

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年6月29日

徐工科技(000425.SZ)/32.21元

价值重估的两个理由：品牌与现金流价值

工业·机械

目标估值：40元

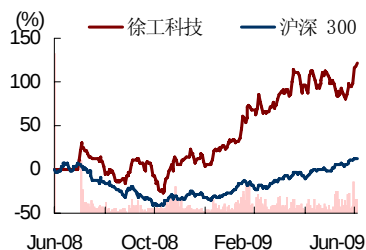
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2928
总股本(万股)	86744
总市值(亿元)	279
流通市值(亿元)	140
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	9.2
资产负债率	68.6%
主要股东	徐工集团
主要股东持股比例	58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	109	122
相对表现	-6	41	117



相关报告

- 1、《徐工科技(000425)-重组方案众望所归 长期投资价值凸现》2008/7/24
- 2、《机械行业 2009 年度投资策略-危机中孕育的国家优势》2008.12
- 3、《工程机械行业点评——扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

事件：

2009年6月25日，证监会核准公司向徐工集团工程机械有限公司发行3.22亿股股份购买相关资产，资产收购价格为53亿元，增发价格为16.47元/股，徐工科技增发后的总股本为8.67亿股。

点评：

- **增发后公司拥有徐工集团工程机械核心资产。**徐工科技直接或间接持有重型公司、进出口公司、液压件公司、专用车辆公司、随车起重机公司、特种机械公司100%的股权。大股东徐工机械的持股比例从33.91%提高到58.47%。
- **增发后公司的资产质量和盈利能力得到明显提高。**根据2007年及2008年备考合并财务报告，假如本次交易在2007年1月1日完成，2007年公司实现的每股收益为0.91元/股，2008年为1.48元/股。
- **徐工重型是未来上市公司主要的利润来源，竞争优势显著。**近三年徐工重型的汽车起重机国内市场占有率第一，2008年占有率在55%以上。公司难以被复制的竞争力在于拥有工程机械产品及核心零部件的生产、配套能力，拥有经营多年的国内外销售与采购网络。
- **公司价值有待重估的两个理由：**其一，完整的产业链、品牌国际认知度、领先的研发实力决定了公司的竞争力，也决定了“徐工”的品牌价值应为工程机械行业之首；其二，公司经营现金流和资产周转率好于行业平均水平；而目前市值仅为三一重工的60%、中联重科的78%，明显低估。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们预测2009、2010年徐工科技EPS为1.74和2.05元，目前的动态PE为19倍和16倍。在政策明朗和预期转好的前提下，工程机械行业合理PE应在20倍以上，具有竞争优势和战略管理优势的龙头企业应享受估值溢价，徐工也应不例外。按照2009年25倍和2010年20倍PE计算，徐工科技的合理估值在40-44元左右；如果按照可比公司2.1倍的平均市销率计算，徐工的估值也应该在44元左右。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	12492	15889	18273	21013	23535
同比增长	-	27.2%	15.0%	15.0%	12.0%
营业利润(百万元)	1109	1558	1861	2207	2487
同比增长	-	40.4%	19.5%	18.6%	12.7%
净利润(百万元)	792	1274	1501	1777	2002
同比增长	-	61.8%	17.4%	18.2%	12.6%
每股收益(元)	0.91	1.48	1.74	2.05	2.31
PE	35.2	21.8	18.5	15.7	13.9
PB	2.2	1.8	1.5	1.3	1.2

资料来源：招商证券

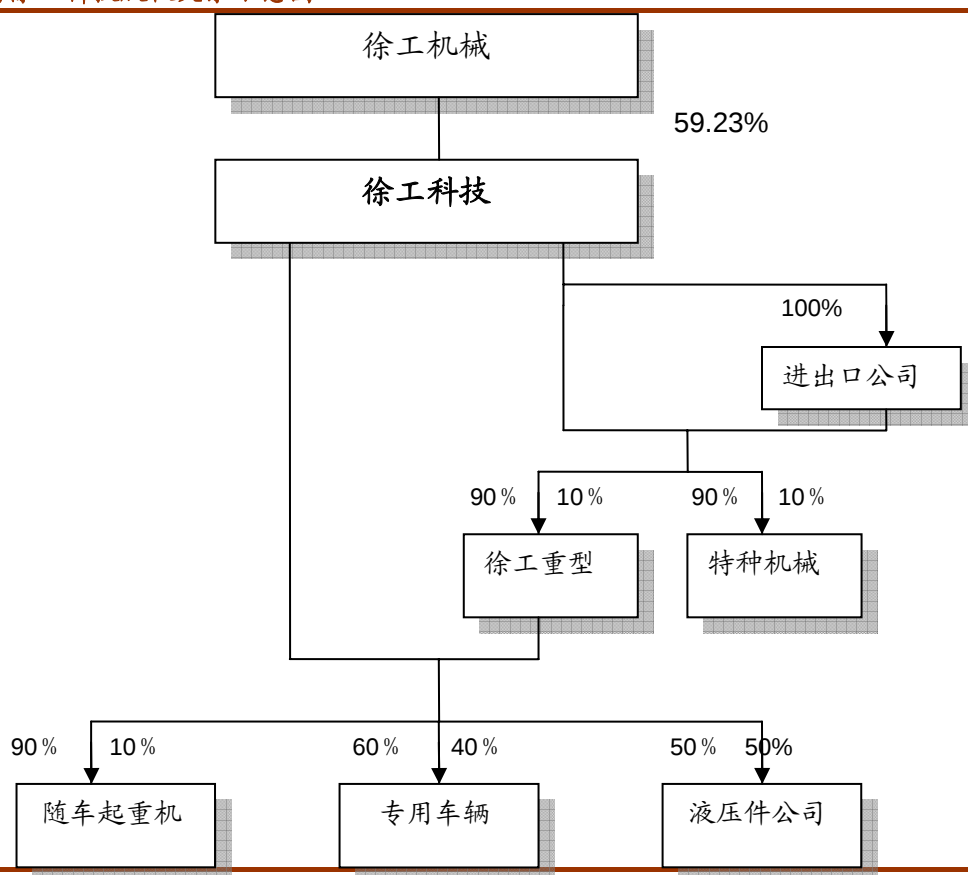
注：以上数据以备考数据为基础计算。

一、增发后公司拥有徐工集团工程机械核心资产

2009年6月25日，徐工科技收到中国证监会出具的《关于核准徐州工程机械科技股份有限公司向徐工集团工程机械有限公司发行股份购买资产的批复》，证监会核准徐工科技向徐工集团工程机械有限公司发行3.22亿股股份购买相关资产，资产收购价格为53亿元，增发价格为16.47元/股，徐工科技增发后总股本为8.67亿股。

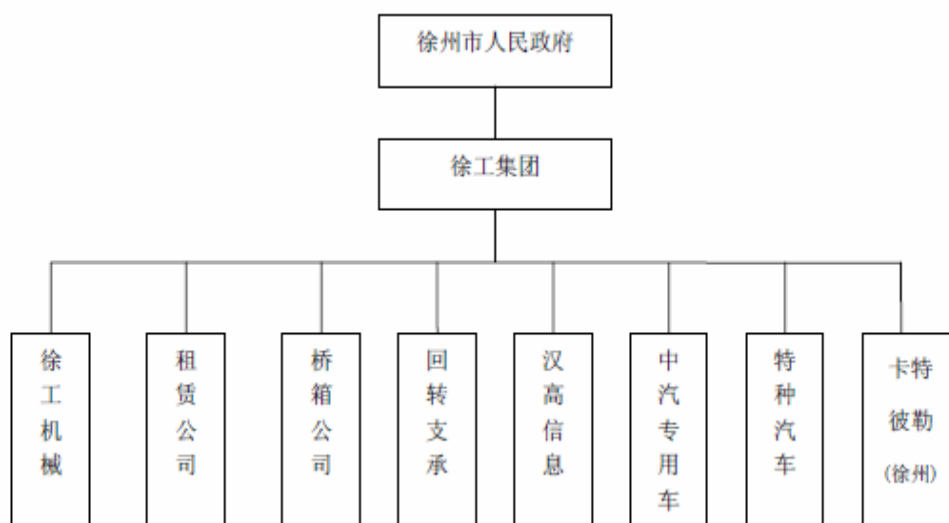
通过增发徐工科技完成收购徐工机械拥有的重型公司及相关的工程机械类经营资产，主要包括重型公司90%股权、液压件公司50%股权、专用车辆公司60%股权、进出口公司100%股权、随车起重机公司90%股权、特种机械公司90%股权，以及试验中心资产和徐工机械拥有的相关注册商标所有权。本次交易后徐工科技直接或间接持有重型公司、进出口公司、液压件公司、专用车辆公司、随车起重机公司、特种机械公司100%的股权。大股东徐工机械持有徐工科技的股份从33.91%提高到58.47%。

图1：完成收购后的徐工科技股权关系示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图2：徐工集团组织关系示意图



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

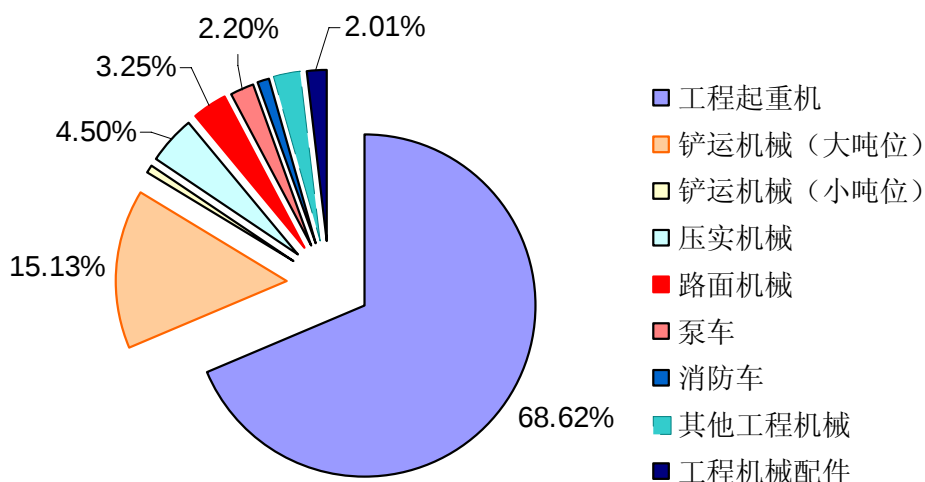
二、中国汽车起重机行业的核心资产——徐工重型

1 增发后徐工重型对上市公司利润贡献卓著

2008 年徐工科技备考的营业收入构成中，工程起重机占 68.6%，其次是装载机和压实机械。

2008 年徐工科技备考的净利润为 12.8 亿元，其中各个子公司：徐工重型净利润为 13.39 亿元，进出口公司的净利润为 1.87 亿元；随车起重机的净利润仅 1259 万元；特种机械公司的净利润仅 679 万元；另外，液压件公司和专用车公司净利润分别为 1386 万元和 3800 万元，这两家公司主要为徐工重型提供零部件，基本为内部销售。

图3：2008年徐工科技备考的主营业务收入构成



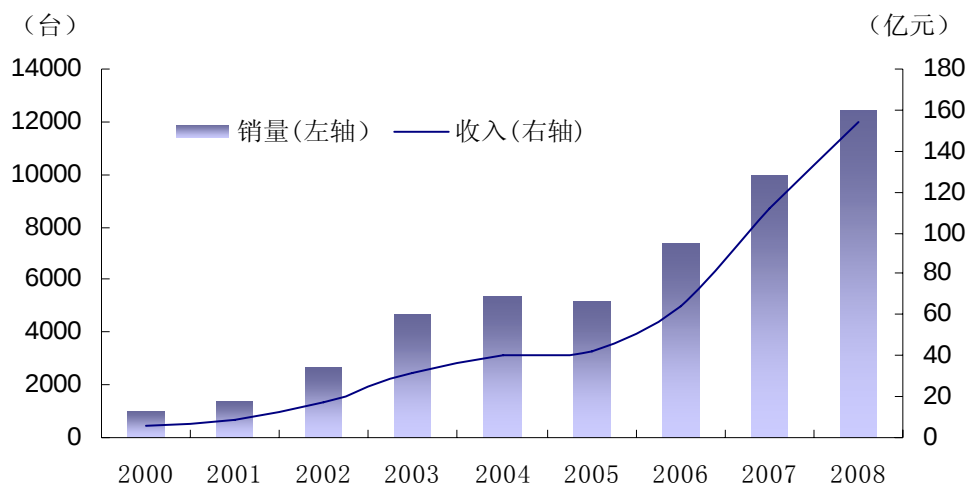
数据来源：公司公告，招商证券研发中心

2 徐工重型在国内竞争优势突出

徐工重型是中国大型臂架机械行业标志性企业，提供 8 吨到 130 吨汽车起重机，25 吨到 800 吨全地面起重机，50 吨到 1000 吨履带式起重机，37 米至 56 米混凝土泵车，20 米到 68 米特种消防车，产品遍及世界各个施工现场。2008 年徐工重型实现销售收入 153.7 亿元，同比增长 38%，销量超过 12400 台，同比增长 22%，实现利润 16 亿元。

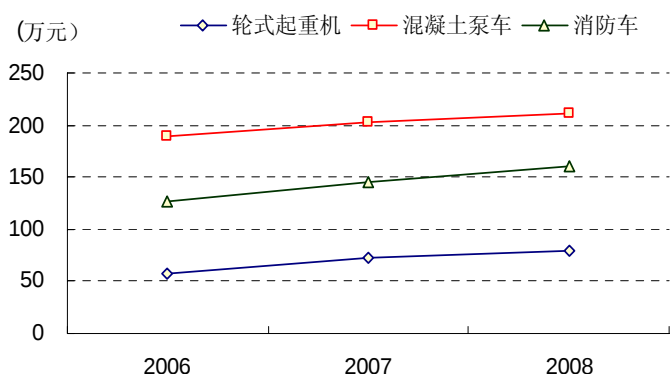
近三年徐工重型的汽车起重机、随车起重机的随车起重机产品国内市场占有率第一，占有率在 55% 以上；徐工重型的履带式起重机产品一直位列国内市场前三名，消防车产品则位居国内市场前两名，混凝土泵车产品排名第四；徐工重型已全面跻身世界前三强，在全球确立了工程机械“中国制造”的核心地位。

图4：徐工重型销量及收入增长示意图



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

图5：徐州重型主要产品均价稳步提升



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表1：徐州重型主要产品销量

(单位：台)

	2006	2007	2008
轮式起重机	7084	9704	12187
混凝土泵车	67	129	141
消防车	64	73	95
合计	7215	9906	12423

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表2：轮式起重机市场占有率

企业名称	2005	2006	2007	2008
徐州重型机械有限公司	52.50%	55.50%	53.40%	56.50%
长沙中联重工科技发展股份有限公司	19.69%	18.63%	21.76%	22.60%
四川长江工程起重机有限责任公司	9.78%	10.57%	8.45%	5.30%
泰安起重机厂	7.00%	7.19%	7.89%	5.40%
合计	88.97%	91.89%	91.50%	89.80%

表3：履带式起重机行业市场占有率

企业名称	2005	2006	2007	2008
抚顺挖掘机制造有限责任公司	60.29%	42.69%	40.98%	32.92%
上海三一科技有限公司	15.90%	25.22%	25.64%	27.08%
徐州重型机械有限公司	21.30%	25.70%	23.70%	25.16%
中联重科浦沅分公司	2.51%	6.39%	9.68%	14.84%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

3 拥有核心零部件的生产能力

我们认为公司难以被复制的竞争力是：拥有工程机械产品及核心零部件的生产配套能力，这有利于控制整机产品质量和生产周期。此次《装备制造业振兴规划》首次提到：坚持发展整机与提高基础配套水平相结合，努力实现重大技术装备自主化，带动基础配套产品发展；提高基础件技术水平，开发特种原材料，扭转基础配套产品主要依赖进口的局面。

徐工集团拥有国内工程机械行业最完善的关键零部件配套体系，建立了液压件、驱动桥、回转支承、齿轮箱、液压阀锁、专用底盘等基础零部件企业，其中的液压油缸、专用车辆底盘零部件企业在此次定向增发后已注入上市公司，正是基于集团完善的零部件配套能力，徐工重型的汽车起重机国产化率达到 90%以上。

徐工液压件公司是原国家机械工业部定点生产高中压液压缸、液压阀锁、液压马达的专业厂，是国内最大的液压缸专业制造公司之一。作为徐工机械重要的核心零部件制造企业，液压件公司除满足集团自身配套需求外，已逐渐成为国内臂架类工程机械油缸生产基地。2007 年、2008 年销售给徐工重型的的产品分别占其销售总额的 88%、87%。2008 年、2009 年液压件公司的销量增长分别为 29%和 38%，营业收入的增长率达到 52%和 48%，产品均价由 2006 年的 2797 元提高到 4000 元，这一方面说明产品的附加值在提高，另一方面是外销比例提高。

专用车辆公司产品为各种类型的起重机底盘，底盘由车架、悬架（钢板弹簧等）、前后车桥、发动机、变速箱、传动轴、制动系统组成，专用车辆公司的专用底盘全部销售给徐工重型，专用车底盘的价格在 25 万元左右，我们估算占徐工重型营业成本的比例在 30%左右。

三、公司价值有待重估的两个理由

首先，完整的产业链、品牌国际认知度、领先的研发实力决定了公司的竞争力，也决定了“徐工”的品牌价值应为工程机械行业之首；其二，公司经营现金流和资产周转率好于行业平均水平，而目前市值仅为三一重工的 60%、中联重科的 78%，明显低估。

1 “徐工”品牌价值应为国内工程机械行业之首

“徐工”的品牌价值主要集中在工程机械业务，徐工集团的工程机械优质资产也已注入上市公司，因此上市公司的价值应该反映“徐工”的品牌价值。我们认为从品牌的国际认知度来看，“徐工”应排在国内工程机械行业之首。徐工机械所属各控股子公司的进出口业务是由此次注入的进出口公司统一实施的，进出口公司作为“徐工”品牌产品对外销售和采购的平台，已经在海内外建立了较为健全的销售和采购网络。出口产品主要为汽车起重机、平地机、摊铺机、压路机、装载机等，这些产品的相关资产已注入上市公司。

(1) 根据公司网站上的新闻，2008 年尽管工程机械出口市场急速下滑，但是徐工集团实现出口超 8 亿美元，比上年增长 43%，保持了持续、强劲、快速的增长势头，在国内同行业处于领先地位。其中，起重机出口占据行业同类产品出口量的 73%，装载机、压路机、平地机等主机出口持续保持了行业第一。目前，徐工集团已在全球 130 多个国家和地区实现了销售，并全线进入欧洲、澳洲等发达地区市场，2008 年 12 月，徐工集团波兰厂建成并即将投产，在海外布局和产业化上又迈出重要的第一步。2008 年徐工海外市场占有率已超过 30%，据世界移动式起重机前十名公布的排名显示，徐工重型各项综合经济指标已位列全球汽车起重机第一位。

(2) 根据公司公告，2008 年进出口公司的营业收入达到 52.3 亿元，同比增长 53%，与公司网站上的集团的出口金额比较接近。

公司具有研发优势，是国内行业标准的制定者。此次收购的标的资产共拥有专利 170 项，其中有 2 项发明专利，160 项实用新型专利，8 项外观设计专利。徐工致力于成为行业内技术标准的主要制订者和国际标准的重要参与者，先后主持和参与制订了多项国家标准和行业标准。另外，徐工集团技术中心是国家首批认定的企业技术中心，根据国家发改委 2007 年综合测评，徐工集团技术中心居 473 家国家级企业技术中心第 15 位，为工程机械行业首位。

2 现金流及资产周转状况远远好于行业平均水平

公司未公布备考的上市公司现金流量表，我们这里仅考查徐工重型经营现金流量，2008 年徐工重型每股经营现金流为 0.62 元，高于可比上市公司。（注：我们根据备考的资产负债表及利润表用间接法估算，2008 年徐工科技的经营现金流为 18 亿元，更远高于可比上市公司。）当然，由于不同的细分行业，客户群及销售政策的差异对现金流的影响各异，但是我们认为公司现金流良好最重要的原因是徐工重型是国内汽车起重机行业绝对的龙头，确保了行业良好的竞争格局和竞争秩序。

下表我们还对比了 2008 年徐工科技（备考）、三一重工、中联重科主要的财务指标，2008 年徐工科技的成长性、营运能力两类指标明显领先于可比上市公司，显示了公司

(尤其是徐重)卓越的管理水平和抗风险能力;虽然由于产品类型不同,徐工科技毛利率低于三一重工和中联重科,但是 ROE 却高于后两者。

表4: 主要的财务指标比较

2008 年	徐工科技	三一重工	中联重科
年成长率			
营业收入	27.2%	50.3%	51.0%
营业利润	40.4%	-25.7%	22.2%
净利润	60.9%	-23.3%	17.7%
获利能力			
毛利率	18.7%	30.0%	27.4%
净利率	8.1%	9.0%	11.6%
ROE	31.2%	21.1%	30.9%
偿债能力			
资产负债率	66.9%	55.7%	76.9%
净负债比率	9.4%	25.5%	36.4%
流动比率	0.7	2.2	1.1
速动比率	0.4	1.5	0.7
营运能力			
资产周转率	1.3	1.0	0.6
存货周转率	3.9	3.6	2.5
应收帐款周转率	19.4	5.3	5.0
应付帐款周转率	7.3	8.5	4.2
每股资料 (元)			
每股收益	1.48	0.83	1.0
每股经营现金	-	0.43	0.2
每股净资产	7.54	3.92	3.3
每股股利	-	0.18	0.14
估值比率			
PE	22	35.7	22.7
PB	4.3	7.5	7.0
PS	1.8	3.2	2.4

数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

注: 上表中徐工的财务指标由备考财务数据计算。

3 价值重估需要时间

我们认为, 徐工科技价值低估有两方面的原因:

- 一、投资者对刚刚完成资产注入的上市公司了解不多, 公司刚刚增发获批, 备考的数据刚披露, 对信息了解不充分。
- 二、投资者对国有企业的公司治理结构、管理效率还心存疑虑。我们认为这个问题很难在短期内得到改变, 但是未来肯定会有所改善, 毕竟徐工未来的发展还需要资本市场作为融资平台。

四、投资建议：维持“强烈推荐-A”

我们预测 2009、2010 年徐工科技 EPS 为 1.74 和 2.05 元，目前的动态 PE 为 19 倍和 16 倍。在政策明朗和预期转好的前提下，未来两年工程机械行业增长确定，合理 PE 应在 20 倍以上，具有竞争优势和战略管理优势的龙头企业应享受估值溢价，徐工也不例外。按照 2009 年 25 倍和 2010 年 20 倍 PE 计算，徐工科技的合理估值在 40-44 元。

下面重点比较了与徐工科技具有可比性的四家工程机械上市公司，这四家公司 2009 年平均 PE 接近 20 倍，而徐工科技 PS 仍明显低于三一重工和中联重科。我们认为徐工的品牌价值和现金流价值并未完全得到体现，如果按照 2.1 倍的平均市销率计算，徐工的估值也应该在 44 元左右。

表 5：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	12492	15889	18273	21013	23535
营业成本	10373	12917	14801	16979	19016
营业税金及附加	43	49	50	50	50
营业费用	303	477	548	630	706
管理费用	602	811	914	1051	1177
财务费用	19	(4)	10	8	10
资产减值损失	46	82	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	1	1	1
营业利润	1109	1558	1861	2207	2487
营业外收入	17	30	30	30	30
营业外支出	18	15	15	15	15
利润总额	1108	1573	1876	2222	2502
所得税	316	299	375	444	500
净利润	792	1274	1501	1777	2002
少数股东损益	-1	-8	-5	-2	-2
归属于母公司净利润	792	1282	1506	1779	2004
EPS (元)	0.91	1.48	1.74	2.05	2.27

资料来源：招商证券研发中心

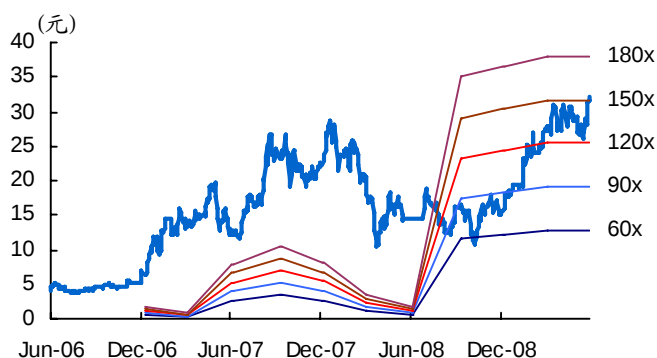
表 6：工程机械重点上市公司估值比较

股票名称	市值 (亿)	6.26 收盘价	EPS			PE		PS	PB	评级
			2008	2009E	2010E	2009E	2010E			
三一重工	439.9	29.6	0.83	1.33	1.65	22.2	17.9	3.2	7.3	强烈推荐-A
徐工科技	279.3	32.2	1.48	1.74	2.05	18.5	15.7	1.5	7.1	强烈推荐-A
柳工	108.6	16.9	0.53	0.8	0.88	21.2	19.2	1.2	3.9	审慎推荐-A
中联重科	355.9	23.4	1.03	1.05	1.36	22.3	17.2	2.4	6.6	审慎推荐-A

资料来源：招商证券研发中心

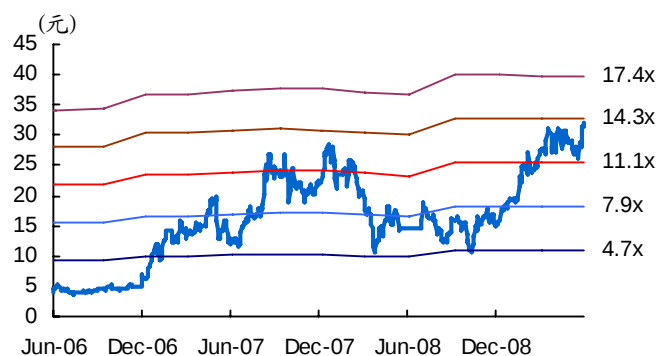
注：徐工科技市值是以增发后股本计算，EPS 为备考业绩。

图 6: 徐工科技历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7: 徐工科技历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业——机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力——机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略——危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评——扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工（600031）——品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略——危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务

网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《机械行业 2009 年中期投资策略——景气度震荡回升酝酿投资机会》2009.6.15

在不同的景气复苏路径假设下，机械行业的投资机会将不同，本文借鉴日本 80-90 年代机械行业的成长经验，回顾中国工程机械过去十年历程，论证政府投资、民间投资对机械行业的影响，并认为出口竞争力决定机械行业中长期投资价值。

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。