



徐工机械 (000425.SZ)

推荐 (维持)

所属行业: 工程机械行业
行业评级: 推荐

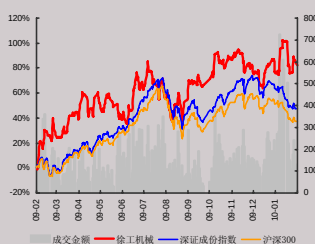
股价数据

12 个月区间 (元) 19.29—40.05

股本结构

总市值 (亿元)	304.47
流通市值 (亿元)	123.80
总股本 (亿股)	8.674
流通 A 股 (亿股)	3.520
流通 B 股 (亿股)	0

股价表现图



相关报告:

齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师
 孙绍冰

Tel: (86531) 81776393
 Fax: (86531) 81283791
 Email: sunsb@qlzq.com.cn

徐工机械 (000425) 年报点评:

汽车起重机一骑绝尘

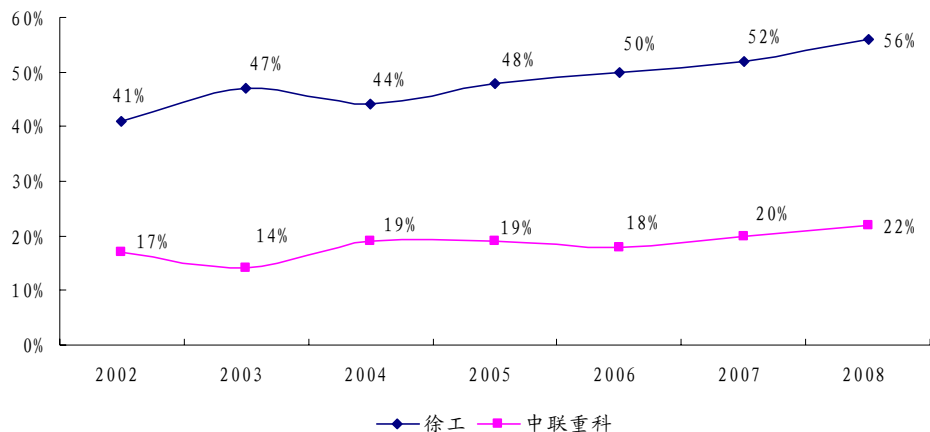
报告起因: 公司今日发布年报, 2009 年实现营业收入 206.99 亿元, 同比增长 30.27%; 实现净利润 17.41 亿元, 同比增长 16.42%; 2009 年, 公司实现每股收益 2.01 元。

投资要点:

- **增长依旧。**虽然 2008 年下半年的全球金融危机对工程机械行业造成严重冲击, 但随着国家刺激经济举措的陆续出台, 公司措施得力, 全年主要经营指标取得历史性的最好成绩, 公司主营产品 (汽车起重机、压路机、摊铺机、登高平台消防车、随车起重机、挖掘装载机 etc 主机和工程机械油缸等零部件) 市场占有率继续保持国内市场第一位, 经受了金融危机的洗礼, 更显示公司的发展潜力。
- **公司主营产品表现好于预期。**2009 年, 公司盈利能力得到大幅提升的主营产品分别为铲运机械 (装载机, 提升 4.32%)、消防机械 (提升 10.14%)、工程机械配件 (增加 3.99%), 公司的主打品种一起重机械略有下降, 公司主营产品毛利率提升了 0.40%; 从公司主营营业收入情况看, 工程机械配件、压实机械增长幅度居前, 起重机依旧保持了快速增长。公司业绩表现好于预期, 与 4 万亿投资的拉动密不可分。
- **起重机是公司的收入支柱, 亟待培育新的利润增长点。**起重机业务是公司的一张“王牌”, 凭借起重机业务, 公司已全面跻身世界前列, 在全球确立了工程机械“中国制造”的核心地位。公司与中联重科掌控着国内起重机市场, 但公司的市场份额远高于中联重科 (附图), 2009 年, 公司起重机械市场占有率达到 55.18%, 依然稳居行业第一, 虽然目前不断有新的厂商进入起重机市场, 但公司凭借稳固的市场地位以及强大的综合竞争优势, 行业霸主地位不可撼动。2009 年, 业务收入和毛利占公司的主营的比例分别为 69.15% 和 76.99%, 起重机业务是公司业务收入的重要来源, 短期内难以发生大的变化。公司产品线虽然丰富, 但能够倚仗的还是起重机, 公司的其他业务目前并不突出, 公司要真正成为国内工程机械的领军企业, 还需要打造更多的“王牌”。
- **2010 年, 公司出口可望发生转折。**2009 年, 公司出口收入为 16.47 亿元, 同比下降了 63.01%, 甚至超过工程机械行业的出口降幅, 在我们预计 2010 年工程机械行业出口出现改善的情况下, 公司的出口有理由走出困境。
- **利润分配预案:** 为兑现徐工有限在非公开发行时候的相关承诺, 公司拟以 2009 年非公开发行股份前股本为基数, 每 10 股派发现金 3.3405 元 (含税), 而公司 2009 年向徐工有限发行的相关股份不参与此次利润分配。
- **公司重组完成后, 做大做强的愿望更为迫切,** 我们上调对公司的业绩预测: 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.43 元、3.00 元和 3.87 元, 对应 PE 分别为 14.4 倍、11.7 倍和 9.1 倍 (未考虑定向增发, 详细预测参见附表)。经过近期的调整, 公司估值优势非常明显, 我们继续维持“推荐”投资评级。

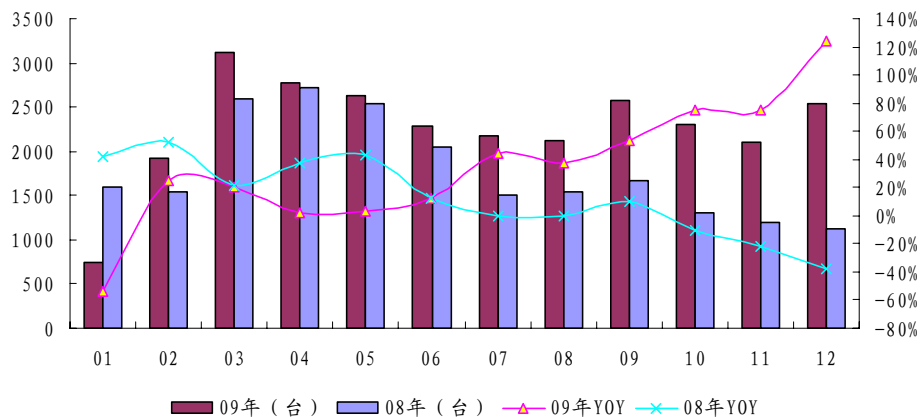


附图1: 汽车起重机市场竞争格局稳固



数据来源: 工程机械工业年鉴, 齐鲁证券研究所

附图2: 2009年汽车起重机累计销售同比增长27.28%



数据来源: 工程机械协会简报, 齐鲁证券研究所

附表 1: 公司各项业务假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
合计 (单位: 百万元)					
总收入	15889	20699	24139	28488	34422
(+/-)		30.27%	16.62%	18.02%	20.83%
总成本	12917	16692	19472	22809	27296
毛利率%	18.71%	19.36%	19.34%	19.93%	20.70%
起重机					
收入	9973	12651	14928	17914	22393
(+/-)		26.86%	18.00%	20.00%	25.00%
成本	7651	9814	11570	13794	17130
毛利率%	23.28%	22.43%	22.50%	23.00%	23.50%
铲运机械 (装载机)					
收入	2346	2129	2300	2530	2732
(+/-)		-9.25%	8.00%	10.00%	8.00%



成本	1871	2024	2226	2404
毛利率%	12.15%	12.00%	12.00%	12.00%
压实机械（压路机）				
收入	654	1260	1298	1362
（+/-）		92.57%	3.00%	5.00%
成本	575	1097	1135	1192
毛利率%	12.16%	12.96%	12.50%	12.50%
混凝土机械（泵车）				
收入	319	393	590	1061
（+/-）		23.13%	50.00%	80.00%
成本	248	300	451	807
毛利率%	-	23.58%	23.50%	24.00%
路面机械（摊铺机、筑路机）				
收入	472	512	527	554
（+/-）		8.48%	3.00%	5.00%
成本	417	448	459	482
毛利率%	-	12.57%	13.00%	13.00%
消防车				
收入	145	183	238	309
（+/-）		25.94%	30.00%	30.00%
成本	85	88	131	176
毛利率%	-	51.71%	45.00%	43.00%
其他工程机械产品				
收入	367	290	299	322
（+/-）		-20.94%	3.00%	8.00%
成本	293	251	257	277
毛利率%	-	13.32%	14.00%	14.00%
工程机械配件				
收入	258	878	1317	1580
（+/-）		240.95%	50.00%	20.00%
成本	228	742	1119	1343
毛利率%	-	15.45%	15.00%	15.00%
其他业务收入				
收入	1355	2403	2643	2855
（+/-）		77.32%	10.00%	8.00%
成本	1257	2082	2326	2512
毛利率%	-	13.38%	12.00%	12.00%

数据来源：齐鲁证券研究所


附表 2: 公司利润预测表格 (百万元)

	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
主营业务收入	3266	3354	20699	24139	28488	34422
减: 主营业务成本	3019	3090	16692	19472	22809	27296
销售毛利	247	264	4007	4668	5679	7126
毛利率	7.57%	7.87%	19.36%	19.34%	19.93%	20.70%
营业税金及附加	10	2	81	97	114	138
营业税金率	0.32%	0.06%	0.39%	0.40%	0.40%	0.40%
营业费用	56	59	630	748	883	1067
销售费用率	1.71%	1.77%	3.05%	3.10%	3.10%	3.10%
管理费用	102	184	1184	1400	1652	1997
管理费用率	3.12%	5.48%	5.72%	5.80%	5.80%	5.80%
财务费用	23	13	31	36	43	52
财务费用率	0.72%	0.38%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
资产减值损失 (收益 “-” 填列)	17	64	83	0	0	0
加: 公允价值变动收益 (损失以 “-” 号填列)	0	0	0	0	0	0
投资收益 (损失以 “-” 号填列)	2	186	8	0	0	0
营业利润 (亏损 “-”)	41	127	2005	2580	3214	4149
营业外收入	4	10	78	50	50	50
减: 营业外支出	5	2	8	10	10	10
利润总额	40	135	2075	2620	3254	4189
减: 所得税	15	33	363	458	569	732
实际税率	37.83%	24.73%	17.48%	17.48%	17.48%	17.48%
净利润	25	102	1712	2162	2685	3456
减: 少数股东损益	(0)	(9)	(29)	50	80	100
归属于母公司所有者的净利润	25	110	1741	2112	2605	3356
销售净利率	0.76%	3.29%	8.41%	8.75%	9.15%	9.75%
净利润增长率	NA	346.75%	1476.62%	21.28%	23.38%	28.82%
EPS (元)	0.00	0.13	2.01	2.43	3.00	3.87

数据来源: WIND, 齐鲁证券研究所 (注: 2007、2008 年没有追溯调整)



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791