

徐工机械(000425)

报告日期: 2023年04月03日

## 控股股东增持股份, “新徐工”彰显信心与活力 ——徐工机械点评报告

事件: 徐工机械发布关于控股股东增持公司股份及后续增持计划的公告。

### 投资要点

- 控股股东徐工集团增持公司股份, 彰显公司未来发展信心**  
 基于对公司未来发展前景的坚定信心和对公司长期价值的高度认可, 徐工集团拟自2023年3月29日起六个月内, 通过深圳证券交易所交易系统允许的方式增持公司股份, 本次拟增持股份金额不低于人民币5亿元且不超过人民币10亿元, 并于2023年3月29日首次增持公司股份9,003,660股, 占增持时公司总股本的比例为0.076%, 增持金额为约6千万元, 增持均价为6.66元/股。本次增持后徐工集团持股比例由20.12%增至20.19%。控股股东增持同时提升市场信心。
- 前期拟最高斥资10亿回购, 并首次实施股权激励计划, 信心活力双提升**  
 今年2月17日徐工机械拟斥资不低于6亿元不超过10亿元回购股票, 回购价格不超过8元/股, 截止3月13日回购已累计成交总金额8.52亿元。同时首次实施股权激励计划, 激励对象共计不超过2,000人, 授予价格为3.09元/股, 考核期为2023-2025年的3个会计年度, 其中2023年度净资产收益率不低于9%、净利润不低于53亿元、分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
- “新徐工”规模居前、新资产改善效果显著, 盈利能力有望持续提升**  
 2022年三季度末“新徐工”资产规模达1732亿元, 居国内前列, 2022Q1-Q3营业收入751.1亿元, 同比下滑19.8%; 归母净利润46.8亿元, 同比下滑31.3%, 表现明显优于行业。新资产的注入, 有效改善业绩, 重组后2022Q1-Q3被合并方在合并前实现净利润15.72亿元, 同比-9.1%, 合并后“新徐工”净利润47.5亿元, 同比-30.6%。随着业务结构优化、降本增效提速, 叠加股权激励落地, 经营活力提升, 公司盈利能有望持续提升。
- 国内更新需求见底, 地产基建需求边际改善, 出口维持高增, 行业将筑底向上**  
 2月我国房屋新开工面积累计同比下滑9.4%, 大幅收窄; 基建投资累计同比增长12.12%, 维持高位。据工程机械协会统计, 1-2月挖掘机销量31893台, 同比下降20.4%, 逐步企稳回升。2月中国小松开工小时数76.40, 同比增长61.2%, 较1月大幅提升100.5pct。随着国内更新需求逐步见底, 房地产支撑预期增强, 基建拉动效应逐步显现, 叠加出口持续高速增长, 行业将逐渐筑底向上。
- 工程机械为中国当下优势产业, 中国龙头完成进口替代有望迈向全球龙头**  
 工程机械为中国当下优势产业, 中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营效率优势取得全球龙头地位。中国工程机械行业龙头将在完成国内的进口替代后在全球取得相当的市场份额, 从中国龙头走向全球龙头。
- 盈利预测:** 预计2022-2024年归母净利润为54、66、89亿元, 同比增长-3%、22%、35%, 当前股价对应PE为15、12、9倍。维持买入评级。
- 风险提示:** 基建、地产投资不及预期、原材料价格波动、出口不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁  
执业证书号: S1230520050001  
qiushiliang@stocke.com.cn

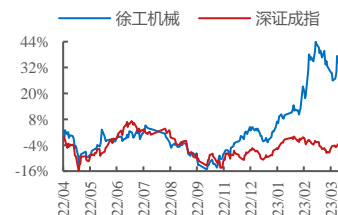
分析师: 王华君  
执业证书号: S1230520080005  
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘  
hupiao@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 6.93
总市值(百万元)	81,886.03
总股本(百万股)	11,816.17

### 股票走势图



### 相关报告

- 《新徐工新气象: 工程机械筑底向上+内部活力释放驱动业绩上行》2023.04.02
- 《Q3业绩持续修复, “新徐工”有望更强——徐工机械三季报点评》2022.10.26
- 《中报业绩好于行业, “新徐工”产品结构、盈利能力改善明显——徐工机械中报点评报告》2022.08.31

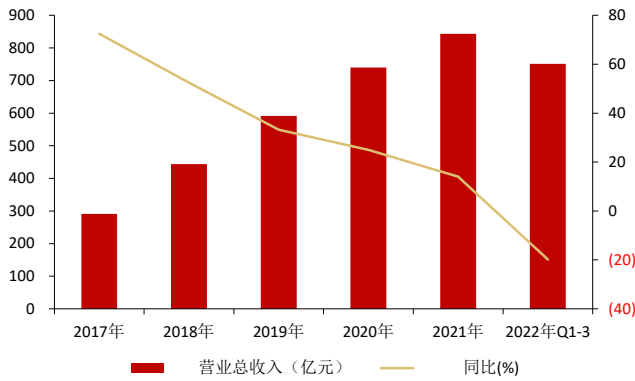
### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	84328	94921	99692	121576
(+/-) (%)	14%	13%	5%	22%
归母净利润	5615	5446	6623	8908
(+/-) (%)	51%	-3%	22%	35%
每股收益(元)	0.48	0.46	0.56	0.75
P/E	14.6	15.0	12.4	9.2

资料来源: 浙商证券研究所 (2021年末计新注入资产)

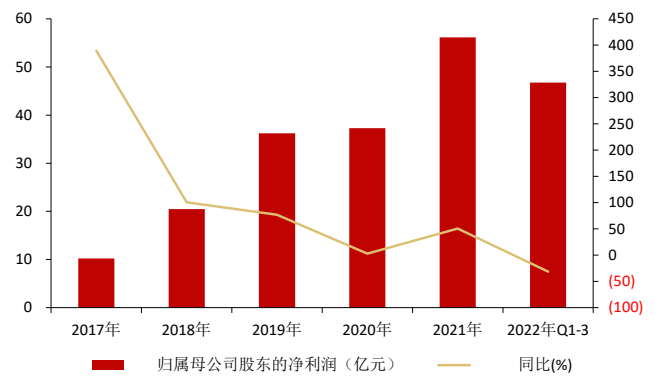
**附录 1：公司主要财务数据（2022 三季度报为重组合并后数据）**

**图1：2022 年前三季度营业总收入 751.1 亿，同比下滑 19.82%**



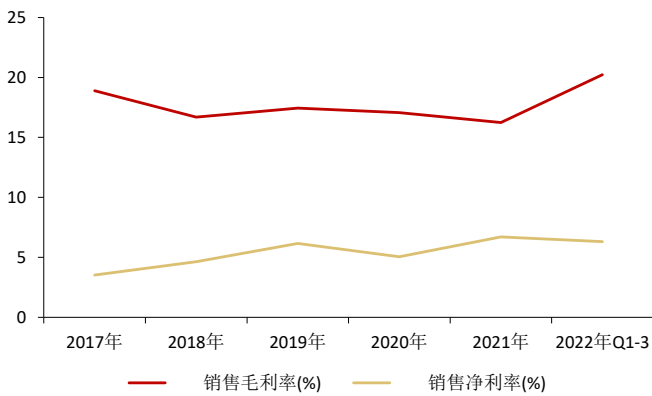
资料来源：wind、浙商证券研究所

**图2：2022 年前三季度归母净利润 46.76 亿，同比下滑 31.33%**



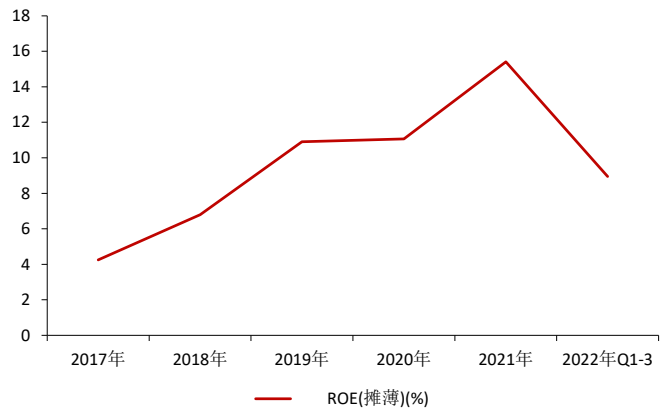
资料来源：wind、浙商证券研究所

**图3：2022 前三季度毛利率为 20.22%，净利率为 6.32%**



资料来源：wind、浙商证券研究所

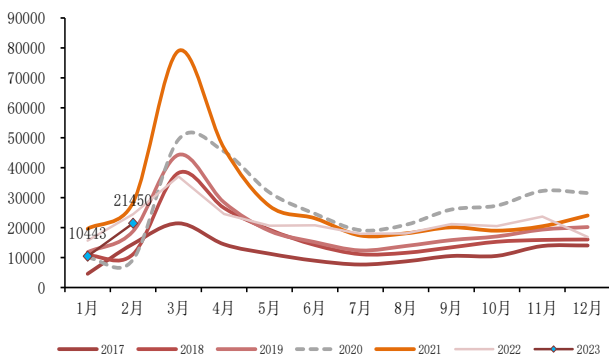
**图4：2022 年前三季度 ROE（摊薄）为 8.95%**



资料来源：wind、浙商证券研究所

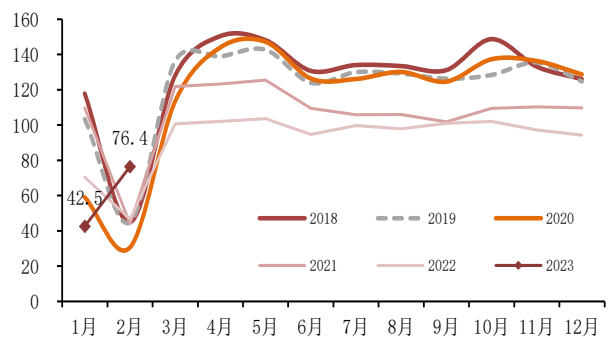
**附录 2：挖掘机行业销量及开工率**

**图5：2023 年 2 月单月挖掘机销量 21450 台，同比下滑 12.4%**



资料来源：wind、浙商证券研究所

**图6：2023 年 2 月小松开工小时数 76.4 小时，同比增长 61.2%**



资料来源：小松官网、浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	85165	129545	137190	148968
现金	23077	30432	42906	54287
交易性金融资产	164	5176	5256	5216
应收账款	38527	55254	50326	50772
其它应收款	872	2598	2298	2448
预付账款	1443	2984	3004	2994
存货	16828	26840	27044	26942
其他	4254	6261	6357	6309
<b>非流动资产</b>	24865	45644	43389	43646
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2197	2407	2386	2396
固定资产	8609	17309	17565	17656
无形资产	3120	5003	4936	4913
在建工程	982	4022	3378	2878
其他	9956	16904	15125	15803
<b>资产总计</b>	110029	175189	180580	192614
<b>流动负债</b>	63126	92878	89880	89687
短期借款	3129	9000	8000	7000
应付款项	42852	63411	60143	61777
预收账款	0	0	0	0
其他	17145	20467	21737	20909
<b>非流动负债</b>	9734	25503	27212	30476
长期借款	4149	14881	17381	20381
其他	5585	10622	9831	10095
<b>负债合计</b>	72860	118380	117092	120162
少数股东权益	726	781	837	893
归属母公司股东权	36444	56027	62650	71559
<b>负债和股东权益</b>	110029	175189	180580	192614

### 现金流量表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	8073	(2033)	10229	10990
净利润	5647	5501	6679	8964
折旧摊销	1401	1037	1357	1444
财务费用	36	446	578	633
投资损失	(655)	(826)	(735)	(781)
营运资金变动	10058	1675	840	(603)
其它	(8416)	(9866)	1510	1332
<b>投资活动现金流</b>	(8125)	(22548)	285	(457)
资本支出	(657)	(12575)	(760)	(820)
长期投资	479	(218)	21	(10)
其他	(7947)	(9755)	1024	373
<b>筹资活动现金流</b>	1507	31937	1960	848
短期借款	815	5871	(1000)	(1000)
长期借款	505	10731	2500	3000
其他	188	15334	460	(1152)
<b>现金净增加额</b>	1455	7356	12474	11381

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	84328	94921	99692	121576
营业成本	70631	75143	78542	94672
营业税金及附加	276	475	498	608
营业费用	3931	6625	6779	8267
管理费用	1221	2515	2512	3039
研发费用	2675	3702	3689	4559
财务费用	36	446	578	633
资产减值损失	611	1234	1246	1520
公允价值变动损益	206	(320)	50	100
投资净收益	655	826	735	781
其他经营收益	374	761	697	729
<b>营业利润</b>	6182	6047	7329	9888
营业外收支	106	78	107	93
<b>利润总额</b>	6288	6125	7436	9981
所得税	640	624	757	1017
<b>净利润</b>	5647	5501	6679	8964
少数股东损益	33	56	56	56
<b>归属母公司净利润</b>	5615	5446	6623	8908
EBITDA	7748	8087	10088	12656
EPS (最新摊薄)	0.48	0.46	0.56	0.75

### 主要财务比率

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	14.01%	12.56%	5.03%	21.95%
营业利润	44.61%	-2.18%	21.21%	34.91%
归属母公司净利润	50.57%	-3.01%	21.62%	34.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.24%	20.84%	21.22%	22.13%
净利率	6.70%	5.80%	6.70%	7.37%
ROE	15.74%	11.59%	11.01%	13.11%
ROIC	11.97%	7.05%	7.97%	9.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.22%	67.57%	64.84%	62.38%
净负债比率	14.95%	24.64%	27.07%	27.61%
流动比率	1.35	1.39	1.53	1.66
速动比率	1.08	1.11	1.23	1.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.84	0.67	0.56	0.65
应收账款周转率	2.96	2.36	2.14	2.69
应付账款周转率	3.89	3.28	3.05	3.74
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.48	0.46	0.56	0.75
每股经营现金	0.68	-0.17	0.87	0.93
每股净资产	4.65	4.74	5.30	6.06
<b>估值比率</b>				
P/E	14.58	15.04	12.36	9.19
P/B	1.49	1.46	1.31	1.14
EV/EBITDA	4.59	9.99	6.97	4.79

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>