

增发有利于主业持续做强**推荐 维持评级**分析师: 鞠厚林 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 电话: 010-66568946**1. 事件**

12 月 29 日, 公司发布公告, 公司拟对不超过十名特定对象进行非公开发行, 发行股票的数量区间为 5000 万 - 16500 万股, 发行价格不低于本次公告日前二十个交易日均价的 90%, 我们初步估算, 前 20 日均价为 33.9 元左右。

2. 我们的分析与判断

1) 公司此次募集资金总额不超过 50 亿元, 资金将投向 9 个项目, 包括研发类、主机类、零部件类、信息化类等四大类, 这些项目建成后, 将进一步缩小公司与国外先进技术水平差距, 提升核心技术, 提高中高端优势产品的产能。突破主机配套的瓶颈制约, 提高主机产品的全面配套能力。

2) 主机类项目包括: 大吨位全地面起重机及特种起重机产业化项目、大型履带式起重机技改项目、扩大起重机出口能力技改项目、混凝土机械产业化基地项目。大吨位起重机项目, 主要扩大结构件、装配等生产能力, 用于生产大吨位、全地面起重机以及正面吊等特种设备, 项目建设期为 3 年, 总投资 207,906 万元, 项目达产后可实现销售收入 409,320 万元, 净利润 65,056 万元。大型履带式起重机技改项目, 计划总投资 78,858 万元, 项目达产后可新增销售收入 138,400 万元, 新增净利润 22,509 万元。扩大起重机出口能力技改项目, 总投资 59,266 万元, 建设期 3 年, 项目达产后可新增销售收入 272,547.31 万元, 净利润 45,528 万元。混凝土机械项目, 计划项目建设期 3 年, 总投资 143,602 万元, 项目达产后可实现销售收入 355,832 万元, 净利润 48,210 万元。

3) 零部件类项目包括: 关键液压元件核心技术提升及产业化项目、新型传动箱关键零部件技改项目和工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目。液压元件提升项目建设期为 3 年, 总投资 68,015 万元, 新增销售收入 153,049 万元, 净利润 19,896.3 万元。传动箱关键零部件技改项目建设期 3 年, 总投资 71,022 万元, 项目达产后可实现销售收入 10,5000 万元, 净利润 15,095 万元。工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目总投资 38,018 万元, 建设期 3 年, 项目达产后可实现新增销售收入 71,000 万元, 新增净利润 9,395 万元。

4) 研发类项目是指研发平台提升扩建项目。建设投资 43,306.6 万元, 项目建设周期 3 年。该项目的建设, 将提升公司产品的基础研究和应用研究能力, 提升企业的核心竞争能力。信息化类项目是指信息化整体提升工程项目, 项目总投资 24,767.40 万元, 建设期 3 年, 将使公司实现, 管理信息化在研发设计、生产制造、采购、物流、销售、服务等各环节的全面覆盖和综合集成, 提升徐工机械的综合竞争优势。

我们认为, 此次增发将为公司长期发展奠定坚实的基础, 这些项目全部达产后, 公司的总体销售收入将比目前扩大 80% 左右, 同时由于研发能力加强和产品结构的优化, 公司的总体毛利率将有所提高, 净利润增长幅度将大于收入的增长幅度。这些项目的收益主要在 2012 年以后逐步体现。

3. 投资建议

我们维持公司 2009 年-2011 年每股收益分别为 1.92、2.30 元和 2.62 元的预测, 按 2010 年 20 倍市盈率, 公司合理估值为 46 元, 维持“推荐”的投资评级。

公司的主要风险在于: 房地产行业调控在一定程度上增加了公司的压力。

表 1: 徐工机械 (000425.SZ) 关键指标预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	3266	3354	17058	19874	22596
销售收入增长率	16.8%	2.7%	408.6%	16.5%	13.7%
净利润(百万元)	24	110	1664.64	1994.1	2271.5
净利润增长率	380.0%	358.3%	1413.3%	19.8%	13.9%
摊薄 EPS(元)	0.05	0.2	1.92	2.3	2.62
PE(X)	697.4	174.4	18.2	15.2	13.3
PB(X)	16.1	10.4	4.8	4.8	4.3
PS(X)	5.8	9.0	1.8	1.5	1.3
ROE	2.3%	6.0%	26.3%	31.5%	32.5%

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究所

表 2: 公司战略与竞争力分析

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
优势	主导产品汽车起重机在国内市场上竞争优势明显, 处于龙头地位。其它产品的竞争实力也处于提升阶段。	4.8
劣势	公司是大型国有企业, 市场营销和管理效率方面有待于持续提高。	4.4
机会	2009 年国家的 4 万亿投资将有利于公司业务快速发展。在城市化建设和国家基础建设的拉动下, 公司产品中长期空间较大; 国际产业向中国转移的速度加快, 公司的品牌和技术优势增强国际竞争力。	4.8
威胁	公司产品的出口环境面临一定的不确定性。	4.4

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究所

表 3: 波特“五力”评价

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.6
供应商力量	钢铁供应商规模较大, 谈判力量与公司相当; 部件供应商谈判力量较小。总体上看, 公司的谈判能力较强。	4.7
新进入壁垒	公司产品属于中高端的工程机械产品, 技术含量较高, 技术壁垒较强, 新进入行业有一定的难度。	4.7
客户力量	公司的产品用于工程建设, 客户力量较大, 但客户分布比较分散, 因此公司的谈判力量较强。	4.8
替代产品	公司的起重机都有替代产品, 替代品的价格可能较低, 但效率低于公司的产品, 因此很难形成有效的替代。	4.3
竞争对手	主要的竞争对手规模和技术力量发展较快, 竞争实力上升, 对公司的影响不容忽视。	4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

机械军工行业分析师覆盖股票范围：

A 股：中国船舶（600150.SH）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、火箭股份（600879.SH）、航天通信（600677.SH）、洪都航空（600316.SH）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908