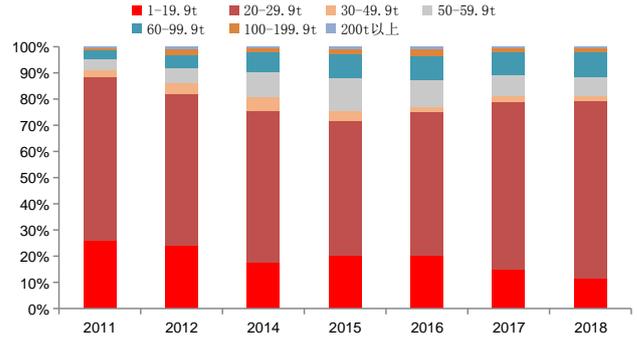
汽车起重机占比最高，吨位以 20-30 吨为主。从产品种类看，国内汽车起重机依旧占据优势地位，2018 年占比 66.3%，同比提升 4.6pct；从产品吨位看，20-30 吨依旧是市场主流，2018 年占比 67%，同比提升 3pct。

图39: 汽车起重机占比最高



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

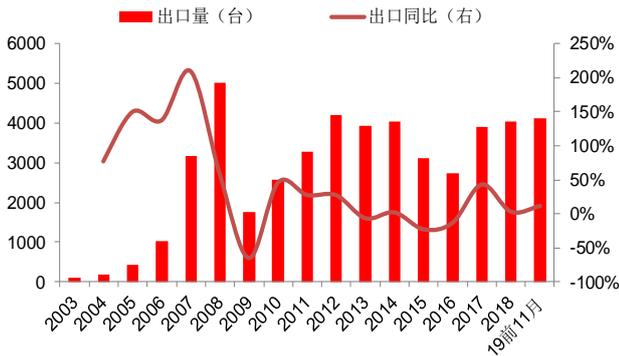
图40: 汽车起重机吨位以 20-30 吨为主



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

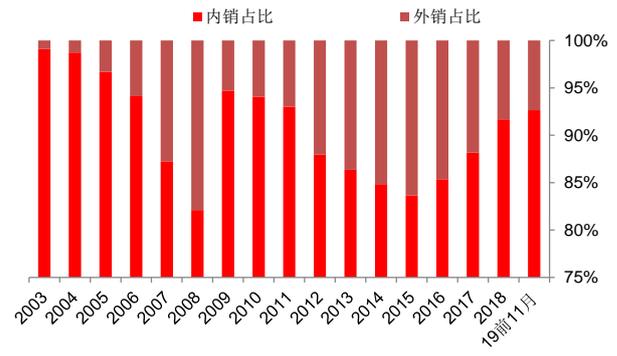
出口占比先升后降，提升空间较大。2011年以来，国内起重机销售下滑幅度高于出口，导致出口占比上升明显，2015年外销占比达近年最高（16%）。但2016年以来，国内销售逐步走出低谷，出口占比逐步下滑。但从长期看，国内工程机械企业海外业务加速拓展是大势所趋，未来起重机出口占比将逐步提升。

图41: 起重机行业历年出口情况



资料来源: 中国工程机械工业年鉴、方正证券研究

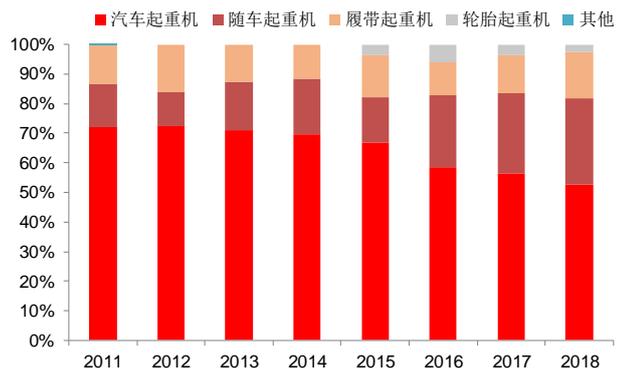
图42: 出口占比近年先升后降，提升空间较大



资料来源: 中国工程机械工业年鉴、方正证券研究

汽车起重机仍是出口主力，但随车起重机占比上升明显。出口当中，汽车起重机依旧是主力，但占比逐年下降；相反，随车起重机出口占比却呈逐年扩张之势，2018年占比近30%，较2011年提高14pct。

图43: 随车起重机出口占比上升明显

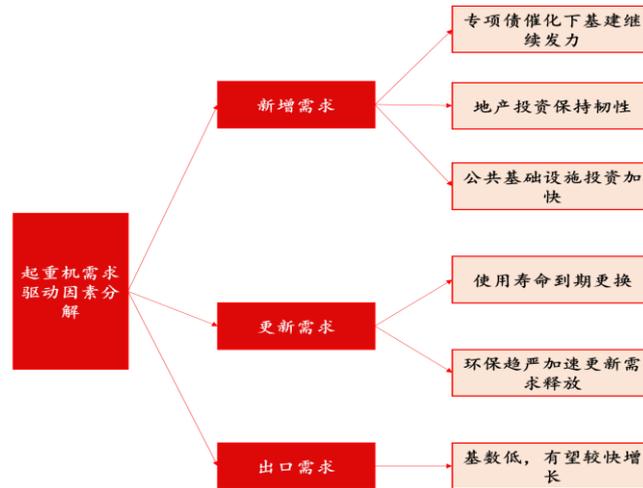


资料来源: 中国工程机械工业年鉴、方正证券研究所

3.2 新增需求有保障叠加更换确定，行业景气仍可延续

基建、地产等扩张+设备更新+出口，驱动起重机销量增长。起重机的需求主要来自三个方面：1) 国内基建、地产等扩张带来的新增需求；2) 设备自然使用到寿命期，叠加环保升级催化下的更新需求；3) 出口需求。

图表44： 起重机需求驱动因素分析



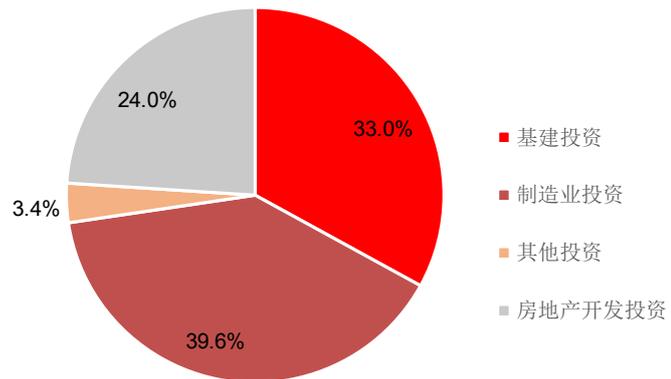
资料来源：方正证券研究所

3.2.1 新增需求有保障叠加更新确定，行业景气仍可延续

（一）新增需求：逆周期政策加码，基建发力、地产保持韧性，新增需求有保障

2020年我国经济仍面临较大压力。疫情影响下，2020Q1我国GDP同比下滑6.8%，虽然3月份以来，国内疫情逐步得到控制，企业复工复产也在有序进行，但随着海外疫情的影响逐步扩散，对全球供应链体系也造成了较大冲击，并导致我国出口承压；关键进口产品受到较大影响，进一步给全年经济增长带来较大压力。虽然2020年政府并没有提出经济增速具体目标，但为了实现全面建成小康社会、保证基本的就业等目标，我们认为经济仍需保持一定增速。而从驱动经济增长的三驾马车看，消费短时间内难以体现出对经济拉动的弹性，且外需仍然承压，带动全年经济增长的任务只能靠固定资产投资拉动来完成，而固定资产投资当中，主要由制造业投资、基建投资和房地产开发投资构成，2019年三者占比分别为40%、33%和24%。而这当中，制造业投资受宏观经济影响，呈现顺周期特性；地产投资由于受到“房住不炒”主基调及其他政策限制，很难出现较大的增长，对固定资产投资的拉动作用也有限；基建投资，成为拉动投资及稳定经济增长的主力。

图表45： 2019年固定资产投资中基建投资占比33%



资料来源：Wind，方正证券研究所

专项债催化剂不断，工程机械设备需求有望延续。专项债对于稳定基建投资，并进一步稳定经济有关键作用，而专项债发行对工程机械的影响链条是：专项债增加→基建投资增速提升→固定资产投资增速提升→带动工程机械设备新增需求。

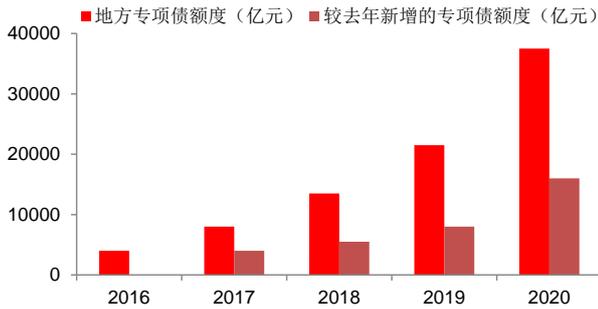
图表46： 专项债发行对工程机械的影响机制



资料来源：方正证券研究所

专项债扩容叠加赤字率上调，有力拉动基建投资。5月22日，国务院总理发布2020年政府工作报告，虽然未提及具体的经济增速目标，但为提振投资，2020年拟安排专项债3.75万亿，比2019年增加1.6万亿元，且专项债资金用于重大项目资本金比例有所放宽，由2019年的20%提升至2020年的25%；2020年赤字率目标上调3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行抗疫特别国债1万亿元，主要用于保民生、促就业、扩大消费和投资等，将对基建投资构成明显的拉动作用。

图表47： 2020年专项债同比去年增加1.6万亿



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表48： 2020年赤字率目标上调至3.6%以上

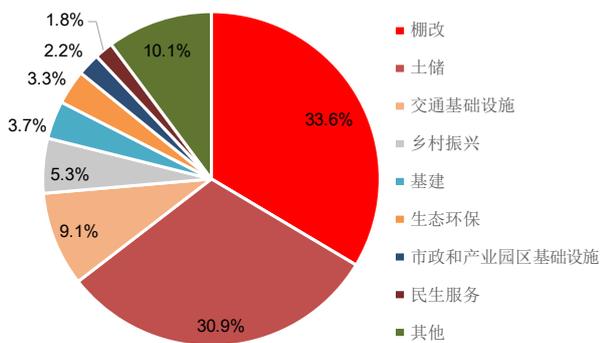


资料来源：Wind、方正证券研究所

2020年发行专项债主要用于基建类项目。截至6月1日，今年已发行专项债券22550亿元，占今年拟发行新增专项债券总规模的60%。从新增专项债投向情况看，2019年主要投向棚改与土储，占比分别为33.6%和30.9%，其次才是投向基础设施建设等领域。由于大量资金投入棚改、土储等项目，对基建类项目产生一定挤出效应，2019年投向基建的金额占比3.7%，投向交通基础设施也仅为9.1%。

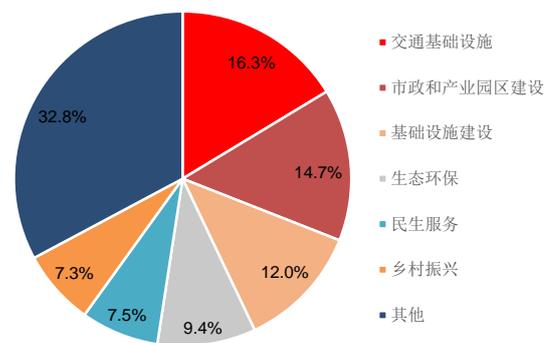
在此背景下，2019年9月国常会明确表明，2020年提前下达的新增专项债不得投向棚改、土储等项目。从目前已公布资金用途的专项债投向情况看，2020年新增专项债主要用于基建领域。其中，交通基础设施、市政和产业园区建设以及基础设施等占比靠前，占比分别为16.3%、14.7%和12.0%。

图表49： 2019年专项债主要用于棚改和土储



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表50： 已公布新增专项债主要用于基建类项目



资料来源：Wind、方正证券研究所

2020年新增专项债将拉动基建投资增长7%左右。2020年拟发行新增专项债3.75万亿，考虑到目前已发行专项债主要投向基建领域，且在国家相关部门强调2020年新增专项债将不得用于土地储备、棚改等领域的背景下，我们预计后续新增专项债将有40%左右用于基建项目（2019全年25%左右）。据方正宏观团队统计，1-2月用作资本金的专项债占比6%左右，且国家也在推动专项债作为资本金的比例提升，我们预计2020新增专项债整体用作资本金的占比将达10%左右。①参考2019年专项债用作资本金的项目情况：1) 资本金中专项债占比50%左右；2) 资本金占项目总投资80%左右，我们测算出用作资本金的专项债对基建

的总拉动金额为 0.52 万亿。②参考 2019 年专项债用作资金来源的项目情况：专项债作为资金来源，在总项目投资中的占比 55% 左右，我们测算出用作资金来源的专项债对基建总的拉动金额为 3.39 万亿。专项债合计对基建的总拉动金额为 3.91 万亿。我们假定这些投资在 2020 年内有 1/3 能落地，则对 2020 年基建投资的拉动率约为 7.2%。

图表51： 2020 年新增专项债将拉动基建投资增长 7%左右

测算项目	金额 (万亿)	
预计 2020 新增专项债	3.75	
其中：	提前下达新增专项债	后续新增专项债
	2.29	1.46
预计投向基建比例	65%	40%
投向基建专项债金额	2.07	
其中：用作资本金专项债 (10%)	0.21	
用作资金来源专项债 (90%)	1.87	
用作资本金专项债拉动作用	0.52	
用作资金来源专项债拉动作用	3.39	
专项债总的拉动作用	3.91	
预计在 2020 年落实的基建投资	1.30	
2019 年基建投资金额	18.21	
专项债对 2020 基建投资的拉动率	7.2%	

资料来源：Wind、方正证券研究所

地产投资仍旧保持韧性，预计全年开发投资增速 5%。随着国内疫情得到有效控制，地产投资增速也在边际转好，2020 年 5 月房地产开发投资额累计同比下降 0.3%，降幅较上月收窄 3pct。据方正地产团队的预测，如果疫情在二季度控制较好，预计 4 月之后地产新开工将会有显著回升，下半年房企会通过赶工的方式来缓解竣工压力，预计全年房地产开发投资增速 5%。

图表52： 预计 2020 年房地产开发投资增速 5%

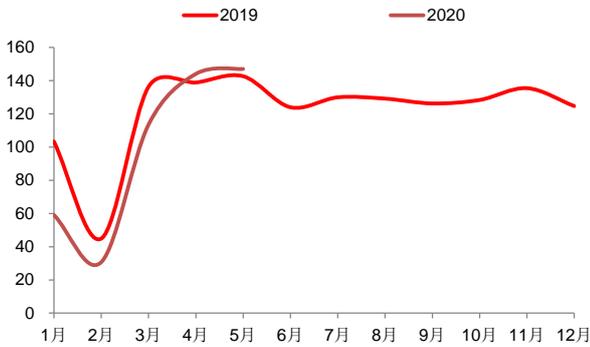


资料来源：Wind、方正证券研究所

下游项目复工逐步恢复，带动设备开工率回升，验证行业需求向好。①项目端：全国大中型重点建设项目基本全部复工。国铁集团 6 月 1 日发文表示，截至目前全国铁路 115 个在建大中型项目

全面复工，累计复工工点超过 8000 个；交通运输部也表示，截至 6 月 22 日在建重点项目复工率达到了 99.84%。②设备端：挖掘机等机械设备的开工率已超去年同期水平。根据小松挖掘机开工小时数数据，5 月中国区域开工小时数达 147 小时（去年同期为 143 小时），同比+3.01%，这也和下游工程进度在加快的情况相吻合。

图表53： 中国区域小松开工小时数情况



资料来源：小松官网、方正证券研究所

图表54： 中国区域历年5月开工小时数及同比



资料来源：小松官网、方正证券研究所

图表55： 基建投资增速在边际转好



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表56： 地产投资增速在边际转好



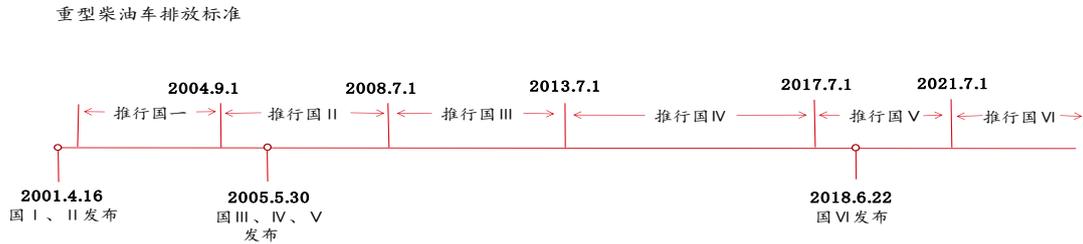
资料来源：Wind、方正证券研究所

综上，我们认为，虽然今年经济并未提出具体增速目标，但在稳就业等目标要求下，经济仍需保持一定的增长。疫情影响下，国内经济下行压力加大，基建投资托底经济作用更加凸显，叠加专项债催化剂，赤字率目标上调 3.6% 以上，基建投资力度有望加强；此外，再考虑到房地产投资仍旧保持韧性，我们认为全年起重机械新增需求有保障。

（二）更新需求：寿命到期更换+环保政策趋严，更新需求确定 2021 年推行国六，存量设备淘汰有望加速。对于起重机械等道路移动机械，2021 年将全面推行“国六”标准，根据我们统计的历年汽车起重机械销售量，结合各排放标准执行的时间计算，目前“国三”及以下标准的设备占比最高（60%）。2021 年将推行“国六”，但从 2019 年开始，“国三”已经开始在加速淘汰。目前徐工、三一、中联、柳工等主要企业均已推出国六起重机械产

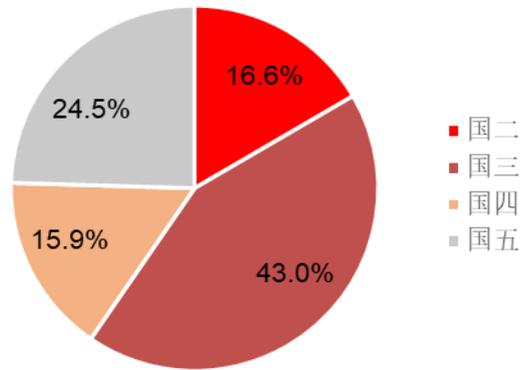
品展开布局,伴随国六标准逐步落地实施,汽车起重机将迎新一轮产品迭代。

图表57: 2021年推行“国六”,存量设备淘汰有望加速



资料来源:中国工程机械工业协会等、方正证券研究所

图表58: “国三”及以下标准的汽车起重机占比最高(60%)



资料来源:中国工程机械工业年鉴等、方正证券研究所

(三) 出口需求:基数低,未来有望较快增长

国内经济增速逐步放缓背景下,很多国内工程机械企业都在加速海外业务布局,特别是像徐工、三一等国内工程机械龙头,海外布局步伐明显加快。随着一带一路等沿线国家相关建设项目逐步推进,未来起重机出口需求较大;考虑到起重机目前出口基数仍较低,我们预计,未来起重机的出口有望较快增长。

(四) 总需求测算:2020-2022年汽车起重机销量CAGR为3.2%
2020-2022年销量CAGR为3.2%。对汽车起重机以上几方面的需求进行综合分析后,我们测算出2020-2022年,我国汽车起重机仍将能维持较高的销量水平,2020年的增速预计为12.4%,三年CAGR为3.2%,行业仍处于景气区间。

关键假设:1) 2020-2022年保有量增速分别为8.0/7.0/6.0%; 2) 2020-2022年出口增速分别为5.0/15.0/15.0%; 3) 起重机的使用寿命为10年,并在第10年开始逐步更新,2年内更新比例分别为40/60%。

图表59: 2020-2022年汽车起重机销量CAGR为3.2%

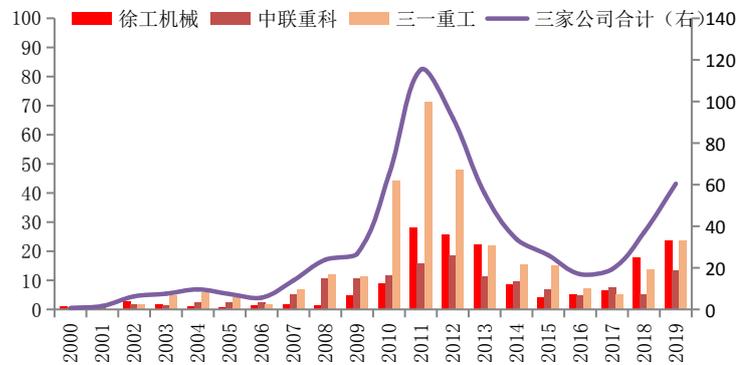
项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内销售量(台)	29,947	39,492	44,618	44,803	42,478
内销YOY	65.4%	31.9%	13.0%	0.4%	-5.2%
更新量(台)	17,580	21,874	26,436	27,621	26,720
保有量增量(台)	12,367	17,618	18,182	17,182	15,758
保有量(台)	209,657	227,275	245,456	262,638	278,397
保有量YOY	6.3%	8.4%	8.0%	7.0%	6.0%
出口量(台)	2,125	2,981	3,130	3,600	4,139
出口YOY	-3.4%	40.3%	5.0%	15.0%	15.0%
销售总量(台)	32,072	42,473	47,748	48,403	46,617
销售YOY	58.0%	32.4%	12.4%	1.4%	-3.7%
新增贡献率	38.6%	41.5%	38.1%	35.5%	33.8%
更新贡献率	54.8%	51.5%	55.4%	57.1%	57.3%
出口贡献	6.6%	7.0%	6.6%	7.4%	8.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：中国工程机械工业年鉴、Wind等、方正证券研究所

3.2.2 行业资本开支逐年减少，龙头产能利用率回升

行业资本开支处于历史较低水平。目前，行业内像徐工、中联及三一等主要起重机生产企业，资本开支均处于历史较低水平，上一次行业资本开支峰值出现在2011年，也正是上一轮行业销量的峰值，可见，在行业一片欢声之时，也是企业扩张最为冲动之际，当然，这也为后面几年行业萧条和较低的产能利用率埋下深深的隐患。

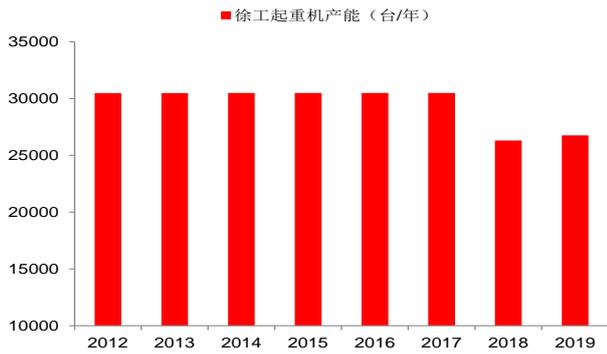
图表60：主要起重机生产企业资本开支处于历史低位（亿元）



资料来源：Wind、方正证券研究所

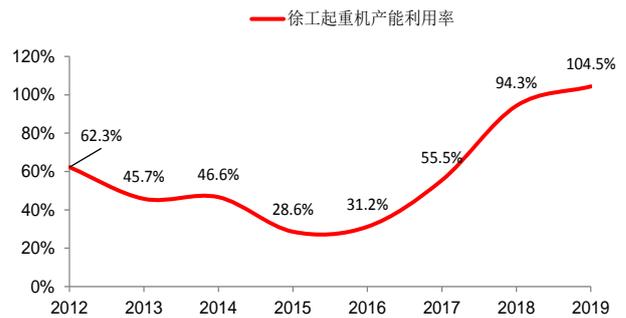
产能扩张约束下，龙头企业产能利用率迅速回升。经历了行业2011年资本开支高峰后，市场需求并未如企业预期乐观，销量在2012年大幅下滑26.2%，增速较2011（8.5%）下滑34.6pct。受销售低迷影响，企业开工动力明显下降，产能利用率经历5年低迷后，2017年随行业销售回暖（同比+77.1%），叠加产能并未扩张，龙头企业产能利用率迅速回升，2019年徐工机械起重机产能利用率已回升至104.5%。

图表61：徐工起重机近年产能基本稳定



资料来源：公司公告、方正证券研究所

图表62：徐工起重机产能利用率迅速回升



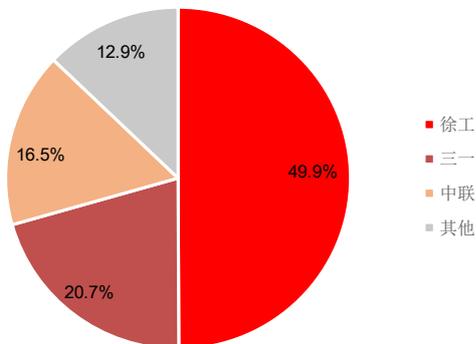
资料来源：公司公告、方正证券研究所

3.3 竞争格局：三分天下已定，徐工强势领先

3.3.1 三分天下已定，集中度不断提升

三分格局已定，市场集中度不断提升。目前起重机市场上基本形成徐工、中联和三一“三分天下”的局面，且市场集中度在不断提升，份额不断往龙头聚集，竞争格局逐步优化，强者恒强效应明显。2018年，CR3占比87.1%，比2006年提升了20.6pct。

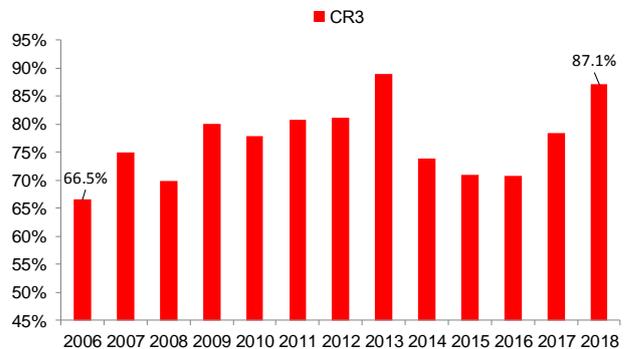
图表63：起重机三分格局已定（2018）



资料来源：工程机械商贸网、方正证券研究所

注：市占率仅统计“汽车+随车+履带”，右同

图表64：市场集中度不断提升



资料来源：工程机械商贸网、方正证券研究所

3.3.2 市场担忧：徐工高市占率不可持续？

受厂房搬迁、加快周转效率、备货量不足等因素影响，徐工汽车吊市占率有所下滑。2019年徐工汽车起重机市占率42%左右，同比2018年（44.6%）下滑近3个pct；从上牌保险数据看，2020年1季度公司汽车起重机市占率在45%左右，行业报表数要低一些，在39%左右，目前已回升至40%左右。我们认为，造成公司市占率下滑的原因有：1) 受厂房搬迁影响，公司产能释放不充分，且考虑到去年为了加快周转效率，公司在库存准备方面相对正常节奏相对有些不足；2) 公司对行业销售的预计偏保守，导致备货量较市场需求量稍显不足，且今年年初因为疫情，湖北区域的供货受到一定影响，所以在2月和3月上旬公司受影响比较

大，但目前已经完全调整过来，产能能够跟上市场的节奏；3) **营销服务及渠道较竞争对手偏弱**。相对而言，三一营销及服务更好，中联销售政策则更加灵活，徐工受制于服务和渠道上的相对劣势，市占率也受到一定影响。

3.3.3 产品力领先+营销服务补短板，市占率有望再提升

针对投资者对于徐工汽车吊市占率能否保持的担心，我们将徐工与三一、中联两家竞争对手在产品和渠道等方面进行对比分析后，认为徐工市占率优势仍有望保持，进一步提升空间仍在，理由如下：

①**产品**：徐工起重机产品质量和技术全谱系领先对手，二手机保值率也远高竞品。随着公司产能逐步恢复，目前排产 2000 台/月左右的计划预计能持续到上半年，且考虑到公司将向市场不断推出更多具备性价比的新品，预计 2020 年市占率有望保持，仍有进一步提升空间。

②**渠道**：1) **优势区域地位难撼动**。公司在全国大部分地区市占率均领先竞品，且在优势区域公司销量占比高（45%），考虑客户的转换成本等因素影响，优势区域地位短期内难以被竞争对手撼动。2) **营销服务补短板**。公司在营销和服务上较对手力度偏弱。但是，随着公司高层对营销和渠道重视程度加大，预计未来在渠道投入和人员配置上力度将加强。3) **激励**：公司对销售人员和经销商的激励力度将加大。

（一）产品层面：产品力领先，新品上市即成爆款

KC 系列兼具 G 系列性能和 K 系列性价比，上市即成爆款。产品线上，以前公司主要做 G 系列高端产品，但为了适应消费者的需要及市场的发展，公司产品线向下延伸至标配产品。2019 年下半年以来，徐工推出多款 KC 系列新品，KC 系列继承了 K 系列的优良血统，各项实用性能对标 G 一代进行全面优化升级，兼具 G 系列性能和 K 系列性价比。产品还没问世，就很快被推崇成了“网红”，新品上市即成爆款。例如，徐工 QY25K5C 上市即成爆款，徐工 QY40KC 也曾一度卖断货。

图表65： KC 系列产品一经推出，上市即成爆款



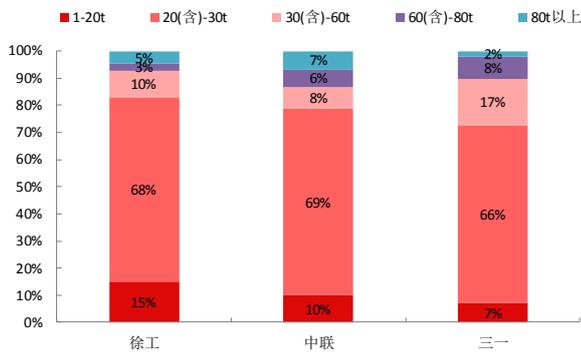
资料来源：公司官网等、方正证券研究所

注：时间为最早上市时间

全型谱机型均具较强竞争优势。徐工汽车吊在全型谱机型上均具有较强竞争优势，虽然在 60-80t 区间市占率不敌对手，但 60-80t 产品在公司起重机产品中销量占比仅 3%，影响相对有限。且考

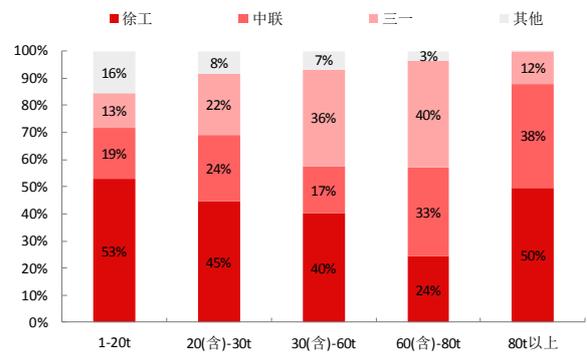
考虑到公司技术和产品仍是行业内领军者,未来这块细分市场市占率有望提升。

图表66: 汽车起重机不同吨位占比(2018)



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

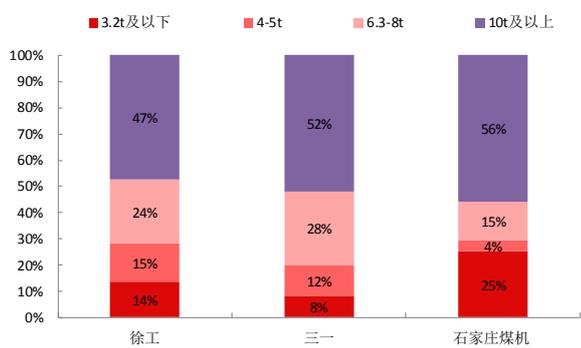
图表67: 汽车起重机分吨位市占率(2018)



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

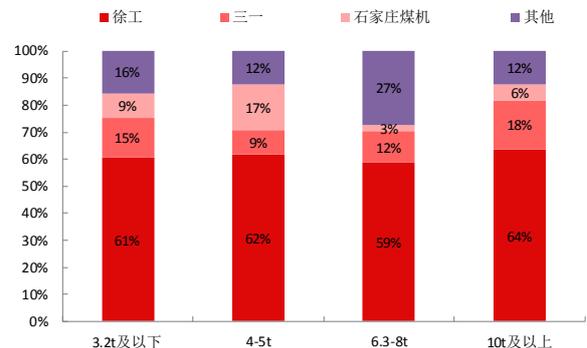
在随车起重机各吨位上,徐工均明显领先对手,龙头优势十分明显,市场地位难以撼动;在履带起重机上,公司市占率优势明显,除100-129t区间外,徐工市占率均高于对手,但考虑到100-129t的产品占比偏低(7%),对公司影响较小。

图表68: 随车起重机不同吨位占比(2018)



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

图表69: 随车起重机分吨位市占率(2018)



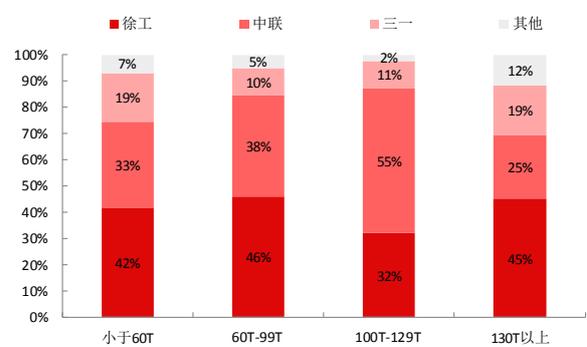
资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

图表70: 履带起重机不同吨位占比(2018)



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

图表71: 履带起重机分吨位市占率(2018)

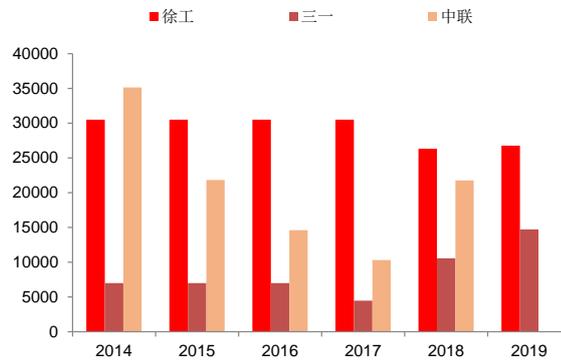


资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

公司产能优势明显,可更灵活调节。从产能上看,徐工起重机产能远超竞争对手。我们认为,徐工具备产能上的优势,在未来激

烈的市场争夺中,能够通过强大的产能基础去获得上游供应商的支持,也能在必要的时候灵活调节产能以适应市场需求的变化。

图表72: 徐工起重机产能优势明显(台/年)

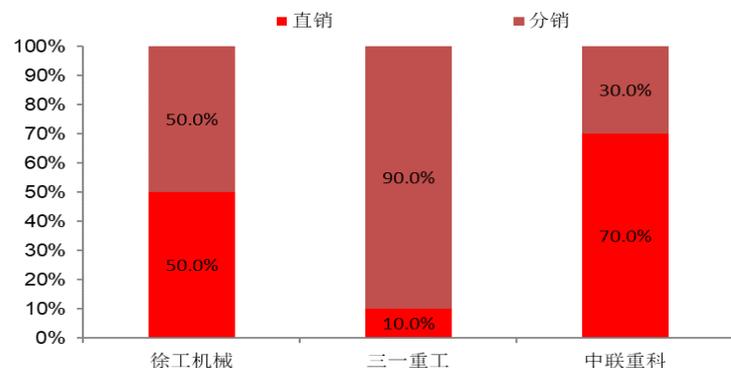


资料来源: 各公司公告、方正证券研究所

(二) 渠道: 优势区域地位难撼动, 但营销和服务提升空间大
优势区域销售占比高, 竞争对手难以撼动。徐工起重机在全国大部分地区均保持销量领先的地位, 仅在广东和宁夏两个区域销量较竞品偏弱。其中, 徐工销售前五的区域为江苏、山东、河北、河南和广东省, 合计销量占其总销量的45%左右, 公司在这些区域已深耕细作多年, 产品和服务深受客户认可。特别是在江苏省, 作为公司发家的大本营, 且工程机械产业链体系完备程度全国少有, 短期内竞争对手要想从这些区域抢占公司市场份额难度非常大。

营销服务补短板, 助力市占率提升。公司高管大多是技术背景, 技术和产品上在行业内处于领先地位, 但是, 相较于三一等竞争对手, 公司市场营销力度仍较弱。目前, 徐工经销占比约50%左右, 三一经销占比最高达90%, 中联经销占比最低, 仅约30%左右。从海外成熟市场经验看, 经销占比提升有利于优化企业的营销和售后服务, 助力企业市场份额的提升。而近两年, 徐工经销比例在逐步上升, 未来, 公司也将加大对经销商渠道的投入力度, 预计公司在营销和服务上的竞争力将进一步提升。

图表73: 三家公司不同销售方式占比情况

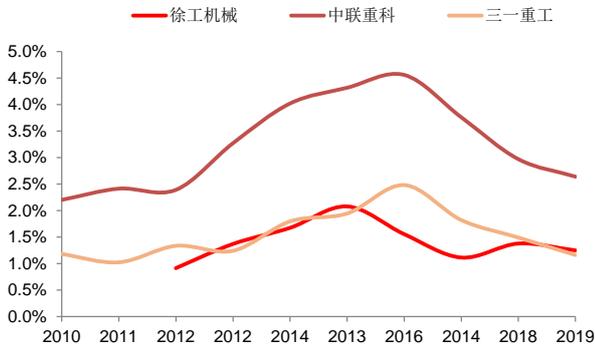


资料来源: 各公司公告、方正证券研究所

公司将加大对销售人员和经销商的激励力度。从销售人员薪酬占营收的比例看, 相较三一和中联, 公司销售人员薪酬占比仍有提

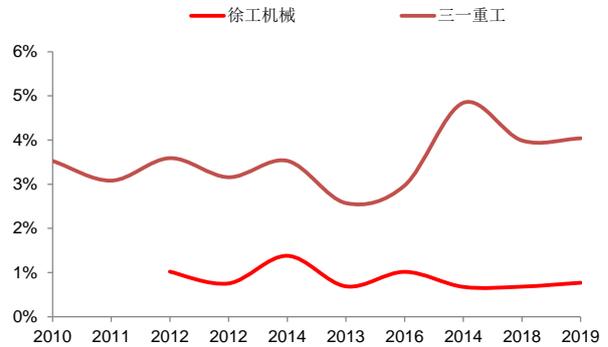
升空间；从中间商费用占营收的比例看，公司对经销商的返利力度也弱于竞争对手三一。但是，公司高层已表示，将提高销售人员的薪酬，加大经销商的激励力度，公司营销渠道短板有望补齐。

图表74： 销售人员薪酬营收占比对比



资料来源：各公司公告、方正证券研究所

图表75： 中间商费用营收占比对比



资料来源：各公司公告、方正证券研究所

4 逻辑二：混改提升经营活力，优质资产有望注入

4.1 混改标杆，示范意义重大

4.1.1 徐工有限产品系列完备，行业领军者

徐工有限是通过债转股方式，由徐工集团与华融、信达、东方、长城四大资产管理公司，以法人持股方式组建于2002年7月28日，2005年8月徐工集团受让四家资管公司持有的48.68%的股份后，徐工有限成为徐工集团全资子公司，徐州市国资委为实际控制人。

产品系列完备，行业地位领先。徐工有限是工程机械行业中产品和系列最齐全的企业之一，旗下产品主要涵盖起重机、挖掘机、铲运机械等，2018年徐工有限的起重机械、筑养路机械以及桩工机械等产品在国内占有率均为第一，行业地位领先。

图表76： 徐工集团主要资产情况（截至2019年12月31日）



资料来源：徐工有限公告、方正证券研究所

徐工有限营收、利润逐步回暖。近年，随着需求逐步恢复及供给收缩，工程机械行业景气度开始回升，徐工有限营收和净利润也

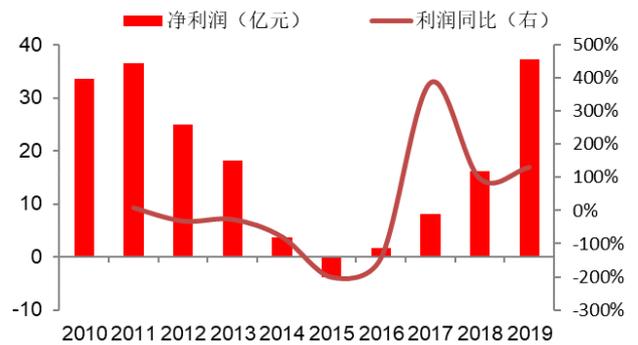
在 2016 年开始转暖，2019 年，徐工有限实现营收 783 亿元，同比增长 37.66%，实现净利润 37.23 亿元，大幅增长 131%。

图表 77： 2019 年徐工有限营收同比+37.66%



资料来源: Wind、方正证券研究所

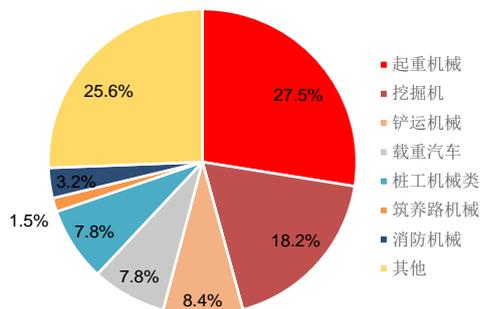
图表 78： 2019 年徐工有限利润大幅增长 131%



资料来源: Wind、方正证券研究所

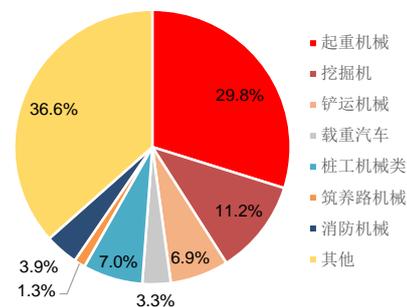
起重机和挖掘机为业绩主要来源。2019 年 12 月，徐工有限起重机营收/毛利占比分别为 27.5/29.8%，占比最高；其次是挖掘机，营收/毛利占比分别为 18.2/11.2%，占比第二，两者合计营收占比 45.8%，毛利占比 41%。

图表 79： 起重机和挖掘机营收占比最高



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表 80： 起重机和挖掘机毛利占比最高

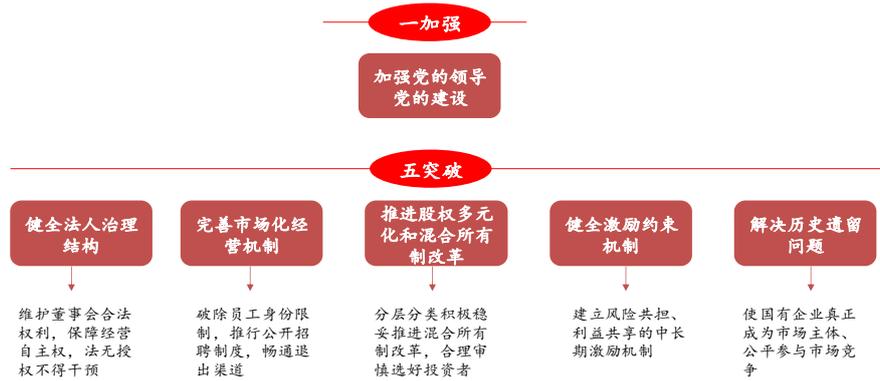


资料来源: Wind、方正证券研究所

4.1.2 混改标杆，示范意义重大

“双百行动”启动，国企改革逐步提速。国企改革“双百行动”于 2018 年 8 月 17 日正式启动，国家力图通过开展“双百行动”，打造一批治理结构完善、经营机制灵活、创新能力和市场竞争力强的国企改革排头兵。

图表81: “双百行动”聚焦“五突破,一加强”目标



资料来源:国资委、方正证券研究所

集团入选“双百行动”,并纳入江苏第一批混改名单,示范意义明显。在国企改革加速纵深推进背景下,徐工集团入选“双百行动”,并纳入江苏第一批混改名单,示范意义明显。徐工混改得到国务院国资委、国家发改委的高度重视,2018年12月17日,国务院国资委在徐工召开混改经验交流会,2019年3月20日,国家发改委又在徐工召开混改经验交流会,两大国家部委都将徐工混改排在地方国企混改第一位,要求徐工混改做成标杆和示范。

徐工有限混改有望2020年内完成。公司2019年7月26日发布公告,控股股东徐工有限混改方案获徐州市国资委审批通过。公司2020年6月24日将混合所有制改革涉及的增资项目在江苏省产权交易所公开挂牌,将通过存量转让和增资扩股方式引入战略投资者。本次增资完成后,公司股东徐工集团和省属某国有独资公司合计持有本次增资后公司股权的比例不低于51%,战略投资者和员工持股平台合计持有本次增资后公司股权的比例不超过49%(其中员工持股平台持股约2%)。在保持国有控股地位前提下,引入优质战略投资者,通过股比和董事会席位保证决策,从而使公司的决策机制更加市场化。本次挂牌终止日期为2020年8月20日,我们预计,徐工有限混改有望在2020年内完成,公司经营管理效率有望得到实质提升。

图表82：徐工有限混改时间轴



资料来源：公司公告、方正证券研究所

4.2 公司经营效率较低，混改有望激发活力

目前公司国资持股比例较高。公司控股股东为徐工有限，持有公司38.11%的股份，实际控制人是徐州市国资委，相较其他几家主机厂，公司目前的国资持股比例偏高。随着公司混改的进一步推进和完成，国资持股比例将明显降低。

图表83：主要几家主机厂的实际控制人情况

公司	市值(亿元)	实控人	实控人性质	实际控制人持股
三一重工	1,639	梁稳根	自然人	24.57%
中联重科	545	无实控人，湖南省国资委持股15.92%	-	-
柳工	95	广西国资委	地方国资委	34.67%
徐工机械	483	徐州市国资委	地方国资委	38.11%

资料来源：Wind、方正证券研究所

注：实际控制人持股比例根据Wind最新披露数据计算，市值为对应2020年7月1日收盘价计算

公司高管持股比例较低，提升空间较大。从高管持股情况看，据2019年报披露，公司高管人数22位，持股高管仅6位，持股人数占比27%，在几个主机厂中占比最低；从高管累计持股比例看，公司也是最低的。目前集团公司正在加速混改进度，公司高管激励力度有望再加强，高管持股比例提升空间较大。

图表84：公司高管持股比例较低，提升空间较大

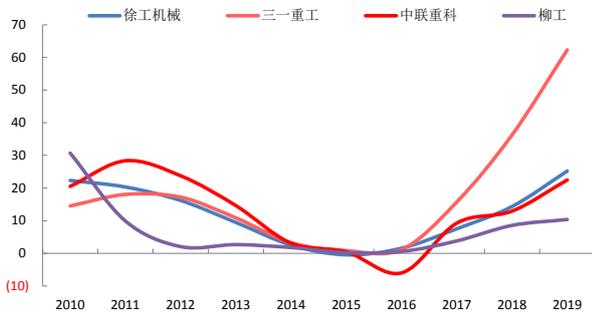
公司	高管人数	持股人数	比例	合计股份(万股)	占总股本数
三一重工	33	18	55%	9936	1.178%
中联重科	23	13	57%	3274	0.416%
柳工	24	13	54%	159	0.108%
徐工机械	22	6	27%	43	0.005%

资料来源：Wind、方正证券研究所

注：数据截至日期为2019年12月31日，三一重工剔除实际控制人梁稳根先生的持股数量

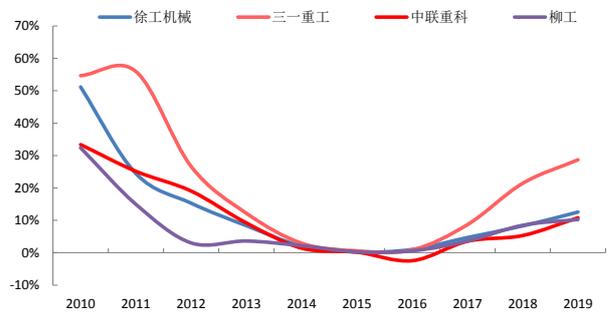
公司盈利能力提升空间较大。相较于可比公司，公司人均创收、盈利能力均较低，随着公司各项成本费用控制措施，以及混改激发经营活力的效果逐步显现，盈利能力有望向可比公司靠拢。

图表85： 公司人均创利仍有提升空间（万元/人）



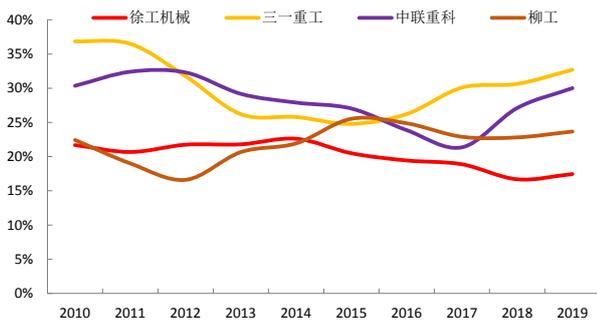
资料来源：Wind、方正证券研究所

图表86： 公司ROE 仍有提升空间



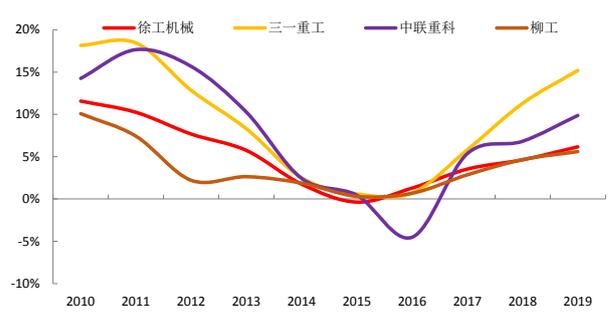
资料来源：Wind、方正证券研究所

图表87： 公司毛利率提升空间较大



资料来源：Wind、方正证券研究所

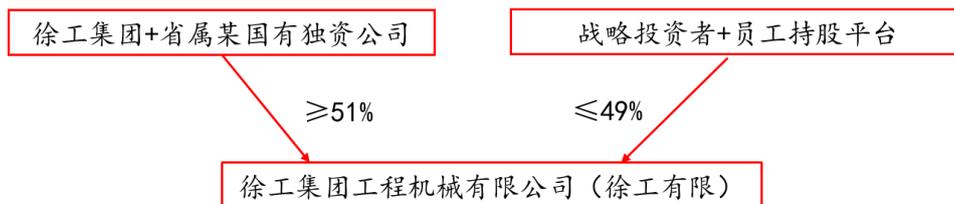
图表88： 公司净利率提升空间较大



资料来源：Wind、方正证券研究所

徐工混改有望从多个层面激发公司经营活力。6月24日，徐工混改正式挂牌，并发布了百亿级的增资公告。据《徐工集团工程机械有限公司增资公告》所示，徐工有限拟向战略投资者、员工持股平台合计募集156.56亿元，对应的持股比例不超过49%。本次控股股东混改，将从多方面激发公司经营活力。①**管理层面**，徐工有限将完善职业经理人选聘方案，以实现更加市场化的公司运营和管理。②**决策机制**，集团将引入战投，在决策上国有与民营股东相互制衡，通过股比和董事会席位保证决策，从而使公司的决策机制更加市场化。③**激励机制层面**，通过员工持股、利润分享及薪酬激励等手段激励员工业绩和收益的双增长，为徐工的珠峰登顶三步走战略做好铺垫。本次混改受到中央和省委的高度重视，混改力度大、程度深，将充分激发公司经营活力。

图表89： 增资后股权结构示意图



资料来源：徐工集团工程机械有限公司增资公告、方正证券研究所

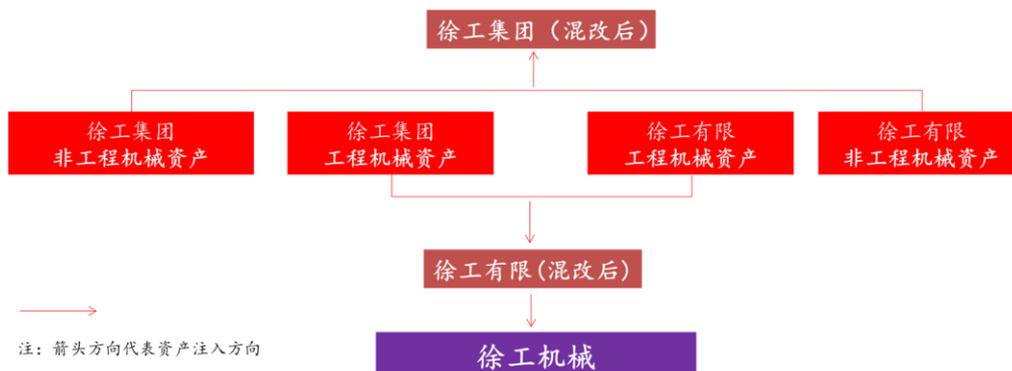
图表90： 徐工有限将通过混改展现新的生命力

管理层面	决策机制	激励机制
<ul style="list-style-type: none"> 职业经理人市场化选聘 	<ul style="list-style-type: none"> 国有优势+民营机制 	<ul style="list-style-type: none"> 员工持股 股权激励 利润分享 薪酬激励

资料来源：方正证券研究所

徐工有限工程机械资产或注入上市公司。根据徐工有限于2020年5月29日发布的公告，徐工有限内部产业划分与资产整合得到徐州市国资委的批复，具体来看共有3家企业无偿由徐工集团划转至徐工有限，同时6家并表企业、4家不并表企业从徐工有限划出。上述资产的无偿划转将工程机械相关产业进一步集中在徐工有限层面，体现出徐工有限作为徐工集团旗下工程机械资产整合平台的功能。我们预计，本次混改完成后，徐工集团旗下工程机械资产将划转给徐工有限，而徐工有限非工程机械资产或将剥离到集团，最终，徐工有限工程机械资产或注入上市公司。

图表91： 徐工有限工程机械资产或注入上市公司



资料来源：方正证券研究所

4.3 挖掘机资产或注入，成长空间打开

4.3.1 徐挖：技术积累雄厚，产销两旺驱动营收快速增长

徐挖技术积累雄厚，产品谱系完整，核心零部件自给率有所提升。徐工集团挖掘机业务起源于1994年与卡特彼勒共同成立的合资

公司，2008 成立徐工挖机后，集团挖掘机业务发展迅猛，现已构建了完整的产品谱系，技术实力也得到了市场认可。目前，公司挖机产品型号已全面覆盖从 1.5 吨到国内最大 400 吨液压挖掘机，以及从 40 吨到全球最大 400 吨矿用自卸车两大类、全系列产品，其中 400 吨液压挖掘机和 400 吨矿用自卸车填补了国内和国际市场空白。在 70 吨级以上的大型挖掘机市场，公司优势显现。在挖掘机零部件方面，2019 年公司自主突破的小挖液压主阀年配套超过 3,000 台、中挖主阀正加快推进产业化、大挖主阀完成装机, 300 和 700 吨矿挖“四轮一带”完成首台套装配，核心零部件自给率有所提升。

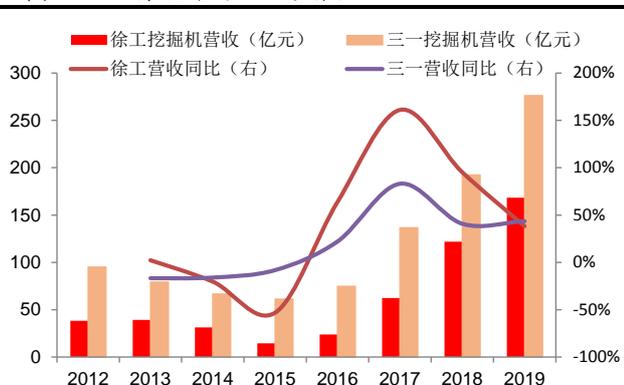
产销两旺驱动挖掘机营收快速增长，毛利率水平有望进一步提升。近年，徐工挖机产能提升较快，从 2016 年 1 万台/年提升至 2020 年 3 月的 2.6 万台/年，2016-2019 年挖掘机销量复合增速达 89.8%，驱动挖掘机营收快速增长。从毛利率水平上看，前期出于快速扩大市场份额的目的，压低了挖机的盈利能力以换取销量的快速增长，毛利率水平并不高。随着徐工挖机产品认可度及竞争力的进一步提升，叠加核心零部件自给率提高、公司管理机制及营销渠道进一步优化等利好因素，挖机毛利率水平有望得到进一步提升，盈利能力将逐步释放。

图表 92：徐工挖机产销两旺

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
产能	10,000	20,000	26,000	26,000	26,000
产量	6,521	16,904	25,728	33,897	10,322
销量	5,129	12,367	25,613	35,069	11,733
产销率	89.20%	73.16%	99.55%	103.46%	113.67%
产能利用率	55.53%	84.52%	98.95%	130.37%	39.70%

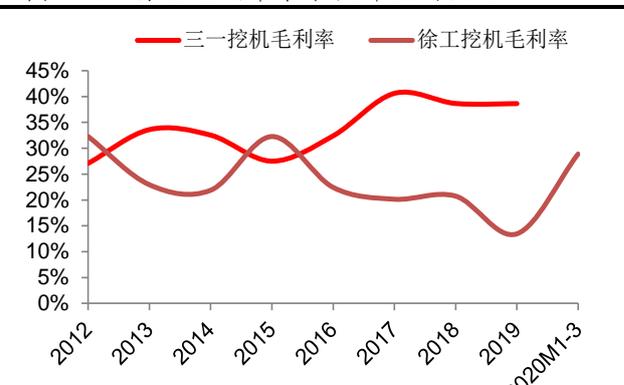
资料来源：徐工有限公告、方正证券研究所

图表 93：徐挖营收快速增长



资料来源：公司公告、Wind、方正证券研究所

图表 94：徐挖毛利率未来提升空间较大



资料来源：徐工有限公告、Wind、方正证券研究所

4.3.2 挖机行业景气度有望延续，国产品牌强势崛起

从销量看，行业景气度仍在继续。挖掘机行业在经历 2012-2015 年 4 年的调整之后，销量在 2016 年开始复苏，目前行业仍处于景气阶段，2020M1-5 挖掘机累计销量 14.58 万台，同比涨幅为 19.4%。其中，内销 13.42 万台，同比增长 19.3%；出口 1.16 万台，同比增长 20.7%。

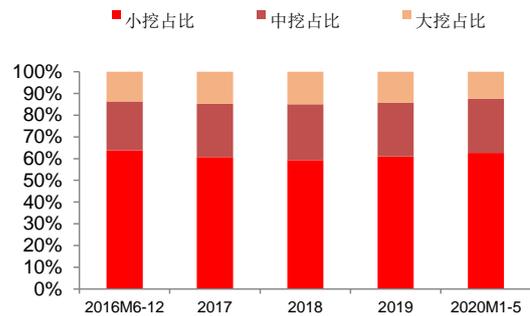
从结构上看，国内挖机销量中，小挖占比逐渐提高。从国内销量来看，小挖占比由 2018 年 59% 上升至 2020M1-5 的 63%，中挖占比由 26% 下降至 25%，大挖占比由 15% 下降至 12%，可见近年来随着机器替人程度加深以及下游投资增速放缓，小挖占比逐步提升。

图表95：挖机行业景气度仍在继续



资料来源：中国工程机械工业协会、方正证券研究

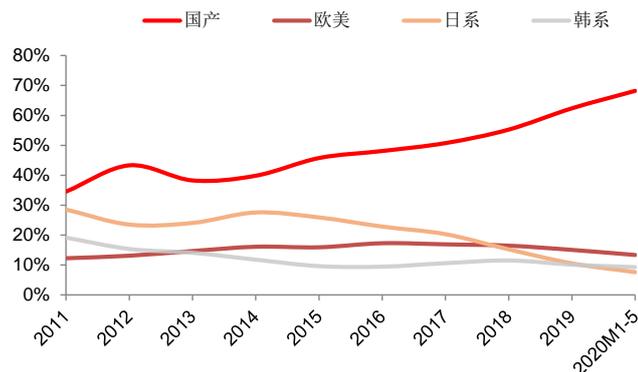
图表96：小挖内销占比逐步提升



资料来源：中国工程机械工业协会、方正证券研究

国产强势崛起，外资品牌一路下行。从地区品牌的市占率上看，国产市占率依旧表现亮眼，一路高歌猛进，截至 2020 年 5 月国产市占率已达 68.2%，而日系和韩系市占率则下滑明显，分别从 2011 年 28.6% 和 19.1%，下滑至 2020 年 5 月的 7.6% 和 9.3%。

图表97：国产挖机强势崛起

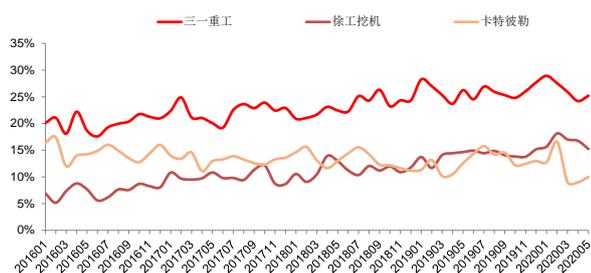


资料来源：中国工程机械工业协会、方正证券研究所

4.3.3 徐挖市占率提升较快，营收有望快速增长

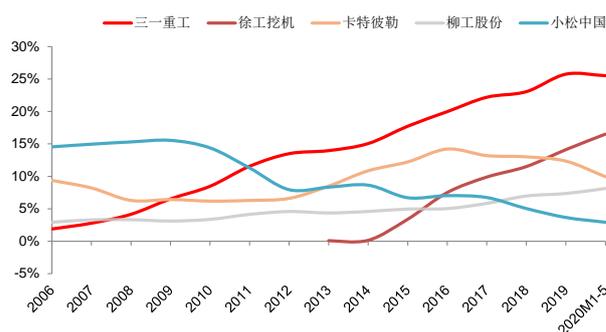
徐挖后来居上，市占率迅速提升。借势本轮挖掘机行业景气度回升，并依托于集团积累的雄厚技术、渠道和核心零部件储备等方面的优势，徐挖近年产能和销量提升都很快，市场占有率位居行业第二，2020M1-5 累计占比 16.5%，仅次于三一（25.5%）。

图表98: 主要企业挖机月度市占率



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

图表99: 徐挖后来居上, 市占率第二



资料来源: 中国工程机械工业协会、方正证券研究

2020年工程机械行业景气有望延续。逆周期调节背景下, 工程机械最主要的两个下游应用领域, 基建在2020年有望回升至较高水平个位数增长, 地产投资保持韧性, 行业新增需求有支撑, 叠加更新需求加速释放, 工程机械行业景气有望延续。

图表100: 展望2020: 更新需求加速释放, 挖机行业景气仍继续

项目	2018A	2019A	2020E	2021E
国内保有量	1,372,756	1,448,754	1,557,411	1,666,429
增长率	-	5.5%	7.5%	7.0%
(1)保有增量	76,281	75,998	108,657	109,019
(2)更新量	108,090	133,079	132,829	119,348
1.国内销量((1)+(2))	184,371	209,077	241,486	228,367
YOY		13.4%	15.5%	-5.4%
2.出口销量	19,093	26,616	27,947	34,934
YOY		39.4%	5.0%	25.0%
总销量(1+2)	203,464	235,693	269,432	263,300
YOY		15.8%	14.3%	-2.3%
更新贡献率	53.1%	56.5%	49.3%	45.3%
新增贡献率	37.5%	32.2%	40.3%	41.4%
出口贡献	9.4%	11.3%	10.4%	13.3%

资料来源: 中国工程机械工业协会等、方正证券研究所

2020-2021年, 预计徐挖销量同比增长22.4%/4.2%。在国内品牌竞争优势逐步提高, 市场份额向龙头聚集背景下, 依托于徐工集团强大的技术实力和品牌影响力, 我们预计徐挖市占率将进一步提升, 中性情景下, 我们假定2020-2021年, 徐工集团挖掘机的市占率分别提升1.0/1.0pct, 则2020-2021年, 我们预计徐工集团挖掘机的销量分别为40743/42449台, 同比增长22.4%/4.2%。

图表101: 2020-2021年徐挖销量预测

情景	指标	2019A	2020E	2021E
乐观	市占率提升	2.61%	2.00%	2.00%
	销售同比增长	42.14%	30.50%	9.85%
中性	市占率提升	2.61%	1.00%	1.00%
	销售同比增长	42.14%	22.41%	4.19%
悲观	市占率提升	2.61%	0.00%	0.00%
	销售同比增长	42.14%	14.31%	-2.28%

资料来源：方正证券研究所

在中性销售假设下，且保守假定公司挖机均价不变，即我们保守假定 2020-2021 年徐工挖机营收增速等于销量增速，则 2020 年徐工挖机将实现营收 206 亿元。

图表102： 中性假设下 2020 年挖机实现营收 206 亿元

项目	2019A	2020E	2021E
行业销量（台）	235,693	269,432	263,300
销量同比	15.87%	14.31%	-2.28%
徐挖市占率	14.12%	15.12%	16.12%
徐挖销量（台）	33,284	40,743	42,449
销量同比	42.14%	22.41%	4.19%
营收同比	38.14%	22.41%	4.19%
挖机资产营收（亿元）	168.27	205.98	214.60

资料来源：公司公告、中国工程机械工业协会、方正证券研究所

从全球主要工程机械企业的业务布局看，不难发现以挖掘机为主的土石方机械始终是国际工程机械巨头的重中之重，包括卡特彼勒、小松和沃尔沃在内的工程机械巨头均有挖掘机业务，其重要性可见一斑。控股股东徐工有限混改大幕已拉开，而公司作为徐工有限旗下唯一的工程机械资产整合上市平台，在集团加速推进国际化，提高国际竞争力背景下，我们认为，挖机资产注入上市公司，对内不仅符合集团混改整合优质资产提升效率的需求，更是集团对外加速海外业务布局，提升国际影响力和竞争力的必然选择。

图表103： 全球主要工程机械企业均布局挖掘机业务

	卡特	小松	沃尔沃	特雷克斯	CNH	约翰迪尔	JCB	利勃海尔	斗山
装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挖掘机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
推土机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
平地机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
自卸车	●	●	●	●	●	●	●	●	●
压路机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
摊铺机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
铣刨机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
挖掘装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
滑移装载机	●	●	●	●	●	●	●	●	●
起重机								●	●
混凝土设备								●	●
叉车		●					●		●
伸缩臂叉车	●				●		●		
隧道机械	●				●				
矿用机械	●	●		●				●	

资料来源：方正证券研究所

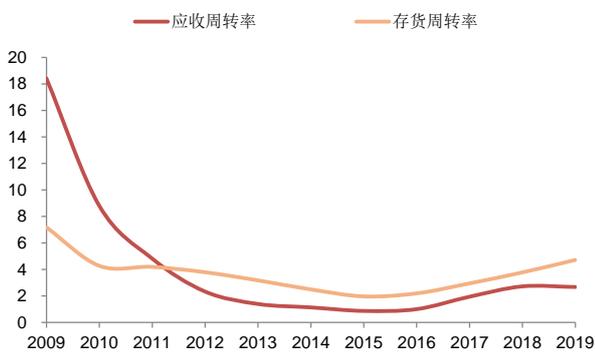
若挖掘机资产注入，将改善公司盈利能力，成长空间打开。随着行业景气延续、集团混改有序推进及国际化步伐加快，叠加徐工挖掘机市场地位逐步巩固，我们预计集团挖机资产注入上市公司的可能性将增大。而挖机作为工程机械价值量第一的品类，无论市场规模还是利润率均高于公司现有起重机业务。如果挖机资产注入上市公司，将有效提升公司盈利能力和中长期成长能力，公司价值有望得到重新评估。

5 逻辑三：大额计提减值后，利润弹性有望充分释放

5.1 资产质量优化，历史包袱逐步出清

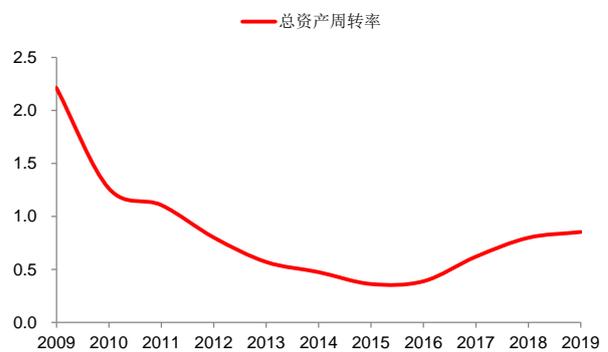
应收、存货周转加快，资产利用效率提升。随着公司营收逐步回暖，以及公司主动改善经营质量，应收和存货的周转在加快，并进一步带动公司整体的资产利用效率提高，总资产周转率加快。

图表104： 应收、存货周转率上升



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表105： 总资产周转率加快



资料来源：Wind、方正证券研究所

表外风险出清，风险敞口明显下降。我们用公司按揭贷款余额、融资租赁回购以及第三方融资租赁担保金额之和，作为衡量公司表外或有负债的情况；在或有负债的基础上，再把应收账款原值加回作为当期公司风险暴露的衡量指标，并将其和营收的比值作为公司当期风险敞口大小的度量指标。从2016年开始，公司的

风险敞口开始逐年回落，由 2015 年高点 180.6% 回落至 2019 年 72.7%。

图表106： 徐工机械风险敞口近年下降明显（亿元）

年份	按揭贷款 余额	融资租赁 回购	第三方融资 租赁担保	或有负债	应收账款 (原值)	营收	风险敞口
2010	36.9			36.9	42.0	252.14	31.3%
2011	39.0			39.0	102.4	329.71	42.9%
2012	26.9			26.9	187.1	321.32	66.6%
2013	20.2	7.2		27.4	221.9	269.95	92.3%
2014	28.8	39.2	112.5	180.5	222.0	233.06	172.7%
2015	13.4	30.4	59.5	103.3	197.6	166.58	180.6%
2016	16.5	32.3	33.8	82.6	175.8	168.91	152.9%
2017	32.7	36.5	31.1	100.3	168.4	291.31	92.3%
2018	38.7	40.7	46.0	125.4	206.7	444.10	74.8%
2019	29.62	60.61	46.04	136.3	293.90	591.76	72.7%

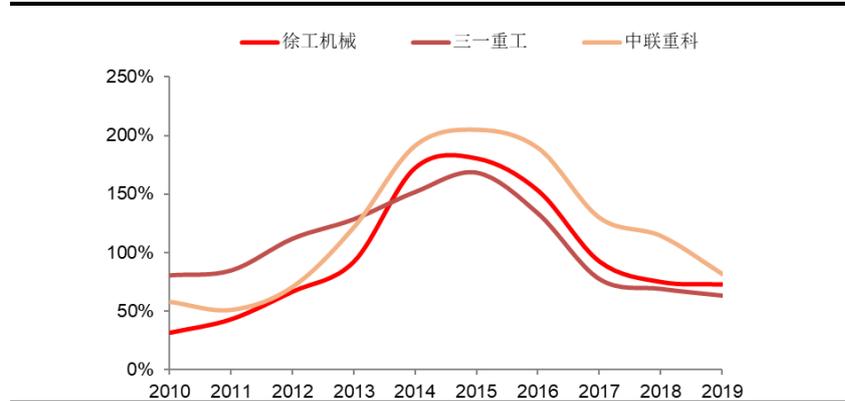
资料来源：徐工公司公告、方正证券研究所

注：或有负债=按揭贷款余额+融资租赁回购+第三方融资租赁担保

风险敞口=（或有负债+应收账款原值）/营收

公司风险敞口处于中位水平。从我们测算的三大主机厂的风险敞口数据看，2015 年是行业风险敞口的高点，随后随着行业逐步复苏，三大主机厂的风险敞口均在下降，但是相较而言，三一的风险敞口最低，中联的最高，公司风险敞口位于中间水平。

图表107： 公司风险敞口处于中位水平



资料来源：各公司公告、方正证券研究所

坏账计提率逐年上升，坏账损失占资产减值损失比例降低。在行业逐步转好以及公司强抓质量控风险的背景下，公司坏账计提率逐年上升，2019 年为 11.2%，虽环比有所下降，但仍处于较高水平；此外，公司坏账损失在资产减值损失中的占比也逐年下降，2018 年降至 74.9% 的较低水平，2019 年虽有提升，但较历史而言仍处于较低水平。

图表108：徐工坏账计提充分，坏账计提率逐步增加

年份	应收账款	坏账准备	坏账损失	资产减值损失	坏账损失/资产减值损失	坏账计提率
2010	38.97	3.02	1.66	1.85	89.9%	7.2%
2011	97.72	4.69	1.45	1.36	106.7%	4.6%
2012	177.40	9.66	5.00	5.13	97.4%	5.2%
2013	207.92	13.93	4.26	4.52	94.3%	6.3%
2014	200.35	21.63	6.54	6.22	105.0%	9.7%
2015	180.29	17.29	5.50	5.44	101.2%	8.8%
2016	154.14	21.61	4.99	5.51	90.5%	12.3%
2017	144.86	23.59	2.47	3.74	66.0%	14.0%
2018	180.55	26.19	5.65	7.54	74.9%	12.7%
2019	260.87	33.03	11.03	12.39	89.0%	11.2%

资料来源：Wind、方正证券研究所

注：坏账计提率=坏账准备/(应收账款净额+坏账准备)

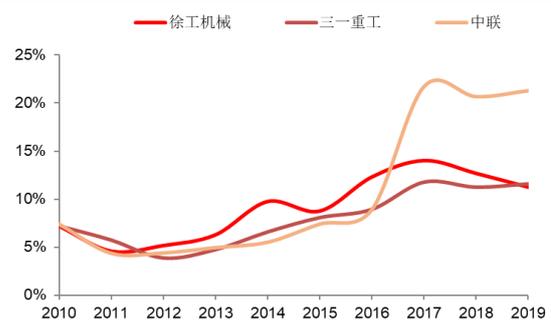
应收计提偏谨慎，坏账计提率较高。在三家主机厂中，徐工的应收账款计提最为谨慎，坏账计提率偏高。但是，受益于严苛的计提政策，公司坏账发生率低于可比公司，应收账款资产质量更优。

图表109：公司应收账款计提更谨慎

账龄	徐工机械	三一重工	中联重科
1年以内	2%	1%	1%
1—2年	10%	6%	6%
2—3年	50%	15%	15%
3年以上	100%	-	-
3—4年	-	40%	40%
4—5年	-	70%	70%

资料来源：各公司公告、方正证券研究所

图表110：公司坏账计提率较高

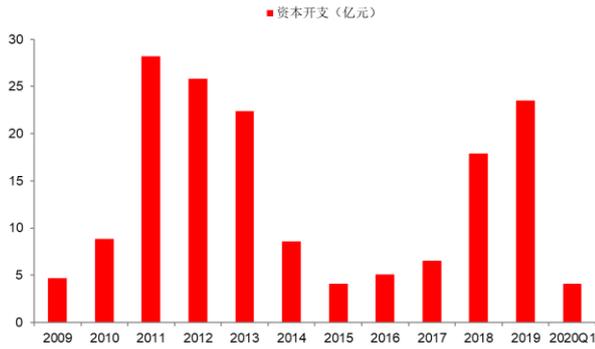


资料来源：各公司公告、方正证券研究所

5.2 大额计提减值后，利润弹性有望充分释放

公司资本开支减少，规模效应下毛利率有望再提升。在行业销量逐步复苏过程中，公司产销量也明显增长，且在资本开支逐年减少的背景下，公司单位固定成本减少，规模效应体现，毛利率逐步提升。2019年底公司毛利率恢复至17.5%，较2018年再提升0.8pct，但较上一高点的毛利率22.6%仍有一定空间，我们认为，伴随着行业景气的延续，叠加公司资本开支下降，毛利率有望再提升。

图表111: 公司资本开支逐步减少



资料来源: Wind、方正证券研究所

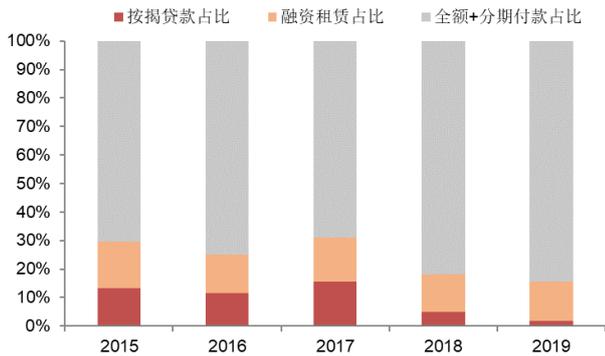
图表112: 公司毛利率回升明显



资料来源: Wind、方正证券研究所

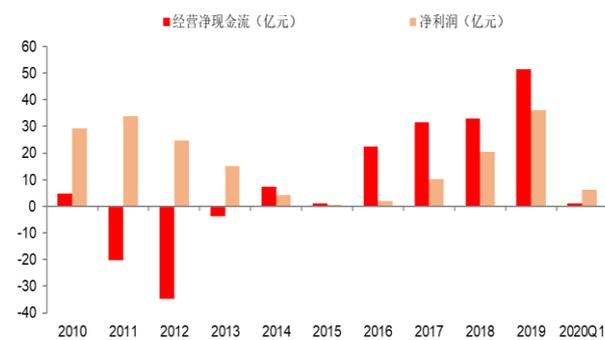
主动改善经营质量, 现金流明显好转, 期间费用率下降。首先, 从2013年开始, 公司便大幅提高首付款比例, 严控应收账款回收风险, 坏账发生率逐年下降; 其次, 公司也主动控制表外或有负债规模, 按揭贷款和融资租赁在销售当中占比逐年减少, 风险敞口逐年下降; 此外, 公司强抓细分市场和中高端客户, 停止过度促销, 严控费用, 现金流明显好转, 费用率下降明显。

图表113: 按揭和融资租赁比例下降明显



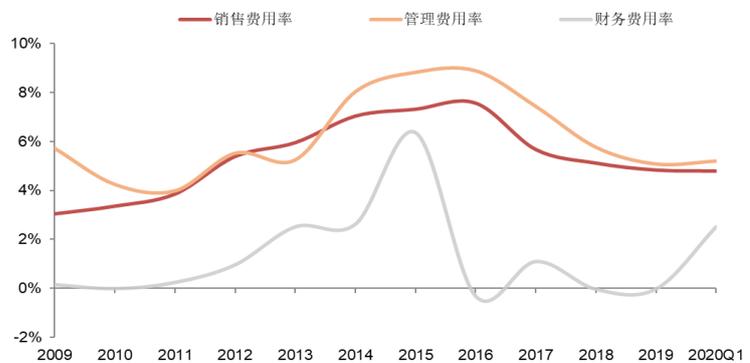
资料来源: 公司公告、方正证券研究所

图表114: 公司现金流情况转好



资料来源: Wind、方正证券研究所

图表115: 公司费用率下降明显



资料来源: Wind、方正证券研究所

注: 管理费用包含研发费用

历史包袱逐步出清，资产减值损失率下降。公司历史包袱主要是指存货、应收账款以及表外或有负债蕴含的减值风险。近年，在公司积极处置法务机、经销商去库存积极性提高及公司严控应收账款回收风险等一系列措施作用之下，公司减值损失占营收的比例在 2017 和 2018 年明显下降。

2019 大额计提减值，资产质量进一步夯实。2019 年，公司累计计提减值损失 12.4 亿元，占总营收比例为 2.1%，较 2018 年提升 0.4pct。其中，信用减值损失 11 亿元，远超历史年度减值损失水平（历史均值为 5-6 亿）。2020Q1，受新冠疫情影响，公司继续执行严格的减值计提政策，2020Q1 共计提减值 3.2 亿元，其中信用减值计提 3 亿元，合计计提减值损失占营收比例达 2.3%，较 2019 年提升 0.2pct。我们判断，在大额计提减值后，公司资产质量得到进一步夯实，未来几年业绩弹性有望充分释放。

随着行业景气延续，公司也逐步甩掉“历史包袱”，表外风险逐步出清，资产负债表得到持续修复，盈利能力逐步增强。我们预计，公司报表修复的过程在 2020-2021 年能够持续，且随着报表逐步修复及前期充分减值计提，我们预计，公司净利润率有望从 2016 年 1.3% 逐步向 2010 年高点 11.6% 靠拢，提升空间仍较大，预计利润弹性将显著高于公司营收弹性。

图表116： 公司 2019 年大额计提减值



资料来源：Wind、方正证券研究所

图表117： 公司利润率提升空间仍较大



资料来源：Wind、方正证券研究所

6 盈利预测与投资建议

我们预计 2020-2022 年，公司将实现营业收入 691/784/867 亿元，同比增长 16.8/13.4/10.7%；归母净利润 49/60/68 亿元，同比增长 34.3/23.5/12.8%；对应 EPS 分别为 0.62/0.77/0.86 元/股；当前股价（2020 年 7 月 1 日收盘价）对应 PE 为 9.9/8.0/7.1 倍。随着工程机械行业景气延续，公司凭借自身强大的产品力和品牌影响力，市占率将进一步提升，销量增速预计将快于行业。此外，随着报表逐步修复及前期充分减值计提，我们预计公司利润的弹性将显著高于营收的弹性。最后，控股股东混改，一方面将为公司经营注入活力，盈利能力有望得到较大提升；另一方面，集团层面的挖机等优质资产或将注入上市公司，中长期成长空间即将打开。

综上，我们认为，在行业景气延续背景下，随着市场集中度提升带来的竞争格局优化，公司盈利能力确定性增强；此外，混改有望给公司经营注入活力，打开中长期成长空间。因此，我们认为，公司当前估值并未充分反映公司自身盈利能力提升及中长期成长空间即将打开的价值，参考国内外可比公司估值水平，公司当前估值仍有提升空间，维持“强烈推荐”评级。

图表118：可比国内外公司估值表（PE）

公司简称	股价（元）	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中联重科	6.90	0.69	0.79	0.88	10.1	8.8	7.9
柳工	6.44	0.79	0.88	1.09	8.1	7.3	5.9
三一重工	19.38	1.60	1.79	1.93	12.1	10.8	10.0
小松制作所	2,167.50	138.20	171.14	185.33	15.7	12.7	11.7
卡特彼勒(CATERPILLAR)	126.50	4.88	6.94	8.76	25.9	18.2	14.4
	国内可比公司均值				10.1	9.0	7.9
	国外可比公司均值				20.8	15.4	13.1
	可比公司均值				14.4	11.6	10.0
徐工机械	6.16	0.62	0.77	0.86	9.9	8.0	7.1

资料来源：Wind、Bloomberg、方正证券研究所

注：2020年7月1日收盘价，小松制作股价和EPS单位为日元，卡特的为美元；除徐工外，其他公司EPS预测均来自机构预测中值。

图表119：可比国内外公司估值表（PB）

公司简称	股价（元）	BPS			PB		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中联重科	6.90	5.64	6.24	6.91	1.2	1.1	1.0
柳工	6.44	7.69	8.45	9.51	0.8	0.8	0.7
三一重工	19.38	6.58	8.00	9.55	2.9	2.4	2.0
小松制作所	2,167.50	1993.52	2077.31	2161.18	1.1	1.0	1.0
卡特彼勒(CATERPILLAR)	126.50	25.73	23.98	22.34	4.9	5.3	5.7
	国内可比公司均值				1.7	1.4	1.2
	国外可比公司均值				3.0	3.2	3.3
	可比公司均值				2.2	2.1	2.1
徐工机械	6.16	4.86	5.62	6.49	1.3	1.1	0.9

资料来源：Wind、Bloomberg、方正证券研究所

注：2020年7月1日收盘价，小松制作股价和BPS单位为日元，卡特的为美元；除徐工外，其他公司BPS预测均来自机构预测中值。

7 风险提示

基建地产投资低于预期；竞争加剧毛利率下降风险；混改进度不及预期；海外市场拓展受阻。

附录：公司财务预测表单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	60421.84	67191.82	77970.94	89160.69	营业总收入	59176.00	69128.90	78358.58	86737.76
现金	15776.86	15881.31	20114.12	25364.80	营业成本	48847.90	56486.43	63921.06	70653.26
应收账款	26086.98	25429.98	28825.25	31907.64	营业税金及附加	266.91	311.80	353.43	391.23
其它应收款	586.67	665.28	754.11	834.75	营业费用	2859.78	3802.09	3917.93	4336.89
预付账款	1033.25	1194.82	1352.08	1494.48	管理费用	882.81	1036.93	1175.38	1301.07
存货	10491.98	11797.92	13350.74	14756.85	财务费用	-14.59	-67.45	-145.63	-216.76
其他	6446.11	12222.51	13574.64	14802.18	资产减值损失	-136.17	0.00	0.00	0.00
非流动资产	16869.81	17019.07	17169.12	17236.26	公允价值变动收	0.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	4834.76	5273.97	5764.91	6292.73	投资净收益	653.32	439.20	490.95	527.82
固定资产	8360.30	8022.09	7626.29	7119.16	营业利润	4083.15	5514.05	6811.44	7682.86
无形资产	2599.76	2648.03	2702.93	2749.39	营业外收入	34.89	0.00	0.00	0.00
其他	1074.98	1074.98	1074.98	1074.98	营业外支出	15.75	0.00	0.00	0.00
资产总计	77291.66	84210.90	95140.05	106396.96	利润总额	4102.28	5514.05	6811.44	7682.86
流动负债	36902.37	38921.70	43798.06	48227.81	所得税	456.91	614.15	758.65	855.70
短期借款	3043.55	0.00	0.00	0.00	净利润	3645.38	4899.91	6052.79	6827.16
应付账款	13390.54	12650.20	14315.20	15822.88	少数股东损益	24.80	37.52	46.35	52.28
其他	20468.27	26271.49	29482.86	32404.93	归属母公司净利润	3620.57	4862.39	6006.44	6774.88
非流动负债	6743.10	6743.10	6743.10	6743.10	EBITDA	5255.34	6125.17	7347.92	8166.14
长期借款	2762.96	2762.96	2762.96	2762.96	EPS (元)	0.46	0.62	0.77	0.86
其他	3980.14	3980.14	3980.14	3980.14					
负债合计	43645.47	45664.80	50541.16	54970.91	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	457.77	495.29	541.64	593.92	成长能力				
股本	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67	营业收入	0.33	0.17	0.13	0.11
资本公积	5135.23	5135.23	5135.23	5135.23	营业利润	0.94	0.35	0.24	0.13
留存收益	15574.82	20437.21	26443.66	33218.53	归属母公司净利	0.77	0.34	0.24	0.13
归属母公司股东权益	33188.41	38050.80	44057.25	50832.12	获利能力				
负债和股东权益	77291.66	84210.90	95140.05	106396.96	毛利率	0.17	0.18	0.18	0.19
					净利率	0.06	0.07	0.08	0.08
					ROE	0.11	0.13	0.14	0.13
					ROIC	0.17	0.19	0.22	0.24
					偿债能力				
					资产负债率	0.56	0.54	0.53	0.52
					净负债比率	0.28	0.16	0.14	0.12
					流动比率	1.64	1.73	1.78	1.85
					速动比率	1.35	1.42	1.48	1.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.86	0.87	0.86
					应收账款周转率	2.68	2.68	2.89	2.86
					应付账款周转率	5.34	5.31	5.81	5.76
					每股指标(元)				
					每股收益	0.46	0.62	0.77	0.86
					每股经营现金	0.66	0.53	0.66	0.78
					每股净资产	4.24	4.86	5.62	6.49
					估值比率				
					P/E	13.33	9.92	8.03	7.12
					P/B	1.45	1.27	1.10	0.95
					EV/EBITDA	7.94	6.30	4.68	3.57

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com