

徐工机械 (000425)

## 签订合作协议 迈出军工布局又一步

### ——徐工机械更新报告

|   |                  |                          |                      |
|---|------------------|--------------------------|----------------------|
|  | 吕娟 (分析师)         | 黄琨 (分析师)                 | 李煜 (研究助理)            |
|  | 021-38676139     | 021-38674935             | 010-59312774         |
|  | lvjuan@gtjas.com | huangkun010844@gtjas.com | liyu015772@gtjas.com |
| 证书编号  | S0880511010047   | S0880513080005           | s0880115080192       |

#### 本报告导读:

公司与解放军理工大学签订战略合作协议,持续布局军工行业。目前公司转型升级动作不断,外延扩张成果值得期待。

#### 投资要点:

**结论:** 公司5月12日晚公告,与解放军理工大学野战工程学院签订战略合作协议,进一步深化军民融合。我们认为:①公司是最早具备军工资质的企业之一,此次协议签订后,公司在无人化装备、抢险强健装备、高速机动装备等方面的发展值得期待。②公司一方面大力收缩工程机械产线,保留并注入高毛利率产业;一方面以徐工投资为平台积极寻求外延扩张,盈利能力与资本运作实力持续提升。维持2016-17年EPS为0.08、0.14元,维持目标价5.81元,增持。

**公司在军方市场早有布局,签订合作协议再迈一步。**①公司多种产品已持续列装工程部队,公司及其子公司手握多项资质认证。②2015年8月,公司获得省级军民融合发展引导资金并成立军工部,加速迈出军民融合步伐。③此次协议签订后,合作双方将针对无人化装备、抢险抢建装备、高速机动装备等方面全面展开合作,进一步提升公司的服务国防建设能力。**以徐工投资为平台,外延预期持续增加。**①公司作为工程机械排头兵,近年来大力收缩工程机械产线,保留并注入高毛利率产业。一方面转让徐工施维英全部股权告别混凝土机械业务、转让巴西投资90%股权提升资产使用效率;另一方面收购徐工信息,以此为入口进一步拓展智能制造领域业务,打开向上业绩弹性。②自2011年起,公司多次增资徐工投资,持续加码资本运作。目前公司在手现金充足,预计未来将以徐工投资为平台,在全球范围内积极寻求兼并收购机会,外延成果可期。

**风险因素:** 工程机械业务下滑的风险、外延进展低于预期的风险。

| 财务摘要 (百万元)  | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 23,306 | 16,658 | 18,720 | 20,344 | 22,375 |
| (+/-)%      | -14%   | -29%   | 12%    | 9%     | 10%    |
| 经营利润 (EBIT) | 1,647  | 598    | 602    | 845    | 916    |
| (+/-)%      | -40%   | -64%   | 1%     | 40%    | 8%     |
| 净利润         | 413    | 51     | 598    | 958    | 1,210  |
| (+/-)%      | -73%   | -88%   | 1082%  | 60%    | 26%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.06   | 0.01   | 0.08   | 0.14   | 0.17   |
| 每股股利 (元)    | 0.06   | 0.20   | 0.10   | 0.10   | 0.10   |

| 利润率和估值指标    | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 7.1%  | 3.6%  | 3.2%  | 4.2%  | 4.1%  |
| 净资产收益率 (%)  | 2.0%  | 0.2%  | 2.9%  | 4.6%  | 5.7%  |
| 投入资本回报率 (%) | 4.4%  | -3.2% | 0.2%  | -0.7% | -1.8% |
| EV/EBITDA   | 6.7   | 21.9  | 29.0  | 24.5  | 32.9  |
| 市盈率         | 57.4  | 469.0 | 39.7  | 24.8  | 19.6  |
| 股息率 (%)     | 1.8%  | 6.0%  | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%  |

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **5.81**

上次预测: 5.81

当前价格: 3.35

2016.05.15

#### 交易数据

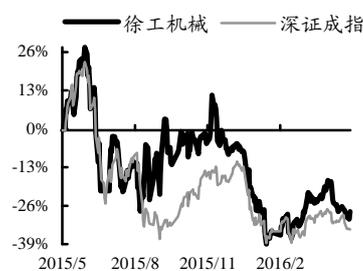
|                |             |
|----------------|-------------|
| 52周内股价区间 (元)   | 2.76-18.41  |
| 总市值 (百万元)      | 23,732      |
| 总股本/流通A股 (百万股) | 7,084/7,070 |
| 流通B股/H股 (百万股)  | 0/0         |
| 流通股比例          | 100%        |
| 日均成交量 (百万股)    | 7807.17     |
| 日均成交值 (百万元)    | 268.07      |

#### 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 20,572 |
| 每股净资产      | 2.90   |
| 市净率        | 1.2    |
| 净负债率       | 35.97% |

| EPS (元) | 2015A | 2016E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | -0.06 | -     |
| Q2      | 0.06  | 0.05  |
| Q3      | 0.00  | 0.01  |
| Q4      | 0.01  | 0.02  |
| 全年      | 0.01  | 0.08  |

#### 52周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M  |
|--------|-----|-----|------|
| 绝对升幅   | -9% | 11% | -27% |
| 相对指数   | -1% | 10% | 6%   |

#### 相关报告

《资产处置力度较大 外延扩张持续可期》  
2016.01.12

《业绩低于预期 后续变革更精彩》2015.03.30

《国企改革迈出一小步 期待后续更精彩》  
2015.03.01

《业绩虽低于预期 国企改革仍值得期待》  
2015.01.30

《资产注入逐步落实 静候国企改革拉开序幕》

模型更新时间: 2016.05.15

**股票研究**

工业  
资本货物

**徐工机械 (000425)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 5.81**

上次预测: 5.81

当前价格: 3.35

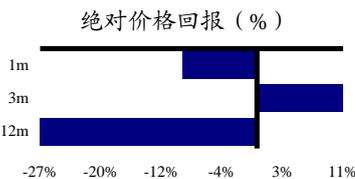
公司网址

www.xgix.xcmg.com

公司简介

公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司,产品达四大类、七个系列、近100个品种,主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护。

公司主导产品徐工牌装载机获得了“中国名牌产品”称号,徐工牌压路机、装载机荣获“全国用户满意产品”称号。



52周价格范围

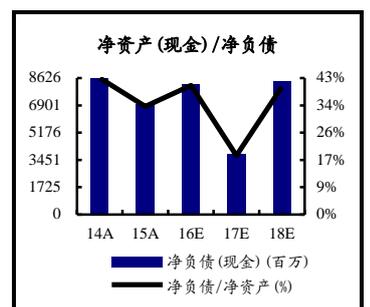
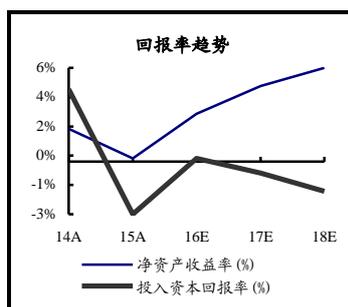
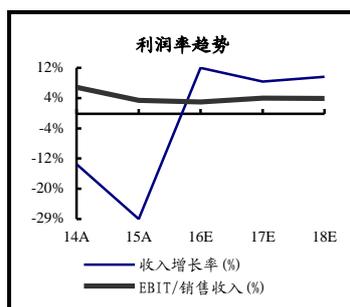
2.76-18.41

市值(百万)

23,732

财务预测 (单位: 百万元)

|               | 2014A  | 2015A  | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| <b>损益表</b>    |        |        |         |        |        |
| 营业总收入         | 23,306 | 16,658 | 18,720  | 20,344 | 22,375 |
| 营业成本          | 18,033 | 13,243 | 14,952  | 16,059 | 17,675 |
| 税金及附加         | 111    | 127    | 142     | 155    | 170    |
| 销售费用          | 1,640  | 1,219  | 1,370   | 1,488  | 1,637  |
| 管理费用          | 1,875  | 1,472  | 1,654   | 1,797  | 1,977  |
| EBIT          | 1,647  | 598    | 602     | 845    | 916    |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 投资收益          | 37     | 862    | 303     | 401    | 522    |
| 财务费用          | 611    | 1,058  | 389     | 346    | 353    |
| 营业利润          | 451    | -142   | 516     | 899    | 1,086  |
| 所得税           | 136    | 109    | 604     | 1,221  | 1,842  |
| 少数股东损益        | -6     | -113   | -539    | -1,137 | -1,806 |
| 净利润           | 413    | 51     | 598     | 958    | 1,210  |
| <b>资产负债表</b>  |        |        |         |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 5,158  | 5,000  | 967     | 967    | 967    |
| 其他流动资产        | 0      | 118    | 0       | 0      | 0      |
| 长期投资          | 1,023  | 1,849  | 1,849   | 1,849  | 1,849  |
| 固定资产合计        | 8,581  | 6,213  | 3,346   | 698    | -1,733 |
| 无形及其他资产       | 2,197  | 1,509  | 818     | 128    | 12     |
| 资产合计          | 48,851 | 42,708 | 44,609  | 36,859 | 45,768 |
| 流动负债          | 19,763 | 19,254 | 21,806  | 14,943 | 24,580 |
| 非流动负债         | 8,649  | 2,850  | 2,848   | 2,850  | 2,853  |
| 股东权益          | 20,202 | 20,503 | 20,382  | 20,631 | 21,133 |
| 投入资本(IC)      | 28,135 | 25,593 | 26,236  | 20,944 | 24,247 |
| <b>现金流量表</b>  |        |        |         |        |        |
| NOPLAT        | 1,234  | -810   | 54      | -146   | -439   |
| 折旧与摊销         | 734    | 802    | 499     | 281    | 62     |
| 流动资金增量        | 951    | -692   | -5,373  | 1,953  | -6,424 |
| 资本支出          | -817   | -248   | 3,205   | 3,201  | 3,218  |
| 自由现金流         | 2,102  | -949   | -1,615  | 5,289  | -3,583 |
| 经营现金流         | 738    | 108    | -4,351  | 1,877  | -7,267 |
| 投资现金流         | -871   | -1,752 | 3,509   | 3,602  | 3,740  |
| 融资现金流         | -1,836 | 1,670  | -3,191  | -5,479 | 3,527  |
| 现金流净增加额       | -1,969 | 26     | -4,033  | 0      | 0      |
| <b>财务指标</b>   |        |        |         |        |        |
| <b>成长性</b>    |        |        |         |        |        |
| 收入增长率         | -13.7% | -28.5% | 12.4%   | 8.7%   | 10.0%  |
| EBIT 增长率      | -39.6% | -63.7% | 0.7%    | 40.2%  | 8.5%   |
| 净利润增长率        | -72.6% | -87.8% | 1082.5% | 60.0%  | 26.3%  |
| 利润率           |        |        |         |        |        |
| 毛利率           | 22.6%  | 20.5%  | 20.1%   | 21.1%  | 21.0%  |
| EBIT 率        | 7.1%   | 3.6%   | 3.2%    | 4.2%   | 4.1%   |
| 净利润率          | 1.8%   | 0.3%   | 3.2%    | 4.7%   | 5.4%   |
| <b>收益率</b>    |        |        |         |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 2.0%   | 0.2%   | 2.9%    | 4.6%   | 5.7%   |
| 总资产收益率(ROA)   | 0.8%   | 0.1%   | 1.3%    | 2.6%   | 2.6%   |
| 投入资本回报率(ROIC) | 4.4%   | -3.2%  | 0.2%    | -0.7%  | -1.8%  |
| <b>运营能力</b>   |        |        |         |        |        |
| 存货周转天数        | 146    | 186    | 186     | 186    | 186    |
| 应收账款周转天数      | 320    | 417    | 417     | 417    | 417    |
| 总资产周转天数       | 767    | 1003   | 851     | 731    | 674    |
| 净利润现金含量       | 1.78   | 2.13   | -7.27   | 1.96   | -6.01  |
| 资本支出/收入       | 4%     | 1%     | -17%    | -16%   | -14%   |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |         |        |        |
| 资产负债率         | 58.2%  | 51.8%  | 55.3%   | 48.3%  | 59.9%  |
| 净负债率          | 42.7%  | 33.8%  | 40.4%   | 18.5%  | 39.9%  |
| <b>估值比率</b>   |        |        |         |        |        |
| PE            | 57.4   | 469.0  | 39.7    | 24.8   | 19.6   |
| PB            | 0.4    | 1.2    | 1.2     | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA     | 6.7    | 21.9   | 29.0    | 24.5   | 32.9   |
| P/S           | 0.3    | 1.4    | 1.3     | 1.2    | 1.1    |
| 股息率           | 1.8%   | 6.0%   | 3.0%    | 3.0%   | 3.0%   |



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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、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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|   | 评级   | 说明                       |
|---|------|--------------------------|
| <b>1. 投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|   | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|   | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%   |
|   | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2. 投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。  | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|   | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|   | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |