

 投资评级:增持(维持)

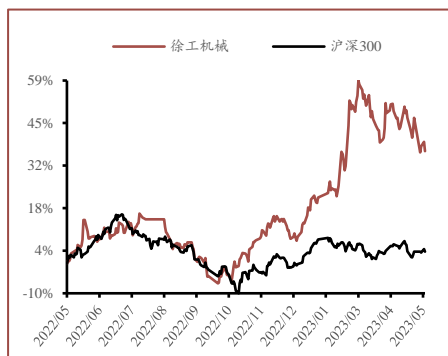
核心观点

基本数据

2023-05-09

收盘价(元)	6.36
流通股本(亿股)	48.37
每股净资产(元)	4.57
总股本(亿股)	118.16

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 张豪杰

SAC 证书编号: S0160522090002
zhanghj01@ctsec.com

相关报告

- 《徐工机械三季报点评:前三季度业绩承压,整体上市再度起航》 2022-10-26
- 《起重机龙头业绩亮眼,静待利润弹性持续释放》 2018-10-16

❖ **事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年,公司实现营收 938.17 亿元,同比降低 19.67%;实现归母净利润 43.07 亿元,同比降低 47.53%;实现扣非后归母净利润 34.68 亿元,同比降低 53.05%。2023 年一季度,公司实现营业总收入 238.93 亿元,同比降低 9.81%;实现归母净利润 15.23 亿元,同比降低 26.38%;实现扣非后归母净利润 13.04 亿元,同比增长 0.39%。

❖ **2022 年公司传统板块承压,新兴板块保持较快增长。**2022 年,公司营收同比降低 19.67%,归母净利润同比降低 47.53%;分产品来看,公司起重机械/土方机械/混凝土机械/桩工机械/高空作业机械/矿业机械收入分别为 238.60/236.39/95.02/77.70/65.50/51.33 亿元,分别同比增长-28.13%/-24.84%/-14.94%/-13.16%/33.05%/43.57%。受下游需求减弱影响,公司起重机械、土方机械、混凝土机械、桩工机械等传统工程机械板块收入有所下滑,高空作业机械、矿业机械等新兴板块依然保持较快增长。2022 年,公司国际化收入 278.38 亿元,同比增长 50.5%;新兴产业收入 167.2 亿元,同比增长 28.8%;新能源收入 42.7 亿元,连续翻倍增长;22 类主机占有率提升 1.19 个百分点,连续两年位居全球行业第三、连续 33 年稳居国内行业第一。2023 年一季度,公司营收同比降低 9.81%,归母净利润同比降低 26.38%,扣非后归母净利润同比增长 0.39%。一季度工程机械行业仍在磨底阶段,公司收入端依然有所下滑,但扣非后归母净利润实现正增长。

❖ **一季度毛利率水平逐步回升,经营质量夯实稳健。**2022 年,公司毛利率为 20.21%,同比降低 1.25pct;净利率为 4.58%,同比降低 2.50pct。分产品来看,公司起重机械/土方机械/混凝土机械毛利率分别为 19.87%/25.32%/16.34%,分别同比降低 1.88/2.05/1.19pct。2023 年一季度,公司毛利率为 22.63%,同比提升 1.30pct;净利率为 6.52%,同比降低 1.36pct。一季度,公司经营活动现金净流量为 8.05 亿元,同比降低 26.84%。公司毛利率水平持续提升,现金流情况依然稳健;公司实现整体上市后,成本控制有望逐步加强,盈利能力有望逐步提升,经营质量夯实稳健。

❖ **公司核心产品竞争力持续增强。**公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻继续保持全球第一,13 类主机居国内行业第一。①土方机械:挖掘机市场占有率持续提升,装载机凭借出口优势跃升至行业第一。②起重机械:2022 年,轮式起重机占有率提升 1.64 pct,履带式起重机占有率提升 4.95 pct,塔机、升降机占有率分别提升 3.84、3.05 pct,随车起重机占有率提升 3.35 pct。③基础工程机械不断夯实,五大产品线全面发力,占有率全面提升。④混凝土机械:泵车、搅拌车、搅拌站国内占有率分别提升 6.24、2.13、1.94 pct。⑤道路机械出口收入占比近 50%,压路机、摊铺机、平地机占有率居行业第一,铣刨机占有率提升 2.1 pct。⑥矿机全力打造成套化、电动化、智能化、无人化产品优势,

出口收入增长 266.5%。⑦徐工消防公司保持良好的发展势头，主营销售净利率超 10%。

- ❖ **海外出口保持快速增长，国际化布局逐步完善。**2022 年，公司海外业务收入为 278.38 亿元，同比增长 50.50%，海外收入占比提升至 29.67%；海外业务毛利率为 22.33%，较国内业务毛利率高 3.01pct。公司出口国家及地区拓展到 191 个，出口占有率提升 2.42pct，八大区全面增长，亚太区、中亚区、非洲区、美洲区、欧洲区、西亚北非区、大洋洲区、南美收入分别同比增长 60.2%、68.82%、35.97%、217.94%、195.11%、27.19%、19.10%、99.29%。重点产品大幅增长，挖掘机械、中大装载机、轮式起重机、矿山机械、路面机械收入分别增长 48.56%、31.45%、74.05%、256.2%、24.87%。公司巴西制造全年收入增长 86.35%；德国施维英收入增长超过 30%；印度公司正式首年运营，当地化产能快速提升。
- ❖ **投资建议：**公司实现整体上市，核心板块竞争力持续增强；工程机械行业需求有望迎来边际改善，公司未来业绩稳健增长可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 66.72/86.54/108.81 亿元，对应 PE 分别为 11.51/8.87/7.06 倍。维持公司“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**基建、房地产投资不及预期，市场非理性竞争，海外贸易环境恶化风险等。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	116796	93817	102683	117644	135396
收入增长率(%)	57.90	-19.67	9.45	14.57	15.09
归母净利润(百万元)	8208	4307	6672	8654	10881
净利润增长率(%)	120.12	-47.53	54.90	29.71	25.73
EPS(元/股)	0.69	0.36	0.56	0.73	0.92
PE	8.68	14.08	11.51	8.87	7.06
ROE(%)	15.93	8.09	11.29	12.78	13.84
PB	0.91	1.12	1.30	1.13	0.98

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	116796.19	93817.12	102682.84	117643.73	135396.17	成长性					
减:营业成本	91729.97	74855.16	80267.18	90832.72	103672.85	营业收入增长率	57.9%	-19.7%	9.5%	14.6%	15.1%
营业税费	401.76	406.30	410.73	458.81	514.51	营业利润增长率	112.7%	-44.1%	53.9%	29.7%	25.7%
销售费用	9490.58	6765.50	7393.16	8235.06	9342.34	净利润增长率	120.1%	-47.5%	54.9%	29.7%	25.7%
管理费用	2290.72	2284.60	2515.73	2882.27	3317.21	EBITDA 增长率	104.9%	-27.2%	28.2%	29.5%	24.2%
研发费用	4029.10	4082.25	4518.04	5176.32	5957.43	EBIT 增长率	92.1%	-43.4%	66.4%	31.6%	24.6%
财务费用	437.68	-210.55	462.51	723.02	769.30	NOPLAT 增长率	97.2%	-45.8%	66.4%	31.6%	24.6%
资产减值损失	-385.31	-326.49	-2.00	-2.00	-2.00	投资资本增长率	82.4%	15.6%	5.8%	8.1%	9.5%
加:公允价值变动收益	337.67	-70.29	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	54.5%	3.5%	10.7%	14.4%	15.8%
投资和汇兑收益	644.41	194.35	205.37	235.29	270.79	利润率					
营业利润	9094.24	5082.83	7820.34	10144.09	12754.18	毛利率	21.5%	20.2%	21.8%	22.8%	23.4%
加:营业外净收支	135.66	-70.10	0.00	0.00	0.00	营业利润率	7.8%	5.4%	7.6%	8.6%	9.4%
利润总额	9229.90	5012.73	7820.34	10144.09	12754.18	净利润率	7.1%	4.6%	6.5%	7.4%	8.1%
减:所得税	966.35	718.07	1118.31	1450.60	1823.85	EBITDA/营业收入	9.9%	9.0%	10.5%	11.9%	12.8%
净利润	8207.96	4307.10	6671.87	8654.36	10881.15	EBIT/营业收入	7.4%	5.2%	7.9%	9.1%	9.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	31807.61	27826.82	22191.27	19106.10	15438.11	固定资产周转天数	54	74	85	94	103
交易性金融资产	5337.06	6653.07	6653.07	6653.07	6653.07	流动营业资本周转天数	38	87	99	99	99
应收账款	38831.28	40456.57	58228.05	54177.07	75191.49	流动资产周转天数	396	502	513	459	455
应收票据	10512.62	6021.21	11092.60	8514.69	11794.73	应收帐款周转天数	100	152	173	172	172
预付帐款	3023.89	2470.57	2649.19	2997.90	3421.68	存货周转天数	79	150	150	150	150
存货	27247.16	35099.46	31752.81	43897.47	42447.31	总资产周转天数	399	656	651	618	593
其他流动资产	2335.64	4592.49	5261.77	5773.18	5993.68	投资资本周转天数	273	392	379	358	341
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	15.9%	8.1%	11.3%	12.8%	13.8%
长期股权投资	2364.91	2372.83	2352.54	2244.72	2204.65	ROA	4.9%	2.5%	3.4%	4.2%	4.6%
投资性房地产	8.88	4.84	4.84	4.84	4.84	ROIC	8.8%	4.1%	6.5%	7.9%	9.0%
固定资产	17393.58	18956.27	23989.63	30293.25	38190.62	费用率					
在建工程	2032.42	2894.00	2475.20	2060.16	1728.13	销售费用率	8.1%	7.2%	7.2%	7.0%	6.9%
无形资产	5194.79	6443.35	7825.99	9637.33	11843.72	管理费用率	2.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	1187.14	2924.07	2924.07	2924.07	2924.07	财务费用率	0.4%	-0.2%	0.5%	0.6%	0.6%
资产总额	167085.20	175085.60	196383.35	207658.62	238050.18	三费/营业收入	10.5%	9.4%	10.1%	10.1%	9.9%
短期债务	11656.24	17598.22	17598.22	17598.22	17598.22	偿债能力					
应付帐款	22893.71	25705.67	26407.43	32565.30	34743.82	资产负债率	68.4%	68.8%	69.2%	66.7%	66.3%
应付票据	33982.03	24677.57	38223.11	32957.17	48285.16	资产负债比	216.5%	220.3%	224.6%	200.1%	197.1%
其他流动负债	6463.39	7014.95	7388.42	7478.31	7491.26	流动比率	1.34	1.34	1.29	1.29	1.26
长期借款	10731.26	15506.90	15506.90	15506.90	15506.90	速动比率	0.95	0.87	0.91	0.81	0.85
其他非流动负债	804.48	345.48	345.48	345.48	345.48	利息保障倍数	6.07	3.18	9.20	10.09	12.57
负债总额	114299.71	120431.03	135878.69	138460.48	157921.70	分红指标					
少数股东权益	1254.70	1400.60	1430.76	1469.88	1519.07	DPS(元)	0.00	0.38	0.00	0.00	0.00
股本	7833.67	11816.17	11698.00	11698.00	11698.00	分红比率					
留存收益	23069.32	24658.70	31330.57	39984.93	50866.08	股息收益率	0.0%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	52785.49	54654.57	60504.66	69198.14	80128.47	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.69	0.36	0.56	0.73	0.92
净利润	8207.96	4307.10	6671.87	8654.36	10881.15	BVPS(元)	6.58	4.51	5.00	5.73	6.65
加:折旧和摊销	2990.84	3569.64	2717.16	3348.17	4113.44	PE(X)	8.7	14.1	11.5	8.9	7.1
资产减值准备	937.02	1130.51	7.00	7.00	7.00	PB(X)	0.9	1.1	1.3	1.1	1.0
公允价值变动损失	-337.67	70.29	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1188.06	1170.88	879.91	1055.89	1055.89	P/S	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6
投资收益	-746.28	-531.15	-205.37	-235.29	-270.79	EV/EBITDA	4.3	9.3	9.3	7.4	6.2
少数股东损益	55.60	-12.43	30.16	39.12	49.19	CAGR(%)					
营运资金的变动	-846.31	-7907.58	-5468.67	-4154.64	-4826.00	PEG	0.1	—	0.2	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	11422.98	1582.90	4638.99	8722.56	11019.01	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	985.28	-5654.91	-8542.69	-10751.83	-13631.11	REP					
融资活动产生现金流量	-7575.09	3088.72	-1731.85	-1055.89	-1055.89						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。