

徐工科技 (000425.sz)

主营业务亏损，期待优质资产注入

惠毓伦 研究员
 电话: 020-8755888-323
 eMail: hyl6@gf.com.cn

刘智 机械行业 研究助理
 电话: 020-8755888-405
 eMail: lz10@gf.com.cn

2008 年业绩回顾

2008 年公司实现营业收入 33.54 亿元, 同比增长 2.69%; 净利润 1.1 亿元, 同比增长 346.75%, 实现每股收益 0.20 元。利润的增长主要来自于股权转让收入, 扣除非经常性损益, 每股收益为 -0.14 元。2008 年公司不进行利润分配, 也不实施资本公积金转增股本。

2009 年优质资产注入将大幅提升业绩

2009 年公司拟实施重大资产重组。向徐工机械非公开发行股份购买徐工重型、液压件公司、专用车辆公司、特种机械公司、随车起重机公司以及徐工进出口公司的股权。资产注入完成后, 公司的经营业绩将大幅提高。

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 2009~2010 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。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	3266.32	3354.21	27998.36	30675.42	33706.6
EBITDA(百万元)	112.09	188.02	1850.93	2110.58	2358.35
净利润(百万元)	24.72	110.44	1384.2	1543.56	1712.67
净利润增长率	157.58%	346.75%	1153.35%	11.51%	10.96%
每股收益(元)	0.028	0.127	1.596	1.779	1.974
市盈率	445.00	215.29	17.18	15.40	13.88
市净率	10.30	11.92	2.83	2.45	2.12
EV/EBITDA	128.94	126.47	12.85	11.27	10.08
每股红利(元)	0.06	0.00	0.30	0.50	0.60
股息率(%)	0.27	0.00	0.20	0.28	0.30

来源: 徐州工程机械科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	27.41
目标价格(元)	24.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	12.66%	79.86%	32.96%
上证综指	17.95%	38.71%	-31.79%

股票数据

总股本(万股)	86744.76
流通 A 股(万股)	43372.50
主要股东:	

徐工集团工程机械有限公司	
主要股东持股比例	58.40%
流通 A 股比例	50.57%

财务比率

ROE	8.35%
ROA	0.03%
资产负债率	63.77%
每股净资产(元)	2.30

2008 年报数据

2008年业绩回顾

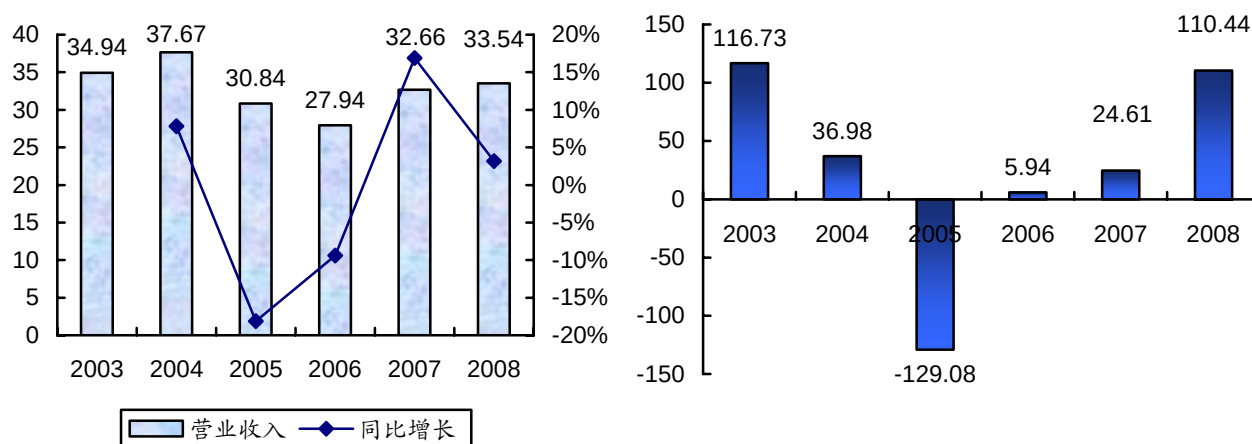
2008年公司实现营业收入33.54亿元，比去年同期增长2.69%；营业利1.27亿元，比去年同期增长210.24%，归属于母公司所有者的净利润1.1亿元，比去年同期增长346.75%。每股受益0.2元。2008年公司不进行利润分配，也不实施资本公积金转增股本。

公司净利润较去年同期大幅增长的主要原因：1、转让所持徐州工程机械集团进出口有限公司20%的股权，实现收益1.51亿元及该部分股权自评估基准日至股权过户完成日之间的归属于公司的收益3070万元；2、公司收购南京春兰汽车制造有限公司60%的股权，该公司本报告期的财务报表纳入公司的合并报表范围，减少公司利润1234万元；3、公司被认定为江苏省2008年度高新技术企业，公司所得税税率自2008年1月1日起三年内享受10%的优惠，导致报告期内公司递延所得税资产减少，增加所得税费用1939万元；4、公司箱桥及薄板件等项目的研发费用同比增加2979万元；5、公司持股90%的控股子公司徐工重庆工程机械有限公司实际产能未达到设计产能，导致该公司当年亏损2149万元。

公司经营中存在的主要困难是：1、毛利率较同行业相对较低，影响了公司的盈利能力；2、营销渠道建设薄弱，营销策划不足。市场开拓能力相对同行业较弱，经销商实力不足；3、供应商队伍建设、配套体系薄弱，对关键外协配套件供应商的掌控能力不足；4、新产品推行进度缓慢，没能对销售形成强力支撑。

总体来看，公司2008年主营业务亏损，扣除非经常损益后的每股收益为-0.14元。一是受全球金融危机的影响，国内外市场需求大幅下滑；二是因为公司主导产品装载机在收入中占比较大（70%），但盈利能力很差，毛利率只有4.87%，低于行业平均水平；三是收购春兰汽车后合并报表减少利润以及徐工重庆出现经营性亏损。

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

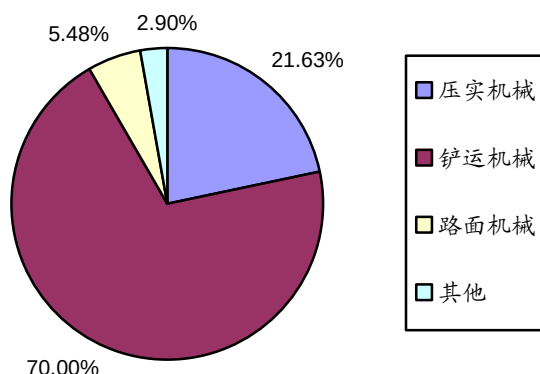
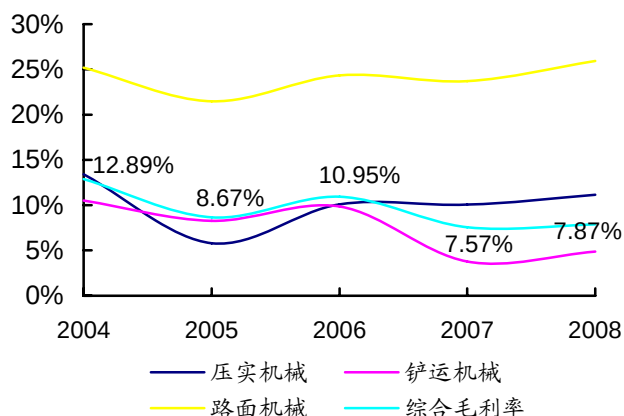


图4: 公司历年各类产品毛利率与综合毛利率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

2009年优质资产注入将大幅提升业绩

2009年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)。资产注入完成后, 公司业绩将大幅提高。

表1: 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

盈利预测与评级

资产注入完成后, 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

年每股收益分别为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2：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	3354.21	27998.36	30675.42	33706.6
营业成本	3018.91	3090.27	24313.54	26578.91	29186.2
营业税金及附加	10.39	2.14	84.00	92.03	101.12
销售费用	55.78	59.31	419.98	460.13	505.60
管理费用	101.8	183.81	1399.92	1533.77	1685.33
财务费用	23.36	12.82	125.99	138.04	151.68
资产减值准备	17.06	64.31	50	50	50
投资收益	2.09	185.86	0	0	0
营业利润	41.1	127.49	1604.94	1822.54	2026.67
营业外收入	3.52	10.07	0	0	0
营业外支出	5.04	2.27	0	0	0
利润总额	39.58	135.3	1604.94	1822.54	2026.67
所得税	14.97	33.45	240.74	273.38	304.00
少数股东权益	-0.11	-8.59	-20	5.6	10
净利润	24.72	110.44	1384.20	1543.56	1712.67
摊薄每股收益（元）	0.028	0.127	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。