

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年09月10日

市场数据

目前股价	4.7
总市值（亿元）	368.18
流通市值（亿元）	328.72
总股本（万股）	783,367
流通股本（万股）	699,397
12个月最高/最低	5.29/3.12

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

☎ 0755-83558957

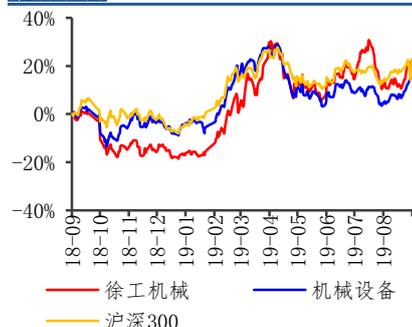
✉ liufeng@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<一季度业绩超预期，多重催化剂支撑未来发展>> 2019-04-30

<<全年业绩略超预期，业绩弹性逐步释放>> 2019-01-28

<<业绩弹性逐步释放，全年增长有望超预期>> 2018-10-15

2019H1 盈利出口高增长，业绩迎多重催化

——徐工机械（000425）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	53958	59624	64394
(+/-%)	21.5%	10.5%	8.0%
净利润	3076	3665	3942
(+/-%)	50.4%	19.2%	7.5%
摊薄 EPS	0.39	0.47	0.50
PE	12	10	9

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**2019年8月31日，公司发布2019年半年报。2019年1-6月公司实现营收311.56亿元，同比增长30.12%，实现归母净利润22.83亿元，同比增长106.82%。实现扣非后归母净利21.79亿元，同比增长115.54%。
- **盈利能力稳步提升，出口表现突出。**2019H1各主营业务均实现快速增长，其中起重机械/工程机械备件/桩工机械/消防机械分别实现营收114.78/64.18/34.04/10.21亿元，同比增长33.94%/45.81%/44.74%/59.09%。毛利率分别为24.84%/8.81%/22.75%/25.71%，同比变动3.12/0.37/-3.01/7.9个百分点。2019H1销售毛利率为18.33%，同比增长0.99个百分点；销售净利率为7.36%，同比增长2.73个百分点，盈利能力稳步提升。此外，公司2019H1实现出口44.48亿元，同比增长20.07%，占比总营收的14.28%，在“一带一路”沿线65个国家中的35个国家出口占有率第一。
- **高需求推动H1业绩高增长，基建发展+新型城镇化建设+旧区改造有望推动H2业绩实现突破：**受益于“一带一路”国家的基础设施建设需求增加及工程机械行业持续保持增长势头，公司2019年上半年度实现归母净利润22.83亿元，同比增长106.82%，实现高速增长。我们预计基建和地产投资将在H2进一步推动公司业绩。（1）基建投资方面，2019年6月基建投资累计同比增速为2.95%，2019年全年全国地方政府债务限额为240774.3亿元，1-6月累计发行地方政府债券28372亿元，下半年仍有较大发行空间，此外叠加专项债新政等宽松政策将有效缓解基础设施建设的资金需求，2019H2基建有望进一步增长从而推动公司业绩。（2）房地产方面，2019年6月房地产投资累计同比增速达11%，虽较前5个月稍有放缓，但4月8日发改委印发了《2019年新型城镇化建设重点任务》，明确指出要“实现常住人口和户籍人口城镇化率均提高1个百分点以上”，此外国务院常务会议部署旧区改造计划，都将有望拉动今年下半年地产投资，从而推动公司业务需求，助力公司2019H2业绩突破。

- **混改获得实质性进展，集团优质资产有望注入。**2018年，持有公司38%股权的徐工有限入围国企改革“双百企业”名单，2019年7月25日混合所有制改革试点实施方案审批通过，混改获得实质性发展。徐工有限由徐州市国资委通过徐工集团间接控股100%股权，根据财新网报道，2019年底徐工有限将完成混改，将由国有全资企业转变为以国有为主导，混合民间投资的多元化企业。预计混改完成后，公司有望注入如挖机等优质资产，2019年1-5月徐工销售挖机1.69万台，同比增长36.91%，市场份额达13.85%，其中国内1-5月销售量为1.59万台，同增33.51%，市场份额达14.16%，注入后有望推动公司业绩。
- **起重机行业高景气度持续，公司龙头地位稳固：**起重机行业维持高度景气，2019年1-4月行业随车起重机、汽车起重机及履带起重机分别销售5715、17567及906台，其中徐工分别销售3686、7080及374台，市占率分别为64.50%、40.30%及41.28%，市占率持续多年行业领先，龙头地位稳固。此外，受益于环保要求下起重机更新换代，公司未来起重机业务增长可期。
- **未来业绩将迎多重增长点：（1）**徐工机械的高空作业平台智能制造是重点项目，高空作业平台业务增长迅速，2018年销量同比增长107%。**（2）**公司重视发展工程机械部件领域例如液压阀项目，2018年工程机械部件同比增长72.89%。**（3）**子公司徐工信息即将登陆科创板，一旦通过审核也将进一步推动公司业绩。
- **投资建议：**根据我们模型测算，预计2019-2021年归母净利润分别为30.76亿元、36.65亿元、39.42亿元，摊薄EPS分别为0.39元、0.47元、0.5元，对应PE为12倍、10倍、9倍。
- **风险提示：**宏观经济下滑、基建地产投资下滑、行业竞争加剧风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29131.1	44410.01	53958.16	59623.76	64393.66	成长性					
营业成本	23629.1	36998.45	43366.95	48277.67	52329.35	营业收入增长	72.5%	52.4%	21.5%	10.5%	8.0%
销售费用	1651.53	2271.56	2536.03	2462.46	2498.47	营业成本增长	73.7%	56.6%	17.2%	11.3%	8.4%
管理费用	2166.32	782.74	3938.95	4233.29	4430.28	营业利润增长	856.8%	85.0%	52.5%	20.5%	8.0%
财务费用	318.47	-18.27	152.79	-90.11	-74.24	利润总额增长	381.1%	91.9%	50.4%	19.2%	7.5%
投资净收益	283.97	380.31	320.39	378.20	283.33	净利润增长	389.3%	100.4%	50.4%	19.2%	7.5%
营业利润	1140.07	2109.47	3216.31	3877.02	4185.66	盈利能力					
营业外收支	14.10	105.36	113.83	91.15	82.10	毛利率	18.9%	16.7%	19.6%	19.0%	18.7%
利润总额	1154.17	2214.83	3330.14	3968.17	4267.76	销售净利率	3.5%	4.6%	5.7%	6.2%	6.2%
所得税	125.41	159.18	239.34	285.19	306.72	ROE	4.3%	6.8%	9.4%	10.1%	9.9%
少数股东损益	8.14	9.92	14.91	17.77	19.11	ROIC	3.8%	5.7%	7.7%	8.5%	8.6%
净利润	1020.62	2045.73	3075.89	3665.21	3941.93	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	5.7%	5.1%	4.7%	4.1%	3.9%
流动资产	36179.4	45655.19	51463.98	54724.91	59092.30	管理费用/营业收入	7.4%	1.8%	7.3%	7.1%	6.9%
货币资金	6940.46	11295.32	12257.24	13200.63	13975.68	财务费用/营业收入	1.1%	0.0%	0.3%	-0.2%	-0.1%
应收账款	14485.9	18055.06	21913.95	23600.38	26317.19	投资收益/营业利润	24.9%	18.0%	10.0%	9.8%	6.8%
应收票据	3655.42	3976.61	3677.03	3550.09	3604.76	所得税/利润总额	10.9%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
存货	9371.12	10196.46	10958.15	11868.17	12191.30	应收账款周转率	1.95	2.73	2.70	2.62	2.58
非流动资产	13590.6	15594.69	17033.69	18837.54	20912.06	存货周转率	2.95	3.78	4.10	4.23	4.35
固定资产	7192.17	7178.91	7301.81	7842.95	8539.15	流动资产周转率	0.87	1.09	1.11	1.12	1.13
资产总计	49770.0	61249.88	68497.68	73562.45	80004.35	总资产周转率	0.62	0.80	0.83	0.84	0.84
流动负债	20904.7	27006.80	32138.36	34573.42	38327.34	偿债能力					
短期借款	2583.09	3486.89	3755.10	3560.64	3346.43	资产负债率	51.7%	50.5%	51.9%	50.6%	49.9%
应付款项	13154.2	17931.47	21039.43	25147.93	27002.31	流动比率	1.73	1.69	1.60	1.58	1.54
非流动负债	4809.51	3902.57	3398.02	2618.94	1580.90	速动比率	1.28	1.31	1.26	1.24	1.22
长期借款	4795.64	3818.23	3313.68	2534.60	1496.56	每股指标 (元)					
负债合计	25714.2	30909.37	35536.38	37192.36	39908.23	EPS	0.13	0.26	0.39	0.47	0.50
股东权益	24055.7	30340.51	32961.30	36370.09	40096.12	每股净资产	2.72	3.25	3.58	4.02	4.49
股本	7007.73	7833.67	7833.67	7833.67	7833.67	每股经营现金流	0.44	0.35	0.54	0.57	0.65
留存收益	11007.4	12623.39	14786.96	17365.04	20137.77	每股经营现金/EPS	3.39	1.34	1.38	1.22	1.29
少数股东权益	37.70	207.42	222.33	240.10	259.21	估值					
负债和权益总计	49770.0	61249.88	68497.68	73562.45	80004.35	PE	36.23	18.07	12.02	10.09	9.38
现金流量表	(百万)					PEG	1.00	-0.04	0.08	0.19	0.38
经营活动现金流	3153.41	3308.71	4249.11	4457.83	5080.53	PB	1.73	1.45	1.32	1.18	1.05
其中营运资本减少	1560.15	110.29	506.81	299.65	375.79	EV/EBITDA	17.21	10.09	7.81	6.32	5.46
投资活动现金流	-1302.4	-2916.63	-1937.71	-2369.16	-2892.46	EV/SALES	1.33	0.78	0.61	0.52	0.45
其中资本支出	653.02	1788.65	63.27	428.11	698.79	EV/IC	1.18	0.89	0.81	0.72	0.64
融资活动现金流	-800.39	3563.22	-1349.48	-1145.28	-1413.02	ROIC/WACC	0.41	0.61	0.83	0.90	0.88
净现金总变化	1006.77	3968.20	961.92	943.39	775.05	REP	2.92	1.46	0.97	0.80	0.72

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>