

徐工科技 (000425.sz)

激浊扬清，重焕生机

惠毓伦 研究员
电话: 020-87555888-323
eMail: hyl6@gf.com.cn

刘智 机械行业 研究助理
电话: 020-87555888-405
eMail: lz10@gf.com.cn

传统业务盈利能力较差

公司目前主要从事压实机械、铲运机械和路面机械的生产和销售，最近几年公司主导产品的同类生产企业增多，产品同质化严重，市场竞争激烈，产能过剩，导致公司产品盈利能力下降，毛利率相对较低，市场占有率下降，经营业绩不佳。

春兰汽车短期还难以贡献利润

2008 年 9 月，公司购买了南京春兰汽车制造有限公司 60% 的股权，进入重型汽车制造领域。预计春兰汽车 2008 年 10~12 月及 2009 年和 2010 年实现净利润约为 -1600 万元、-4790 万元和 1400 万元；影响公司 2008 年~2010 年净利润约 -960 万元、-2860 万元和 840 万元。

资产注入成就想象空间

公司拟通过非公开发行股份购买资产的方式实施重大资产重组，资产注入完成后，将拥有徐工重型、专用车辆公司、特种机械公司、液压件公司、随车起重机公司以及进出口公司 100% 的股权。公司的技术、产品、客户、品牌资源优势将得以凸显，产品结构得以丰富，工程机械主业得以加强。

徐工重型发展前景良好

徐工重型是我国工程起重机行业的龙头企业，汽车起重机销量连续 3 年超过行业的 50%。2008 年徐重销售收入 150 亿元，2009 年虽然受国际金融危机影响，出口销量只有去年同期的 30%~40%，但国内需求的快速增长使其主导产品仍然供不应求，预计 2009 年公司将实现销售收入为 180 亿元，继续保持较高的增长速度。

盈利预测与评级

按照公司增发后总股份 8.67 亿股，我们预测公司 2009~2011 年每股收益为 1.596 元、1.779 元和 1.974 元，按照 2009 年 15 倍市盈率，公司一年内合理价值为 24.00 元，给予“持有”评级。

风险提示

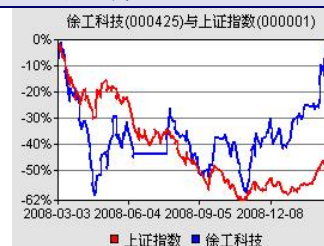
1、工程机械行业景气度低于预期；2、行业竞争激烈，毛利率下滑超过预期；3、徐工重型销售情况低于预期。

公司评级

持有

当前价格(元) 24.10
目标价格(元) 24.00
前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	26.19%	49.63%	-5.67%
上证综指	5.79%	17.17%	-52.03%

股票数据

总股本(万股)	54,508.76
流通 A 股(万股)	43,372.50
主要股东:	
	徐工集团工程机械有限公司
主要股东持股比例	33.80%
流通 A 股比例	79.57%

财务比率

ROE	2.10%
ROA	0.82%
资产负债率	60.68%
每股净资产(元)	2.16

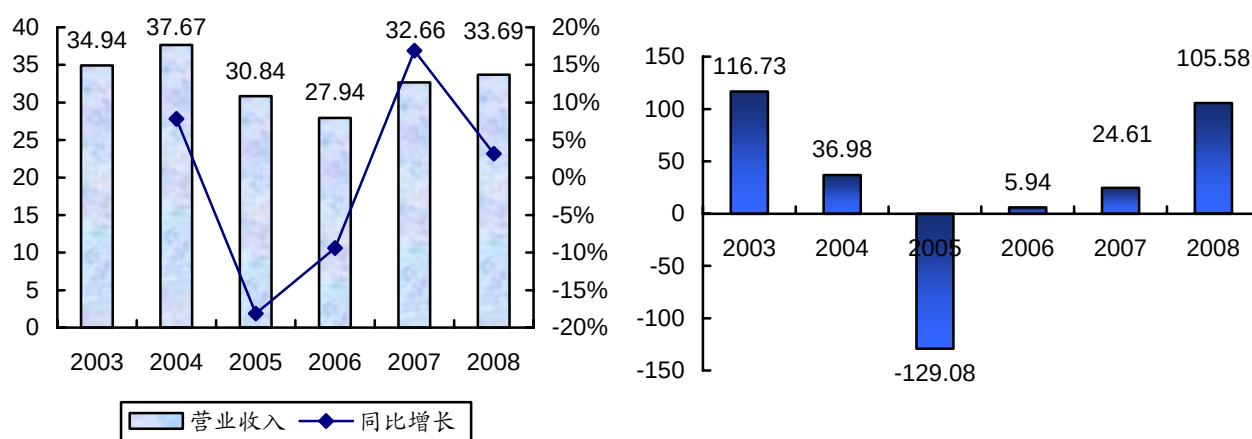
2007 年报数据。

传统业务盈利能力较差

公司目前主要从事压实机械、铲运机械、路面机械等工程机械产品的开发、制造和销售业务，产品包括装载机、压路机、混凝土摊铺机、拌合站等。最近几年公司主导产品同类生产企业增多，产品同质化严重，市场竞争激烈，产能过剩，给公司生产经营带来较大的压力。尽管工程机械行业最近三年景气度较高，但公司主导产品增长有限，竞争力减弱，市场占有率下降，近几年产品盈利能力下降，毛利率相对较低，经营业绩不佳。

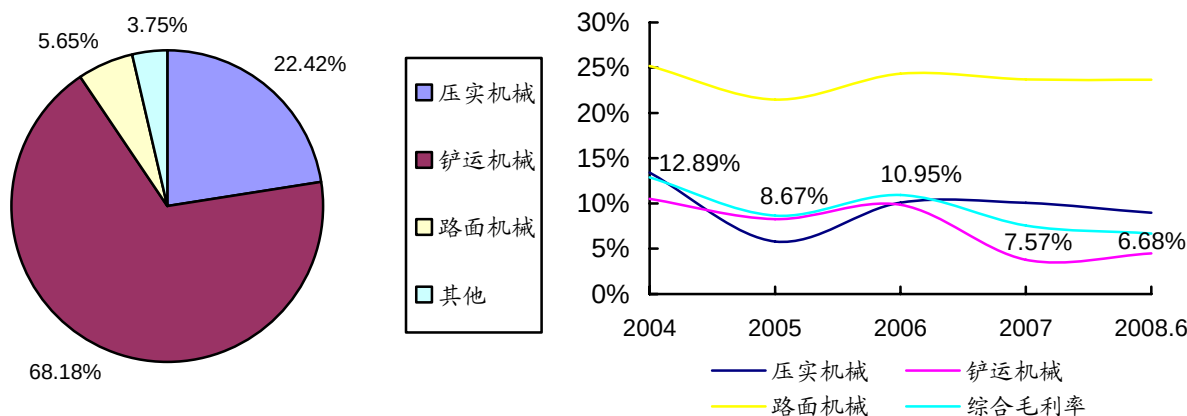
2008年公司销售各类主机12320台，同比下降7.7%。其中：压路机2410台，同比下降8.7%，市场占有率23.9%，（下降3.6个百分点）；装载机9561台，同比下降7.5%，市场占有率6%（下降0.5个百分点）；摊铺机211台，同比下降12.1%，市场占有率17.8%（下降4.1个百分点）。

图1：公司历年营业收入与同比增长（单位：亿元） 图2：公司历年净利润（单位：百万元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：2008年6月公司各类产品收入占主营收入比例 图4：公司历年各类产品毛利率与综合毛利率



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

春兰汽车短期还难以贡献利润

2008 年9 月2 日，公司与江苏春兰汽车有限公司在泰州签署了《南京春兰汽车制造有限公司股权转让协议》，公司购买江苏春兰所持南京春兰汽车制造有限公司60%的股权，交易价格为17000万元。目前，春兰汽车已有满足国 II 排放标准的320 个型号的产品、满足国 III 排放标准的8个型号产品通过了国家汽车目录的公告。

公司资产重组完成后，徐州重型机械有限公司将进入公司，徐州重型已具有30 多年开发和制造重型专用底盘、专用汽车和零部件生产制造的经验和能力。进入重型卡车行业后，可充分利用现有的汽车底盘制造技术，实现资源共享及整体协同效应，促进重型汽车的发展。此外，可以更好地发挥公司在工程机械行业已经形成的产品、配套及营销渠道的优势，实现协同效应，形成产业集群优势，带动徐工科技其他相关工程机械产品的生产，形成大型工程机械核心零部件生产基地，提升公司在工程机械行业的竞争优势。

公司持有春兰汽车60%的股权，其财务报表将被纳入公司的合并报表范围。预计春兰汽车2008年10-12月及未来两年（2009、2010）实现净利润约-1600 万元、-4790万元、1400万元，预计影响公司2008 年、2009 年、2010 年净利润约-960万元、-2860万元、840万元。

表1：春兰汽车的资产状况和经营状况（单位：万元）

	2008年6月	2007年
总资产	23562.63	26548.73
净资产	8945.30	11779.68
营业收入	5313.23	19158.26
利润总额	-2834.38	-6144.73
净利润	-2834.38	-6144.73

数据来源：公司公告

资产注入成就想象空间

徐工科技拟通过非公开发行股份购买资产的方式实施重大资产重组，具体方案为：徐工科技向徐工机械非公开发行股份购买其持有的徐工机械直接持有的徐工重型90%股权、液压件公司50%股权、专用车辆公司60%股权、特种机械公司90%股权、随车起重机公司90%股权、进出口公司100%股权，以及徐工机械拥有的注册商标、试验中心相关资产（含负债）。

标的资产账面值178302.75万元，评估价值530922.03万元，评估增值率197.76%。交易定价为530922.03万元；非公开发行股票的发行价为16.47元/股。据此测算发行股份数量为32235.7031万股。发行后公司的总股本将增至86744.4651万股，其中徐工机械持有50658.9574万股，占发行后总股本的58.40%。

资产注入完成后，公司的技术、产品、客户、品牌资源优势将得以凸

显，产品结构得以丰富，工程机械主业得以加强。公司在工程机械行业的竞争地位将大大加强。公司将形成以起重机械、铲运机械、路面机械等为代表的工程机械为主，以液压件为代表的工程机械专用零部件类（含专用底盘）为补充，以泵车、消防车、高空作业车、重型卡车等为代表的专用车为侧翼产品三大产品类系列协同发展的格局。

表2：拟注入资产基本情况（截至2008年7月，单位：亿元）

公司名称	注册资本	总资产	总负债	营业收入	净利润	主营范围	主营业务平均毛利率
徐工重型	3.00	57.76	44.10	104.74	7.91	汽车起重机、履带吊、消防车	17.05%
液压件公司	0.96	6.84	5.72	3.61	0.06	液压元件、油缸	15.12%
专用车辆公司	0.10	3.94	2.23	28.82	0.25	各类型起重机底盘	1.41%
特种机械公司	0.24	1.60	1.34	1.69	0.05	小型装载机	21.09%
随车起重机公司	0.40	2.71	2.21	2.04	0.05	随车起重机、高空作业车等	17.59%
进出口公司	0.70	17.94	17.01	32.29	1.64	工程机械及配件	3.54%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

徐工重型发展前景良好

徐工重型机械有限公司成立于1995年，公司的经营范围包括全液压汽车起重机、混凝土机械、消防车和履带起重机等。公司是我国工程起重机行业的龙头企业，汽车起重机销量连续三年超过全行业的50%；履带起重机排名行业第二，2006年和2007年销量分别为74台和231台，市场占有率为37%和27%，市场份额下降的原因主要是因为增速慢于排名第一的抚顺挖掘机有限公司和排在第三与第四名的上海三一科技与中联重科浦沅分公司。

2008年9月，徐工重型自主研发的500吨汽车起重机下线，这是我国自主研发的最大吨位的汽车起重机；徐工重型还成功地自主研发了650吨履带吊，把国内履带起重机的技术推到了一个全新的高度，缩短了与国际水平的差距。强大的自主创新能力和旺盛的市场需求，使得徐工重型2008年实现销售收入150亿元。2009年，国家4万亿投资对公司主导产品的销售拉动作用非常明显，2月份汽车起重机已供不应求。但由于受国际金融危机影响，产品出口降幅较大，只有去年同期的30%~40%。公司2009年的销售目标是180亿元，而资产评估报告中预测徐重2009年销售收入为95.66亿元，明显过于保守。

表3：汽车起重机行业前4家企业销售情况和主要经济指标

企业名称	销售量（台）		销售收入（亿元）		利润总额（亿元）		市场占有率	
	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006
徐工重型	9955	7232	76.86	45.77	9.92	5.01	51%	51.3%
中联重科	3914	2619	41.03	19.09	4.62	2.32	20%	18.6%

四川长起	1520	1484	11.23	9.76	0.87	0.70	7.8 %	10.5 %
泰安东岳	1419	1092	4.31	3.33	0.11	0.04	7.3 %	7.7 %

数据来源：《工程机械工业年鉴（2008）》，广发证券发展研究中心

盈利预测与评级

盈利预测假设

1、合并报表主营收入与毛利率预测；

表4：合并报表营业收入与毛利率预测

		2008	2009	2010	2011
徐工科技	营业收入	3369.8	4000	4200	4500
	营业成本	3133.91	3700	3885	4162.5
	毛利率	7.00%	7.50%	7.50%	7.50%
徐工重型	营业收入	15000	18000	20000	22000
	营业成本	12442.5	14940	16600	18260
	毛利率	17.05%	17.00%	17.00%	17.00%
专用车辆公司	营业收入	4539	4451.07	4614.48	5022.5
	营业成本	4475	4388.755	4549.877	4952.185
	毛利率	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
随车起重机公司	营业收入	348	408.4	492.98	587.98
	营业成本	286.79	336.93	406.71	485.08
	毛利率	17.59%	17.50%	17.50%	17.50%
液压件公司	营业收入	631	734.86	859.04	991.86
	营业成本	535.59	624.63	730.18	843.08
	毛利率	15.12%	15.00%	15.00%	15.00%
特种机械公司	营业收入	304.2	404.03	508.92	604.26
	营业成本	240.04	323.22	407.14	483.41
	毛利率	21.09%	20%	20%	20%
合计	营业收入		27998.36	30675.42	33706.6
	营业成本		24313.54	26578.91	29186.26
	毛利率		13.16%	13.35%	13.41%

2、2009年~2011年公司销售费用率为1.5%；管理费用率为5%；财务费用率为0.45%；

3、非定向增发顺利进行；

4、所得税税率为15%。

在以上假设前提下，我们预测公司2009~2011年实现主营业务收入分别为279.98亿元、306.75亿元和337.06亿元。净利润分别为13.84亿元、15.43亿元和17.12亿元，按照增发后总股本8.67亿股计算，公司未来三年收益分别为1.596元、1.779元和1.974元。按照2009年15倍市盈率，公司一年内的合理价值为24.00元。给予“持有”的投资评级。

表5: 徐工科技盈利预测 (单位: 百万元)

项目/年度	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3266.32	3369.8	27998.36	30675.42	33706.6
营业成本	3018.91	3133.91	24313.54	26578.91	29186.2
营业税金及附加	10.39	9.44	84.00	92.03	101.12
销售费用	55.78	49.87	419.98	460.13	505.60
管理费用	101.8	168.49	1399.92	1533.77	1685.33
财务费用	23.36	13.82	125.99	138.04	151.68
资产减值准备	17.06	23.59	50	50	50
投资收益	2.09	155.42	0	0	0
营业利润	41.1	126.1	1604.94	1822.54	2026.67
营业外收入	3.52	10.5	0	0	0
营业外支出	5.04	2.57	0	0	0
利润总额	39.58	134.03	1604.94	1822.54	2026.67
所得税	14.97	34.85	240.74	273.38	304.00
少数股东权益	-0.11	-6.40	-20	5.6	10
净利润	24.72	105.58	1384.20	1543.56	1712.67
摊薄每股收益 (元)	0.028	0.122	1.596	1.779	1.974

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、工程机械行业景气度低于预期。
- 2、行业竞争激烈, 产品毛利率下滑超过预期。
- 3、徐工重型销售情况低于预期。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

徐工科技(000425)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。