

2009 年 06 月 26 日

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

市价(元)	31.59
已上市流通A股(百万股)	433.72
总市值(百万元)	17,219.32
年内股价最高最低(元)	31.59/10.72
沪深 300 指数	3117.92
深证成指	11385.88
2007 年股息率	0.41%



机械行业研究小组

董亚光

 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

徐工科技收购集团资产简评

——资产注入即将完成，利好股价

基本结论

- 徐工科技公布了购买股东资产暨关联交易报告书（修正稿），其收购方案主要内容基本没变：
- ◆ 收购标的：徐工重型机械公司、液压件公司、专用车辆公司、特种机械公司、随车起重机公司、进出口公司的股权和试验中心资产及商标。标的资产评估价值为 53.09 亿元，评估增值率为 197.76%。

图表1：标的资产 百万元

股权资产				
名称	股权比例	主要产品或业务	备注	评估价值
徐工重型机械公司	90%	汽车吊、履带吊、泵车、消防车	进出口公司持有另外10%股权	3,590.45
液压件公司	50%	液压油缸	徐工重型公司持有另外50%股权	77.40
专用车辆公司	60%	起重机底盘	徐工重型公司持有另外40%股权	102.12
特种机械公司	90%	3吨以下小型装载机	进出口公司持有另外10%股权	78.52
随车起重机公司	90%	随车吊、桥梁检测车、高空作业车	徐工重型公司持有另外10%股权	94.84
进出口公司	100%	经营徐工机械子公司产品的进出口		587.67
非股权资产				
名称	构成			评估价值
商标	标有“徐工”、“徐工集团”、“XCMG”等文字及图形字样的28项正在使用的商标			762.26
试验中心	包括房屋建筑物、土地使用权、设备及对应的负债			15.95

来源：公司公告，国金证券研究所

- ◆ 收购方式：公司向大股东徐工机械非公开发行 3.22 亿股，发行价格为 16.47 元/股。
- ◆ 收购完成后公司直接或间接持有标的资产 100%股权，总股本由 5.45 亿股增加至 8.67 亿股；徐工机械持有公司股权比例由发行前的 33.80%上升为发行后的 58.40%。
- 徐重的汽车吊和随车起重机公司的随车吊产品的多年来市场占有率皆排名第一，显示了强大的竞争力。

图表2：徐重产品市场占有率

产品	05年	06年	07年	08年	08年排名
汽车吊	52.50%	55.54%	53.40%	56.50%	第一
随车吊	30.70%	29.90%	39.30%	42.54%	第一
履带吊	21.34%	25.42%	23.69%	25.16%	第三
泵车	4.43%	5.60%	4.82%	3.24%	第四

来源：公司资料，国金证券研究所

备考合并盈利预测：

- ◆ 假设资产收购于 07 年 1 月 1 日前完成，以及在预测期间的各项经营计划和预算能够如期完成。

- ◆ 根据备考损益表，按收购完成后总股本计，公司 07-09 年 EPS 分别为 0.91、1.48 和 1.12 元，而公司在前期对 08 年 EPS 的备考预测为 1.31 元，实际情况好于预测。
- ◆ 由于公司与徐工机械就此次收购签订了《补偿协议》，徐工机械保证在收购完成后当年度起的 3 年内，对标的公司的预测净利润的实现承担保证责任，即如果标的公司实际盈利低于预测，徐工机械以现金方式补偿差额。因此在全球金融危机背景下，徐工机械对标的资产的盈利预测必然偏保守，我们认为真实情况可能好于预测。
- 根据备考资产负债构成，公司的应收帐款周转率和存货周转率分别约为 16.4 倍和 3.5 倍，在行业内处于较好水平；08 年底的资产负债率为 67%，有些偏高。

图表3：备考资产负债构成 百万元

年份	货币资金	应收帐款	存货	固定资产	资产合计	短期借款	应付票据	应付账款	预收款项	长期借款	负债合计	资产负债率
07年12月31日	3,114.08	669.28	2,935.74	1,501.23	10,336.99	745.05	2,311.35	1,630.35	1,127.83	445.00	6,973.80	67.46%
08年12月31日	3,022.30	966.92	3,663.06	1,944.02	12,423.01	845.35	2,670.15	1,923.40	660.54	257.00	8,313.14	66.92%

来源：公司资料，国金证券研究所

- 根据备考审计报告和公司当前的销售形势，我们预测收购完成后徐工科技 09-11 年 EPS 分别为 1.60、1.99 和 2.31 元，给予公司 23-25 倍 PE 估值，目标价格为 36.80-40.00 元。

图表4：分项业务预测

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工程起重机					
平均售价（千元/台）	750.27	818.32	803.71	810.70	817.75
增长率（YOY）		9.07%	-1.79%	0.87%	0.87%
销售数量（台）	9,704	12,187	13,649	15,697	18,051
增长率（YOY）		25.59%	12.00%	15.00%	15.00%
销售收入（百万元）	7,280.58	9,972.91	10,970.20	12,725.44	14,761.51
增长率（YOY）		36.98%	10.00%	16.00%	16.00%
毛利率	20.93%	23.28%	22.00%	23.00%	23.00%
销售成本（百万元）	5,756.53	7,651.17	8,556.76	9,798.59	11,366.36
增长率（YOY）		32.91%	11.84%	14.51%	16.00%
毛利（百万元）	1,524.06	2,321.74	2,413.44	2,926.85	3,395.15
增长率（YOY）		52.34%	3.95%	21.27%	16.00%
占总销售额比重	58.28%	62.77%	64.80%	65.94%	67.09%
占主营业务利润比重	71.92%	78.10%	75.79%	76.46%	77.32%
铲运机械（装载机）					
平均售价（千元/台）	181.75	199.97	199.97	199.97	199.97
增长率（YOY）		10.02%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量（台）	11,646	11,562	9,828	10,810	11,892
增长率（YOY）		-0.72%	-15.00%	10.00%	10.00%
销售收入（百万元）	2,116.64	2,312.03	1,965.22	2,161.75	2,377.92
增长率（YOY）		9.23%	-15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.50%	6.46%	8.46%	9.46%	9.46%
销售成本（百万元）	1,978.99	2,162.62	1,798.92	1,957.19	2,152.91
增长率（YOY）		9.28%	-16.82%	8.80%	10.00%
毛利（百万元）	137.65	149.41	166.31	204.55	225.01
增长率（YOY）		8.55%	11.31%	23.00%	10.00%
占总销售额比重	16.94%	14.55%	11.61%	11.20%	10.81%
占主营业务利润比重	6.50%	5.03%	5.22%	5.34%	5.12%
压实机械（压路机）					
销售收入（百万元）	696.24	654.22	686.93	755.62	831.18
增长率（YOY）		-6.04%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.04%	12.16%	14.16%	15.16%	15.16%
销售成本（百万元）	619.35	574.69	589.69	641.10	705.21
增长率（YOY）		-7.21%	2.61%	8.72%	10.00%
毛利（百万元）	76.89	79.53	97.24	114.52	125.98
增长率（YOY）		3.43%	22.28%	17.77%	10.00%
占总销售额比重	5.57%	4.12%	4.06%	3.92%	3.78%
占主营业务利润比重	3.63%	2.68%	3.05%	2.99%	2.87%

混凝土机械 (泵车)					
平均售价 (千元/台)	2,047.03	2,264.45	2,429.14	2,226.71	2,041.15
增长率 (YOY)		10.62%	7.27%	-8.33%	-8.33%
销售数量 (台)	129	141	155	186	223
增长率 (YOY)		9.30%	10.00%	20.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	264.07	319.29	376.76	414.44	455.88
增长率 (YOY)		20.91%	18.00%	10.00%	10.00%
毛利率	22.21%	22.23%	22.23%	22.23%	22.23%
销售成本 (百万元)	205.41	248.30	293.00	322.30	354.53
增长率 (YOY)		20.88%	18.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	58.66	70.98	83.76	92.14	101.35
增长率 (YOY)		21.02%	18.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.11%	2.01%	2.23%	2.15%	2.07%
占主营业务利润比重	2.77%	2.39%	2.63%	2.41%	2.31%
路面机械 (摊铺机)					
销售收入 (百万元)	244.82	164.61	189.30	208.23	229.05
增长率 (YOY)		-32.76%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	21.03%	25.72%	25.72%	25.72%	25.72%
销售成本 (百万元)	193.33	122.27	140.61	154.67	170.14
增长率 (YOY)		-36.76%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	51.49	42.34	48.69	53.56	58.91
增长率 (YOY)		-17.77%	15.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	1.96%	1.04%	1.12%	1.08%	1.04%
占主营业务利润比重	2.43%	1.42%	1.53%	1.40%	1.34%
消防车					
平均售价 (千元/台)	1,455.54	1,528.65	1,528.65	1,528.65	1,528.65
增长率 (YOY)		5.02%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	73	95	119	143	164
增长率 (YOY)		30.14%	25.00%	20.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	106.25	145.22	181.53	217.83	250.51
增长率 (YOY)		36.67%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利率	42.43%	41.57%	41.57%	41.57%	41.57%
销售成本 (百万元)	61.17	84.85	106.06	127.27	146.36
增长率 (YOY)		38.70%	25.00%	20.00%	15.00%
毛利 (百万元)	45.08	60.37	75.47	90.56	104.15
增长率 (YOY)		33.93%	25.00%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	0.85%	0.91%	1.07%	1.13%	1.14%
占主营业务利润比重	2.13%	2.03%	2.37%	2.37%	2.37%
路面机械 (筑路机)					
销售收入 (百万元)	260.57	307.23	337.96	371.75	408.93
增长率 (YOY)		17.91%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	3.99%	4.18%	7.18%	7.18%	7.18%
销售成本 (百万元)	250.17	294.40	313.70	345.07	379.58
增长率 (YOY)		17.68%	6.56%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	10.40	12.83	24.26	26.68	29.35
增长率 (YOY)		23.43%	89.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.09%	1.93%	2.00%	1.93%	1.86%
占主营业务利润比重	0.49%	0.43%	0.76%	0.70%	0.67%
其它工程机械					
销售收入 (百万元)	362.25	366.59	395.92	435.51	479.06
增长率 (YOY)		1.20%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	9.22%	20.13%	20.13%	20.13%	20.13%
销售成本 (百万元)	328.84	292.80	316.23	347.85	382.64
增长率 (YOY)		-10.96%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	33.41	73.79	79.69	87.66	96.43
增长率 (YOY)		120.87%	8.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.90%	2.31%	2.34%	2.26%	2.18%
占主营业务利润比重	1.58%	2.48%	2.50%	2.29%	2.20%

工程机械配件					
销售收入 (百万元)	333.46	291.86	335.63	369.20	406.12
增长率 (YOY)		-12.48%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	13.30%	19.92%	19.92%	19.92%	19.92%
销售成本 (百万元)	289.12	233.71	268.77	295.65	325.21
增长率 (YOY)		-19.16%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	44.34	58.14	66.87	73.55	80.91
增长率 (YOY)		31.14%	15.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	2.67%	1.84%	1.98%	1.91%	1.85%
占主营业务利润比重	2.09%	1.96%	2.10%	1.92%	1.84%
其它业务收入					
销售收入 (百万元)	826.69	1,355.22	1,490.74	1,639.81	1,803.80
增长率 (YOY)		63.93%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	16.57%	7.64%	8.64%	9.64%	9.64%
销售成本 (百万元)	689.69	1,251.70	1,361.96	1,481.76	1,629.94
增长率 (YOY)		81.49%	8.81%	8.80%	10.00%
毛利 (百万元)	137.00	103.52	128.78	158.05	173.86
增长率 (YOY)		-24.44%	24.40%	22.73%	10.00%
占总销售额比重	6.62%	8.53%	8.81%	8.50%	8.20%
占主营业务利润比重	6.47%	3.48%	4.04%	4.13%	3.96%
销售总收入 (百万元)	12,491.58	15,889.18	16,930.19	19,299.58	22,003.95
销售总成本 (百万元)	10,372.61	12,916.51	13,745.69	15,471.44	17,612.87
毛利 (百万元)	2,118.97	2,972.67	3,184.50	3,828.13	4,391.09
平均毛利率	16.96%	18.71%	18.81%	19.84%	19.96%

来源：公司资料，国金证券研究所

图表5：合并损益表

损益表 (人民币百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	12,492	15,889	16,930	19,300	22,004
增长率	383.4%	27.2%	6.6%	14.0%	14.0%
主营业务成本	-10,373	-12,917	-13,746	-15,471	-17,613
% 销售收入	83.0%	81.3%	81.2%	80.2%	80.0%
毛利	2,119	2,973	3,185	3,828	4,391
% 销售收入	17.0%	18.7%	18.8%	19.8%	20.0%
营业税金及附加	-43	-49	-58	-66	-75
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-303	-477	-525	-599	-683
% 销售收入	2.4%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-602	-811	-882	-1,044	-1,190
% 销售收入	4.8%	5.1%	5.2%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	1,171	1,635	1,720	2,120	2,443
% 销售收入	9.4%	10.3%	10.2%	11.0%	11.1%
财务费用	-19	4	-25	-20	-20
% 销售收入	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-46	-82	-40	-40	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,109	1,558	1,655	2,059	2,383
营业利润率	8.9%	9.8%	9.8%	10.7%	10.8%
营业外收支	-2	15	0	0	0
税前利润	1,108	1,573	1,655	2,059	2,383
利润率	8.9%	9.9%	9.8%	10.7%	10.8%
所得税	-316	-299	-265	-329	-381
所得税率	28.5%	19.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	792	1,274	1,390	1,730	2,002
少数股东损益	-1	-8	1	1	1
归属于母公司的净利	792	1,282	1,389	1,729	2,001
净利率	6.3%	8.1%	8.2%	9.0%	9.1%

来源：公司资料，国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。