

运营态势良好，上调盈利预测

徐工机械 2010 年三季度报点评

报告关键点:

- 公司1-9月份业绩超出预期。
- 上调公司盈利预测幅度约13%。
- 合理价格为55元，维持“买入-A”的投资评级。

报告摘要:

- 1-9月份公司实现主营业务收入189.39亿元，同比增长32.93%，归属于母公司股东的净利润5.97亿元，同比增长51.14%，实现每股收益1.92元。公司业绩超出预期。
- 公司业绩增长的主要原因是国内投资高速增长，拉动起重机等业务迅猛发展，公司大力开拓国内外市场，产品结构亦在提升，同时内部挖潜增加效益。
- 1-9月份公司毛利率为20.66%，去年同期为20.44%，我们预计全年毛利率大致可望维持在20%以上的水平。1-9月份公司期间费用率为8.01%，去年同期为8.89%，我们估计全年期间费用率为8.1%。
- 集团后续资产注入值得期待。集团公司承诺：徐州徐工筑路机械有限公司和徐州徐工挖掘机械有限公司，在其主要产品市场占有率居同行业前列、资产质量得到明显提高、盈利能力较强时注入公司。目前徐工挖掘机业务发展迅猛，今年估计可销售挖机3000多台，2011年将翻番到7000台，2012年达到10000台。这得益于公司相关技术储备、管理和团队的传承，以及徐工的品牌效应和对产业发展的准确把握。
- 江苏徐工工程机械租赁有限公司的租赁业务也在有序推进，未来工程机械租赁业务将是行业发展的重要标志。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产品在工程机械领域颇具声望，我们认为未来工程机械的竞争一定程度上就是核心零部件的竞争。因此上述企业注入将有效提升公司竞争实力。
- 我们认为引进集团战略投资者在体制、激励、市场方面一举三得。此外公司海外发展战略也在加速实施，这将有利于全面提升公司的国际品牌。
- 预计公司2010-2012年全面摊薄EPS分别为2.75、3.47、4.40元，较之先前预测分别提高12.7%、13%、13.6%，10月22日公司收盘价为47.9元，我们按照2010年20倍PE对其估值，合理股价为55元。维持“买入-A”的投资评级。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

55元

期限: 3个月 上次预测: 46.40元

现价: 47.90元

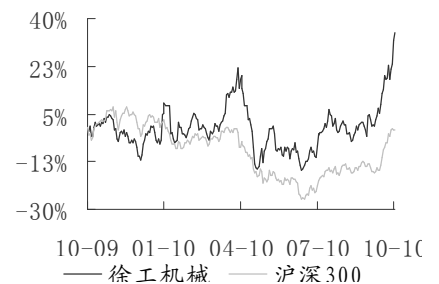
报告日期:

2010-10-24

市场数据

总市值(百万元)	49,403.06
流通市值(百万元)	16,894.51
总股本(百万股)	1,031.38
流通股本(百万股)	352.70
12个月最高/最低	29.00/48.88元
十大流通股股东(%)	19.22%
股东户数	31,160

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.89	16.52	35.63
绝对收益	31.13	37.49	34.62

研究员

张仲杰

高级行业分析师

021-68767839

zhangzj@essence.com.cn

证书编号

S1450209100287

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,354.2	20,699.1	28,629.8	33,478.6	41,501.1
Growth(%)	2.7%	517.1%	38.3%	16.9%	24.0%
净利润	110.4	1,741.3	2,832.6	3,577.0	4,535.1
Growth(%)	346.7%	1476.6%	62.7%	26.3%	26.8%
毛利率(%)	7.9%	19.4%	20.4%	20.6%	21.0%
净利润率(%)	3.3%	8.4%	9.9%	10.7%	10.9%
每股收益(元)	0.11	1.69	2.75	3.47	4.40
每股净资产(元)	1.28	4.27	11.32	14.09	17.61
市盈率	447.3	28.4	17.4	13.8	10.9
市净率	37.5	11.2	4.2	3.4	2.7
净资产收益率(%)	7.7%	38.8%	24.3%	24.6%	25.0%
ROIC(%)	8.5%	122.6%	311.6%	59.0%	51.4%
EV/EBITDA	134.6	17.1	12.3	9.7	7.4
股息收益率	0.1%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%

前期研究成果

徐工机械：行大道，成就工程机械龙头基业

2010-10-14

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-22

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,354.2	20,699.1	28,629.8	33,478.6	41,501.1	成长性					
减: 营业成本	3,090.3	16,692.3	22,792.5	26,589.5	32,802.6	营业收入增长率	2.7%	517.1%	38.3%	16.9%	24.0%
营业税费	2.1	81.1	100.2	117.2	145.3	营业利润增长率	210.2%	1472.6%	63.2%	26.8%	27.2%
销售费用	59.3	630.4	658.5	770.0	954.5	净利润增长率	346.7%	1476.6%	62.7%	26.3%	26.8%
管理费用	183.8	1,184.3	1,631.9	1,908.3	2,365.6	EBITDA 增长率	77.1%	1039.1%	59.3%	26.7%	29.1%
财务费用	12.8	31.2	20.0	-100.1	-111.4	EBIT 增长率	117.7%	1351.1%	61.7%	22.9%	27.6%
资产减值损失	64.3	82.8	154.3	45.6	69.3	NOPLAT 增长率	139.1%	1420.4%	63.4%	22.5%	27.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	-35.7%	547.1%	46.1%	32.5%
投资和汇兑收益	186.0	8.1	-	-	-	净资产增长率	10.9%	234.6%	164.8%	24.5%	25.0%
营业利润	127.5	2,005.0	3,272.5	4,148.2	5,275.4	利润率					
加: 营业外净收支	7.8	70.0	60.0	60.0	60.0	毛利率	7.9%	19.4%	20.4%	20.6%	21.0%
利润总额	135.3	2,074.9	3,332.5	4,208.2	5,335.4	营业利润率	3.8%	9.7%	11.4%	12.4%	12.7%
减: 所得税	33.5	362.7	499.9	631.2	800.3	净利率	3.3%	8.4%	9.9%	10.7%	10.9%
净利润	110.4	1,741.3	2,832.6	3,577.0	4,535.1	EBITDA/营业收入	5.8%	10.7%	12.4%	13.4%	14.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.2%	9.8%	11.5%	12.1%	12.4%
货币资金	458.1	5,032.9	8,666.0	9,256.9	10,809.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	84	28	35	50	62
应收帐款	708.9	2,066.4	3,882.7	4,540.2	5,628.2	流动营业资本周转天数	39	-23	-10	15	15
应收票据	66.4	136.4	235.3	275.2	341.1	流动资产周转天数	246	119	192	220	206
预付帐款	89.8	461.0	461.0	461.0	461.0	应收帐款周转天数	49	20	31	37	36
存货	1,144.6	3,499.2	6,057.2	7,066.2	8,717.4	存货周转天数	116	41	62	73	71
其他流动资产	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	总资产周转天数	357	163	245	283	279
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	149	20	43	78	87
持有至到期投资	2.0	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	4.4	7.6	-	-	-	ROE	7.7%	38.8%	24.3%	24.6%	25.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	11.4%	11.8%	12.4%	12.8%
固定资产	941.2	2,333.2	3,268.9	5,956.3	8,422.6	ROIC	8.5%	122.6%	311.6%	59.0%	51.4%
在建工程	37.1	302.5	180.6	107.8	64.4	费用率					
无形资产	83.6	1,037.5	968.4	904.0	843.8	销售费用率	1.8%	3.0%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	102.3	194.4	188.0	188.0	188.0	管理费用率	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
资产总额	3,638.2	15,072.2	23,909.1	28,756.7	35,477.1	财务费用率	0.4%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.3%
短期债务	495.0	1,334.3	500.0	500.0	500.0	三费/营业收入	7.6%	8.9%	8.1%	7.7%	7.7%
应付帐款	942.7	3,292.0	4,496.0	5,245.1	6,470.6	偿债能力					
应付票据	723.2	3,647.7	4,995.6	5,827.8	7,189.6	资产负债率	63.8%	70.8%	51.2%	49.5%	48.8%
其他流动负债	77.5	781.2	926.8	1,261.6	1,676.6	负债权益比	176.1%	241.9%	104.8%	97.8%	95.3%
长期借款	-	70.0	120.0	190.0	280.0	流动比率	1.07	1.06	1.60	1.54	1.53
其他非流动负债	9.1	26.1	18.7	18.7	18.7	速动比率	0.55	0.72	1.08	1.02	1.00
负债总额	2,320.6	10,663.9	12,234.8	14,220.8	17,313.2	利息保障倍数	10.94	65.27	164.62	-40.43	-46.36
少数股东权益	62.2	32.8	32.8	32.8	32.8	分红指标					
股本	545.1	867.4	1,031.4	1,031.4	1,031.4	DPS(元)	0.03	-	0.55	0.69	0.88
留存收益	710.4	3,508.1	10,610.1	13,471.7	17,099.7	分红比率	29.6%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	1,317.7	4,408.3	11,674.3	14,535.8	18,163.9	股息收益率	0.1%	0.0%	1.1%	1.4%	1.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	101.8	1,712.3	2,832.6	3,577.0	4,535.1	EPS(元)	0.11	1.69	2.75	3.47	4.40
加: 折旧和摊销	58.7	212.5	251.3	441.3	629.7	BVPS(元)	1.28	4.27	11.32	14.09	17.61
资产减值准备	64.3	82.8	154.3	45.6	69.3	PE(X)	447.3	28.4	17.4	13.8	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	37.5	11.2	4.2	3.4	2.7
财务费用	29.4	24.5	86.2	20.0	-100.1	P/FCF	936.7	15.3	-16.0	53.8	27.2
投资收益	-186.0	-8.1	-	-	-	P/S	14.7	2.4	1.7	1.5	1.2
少数股东损益	-8.6	-29.0	-	-	-	EV/EBITDA	134.6	17.1	12.3	9.7	7.4
营运资金的变动	92.3	2,486.1	-1,920.3	171.7	135.2	CAGR(%)	227.5%	38.4%	26.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	155.3	3,180.1	1,337.9	4,135.4	5,257.9	PEG	2.0	0.7	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-25.8	-217.0	-999.8	-3,000.1	-3,000.1	ROIC/WACC	0.8	11.0	28.0	5.3	4.6
融资活动产生现金流量	-57.9	-949.6	3,494.1	-545.3	-705.6	REP	24.3	3.8	0.3	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034