

徐工机械 (000425)

盈利能力明显提升 业务多元化效果显现

——2010 年中报点评

	吕娟	康凯
	021-38676139	0755-23976023
	lvjuan@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880209110640	S0880209030388

本报告导读:

盈利能力明显改善,业务多元化效果显现。出口虽未及公司正常水平,但是增速明显快于行业水平。销售方式变得越来越灵活。

投资要点:

- 公司中期实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 132、27、13.8 亿元,同比分别增长 43.3%、47.3%、57.4%;毛利率和净利率分别为 20.54%、10.47%,同比分别增加 0.56、0.94 个百分点。中期 EPS 为 1.594 元,超出市场普遍预期 0.2 元左右。
- 多个品种盈利能力明显提升,其中起重机、铲运机械、压实机械、混凝土机械、路面机械的毛利率分别提升 1.1、2.8、7.3、7.0、9.7 个百分点,表明 09 年集团主要资产整体上市后,整合效应开始显现,这与我们在公司深度报告中的判断一致。
- 业务多元化效果显现:起重机收入占比由同期 64.09%降至 52.72%,其他业务占比明显提升,尤其值得一提的是,混凝土机械占比由 2.3% 上升至 4.43%。
- 起重机分析及判断:上半年起重机销售以中小吨位居多,所以虽然销量同比增长 28%左右,但是收入增长只有 17.9%;预计下半年大型工程项目需求增多,吨位结构将会上移,下半年收入与上半年大至相当。
- 出口分析:出口增长 32.4%,快于行业 21.45%的增速;出口占比 13.5%,目前仍低于同期 14.1%的水平,尚没有回到 30%的正常水平,主要因为国内需求更加旺盛。
- 销售方式越来越灵活:之前全款提货比例高达 70%左右,现开始逐步加大融资租赁和按揭等信用销售占比,相比对手,灵活空间最大。
- 上调 2010-2012 年 EPS 分别至 2.90、3.54、4.27 元。公司增发方案顺利过会,预计摊薄业绩不超过 15%,维持 50 元目标价与增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,889	20,699	25,600	31,557	36,730
(+/-)%	27%	30%	24%	23%	16%
经营利润 (EBIT)	1,771	2,036	3,029	3,701	4,478
(+/-)%	57%	15%	71%	22%	21%
净利润	1,496	1,741	2,515	3,072	3,702
(+/-)%	89%	16%	44%	22%	21%
每股净收益 (元)	1.72	2.01	2.90	3.54	4.27
每股股利 (元)	-	0.33	0.43	0.53	0.64

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	11%	10%	12%	12%	13%
净资产收益率 (%)	44%	39%	38%	33%	29%
投入资本回报率 (%)	56%	78%	79%	72%	65%
EV/EBITDA	16.2	14.1	9.1	7.4	6.2
市盈率	21.5	18.5	12.8	10.5	8.7
股息率 (%)	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%

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: **50.00**

上次预测: 50.00

当前价格: 36.01

2010.08.08

交易数据

52 周内股价区间 (元)	25.90-43.95
总市值 (百万元)	32,182
总股本/流通 A 股 (百万股)	867/353
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	201

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,575.86
每股净资产	6.43
市净率	5.8
净负债率	-86.94%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.33	0.58
Q2	0.69	1.01
Q3	0.49	0.70
Q4	0.50	0.61
全年	2.01	2.90

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	3%	17%
相对指数	5%	4%	38%

相关报告

《销售火爆和投资动力切换形成双支撑》	2010.05.20
《徐工机械公司 2010-05-11 调研提纲》	2010.05.06
《一季报没有充分反映销量创历史新高》	2010.04.18
《近期基本面发生有利变化 上调目标价》	2010.04.15
《被低估的工程机械巨头》	2010.03.24

模型更新时间: 2010.08.08

股票研究

工业

资本货物

徐工机械 (000425)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 50.00

上次预测: 50.00

当前价格: 36.01

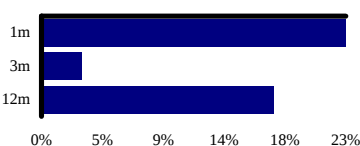
公司网址

www.xcmg.com

公司简介

公司是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司,产品达四大类、七个系列、近100个品种,主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护。公司主导产品徐工牌装载机获得了“中国名牌产品”称号,徐工牌压路机、装载机荣获“全国用户满意产品”称号。公司大力发展外向型经济,实施以产品出口为支撑的国际化战略,工程机械产品远销欧美、日韩、东南亚、非洲等国际市场。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

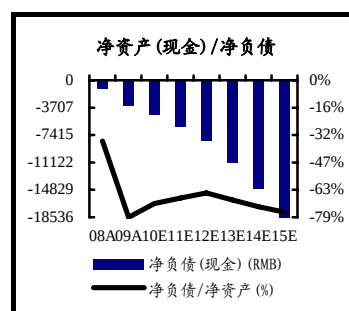
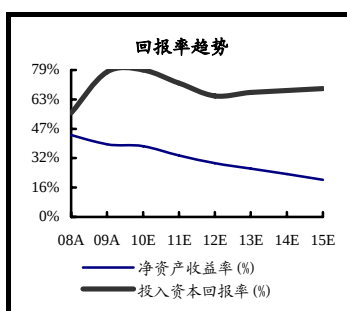
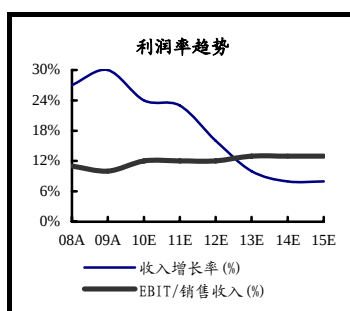
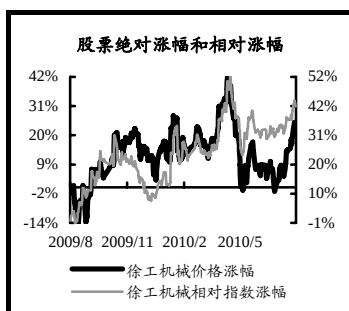
25.90-43.95

市值 (百万)

32,182

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	15,889	20,699	25,600	31,557	36,730	40,227	43,537	47,226
成本	12,917	16,692	20,318	24,934	28,886	31,503	34,054	36,903
税金及附加	49	81	102	123	143	157	170	184
营业费用	477	630	768	947	1,102	1,207	1,306	1,417
管理费用	778	1,184	1,408	1,736	1,983	2,172	2,351	2,550
EBIT	1,771	2,036	3,029	3,701	4,478	5,038	5,497	5,999
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	184	8	127	10	10	11	14	16
财务费用	-4	31	31	44	71	47	39	30
营业利润	1,775	2,005	2,998	3,657	4,407	4,992	5,458	5,968
所得税	302	363	526	638	769	871	942	1,030
少数股东损益	-8	-29	0	0	0	0	0	0
净利润	1,496	1,741	2,515	3,072	3,702	4,191	4,537	4,957
资产负债表								
货币资金、交易性金融资产	3,022	5,033	6,857	9,664	12,612	16,902	21,595	26,954
其他流动资产	5,823	6,164	8,732	11,112	13,904	15,290	16,504	17,891
长期投资	11	8	12	11	11	11	11	11
固定资产合计	2,384	2,636	2,981	3,286	3,532	3,773	3,986	4,175
无形资产及其他资产	409	1,232	1,277	1,313	1,341	1,370	1,400	1,429
资产合计	11,650	15,072	19,859	25,385	31,400	37,346	43,496	50,460
流动负债	7,983	10,568	12,132	13,962	15,736	17,046	18,288	19,975
长期负债	282	96	1,094	2,095	3,095	4,095	5,095	6,095
股东权益	3,385	4,408	6,633	9,328	12,569	16,205	20,113	24,390
投入资本(IC)	2,643	2,165	3,171	4,235	5,717	6,272	6,730	7,187
现金流量表								
NOPLAT	1,472	1,680	2,505	3,065	3,708	4,172	4,551	4,967
折旧与摊销	0	0	133	163	189	213	237	260
流动资金增量	1,005	(1,453)	720	868	1,272	336	265	293
资本支出	555	252	478	467	435	453	450	448
自由现金流	3,031	479	3,836	4,563	5,605	5,174	5,503	5,968
经营现金流	537	3,180	1,888	2,545	2,745	4,154	4,582	4,993
投资现金流	(559)	(217)	(378)	(492)	(454)	(472)	(466)	(463)
融资现金流	(63)	(950)	315	754	657	608	576	828
现金流净增加额	(85)	2,014	1,824	2,808	2,948	4,290	4,693	5,358
财务指标								
成长性								
收入增长率	27%	30%	24%	23%	16%	10%	8%	8%
EBIT 增长率	57%	15%	71%	22%	21%	13%	9%	9%
净利润增长率	89%	16%	68%	22%	21%	13%	8%	9%
利润率								
毛利率	19%	19%	21%	21%	21%	22%	22%	22%
EBIT 率	11%	10%	12%	12%	12%	13%	13%	13%
净利率	9%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
收益率								
净资产收益率(ROE)	44%	39%	38%	33%	29%	26%	23%	20%
总资产收益率(ROA)	13%	12%	13%	12%	12%	11%	10%	10%
投入资本回报率(ROIC)	56%	78%	79%	72%	65%	67%	68%	69%
运营能力								
存货周转天数	92	77	75	79	80	82	83	83
应收账款周转天数	20	27	32	36	46	52	52	52
总资产周转天数	259	236	249	262	282	312	339	363
净利润现金含量	0.36	1.83	0.75	0.83	0.74	0.99	1.01	1.01
资本支出/收入	3%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
偿债能力								
资产负债率	71%	71%	67%	63%	60%	57%	54%	52%
净负债率	-35%	-79%	-71%	-68%	-65%	-69%	-73%	-76%
估值比率								
PE	21.5	18.5	12.8	10.5	8.7	7.7	7.1	6.5
PB	9.5	7.3	4.9	3.5	2.6	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	242.4	24.4	16.2	14.1	9.1	7.4	6.2	5.5
P/S	2.0	1.6	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
股息率	0.0%	0.9%	1.2%	1.4%	1.7%	2.0%	2.1%	2.3%

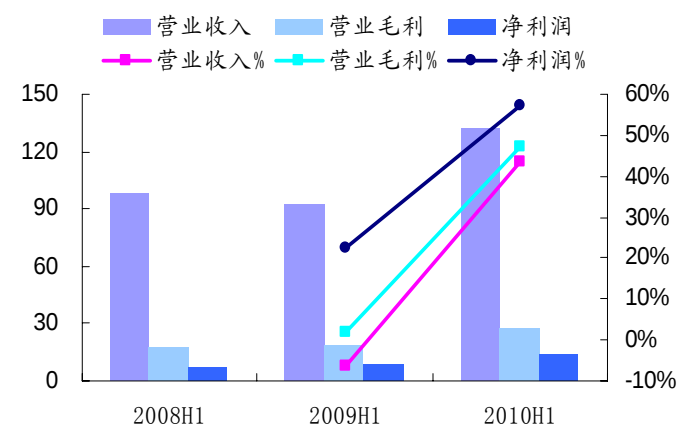


1. 中报分析

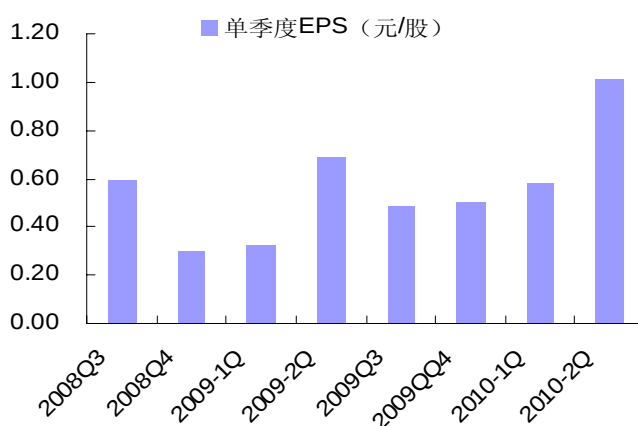
1.1. 中报基本情况

公司中期实现营业收入、营业毛利、净利润分别为 132、27、13.8 亿元，同比分别增长 43.3%、47.3%、57.4%；毛利率和净利率分别为 20.54%、10.47%，同比分别增加 0.56、0.94 个百分点。中期 EPS 为 1.594 元，超出市场普遍预期 0.2 元左右。

图：近三年中期业绩比较



图：近期单季度 EPS 比较

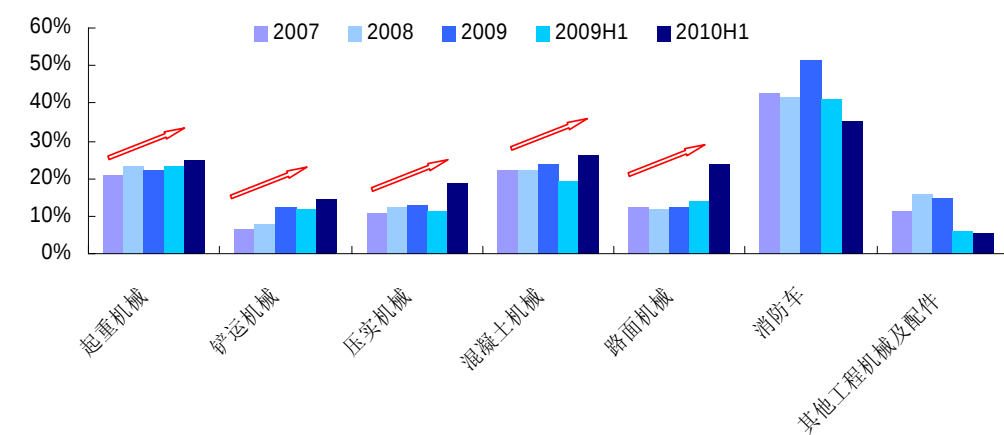


数据来源：国泰君安证券研究

1.2. 盈利能力明显提升

多个品种盈利能力明显提升，其中起重机、铲运机械、压实机械、混凝土机械、路面机械的毛利率分别提升 1.1、2.8、7.3、7.0、9.7 个百分点，表明 09 年集团主要资产整体上市后，整合效应开始显现，这与我们在公司深度报告中的判断一致。

图：多个品种盈利能力明显提升



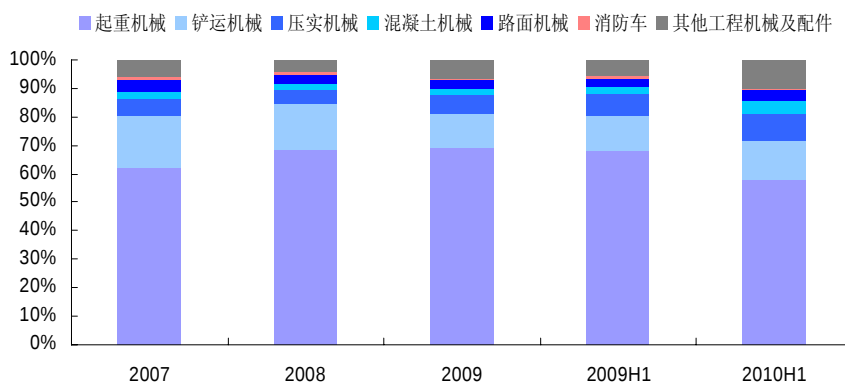
数据来源：国泰君安证券研究

1.3. 业务多元化效果显现

多个品种收入迅速增长，其中起重机、铲运机械、压实机械、混凝土机械、路面机械分别同比增长 17.9%、50.6%、76%、176.6%、78.1%，快速增长主要源于国内基础设施建设需求旺盛。

业务多元化效果显现：起重机收入占比由同期 64.09% 降至 52.72%，其他业务占比明显提升，尤其值得一提的是，混凝土机械占比由 2.3% 上升至 4.43%。

图：业务多元化效果显现

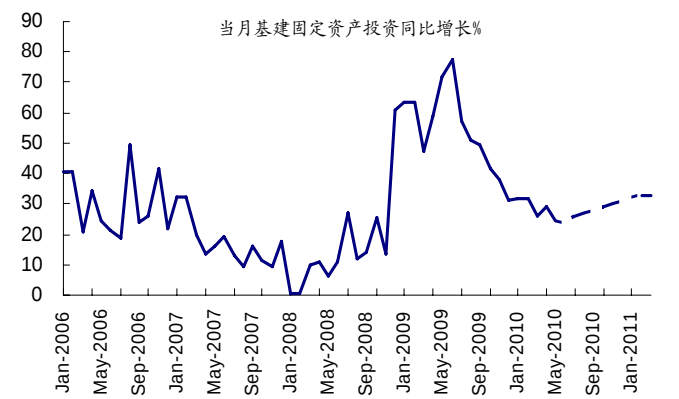


数据来源：国泰君安证券研究

2. 起重机业务分析及判断

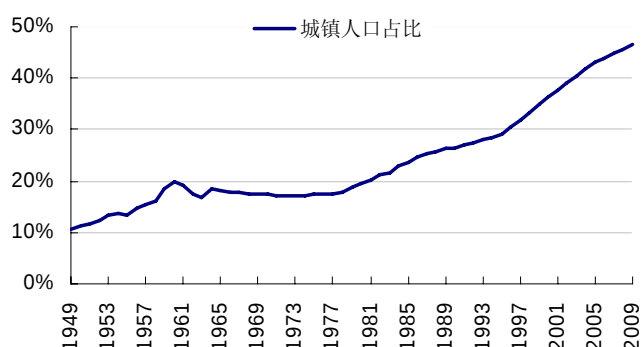
上半年起重机销售以中小吨位居多，所以虽然销量同比增长 28% 左右，但是收入增长只有 17.9%；预计下半年大型工程项目需求增多，吨位结构将会上移，下半年收入与上半年大至相当。

图：预计基建投资增速将在第 3、4 季度回升

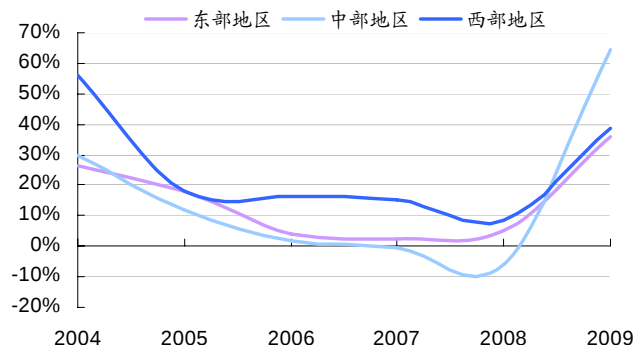


数据来源：统计局、国泰君安证券研究

图：我国还处于城镇化进程



图：中西部地区公路建设投资增速较快

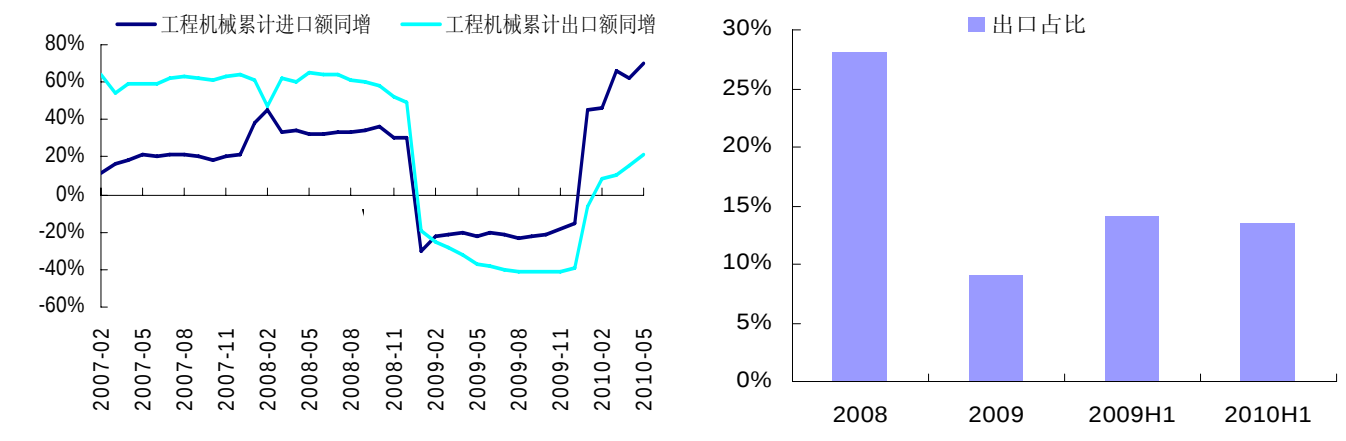


数据来源: 统计局、交通部、国泰君安证券研究

3. 出口快于行业增长

上半年公司出口增长 32.4%，快于行业 21.45% 的增速；出口占比 13.5%，目前仍低于同期 14.1% 的水平，尚没有回到 30% 的正常水平，主要因为国内需求更加旺盛。

图：工程机械行业出口恢复远不及进口，反映国内需求更旺 图：公司出口尚未恢复至正常水平

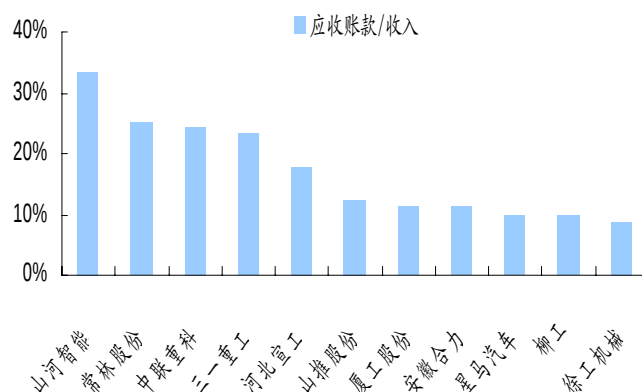


数据来源: 国泰君安证券研究

4. 销售方式灵活空间大

之前全款提货比例高达 70% 左右，现开始逐步加大融资租赁和按揭等信用销售占比。相比竞争对手，公司销售方式放开的空间最大。

图：徐工机械信用销售占比最低（2009 年度数据）



数据来源: 国泰君安证券研究

(备注: 选取年度数据才能够更准确反映销售方式的变化)

5. 盈利预测与投资评级

上调 2010-2012 年 EPS 分别至 2.90、3.54、4.27 元。公司增发方案顺利过会，预计摊薄业绩不超过 15%，维持 50 元目标价与增持评级。

表：未来3年主营业务盈利预测

项目(单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2009H1	2010H1
主营业务收入	11,665	14,534	18,296	22,476	28,121	33,123	8,657	12,026
growth		24.6%	25.9%	22.8%	25.1%	17.8%		38.9%
主营业务成本	9,683	11,665	14,611	17,600	21,944	25,747	6,926	9,509
主营业务毛利率	17.0%	19.7%	20.1%	21.7%	22.0%	22.3%	20.0%	20.9%
工程起重机械	58.28%	62.77%	61.12%	52.84%	48.61%	44.73%	64.09%	52.72%
收入	7,281	9,973	12,651	13,527	15,340	16,429	5,903	6,959
growth		37.0%	26.9%	6.9%	13.4%	7.1%		17.9%
成本	5,757	7,651	9,814	10,267	11,643	12,470	4,514	5,246
毛利率	20.9%	23.3%	22.4%	24.1%	24.1%	24.1%	23.5%	24.6%
铲运机械	16.94%	14.77%	10.29%	10.81%	10.09%	9.53%	11.78%	12.39%
收入	2,117	2,346	2,129	2,768	3,183	3,502	1,085	1,635
growth		10.9%	-9.2%	30.0%	15.0%	10.0%		50.6%
成本	1,979	2,163	1,871	2,353	2,674	2,907	957	1,396
毛利率	6.5%	7.8%	12.2%	15.0%	16.0%	17.0%	11.8%	14.6%
压实机械	5.57%	4.12%	6.09%	7.63%	7.73%	7.64%	7.04%	8.64%
收入	696	654	1,260	1,953	2,441	2,807	648	1,141
growth		-6.0%	92.6%	55.0%	25.0%	15.0%		76.0%
成本	619	575	1,097	1,572	1,965	2,260	573	925
毛利率	11.0%	12.2%	13.0%	19.5%	19.5%	19.5%	11.6%	18.9%
混凝土机械	2.11%	2.01%	1.90%	3.45%	4.33%	5.15%	2.30%	4.43%
收入	264	319	393	882	1,365	1,890	212	585
growth		20.9%	23.1%	124.3%	54.8%	38.5%		176.6%
成本	205	248	300	650	1,006	1,393	171	431
毛利率	22.2%	22.2%	23.6%	26.3%	26.3%	26.3%	19.3%	26.3%
路面机械	4.05%	2.97%	2.47%	3.20%	3.24%	3.21%	2.72%	3.38%
收入	505	472	512	819	1,024	1,177	251	446
growth		-6.6%	8.5%	60.0%	25.0%	15.0%		78.1%
成本	444	417	448	639	799	918	216	341
毛利率	12.2%	11.7%	12.6%	22.0%	22.0%	22.0%	13.9%	23.7%
消防车	0.85%	0.91%	0.88%	0.64%	0.65%	0.70%	0.93%	0.58%
收入	106	145	183	165	206	257	86	77
growth		36.7%	25.9%	-10.0%	25.0%	25.0%		-10.1%
成本	61	85	88	99	123	154	50	50
毛利率	42.4%	41.6%	51.7%	40.0%	40.0%	40.0%	41.2%	35.4%
其他工程机械及配件	5.57%	3.93%	5.64%	9.23%	14.46%	19.22%	5.13%	8.96%
收入	696	624	1,168	2,362	4,562	7,060	473	1,183
growth		-10.3%	87.1%	102.3%	93.1%	54.8%		150.3%
成本	618	527	994	2,020	3,734	5,646	444	1,120
毛利率	11.2%	15.6%	14.9%	14.5%	18.1%	20.0%	6.0%	5.4%

数据来源：国泰君安证券研究

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。

康凯:

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		