

徐工机械(000425)

短期业绩有支撑 中长期成长性向好

——2009 年三季报点评

吕娟

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

本报告导读： 维持 09-11 年 2.00、2.46、3.01 元的盈利预测，并且维持 45 元目标价和增持评级。

投资要点：

- **2009 年第 3 季度：** 公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 50.37、10.44、4.24 亿元，同增 38.21%、41.70%、-18.21%；毛利率和净利率分别为 20.73%、8.42%，同比分别变化 0.51、-5.81 个百分点；实现 EPS0.49 元。**2009 年前 3 季度：** 公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 142.48、28.84、13.07 亿元，同增 5.76%、13.26%、5.79%；毛利率和净利率分别为 20.24%、9.17%，同比分别变化 1.34、0.003 个百分点；实现 EPS1.51 元，超出市场普遍预期。**2009 年第 3 季度：** 毛利率同比增长主要是因为钢材成本下降；净利率同比下降主要是因为（1）销售费用率同比提高 1.68 个百分点，（2）实际所得税率同比提高 6.5 个百分点。**2009 年前 3 季度：** 净利润增长低于营业毛利，主要是因为（1）管理费用率同比提高 0.67 个百分点；（2）加大资产管理力度，计提减值损失增加。
- **我们认为第 4 季度，公司业绩将会继续有较好表现，主要因为：**（1）随着大批高铁等基建项目开工，主要产品的销量将持续；（2）综合毛利率有进一步提升空间；（3）公司 4 季度出口开始明显复苏。
- **公司竞争优势：**（1）公司在轮式起重机、随车起重机等 6 个领域市场占有率国内第一，龙头地位明显；（2）具有完备的配件体系；（3）积累了一支优异的技术人员队伍；（4）薪酬体系和销售体系；（5）品牌效应。
- **徐工集团和徐工有限的承诺，勾勒了清晰的资本运作路线，我们认为公司将来会在融资租赁、挖掘机、配件、筑路机械等方面进行一系列整合。**
- **盈利预测与投资建议：** 维持 09-11 年 2.00、2.46、3.01 元的盈利预测，未来增长主要得益于：（1）出口复苏；（2）起重机销量持续，且其毛利率有望得到提升；（3）铲运机械毛利率可以进一步提高；（4）通过提高按揭销售或融资租赁占比，收入将更快增长；（5）随着对泵车投入增加，其盈利能力可进一步提高；（6）资本运作路线清晰。公司作为工程机械一线品种，应享受同类公司 20-25 倍 PE，维持 45 元目标价和增持评级。
- **风险因素：** 预计公司将再融资，短期可能摊薄业绩。对此，我们认为再融资项目将有助于提升公司产品结构、竞争力及中长期成长性。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	12,491.58	15,889.18	19,067.01	23,261.75	28,146.72
(+/-)%		27.20%	20.00%	22.00%	21.00%
经营利润（EBIT）	1,128.65	1,553.71	2,112.62	2,609.97	3,104.58
(+/-)%		37.66%	35.97%	23.54%	18.95%
净利润	792.44	1,282.42	1,738.58	2,136.16	2,608.45
(+/-)%		61.83%	35.57%	22.87%	22.11%
每股净收益（元）	0.91	1.48	2.00	2.46	3.01
每股股利（元）	0.06	-	-	-	-

利润率和估值指标	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
经营利润率（%）	9.04%	9.78%	11.08%	11.22%	11.03%
市盈率	39.27	24.26	17.90	14.57	11.93
股息率（%）	0.17%	-	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 增持
 上次评级： 增持
目标价格： ¥45.00
 上次预测： ¥45.00
当前价格： ¥35.87
 2009.10.26

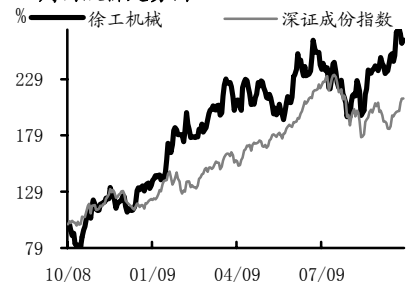
交易数据

52 周内股价区间（元）	9.98 ~ 37.78
总市值（百万元）	31,115
总股本/流通 A 股（百万股）	867/352
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.41
日均成交量（百万股）	4.2
日均成交值（百万元）	112.3

资产负债表摘要（09/09）

股东权益（百万元）	3941.07
每股净资产	4.54
市净率	7.90
资产负债率	75.64%

52 周内股价走势图



相关报告

三季度业绩超预期 上调全年盈利预测
 (09.10.16)
 评估值下调 盈利预测较为保守
 2008-09-25
 资产注入造就工程机械板块新巨头
 2008-07-31
 工程机械新巨头诞生
 2008-07-18

1. 三季报点评

1.1. 三季报基本情况

2009 年第 3 季度：公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 50.37、10.44、4.24 亿元，同比分别增长 38.21%、41.70%、-18.21%；毛利率和净利率分别为 20.73%、8.42%，同比分别变化 0.51、-5.81 个百分点；实现 EPS0.49 元。

2009 年前 3 季度：公司实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 142.48、28.84、13.07 亿元，同比分别增长 5.76%、13.26%、5.79%；毛利率和净利率分别为 20.24%、9.17%，同比分别变化 1.34、0.003 个百分点；实现 EPS1.51 元，超出市场普遍预期。

1.2. 三季报点评

2009 年第 3 季度，毛利率同比增长主要是因为钢材成本同比下降；净利率同比下降主要是因为：（1）加大市场建设，导致销售费用率同比提高 1.68 个百分点，（2）递延所得税减少，导致实际所得税率同比提高 6.5 个百分点。

2009 年前 3 季度，净利润增长低于营业毛利，主要是因为：（1）管理费用率同比提高 0.67 个百分点；（2）公司加大资产管理力度，计提减值损失增加。

2. 四季度展望

我们认为第 4 季度，公司业绩将会继续有较好表现，主要因为：（1）随着大批高铁等基建项目开工，4 季度主要产品起重机的销量将持续；（2）综合毛利率有进一步提升的空间；（3）公司 4 季度出口开始复苏，前三季出口 1.3 亿美元左右，而第四季度出口预计在 1 亿美元，环比大幅增长。

3. 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：（1）公司在轮式起重机、随车起重机、消防车、压路机、小型装载机和两头忙 6 个领域市场占有率国内第一，行业龙头地位明显；（2）具有完备的配件体系，包括建立了液压件、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，提升了主机产品可靠性；（3）作为工程机械行业历史较长的企业，徐工积累了一支优异且越来越稳定的技术人员队伍；（4）具有竞争力的薪酬体系和销售体系；（5）无人不知“徐工，徐工，助您成功”的广告语，公司凭借产品质量和售后服务已使徐工品牌深入人心。

4. 资本运作路线清晰

此次重大资产重组完成后，徐工集团、徐工有限未注入上市公司的工程机械资产包括对徐州徐工筑路机械有限公司、徐州徐工挖掘机械有限公司、江苏徐工工程机械租赁有限公司及五家合资公司（徐州赫思曼电子有限公司、徐州派特控制技术有限公司、徐州美驰车桥有限公司、徐州罗特艾德回转支承有限公司和力士（徐州）回转支承有限公司）的投资。

对该等资产的后续安排计划，徐工集团、徐工有限承诺如下：

徐州徐工筑路机械有限公司：徐工有限承诺，在本次重大资产重组交割日后未来五年内，徐州徐工筑路机械有限公司经过培育后，在其主要产品市场占有率位居同行业前

列、资产质量得到明显提高、盈利能力较强时，将徐州徐工筑路机械有限公司在适当时机注入到徐工机械。

徐州徐工挖掘机械有限公司：徐工有限承诺，本次重大资产重组交割日后未来五年内，在撤出对卡特彼勒（徐州）有限公司投资、徐州徐工挖掘机械有限公司资产质量和盈利能力得到明显提高、主要产品市场占有率位居同行业前列的前提下，将徐州徐工挖掘机械有限公司在适当时机注入到徐工机械。

江苏徐工工程机械租赁有限公司：徐工集团、徐工有限承诺，本次重大资产重组交割日后未来五年内，租赁公司盈利能力较强、融资租赁规模市场份额居同行业前列的前提下，将江苏徐工工程机械租赁有限公司在适当时机注入到徐工机械。

五家合资公司：徐工有限承诺，未来在合资方同意、五家合资公司盈利能力较强的前提下，将合资公司的出资在适当时机注入到徐工机械。

徐工集团和徐工有限的承诺，已经清晰勾勒出公司将来的资本运作路线，我们认为公司将来会在融资租赁、挖掘机、配件、筑路机械等业务方面进行一系列整合。

5. 盈利预测与投资建议

维持 2009-2011 年公司 EPS 分别为 2.00、2.46、3.01 元的盈利预测，未来增长主要得益于：（1）公司出口的持续复苏；（2）公司起重机销量将持续增长，预计可达 20% 或以上的水平，且其毛利率有望受益出口复苏和大吨位抑制性需求释放而得到提升；（3）铲运机械通过强化产品差异化战略，积极推进新产品销售，毛利率有望进一步提高；（4）公司通过采取更加灵活的销售政策，按揭或者融资租赁销售占比有望提升，将促使收入更快增长；（5）随着对泵车投入的增加，泵车的盈利能力还可以进一步提高；（6）资本运作路线清晰。我们认为公司作为工程机械的三个一线品种之一，理应享受 2009 年 20-25 倍的 PE（与同类公司相对应），维持 45 元的目标价，并且维持增持评级。

6. 风险因素分析

预计公司将再融资，可能会摊薄短期业绩。对此，我们的判断如下：（1）目前还不知道公司何时会提出再融资以及具体的融资项目构成；（2）如果有再融资，我们认为公司一定会考虑投资者的利益，融资项目应该不会较多摊薄短期业绩；（3）如果有再融资，相信融资项目会有助于提升徐工机械的产品结构、竞争力及中长期成长性。

作者简介:

吕娟: 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com