

徐工科技 000425.SZ

世界的徐工，市场的溢价

研究结论

- **汽车起重机直接受益高铁等基建项目拉动。**和销量同比大幅减少的其他工程机械品种相比,汽车起重机行业上半年实现同比正增长主要是来自于高铁等基建项目的需求拉动。1-6月,铁路部门完成固定资产投资2319.64亿元,同比增长123.4%;实现铁路基本建设投资2014.56亿元;同比增长155.1%。未来三年内,铁路计划总投资规模会超过3.5万亿元,对于汽车起重机产品的销售将有持续有效的拉动,预计2009年行业销量有望实现15%的正增长。
- **公司市场份额稳中有增。**2009年1-6月,汽车起重机行业销量约为13500台,同比增长3%;徐工具备移动式起重机品牌知名度上的突出优势,技术研发能力处于国际先进水平,拥有包括底盘在内的完善的上游供应链体系,以及广泛的海内外下游营销渠道等难以在短期内复制的综合优势,市场占有率稳中有升。上半年公司汽车起重机销量约为7600台,占市场份额56.3%,略高于去年全年水平,预计全年公司起重机产品销量有望增长20%,市场份额进一步提升。
- **海外市场企稳,出口有望恢复。**经历多年的海外市场开拓,徐工起重机出口占全行业出口的75%以上,约占30%海外市场份额,其中以资源国为主,在澳大利亚市场占有率约65%,中东的市场占有率约40%,亚洲周边市场约35%,非洲市场约40%。2009年以来,伴随着全球经济形势的不断改善,大宗商品价格回升,海外市场,尤其是资源国需求逐渐复苏,预计今年下半年将拉动行业出口的恢复。未来几年徐工将增加20个海外经销商和5个海外备件中心,同时,集团层面对于海外并购以及战略合作伙伴的推进,将对公司海外业务的进一步增长产生实质性拉动。
- **产品结构升级符合行业未来发展趋势。**随着起重机产品下游市场逐渐从交通基建项目扩展到石化、电力、采矿、建筑等行业,国内市政工程施工工艺技术提升,施工装备大型化趋势明显。公司在大吨位汽车起重机和全路面起重机上持续多年投入研发,目前,包括全路面起重机等均已批量进入国际市场,300吨以下可全面取代进口。2009年1-6月,100吨以上全地面起重机市场占有率提升至75.5%。
- **催化剂与风险因素:**高铁、电力、石化等大规模基建项目的持续,海外市场的企稳回暖,以及集团层面对于包括海外收购在内的战略合作将是公司业绩快速增长的催化剂;海外下游市场需求回暖的不确定性以及主要产品市场产能过剩的可能性则是公司面临的主要风险。
- 我们给予公司26倍PE的估值水平,对应2009年预测每股收益的合理股价为37.7元,上调至买入评级。


东方证券
ORIENT SECURITIES

周凤武、张帆、安倩

机械分析师

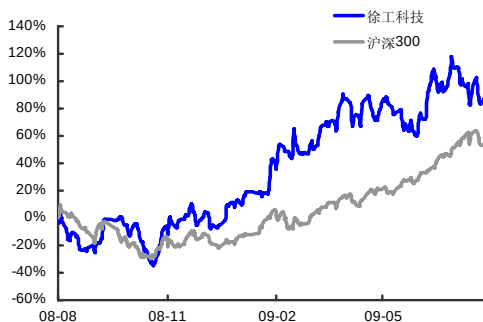
8621-63325888 × 6100

zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价(2009年8月14日)	28.15元
目标价格(6个月)	37.7元
总股本/A股(万股)	54508.8
A股市值(百万元)	15344
国家/地区	中国
行业	专用机械制造业
报告日期	2009年8月17日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	-21.19	-2.26	72.07
相对表现(%)	-18.65	-21.66	47

资料来源: WIND 资讯

财务分析				
(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3354.2	15798.6	16780.5	17277.8
税前利润	135.30	1484.66	1663.88	1761.35
净利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34
EBITDA	77.41	1590.44	1758.97	1873.13
每股收益(元)	0.20	1.45	1.62	1.72
净资产收益率	7.73%	16.16%	15.73%	14.72%
每股经营现金(元)	0.28	(1.92)	1.28	1.43
市盈率(X)	76.75	18.21	16.25	15.35
EV/EBITDA	110.88	12.90	11.11	9.88

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

国内工程机械行业的龙头企业

根据国际权威行业杂志《建筑机械》的统计，国内工程机械企业在全世界的份额由 2007 年的 4.9% 上升为 2008 年的 6.7%，位居全球第五。

进入全球 50 强的中国工程机械企业共有 7 家，其中 6 家的排名均有不同层次的上升。依然是由位列 17 的徐工集团领衔，另一进入全球工程机械 20 强的企业是三一。中联重科并购 Cifa 后，排名上升至第 22 位，此次排行仅包含了 Cifa 并表后几个月的销售收入。随后是柳工，排名上升 3 位至第 26 位。龙工和山推排名快速上升，其中龙工排名上升 12 位。

除去人民币 2008 年对美元升值 6% 以外，国内工程机械企业销售的快速增长是排名上升的主要原因。2003 年《建筑机械》首次对全球工程机械企业进行排名时，中国企业合计市场份额为 1.6%。徐工排 29 位。从目前情况来看，我国工程机械行业正逐渐向全球市场扩张，未来的市场份额有望进一步扩大。全球工程机械第十强约翰迪尔的市场份额为 2.9%，而排名第一的卡特彼勒的市场份额更是高达 18.9%。国内企业的发展前景广阔，但海外扩张也将面临更加激烈的竞争。

进入 2008 年全球工程机械 50 强的国内企业与全球十强的差距

2008 排行	公司	国家	比 2007 变化	市场份额
1	卡特彼勒	美国	持平	18.9%
2	小松	日本	持平	10.9%
3	特雷克斯	美国	持平	5.9%
4	日立建机	日本	上升 2	5.4%
5	沃尔沃建机	瑞典	下降 1	5.1%
6	利勃海尔	德国	下降 1	4.8%
7	山特维克	瑞典	上升 2	3.5%
8	凯斯和纽荷兰	美国	持平	3%
9	阿特拉斯	美国	上升 2	2.9%
10	约翰迪尔	美国	下降 3	2.9%
17	徐工集团	中国	上升 2	1.70%
20	三一	中国	上升 6	1.30%
22	中联	中国	上升 6	1.10%
26	柳工	中国	上升 3	0.80%
34	龙工	中国	上升 12	0.60%
36	山推	中国	上升 9	0.60%
37	厦工	中国	持平	0.60%
总计				6.7%

资料来源：《建筑机械》

优质起重机资产注入上市公司

国内工程机械行业呈三足鼎立的竞争格局：一是以徐工集团等为代表的国有工程机械企业，凭技术、人才积累优势，领跑整个行业；二是以卡特彼勒、小松等为代表的国际重工巨头，凭借强大的资金和技术实力，垄断中国高端市场；三是以三一集团、山河智能等为代表的民营重工企业，凭借企业体制优势，呈现出强大的后发优势。如何在国际巨头和国内民营企业的双重夹击中求生存、谋发展，继续领跑整个行业，是徐工集团亟需解决的问题。

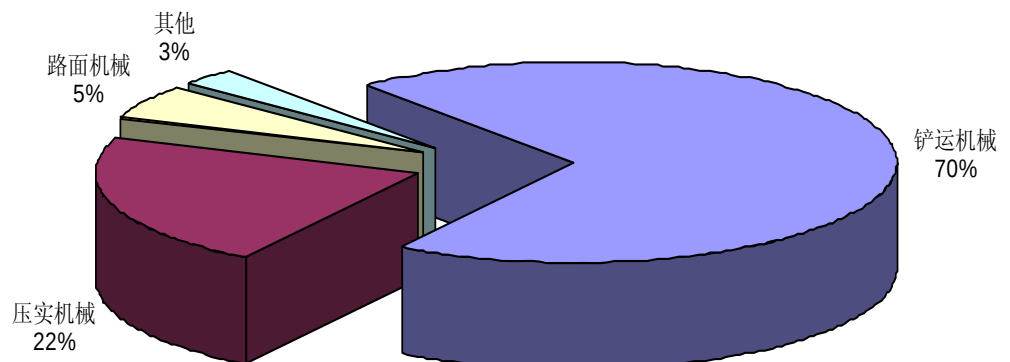
在与外资合作迟迟不能落实、国内外市场需求面临重大不确定性的形势下，徐工集团为落实省委省政府振兴苏北经济的目标、加快推进千亿元世界级企业发展战略，经过慎重论证，决定利用集团内部上市公司徐工科技已有的资本运作平台，启动内部重组，寻求整体上市。

2009 年 6 月 25 日，徐工科技收到中国证监会出具的相关批复，批复核准公司向徐工集团工程机械有限公司发行 322,357,031 股股份购买相关资产。此次注入资产具体包括徐工机械直接持有的徐工重型机械厂的 90%股权、液压件公司的 50%股权、专用车辆公司的 60%股权、特种机械公司的 90%股权、随车起重机公司的 90%股权、进出口公司的 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）。同时，徐工机械申请豁免要约收购或证监会核准。

上市公司原有产品在行业内竞争优势不足。资产注入前，上市公司的主导产品是装载机，市场占有率为 7%，仅列行业第 5 位。由于装载机行业产品同质化严重，市场竞争激烈，产能过剩，给公司生产经营带来较大的压力。因此，尽管工程机械行业最近三年景气度较高，但公司主导产品装载机、路面机械等增长有限，竞争力减弱，市场占有率下降，毛利率相对较低。

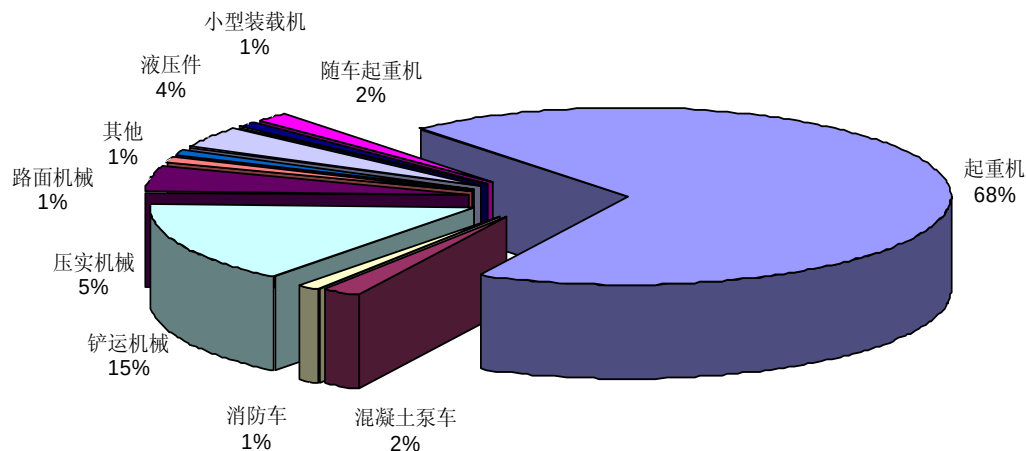
注入的徐重等优质资产极大改善了上市公司的盈利能力。近三年来徐工重型的汽车起重机、随车起重机的随车起重机产品国内市场占有率第一，领先优势明显；徐工重型的履带式起重机产品一直位列国内市场前三名，消防车产品则位居国内市场前两名，混凝土泵车产品排名第四。徐工重型起重机产品在海外多个国家或地区拥有较高的市场占有率，徐工重型已全面跻身世界前三。2008 年，徐重实现销售收入超过 150 亿元，完成利润 16 亿元。徐重优质资产的注入有利于改善公司的产品结构和大幅提高公司的盈利能力。

资产注入前的主营产品以铲运机械（装载机等）和压实机械为主



资料来源：收购报告书、东方证券研究所

资产注入后的主营产品以移动式起重机为主



资料来源：收购报告书、东方证券研究所

移动式起重机业务分析

徐州重型机械有限公司（即徐州重型机械厂）是徐工集团的核心支柱企业，销量、收入、利润、单位面积产出等各项综合指标位列全球汽车起重机第一。企业位于江苏省徐州市，占地 60 万平方米，建筑面积 40 万平方米，年制造能力 15000 台，08 年销售收入突破 150 亿元。公司主要产品包括：

（1）轮式起重机

轮式起重机是安装在普通汽车底盘或特制汽车底盘上的一种起重机，其行驶驾驶室与起重操纵室分开设，主要特点是机动性好，转移迅速。轮式起重机根据所使用的底盘不同又可分为汽车起重机和全地面起重机，汽车起重机使用一般汽车底盘和特制底盘，全地面起重机全部使用特制底盘，相对而言全地面起重机能起吊更大吨位的重物。轮式起重机主要用户群为工程施工企业、建筑施工企业、运输行业、租赁行业等。

徐重生产从 8 吨到 130 吨范围的汽车起重机，并在除了 8 吨以外的市场上都占据了领导地位。8 吨产品主要是毛利率水平较低，不属于企业的发展重点。12 吨-20 吨的产品占比最大，同时 25 吨汽车起重机的市场需求逐渐增长。50-130 吨产品主要是产品开发的一个重要方向。

（2）履带式起重机

履带式起重机，是一种利用履带行走的动臂旋转起重机。履带接地面积大，具有通过性好、适应性强、可带载行走等特点，适用于建筑工地的吊装作业，可进行挖土、夯土、打桩等多种作业。

（3）泵车

由泵体和输送管组成，按结构形式分为活塞式泵车、挤压式泵车、水压隔膜式泵车。消费群体主要为建筑公司、商业混凝土公司以及工程机械租赁公司。

（4）消防车

消防车是国家消防部门用于防范火灾而使用的专用车辆，主要应用于公安、消防等公用事业。

由于汽车起重机成为公司最具竞争力和最主要的业务，我们的分析也主要集中于汽车起重机。事实上，在全地面起重机上，徐重的优势甚至更加明显。2009 年 1-6 月份，行业百吨级以上全地面起重机已销售 103 台，比去年同期增长 168%，其中徐工重型市场占有率达到 75.5%。仅 6 月份，徐工重型百吨级以上汽车起重机已实现销售 40 台，比 1-5 月份月平均销量增幅高达 43%，不仅刷新了 09 年大吨位产品月销量纪录，更是创造了历年大吨位产品月销量之最。

2008 年徐重主要产品销售情况

产品	产能（台/辆）	产量（台/辆）	销量（台/辆）	产销率（%）	销售收入（万元）
起重机（含履带吊）	9,500	12,544	12,187	97.15	963,716.28
混凝土泵车	200	176	141	80.11	29,849.56
消防车	200	96	95	98.95	15,204.24

资料来源：收购报告书、东方证券研究所

汽车起重机简介

汽车起重机就是将起重作业部分安装在通用或专用汽车底盘上的起重机，并具有载重汽车的行驶性能。为了满足在恶劣条件下的行驶要求，派生了具有越野性能的汽车起重机。汽车起重机具有如下优点：(1)行动自由，在它的起重能力及外形尺寸容许条件下，能够在整个工厂内或货场内承担绝大部分的起重工作。(2)它除了作为一台起重机使用之外，可以在臂架上配装各种拉铲抓斗、挖沟器和铲子进行其它工作。(3)不需要架空轨道等固定结构，因此可使基建投资、生产成本或维修费用降低。(4)本身具有独立的动力装置，不需要装设馈电电缆或接触导电装置。(5)它可以把载荷放在地面上、地地下或比汽车起重机更高的地方。

徐工汽车起重机



资料来源：公司网站、东方证券研究所

行业受益基建实现增长

目前行业销量增长主要有若干因素：一是目前的行业总量相对较小，相比装载机大约 70 万的保有量，起重机只有 10 万台左右的保有量，其中超过 60% 为近三年新售出。不过，汽车起重机的使用寿命在 10 年左右，进口机的寿命可能会更长；二是施工方式改变，目前下游市场的整体吊装项目快速增加；三是老产品的淘汰更新；大吨位产品之前主要依靠进口，现在国内厂商实现技术突破，增加了这一块市场。

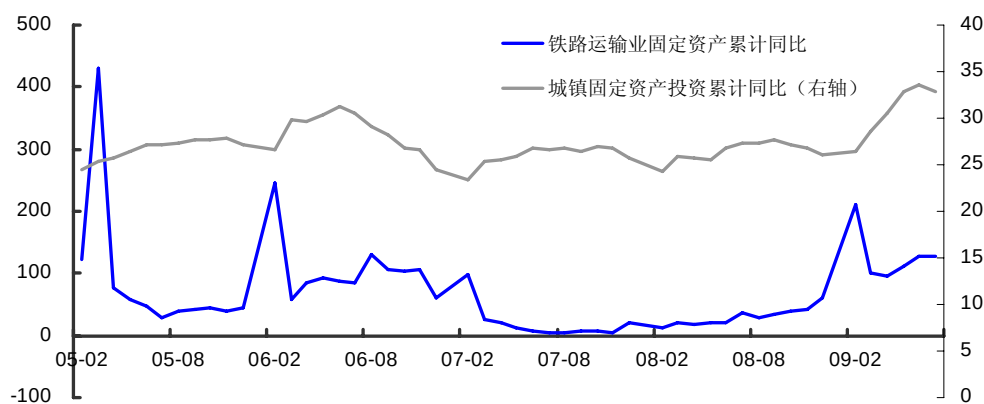
汽车起重机广泛地应用于运输、建筑、矿山及筑路工程中，用来装卸大型零件、包装件、散件货物和建筑构件等。特别是当货物分散、收发货物量少或安装工作量少，不宜使用专用起重设备时，则广泛使用汽车起重机。可以在很小的地面和空间内完成较大的起重运输任务。它具有机动、灵活、幅度长、起重量大、行驶速度快的优点。

租赁公司拥有的汽车起重机约占市场保有量的 55%。

2009 年以来，行业销售主要来自国家主导的基建项目投资，包括高铁、石化项目等，其中以高铁为主。其中，中小吨位的汽车起重机密度非常高。今年高铁项目密集开工，将对公司产品的销售保持有力的拉动。

1-6 月，铁路部门完成固定资产投资 2319.64 亿元，同比增长 123.4%；实现铁路基本建设投资 2014.56 亿元；同比增长 155.1%。未来三年内，铁路计划总投资规模会超过 3.5 万亿元，对于汽车起重机产品的销售将有持续有效的拉动，预计 2009 年行业销量有望实现 15% 的正增长。

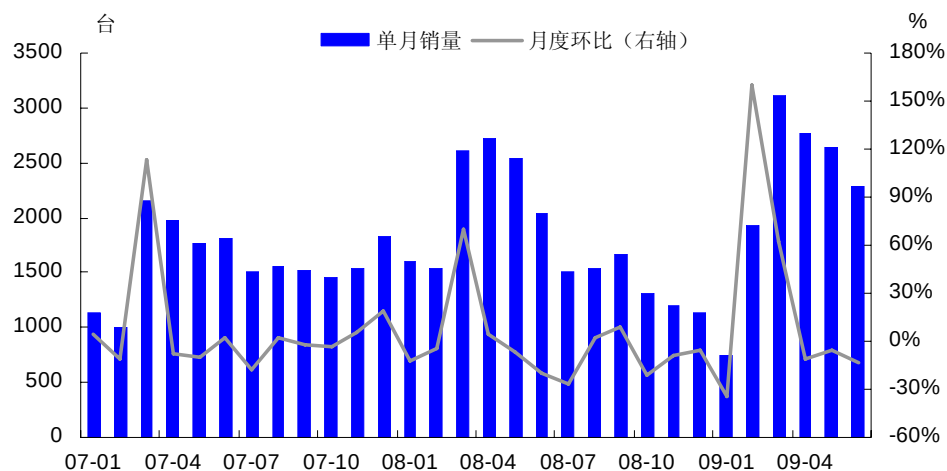
铁路运输业固定资产投资增幅显著高于平均水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

1-6 月全行业销量为 13477 台，同比增长 3.26%。是工程机械主要子行业中少有的实现同比正增长的。

汽车起重机月度销量与环比变化

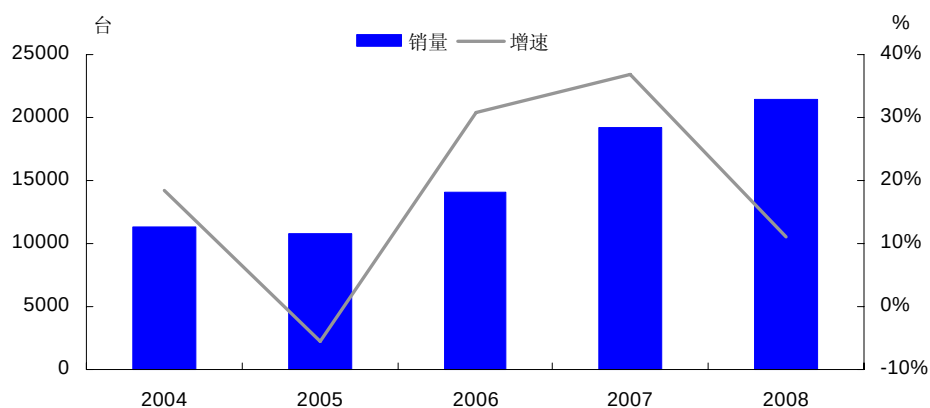


资料来源：工程机械工业协会

公司的市场占有率和品牌知名度优势突出

汽车起重机行业近年来呈现爆发增长态势，销量由 1999 年的 3200 台爆增到 2008 年的 21000 多台，年均复合增长率达 25%。

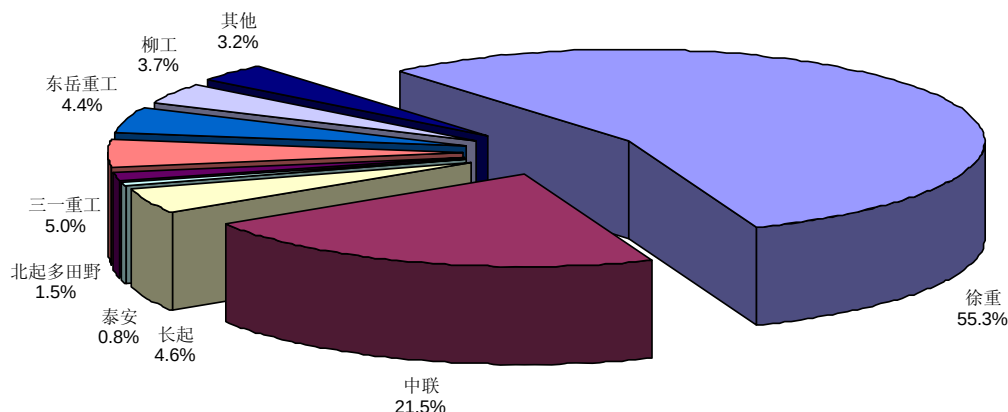
汽车起重机近年销量



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

目前市场格局中，徐工和中联合计占有超过 70% 的市场份额，徐工占有率超过 55%，市场份额和品牌知名度的优势明显。

2008 年汽车起重机市场占有率分析



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

徐重于市场份额上的优势不仅仅是体现在总量上，而是几乎在所有的吨位级别上，都有明显的领先优势。从下表可以看出，除了在 10 吨以下的市场中，徐重的占有率都在 40%以上，10 吨以下主要指 8 吨机型，由于吨位小，产品毛利率低，不属于公司重点发展的产品。

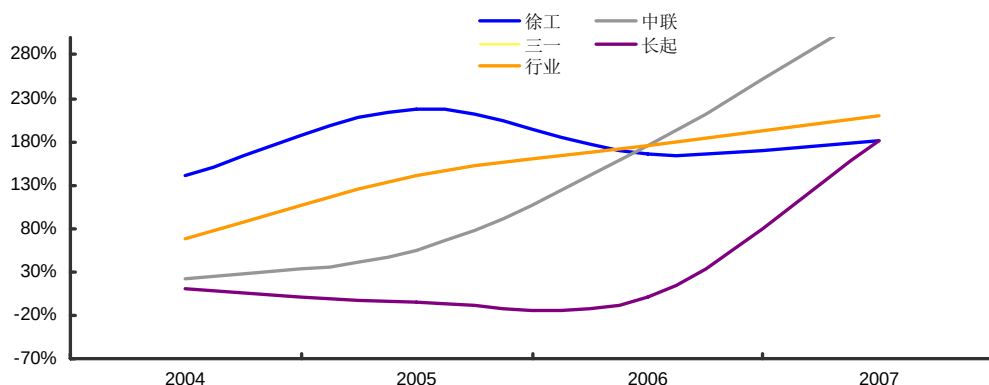
2007 年主要厂商在不同吨位产品的市场占有率分析

%	10 吨以下	11-20 吨	21-30 吨	31-50 吨	51-80 吨	80 吨以上	总计
徐工	17	62	52	57	40	59	51
中联	2	17	30	29	29	37	20
长起	15	5	6	8	14	4	8
东岳	28	6	2	-	-	-	7
蚌埠	15	5	1	1	-	-	5
三一	-	1	6	-	10	-	3
北起多田野	4	1	1	3	7	-	2
泰安	8	1	-	1	-	-	2
锦州	8	-	-	-	-	-	1
行业	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

出口方面，徐重的优势更加突出。近年来全行业维持了很高的增速，2007 年徐重出口占全行业接近 70%，2008 年提高到 77%，出口 90 个国家和地区，在国内厂商的海外市场份额上同样占据绝对优势。其中以资源国为主，在澳大利亚市场占有率约 65%，中东的市场占有率约 40%，亚洲周边市场约 35%，非洲市场约 40%。2009 年出口受到较大冲击，但随着海外经济的逐渐恢复，预计出口将有所回暖。

汽车起重机出口增速

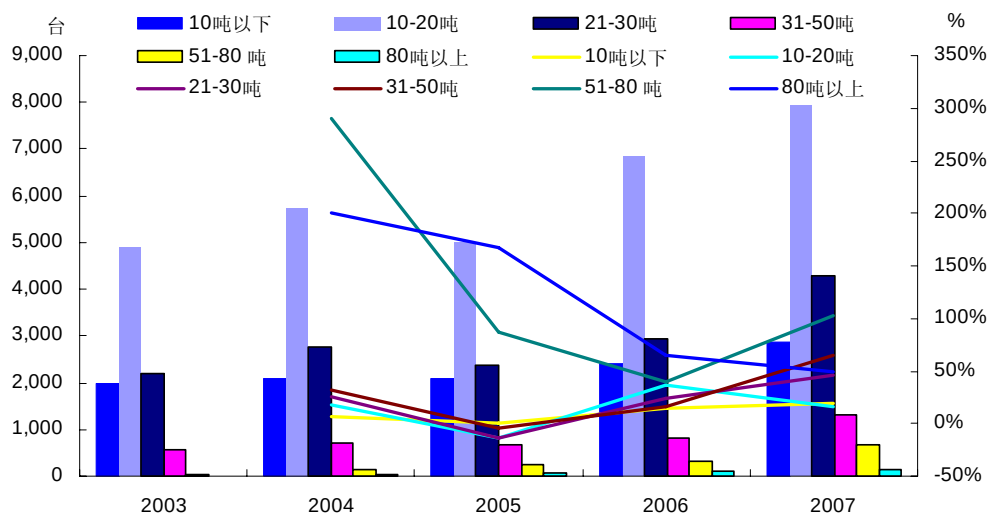


资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

产品结构升级符合行业发展趋势

目前为止，行业的主要需求还是集中在50吨以下，这也是汽车起重机最能体现出成本效应的区域。不过，从汽车起重机行业的历史来看，向大吨位机型升级的趋势很明显，而随着国内企业不断实现技术突破，大吨位汽车起重机和全地面起重机的市场正日益广阔。51-80吨，31-50吨，以及80吨以上机型近年来增速明显高于全行业。

大吨位汽车起重机销量增速较快



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

这一趋势的主要原因是在于，随着起重机产品下游市场逐渐从交通基建项目扩展到石化、电力、采矿等行业，国内市政工程施工工艺技术提升，施工装备大型化趋势明显。对于购买者和生产厂商而言，大吨位机型的普及和销售，双方都有所受益。

首先，对于购买者，以目前汽车吊台班价来看，假设 25 吨机器购置成本为 70 万元，不考虑油费人工等，接近 640 个台班能收回成本。而 130 吨机型，大约 580 个台班就能够收回购机成本。

汽车起重机台班价

吨位	台班价（元）	单价（元）
25t	1100-1200	650000-750000
50t	2200-2500	1500000-1800000
80t	5000-6500	3800000
130t	9000-12000	5200000

资料来源：东方证券研究所

其次，对于制造商而言，目前低吨位产品售价基本在 3 万元每吨水平，而对于 100 吨等大吨位产品，售价折合 4 万元每吨，每吨售价的增长对企业盈利能力提升有实质性影响。

从公司的产品销售结构来看，徐重生产从 8 吨到 130 吨范围的汽车起重机，其中，50-130 吨产品是产品开发的一个重要方向，向中大型吨位产品的拓展，符合行业发展的趋势。

此外，在全地面起重市场，公司是国内最早的制造商。自上世纪 90 年代起，就进行了研发投入，2002 年推出具有自主知识产权的 4 台 25 吨产品实现出口，1 台 125 吨产品实现内销。随后公司逐渐建立起在该领域的专业优势，并不断开发更大吨位的产品。目前，徐工重型系列全地面起重机已批量进入国际市场，300 吨以下全面取代进口。

在徐工重型的带动下，行业多个企业开始投入力量研制全地面起重机，全地面起重机在中国已实现规模化发展，自 2002 年徐工重型推出全地面起重机以来，销量逐年递增，由最初的年销量不到十台到目前年销量百余台，尤其是近三年，增长更为迅猛，2009 年 1-6 月份，行业百吨级以上全地面起重机已销售 103 台，比去年同期增长 168%，其中徐工重型市场占有率达到 75.5%。

上半年徐工重型销出的百吨级以上全地面起重机分别在电力、石化等行业大型施工中发挥作用，而且随着国内市政工程施工工艺技术的提升，施工装备大型化趋势明显，高铁、路桥建设中除了大规模采用中吨级起重机施工外，240 吨、300 吨，甚至更大吨级的全地面起重机得到逐渐运用。

向大吨位产品结构的调整将为公司未来的发展和盈利能力的提升创造有利条件。

具备核心零部件的采购优势

对移动式起重机来说，最重要的零部件是底盘。除了传统的四家制造商徐工、中联浦沅、长江和北起以外，近年来三一、沈阳北方、福田等也先后进入这一市场，除此以外的制造商主要依赖于一汽、东风等汽车行业产家，这些汽车厂家同时也为全市场提供了 8 吨以下的底盘。

主要的发动机供应商包括潍柴和上柴，其次是一汽和玉柴，但对 100 吨以上机型和全地面起重机，发动机一般是从沃尔沃或戴姆勒-克莱斯勒进口。履带式起重机的最主要选择则是康明斯。

车桥的主要提供商包括了徐州美驰等。美驰是由美国美驰汽车公司（美驰公司是一家为商用车、特种车及轻型车的主机厂提供广泛的汽车零部件配套和服务，并从事零部件销售的著名跨国公司）和徐州工程机械桥箱公司（隶属于徐工集团）共同投资的合资公司。

液压泵和马达一般是从国内供应商，主要分布在徐州、济南、贵州、宁波等处采购。博世力士乐和日本川崎的产品则广泛用在履带吊上。

从主要零部件供应的情况来看，徐工具备了很强的上下游资源，在集团范围内具备了包括底盘在内的核心部件的供应能力，货源稳定，供应及时，同时不存在向单个供应商采购比例过高或严重依赖于少数供应商的情况。

移动式起重机供应商状况

公司	蚌埠	北起多田野	长起	东岳	抚挖
发动机	一汽、潍柴	一汽、尼桑、康明斯	潍柴，康明斯	一汽、东风、潍柴、玉柴	康明斯
底盘	一汽，五岳	一汽，京城	自制，东风，五岳	五岳、东风、一汽	自制
变速箱	随底盘采购	綦江，陕西法士特	綦江，重庆	随底盘采购	力士乐
车桥	随底盘采购	一汽，徐州美驰	自制，四川	随底盘采购	-
起重臂	自制	自制	自制	自制	自制
液压泵	徐州	多田野采购	力源、力士乐	徐州、合肥	力士乐
液 压 油 缸	自制	自制	自制，成都	泰安东岳，徐州液压，成都液压	自制以及外包
公司	三一汽车	上海三一	徐工	中联	
发动机	康明斯，潍柴	康明斯，潍柴	东风，上汽，杭州，戴姆勒克莱斯勒，康明斯，沃尔沃	潍柴，戴姆勒克莱斯勒，康明斯，沃尔沃	
底盘	自制	自制	自制，东风	自制，东风，一汽	
变速箱	陕西法士特	那博特思科，泰安，五岳	綦江，陕西法士特，采埃孚	陕齿，采埃孚	
车桥	徐州美驰，泰州神力	-	徐州美驰	自制，徐州美驰	
起重臂	自制	自制	自制	自制，德国	
液压泵	徐州，宁波，贵州	博世力士乐，川崎	博世力士乐，其他本土资源	博世力士乐，林德，宁波	
液 压 油 缸	三一中兴	三一中兴	徐州液压件，成都	自制，成都	

资料来源：东方证券研究所

良好的销售和服务渠道

在国内市场，公司同时采取直销模式和经销商模式。直销模式下，徐工重型营销总部负责国内市场的销售，按产品类别下设轮式起重机、泵车、履带式起重机和消防车四个销售分部分别承担销售和管理的工作。各销售分部在全国范围内设立销售中心和代表处，在各自的销售区域内开展直销工作。徐工重型的泵车和消防车产品主要应用于市政建筑、桥梁和高架桥的建设以及消防等，这两种产品基本采取直销模式。

经销模式下，徐工重型起重机产品市场需求主要在交通、运输、石化、石油、冶金、抢险等工程建设项目上，客户类型较为广泛，该类产品销售大部分采取与战略经销商合作方式实现，小部分采取直销方式。目前徐工重型与国内 40 多家战略合作经销商保持了三年以上的合作关系。

在国际市场上，徐工重型的海外销售业务主要由进出口公司开拓并完成。

售后服务方面，在国内市场：徐工重型客户服务中心负责国内市场的售后服务工作，形成了以 38 个区域代表处、9 个区域备件中心和 10 个区域备件销售点为核心，以 21 个徐工重型特约维修中心为骨干的全方位的服务网络。

国际市场的售后服务由进出口公司海外销售服务网络完成。

从业内主要企业在国内的渠道比较来看，公司具备明显的销售和服务优势。

汽车起重机主要企业渠道比较

公司	销售管理	独立进出口商	当地代表处和服务点	代理商或经销商
徐工	销售公司，客服中心	-	8 个区域代表处、9 个区域备件中心和 10 个区域备件销售点	约 200
中联	销售公司	-	约 30 个销售合点，具备服务能力	超过 30
长起	销售公司	-	四大销售点	21
北起多田野	销售公司	-	22 区域代理商和直销	22
蚌埠	销售公司	-	20+ 区域代表处	是
东岳泰山	销售公司	-	30 区域办公室	是
三一	销售公司	-	直销为主	是
抚挖	销售公司	-	9 个区域销售公司	否
神钢	神钢上海	是	上海	否
日立-住友	日立住友上海	是	上海	8
利勃海尔	利勃海尔上海	是	上海	否
特雷克斯-德马克	北京代表处	是	北京和上海	否
马尼托瓦克	马尼托瓦克(亚洲)	是	北京和上海	否

资料来源：收购报告书、东方证券研究所

具备技术研发能力优势

公司在行业内的优势地位很大程度上来自于其过去九年来在产品开发上的持续投入。在上世纪 90 年代末，重型机械厂一度面临着严重的财务危机，在集团的帮助下，徐工渡过难关，调整战略，着眼于未来市场需求的发展方向，研发的汽车起重机具备有轻自重的特点，在减少了不必要的钢材的消耗的同时，提升了工作效率。在油价逐渐上升的背景下，公司产品在生产上更加经济，市场上也更有竞争力。尤其是 K 系列汽车起重机，成为了行业发展史上的一个经典。

之后，企业延续了在技术研发方面的优势，截至 2008 年 7 月 31 日，徐工重型拥有 147 项专利，其中有 2 项发明专利，140 项实用新型专利，5 项外观设计专利。另有 6 项专利已向国家知识产权局申请，其中有 4 项已获受理。

徐重部分核心技术

产 品	名称	简介	所处的生产阶段
汽 车 起 重 机	吊臂结构技术	U 型臂设计与制造技术在国际上处于先进水平	大批量生产阶段
	单缸插销伸缩技术	单缸插销伸缩技术在国际上处于先进水平	小批量生产阶段
	液压控制技术	攻克了比例系统匹配技术和闭式系统匹配技术	试生产阶段
	转向技术	利用计算机软件对转向杆系进行结构优化和受力分析。研究成果已应用于产品设计中，并起到了积极的效果	试生产阶段
	制动系统	电控发动机通过排气阻力调节装置来实现车辆的缓速制动，ABS 和 ASR 技术在大吨位产品上的匹配应用，提高了车辆行驶安全性能	小批量生产阶段
	系统设计	已掌握油气悬架系统作为全地面起重机底盘的核心技术	小批量生产阶段
	工业造型技术	全头驾驶室，全覆盖走台板，模压整体式围板，大圆弧操纵室，悬挂式配重等造型基本确立了在起重机产品外观造型的领先地位	大批量生产阶段
履 带 起 重 机	超起技术	掌握了超起装置的控制原理，通过 PLC 编程控制将重物吊起来，取得了初步成果	试生产阶段
	腰绳技术	掌握了单腰绳技术和双腰绳技术，已在大吨位产品上应用	小批量生产阶段
	防后倾技术	对主臂、固定副臂、塔式副臂等都需采用防后倾装置，确保作业安全。	大批量生产阶段
	解体 and 自拆装技术	为减少或不用辅助吊车，节省施工费用，研制了自行拆装系统	小批量生产阶段
	控制系统	攻克了计算机控制技术和集成传感技术	小批量生产阶段
	参数化设计技术	对与履带式起重机产品开发相关的设计计算进行深入研究，在研究的基础上形成软件平台	试生产阶段

资料来源：收购报告书、东方证券研究所

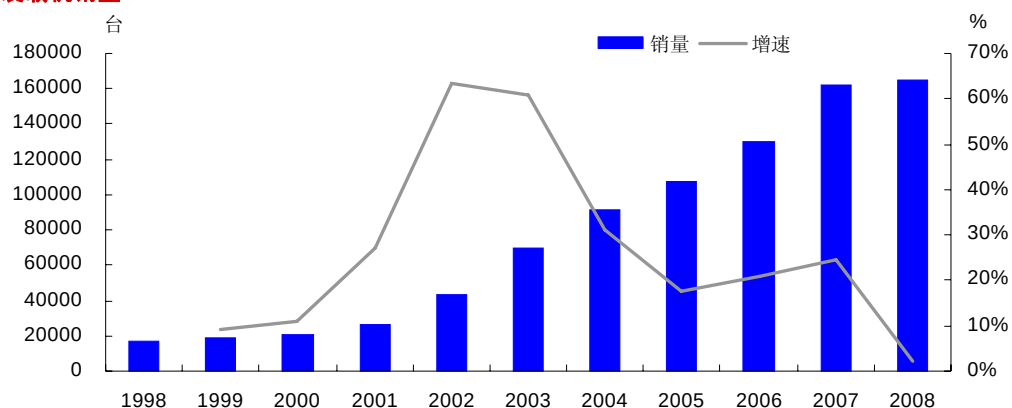
其他业务分析

装载机

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程的土石方施式机械，它主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。换装不同的辅助工作装置还可进行推土、起重和其他物料如木材的装卸作业。在道路、特别是在高等级公路

施工中，装载机用于路基工程的填挖、沥青混合料和水泥混凝土料场的集料与装料等作业。此外还可进行推运土壤、刮平地面和牵引其他机械等作业。由于装载机具有作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便等优点，因此它成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。

装载机销量



资料来源：东方证券研究所

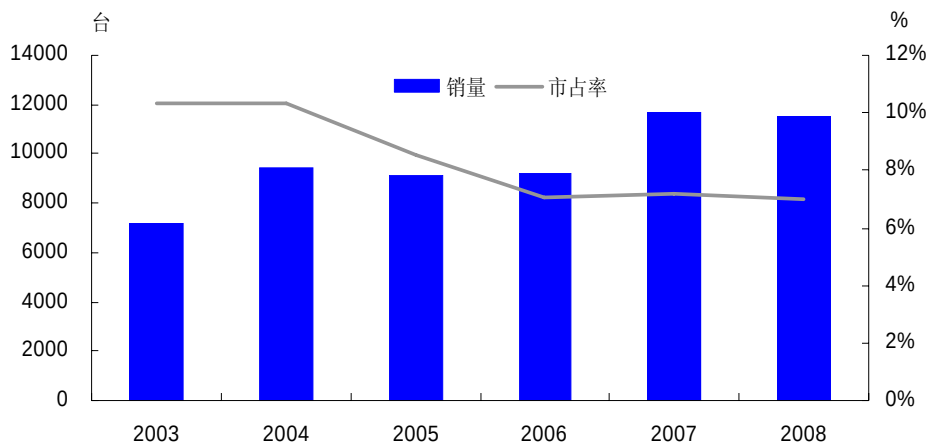
作为国内工程机械行业传统龙头企业，徐工在装载机领域并不占据优势，近年来市场份额逐渐下降。但在出口市场上，依然保持着全行业第一的位置。

徐工装载机



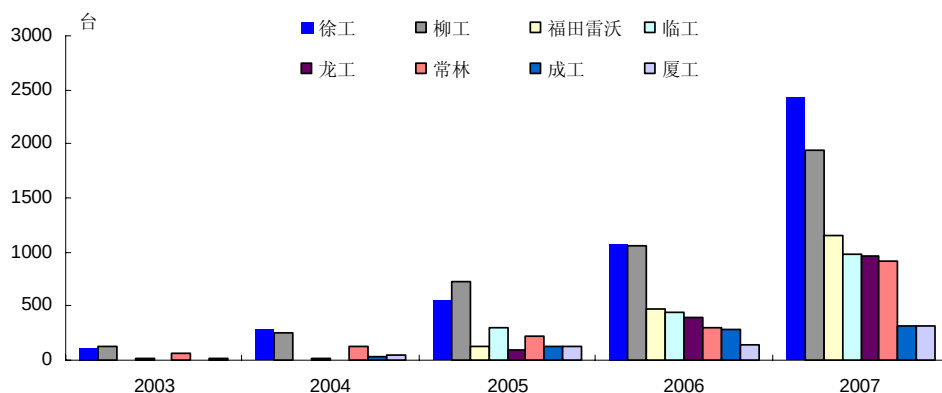
资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

徐工历年装载机销量和市占率



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

2003-2007 年装载机出口



资料来源：工程机械工业协会、东方证券研究所

作为国内最成熟的工程机械产品之一，经历多年发展，目前国内市场的轮式装载机保有量约为 70 万台，其中超过 60% 的在用机器是 2006-2008 年期间售出。目前全行业年销量在 14 万台以上，行业的产能超过 22 万台，主要厂商在国内的生产销售布局基本完成，而市场需求相对稳定，总体而言，装载机行业已经是相当成熟的一个子行业，内销出现爆发性增长的可能性不大。预计公司装载机业务的总体增长情况与行业类似。

公司财务分析

公司产销量分析

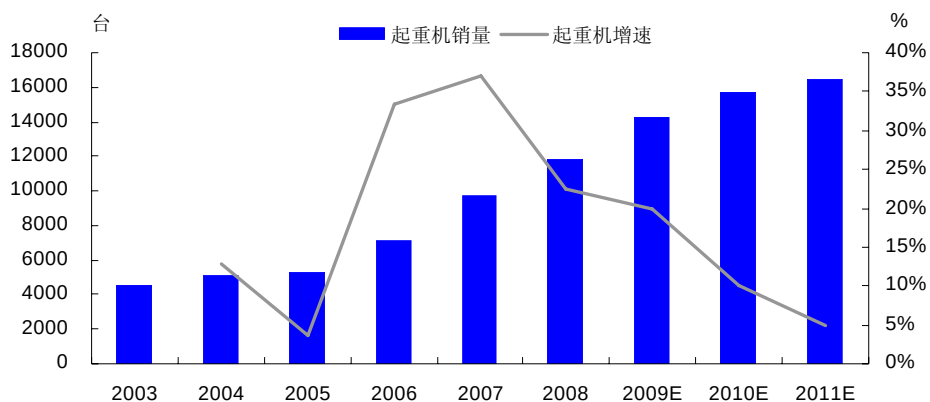
起重机：受益于高铁基建等需求，行业上半年实现同比正增长，预期全年有望维持这一势头，

由于起重机市场连续快速增长，市场将会出现阶段性的饱和，小吨位起重机受大型叉车、随车起重机替代，市场容量呈现缩小趋势；同时由于国家大力发展石化、风电、造船等产业，对大吨位起重机需求呈现增长态势，而大吨位（百吨级以上）起重机技术含量较高及生产厂家较少，利润空间较大，因此未来徐工重型将进行产品结构调整，减少小吨位起重机产量，增加大吨位起重机产量。

同时，鉴于近期海内外履带吊市场需求减少，因此履带吊的销售将在 2008 年的基础上有所下降。

我们预计 2009 年销量同比增长为 20%，2010 年和 2011 年销量同比增速将放慢，分别为 10% 和 5%。

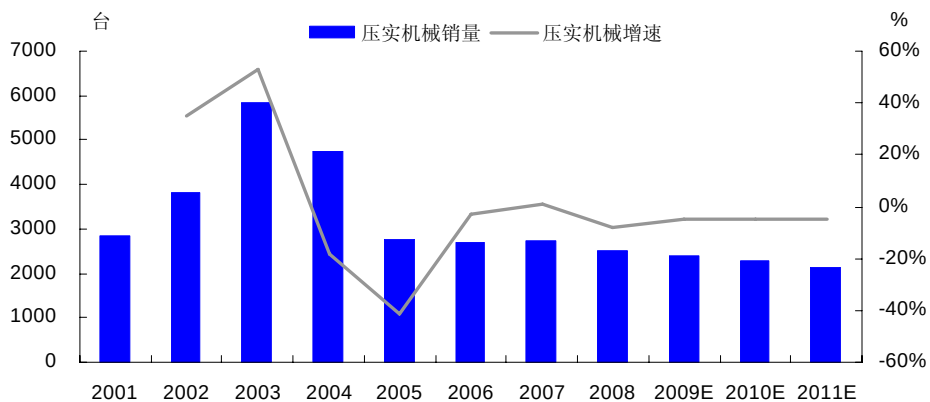
起重机销量假设



资料来源：公司年报、东方证券研究所

压实机械：总体而言，行业较为饱和，公司在这一产品上并不具备突出优势，我们假设 2009-2011 年持续每年同比下降 5%。

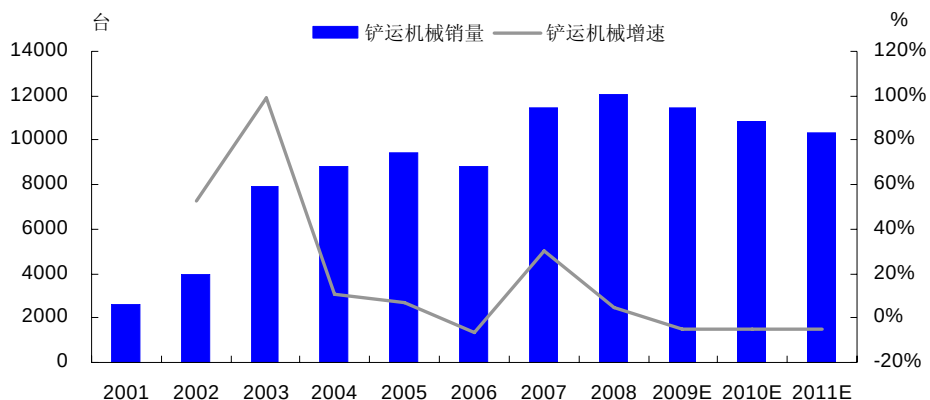
压实机械销量假设



资料来源：公司年报、东方证券研究所

铲运机械：主要是装载机，行业产能较为饱和，尽管公司在出口方面领先于业内同行，但总体不具备明显优势，假设 2009-2011 年每年同比下降 5%。

铲运机械销量假设



资料来源：公司年报、东方证券研究所

产品毛利率有望小幅提高

对于毛利率水平而言，有利因素是钢材等原材料价格下降，不利因素则是装载机等产品因行业产能过剩而对产品毛利率造成的压力。综合而言，我们判断主要产品均有望维持毛利率水平的稳定或有小幅上升可能。

毛利率假设

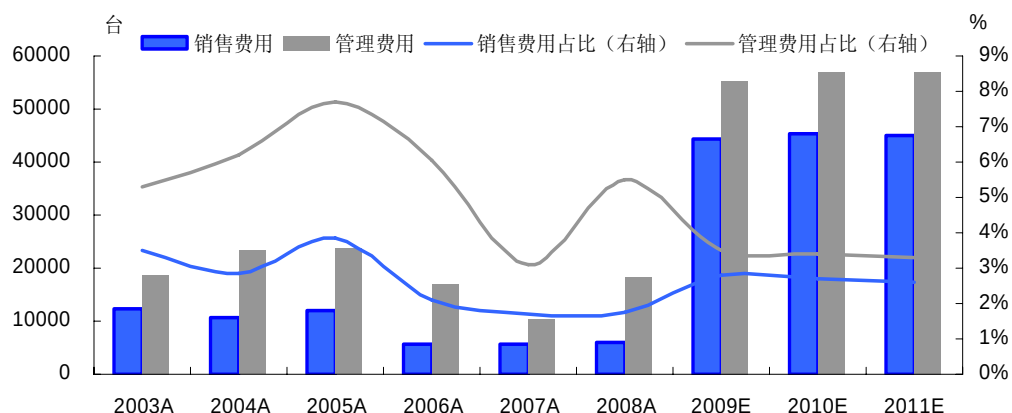
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
公司毛利率	12.89%	8.67%	10.95%	7.57%	7.87%	15.55%	15.78%	15.94%
压实机械	13.42%	5.78%	10.49%	10.06%	11.18%	11.00%	11.00%	11.00%
铲运机械	10.52%	8.26%	10.24%	3.87%	4.87%	5.50%	6.50%	7.50%
路面机械	25.21%	21.48%	24.75%	23.72%	25.94%	25.50%	25.00%	24.50%
筑路机械	12.95%	12.89%	20.72%	19.91%	19.50%	19.00%	18.50%	18.00%
其他机械	1.82%	19.01%	10.62%	11.90%	12.40%	12.00%	12.00%	12.00%
钢材等	7.16%	3.82%	-0.53%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
其他业务			16.40%	12.99%	10.19%	10.00%	10.00%	10.00%
起重机			13.28%	15.19%	16.81%	17.00%	17.00%	17.00%
混凝土泵车			14.13%	17.03%	21.10%	21.00%	21.00%	21.00%
消防车			36.79%	37.04%	31.36%	31.00%	30.50%	30.00%
小型装载机			15.99%	22.77%	21.46%	21.00%	20.50%	20.00%
挖掘装载机			12.17%	16.16%	18.14%	18.00%	17.50%	17.00%
随车起重机			17.91%	19.93%	15.23%	15.00%	14.50%	14.00%
桥梁检测车			39.37%	34.05%	35.57%	35.00%	34.50%	34.00%
高空作业车				22.23%	37.91%	37.00%	36.00%	35.00%
环卫车辆				12.77%	12.73%	12.50%	12.50%	12.50%
中重卡				13.30%	13.00%	12.50%	12.00%	11.50%

资料来源：东方证券研究所

期间费用占比微降

注入资产并表后，徐重等企业的规模较原有上市公司大得多，因此，在预测未来期间费用时，我们综合考虑了徐重和原上市公司的情况。我们假设 2009 年销售费用占比约为 2.8%，管理费用占比约为 2.5%，此后管理费用和销售费用在营业收入中的占比将有小幅下降。

公司期间费用及其占比情况



资料来源：东方证券研究所

公司 2009 年 EPS 对销售费用和管理费用的敏感性分析

		公司销售费用占比						
公司管理费用占比	1.45	1.30%	1.80%	2.30%	2.80%	3.30%	3.80%	4.30%
	2.00%	1.91	1.83	1.76	1.68	1.60	1.52	1.45
	2.50%	1.83	1.76	1.68	1.60	1.52	1.45	1.37
	3.00%	1.76	1.68	1.60	1.52	1.45	1.37	1.29
	3.50%	1.68	1.60	1.52	1.45	1.37	1.29	1.21
	4.00%	1.60	1.52	1.45	1.37	1.29	1.21	1.14
	4.50%	1.52	1.45	1.37	1.29	1.21	1.14	1.06
	5.00%	1.45	1.37	1.29	1.21	1.14	1.06	0.98

资料来源：东方证券研究所

基于以上预测，我们测算做出的 2009-2011 年主要财务数据预测如下：

公司财务分析预测

(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3354.21	15798.61	16780.47	17277.80
税前利润	135.30	1484.66	1663.88	1761.35
归属母公司净利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34
EBITDA	77.41	1590.44	1758.97	1873.13
每股收益(元)	0.20	1.45	1.62	1.72
净资产收益率	7.73%	16.16%	15.73%	14.72%
每股经营现金(元)	0.28	(1.92)	1.28	1.43
市盈率(X)	76.75	21.57	19.24	18.18
EV/EBITDA	110.88	15.54	13.50	12.13

资料来源：东方证券研究所

估值与投资评级

绝对估值

假设公司永续期成长率为 3%，股本溢价为 7%，无风险利率为 5%，债务溢价为 2%，资本成本为 8.62%，公司的目标资产负债率为 50%，则公司自由现金流折现估值为 10.25 元，绝对估值区间为 7.77 元-18.45 元。

DCF 估值比率假设

	2008	2009E	2010E	2011E	永续期
无风险利率	4.01%	2.71%	3.06%	3.46%	5.00%
BETA	1.36	1.13	1.10	1.08	1.00
股本溢价	5.44%	3.78%	4.28%	4.84%	7.00%
股本成本	11.41%	6.98%	7.78%	8.67%	12.00%
债务溢价	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
债务成本	4.52%	4.00%	4.30%	4.64%	5.25%
资产负债率	63.78%	45.72%	44.30%	42.59%	49.99%
WACC	7.02%	5.62%	6.24%	6.95%	8.62%

资料来源：东方证券研究所

DCF 估值结论

估值	FCF 折现值	股息折现	资本利得折现
显性期价值	(171802.05)	50815.82	3303443.36
衰退期价值	209806.30	110212.64	(1277286.40)
永续期价值	589486.46	234471.24	327700.61
核心经营价值	627490.71	395499.70	2353857.57
超额货币资金	289849.47	0.00	0.00
长期投资	21061.21	0.00	0.00
非经常性损益	15444.56	0.00	0.00
公司总价值	953845.95	395499.70	2353857.57
有息负债	57411.43		0.00
少数股东权益	6959.33	0.00	0.00
股本价值	889475.19	395499.70	2353857.57
预期再融资	0.00	0.00	0.00
再融资后总股本	86744.46	86744.46	86744.46
目前公司资本价值	2660452.59	2660452.59	2660452.59
每股价值（元）			
FCF 折现法	10.25	4.56	27.14
股息资本利得法	31.69		
目前股价	30.67	30.67	30.67
再融资除权后股价	30.67	30.67	30.67

资料来源：东方证券研究所

资本成本与永续期主营业务收入增长率敏感性分析

资本成本	公司永续期增长率							
	10.25	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
	5.62%	15.65	16.20	17.02	18.45	21.58	34.67	(20.95)
	6.62%	13.72	13.84	13.99	14.20	14.55	15.27	18.18
	7.62%	12.30	12.20	12.04	11.80	11.40	10.68	9.00
	8.62%	11.21	10.99	10.68	10.25	9.62	8.62	6.83
	9.62%	10.35	10.06	9.68	9.17	8.47	7.46	5.86
	10.62%	9.65	9.32	8.91	8.38	7.68	6.71	5.31
	11.62%	9.07	8.73	8.30	7.77	7.09	6.19	4.95

资料来源：东方证券研究所

相对估值

国内估值：

从国内同行业公司比较来看，徐工在工程机械行业中的估值水平居中。如果和全市场估值水平相比，则具备一定的估值优势。

国内同行业公司估值比较

证券代码	证券简称	2008PE	2008PB	E2009PE	E2009PB
000528. SZ	柳工	36. 39	4. 69	17. 21	3. 23
000680. SZ	山推股份	20. 19	3. 52	18. 14	2. 64
000157. SZ	中联重科	25. 26	7. 80	19. 86	5. 58
000425. SZ	徐工科技	162. 13	14. 26	19. 41	3. 16
600031. SH	三一重工	41. 05	8. 66	24. 47	6. 72
600815. SH	厦工股份	31. 78	3. 37	24. 66	2. 58
600761. SH	安徽合力	26. 42	2. 40	35. 92	2. 19
002097. SZ	山河智能	110. 41	4. 78	54. 47	4. 36

资料来源：Wind、东方证券研究所

风险因素

海外市场需求复苏程度低于预期

受全球金融危机的影响，2008 年下半年以来工程机械行业的国际需求大幅下降，目前资源品价格恢复，有助于主要出口市场的回暖，如果海外需求复苏程度低于预期，公司业绩可能低于我们的预测。

主要原材料、能源对成本影响的风险

工程机械所需的主要原材料为钢材，而钢材价格近年来涨幅较大，尽管 2008 年四季度以来钢材价格有较大幅度下降，但仍不排除市场转暖后钢材价格继续上涨的可能性。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (人民币百万元)					现金流量表 (人民币百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	3354.21	15798.61	16780.47	17277.80	税后利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34
营业成本	3090.28	13341.98	14132.75	14523.65	经常性现金支出	147.56	279.86	263.24	268.18
主营业务税金及附加	2.14	32.39	29.67	28.92	非经常性现金支出	(158.70)	(117.95)	(72.85)	(47.80)
销售费用	59.31	442.36	453.07	449.22	营运资金变动	64.64	(3087.18)	(494.56)	(479.30)
管理费用	183.81	552.95	570.54	570.17	少数股东损益	(8.60)	7.42	8.32	8.81
财务费用	12.82	11.01	(9.07)	(20.90)	经营活动现金净流	155.34	(1663.30)	1110.12	1238.24
营业利润	5.85	1417.91	1603.51	1726.74	资本开支	37.86	1271.25	52.43	0.86
非经常性损益	129.45	66.75	60.37	34.61	其他投资	6.68	0.00	0.00	0.00
税前利润	135.30	1484.66	1663.88	1761.35	投资活动现金净流	(25.77)	(1122.49)	66.58	94.35
所得税	33.45	222.70	249.58	264.20	贷款增加	10.00	0.00	0.00	0.00
净利润	101.85	1261.96	1414.30	1497.15	支付股利利息	(67.85)	189.15	54.43	(165.19)
少数股东损益	(8.60)	7.42	8.32	8.81	其他融资	10.00	(192.51)	(255.87)	(133.81)
归属母公司净利润	110.44	1254.54	1405.98	1488.34	筹资活动现金净流	(57.85)	5226.23	(201.43)	(299.00)
EPS (元/股)	0.20	1.45	1.62	1.72	现金净流量	71.72	2440.44	975.27	1033.59
					现金期初余额	386.34	458.06	2898.49	3873.77
					现金期末余额	458.06	2898.49	3873.77	4907.35
资产负债表 (人民币百万元)					比率分析				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	458.06	2898.49	3873.77	4907.35	增长能力				
应收账款票据	775.26	3302.04	3686.18	4024.76	营收增长率(%)	2.69%	371.01%	6.21%	2.96%
存货	1144.57	4925.53	5335.19	5603.19	EBITDA 增长率(%)	-39.80%	1954.57%	10.60%	6.49%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率(%)	-76.49%	7551.46%	11.58%	6.99%
流动资产合计	2467.66	11935.43	13823.59	15562.78	净利润增长率(%)	313.90%	1139.07%	12.07%	5.86%
长期投资	4.35	210.61	210.61	210.61	盈利能力				
固定资产	941.20	1751.83	1679.11	1580.64	毛利率(%)	7.87%	15.55%	15.78%	15.94%
在建工程	37.13	157.43	131.49	76.30	净利率(%)	3.04%	7.99%	8.43%	8.67%
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 利润率(%)	2.31%	10.07%	10.48%	10.84%
非流动资产合计	1170.58	2450.54	2319.26	2151.27	ROA(%)	2.80%	8.77%	8.76%	8.45%
资产总计	3638.23	14385.97	16142.85	17714.05	ROE(%)	7.73%	16.16%	15.73%	14.72%
					ROIC(%)	0.73%	17.49%	18.75%	18.68%
循环借款	565.00	565.00	565.00	565.00	偿债能力				
应付账款	1480.56	4721.28	5142.19	5430.92	资产负债率(%)	63.78%	45.72%	44.30%	42.59%
预收账款	76.17	525.28	551.81	541.81	流动比率(倍)	1.07	1.82	1.94	2.07
其他应付款	(12.41)	(150.54)	(170.88)	(178.36)	速动比率(倍)	0.53	0.94	1.06	1.19
流动负债合计	2311.44	6567.63	7141.62	7534.57	价值评估				
非流动负债合计	9.11	9.11	9.11	9.11	P/B(倍)	6.75	2.95	2.56	2.27
负债合计	2320.56	6576.75	7150.74	7543.68	P/E(倍)	76.75	18.21	16.25	15.35
股本	545.09	867.44	867.44	867.44	EV/收入(倍)	2.56	1.30	1.16	1.07
资本公积	463.30	5621.43	5902.63	6200.30	EV/EBITDA(倍)	110.88	12.90	11.11	9.88
未分配利润	172.40	1113.31	1936.39	2733.75	EV/EBIT(倍)	459.60	14.36	12.25	10.85
股东权益	1317.67	7809.22	8992.12	10170.37					
负债和股东权益	3638.23	14385.97	16142.85	17714.05					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

周凤武：机械行业分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

张帆：机械行业助理分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

安倩：机械行业助理分析师

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn