

吴华 S0190209030143
021-38565924
wuhua@xyzq.com.cn

强烈推荐 (维持)

徐工机械 (000425)

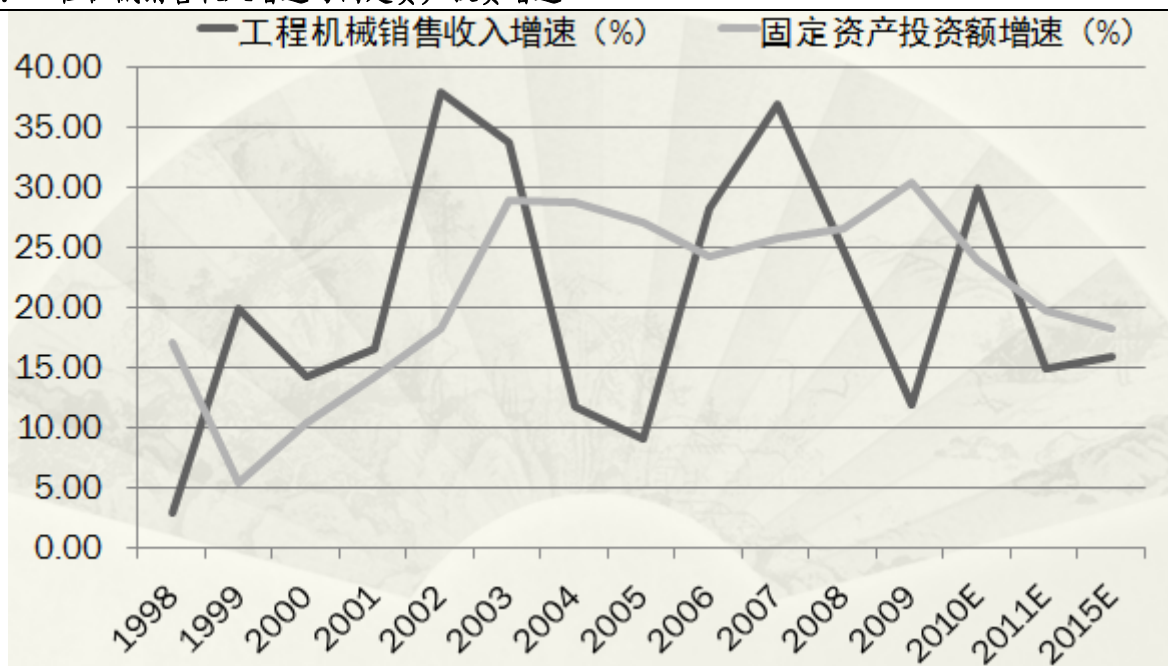
橘子红了，食之味甘

2010年10月26日

投资要点

- 集团前三季度累计实现销售收入 522 亿元，同比增长 46.3%，累计实现净利润 26 亿元，同比增长 32.2%。上市公司累计实现销售收入 189 亿元，同比增长 32.9%，累计实现净利润 19.7 亿元，同比增长 53.3%，实现 EPS2.28 元，符合预期。
- 固定资产投资增量决定设备采购增量，行业转为平稳增长。兴业宏观认为明年固定资产投资增速在 19.7% 左右，我们判断行业的增速在 15%-20%。而从中期来看，协会十二五规划草案中，预计工程机械行业 2015 年将达到 8510 亿元，五年复合增长率为 16% 左右。

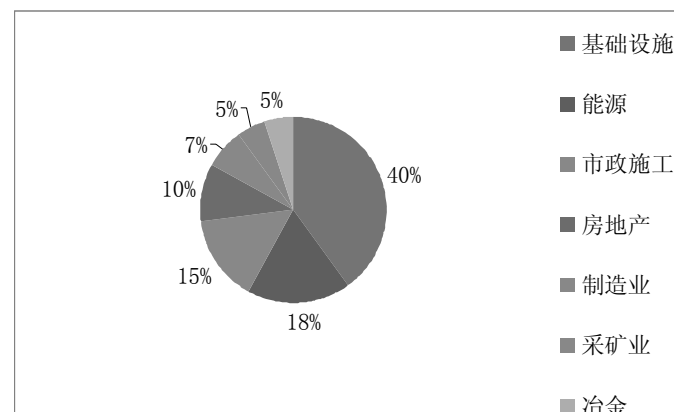
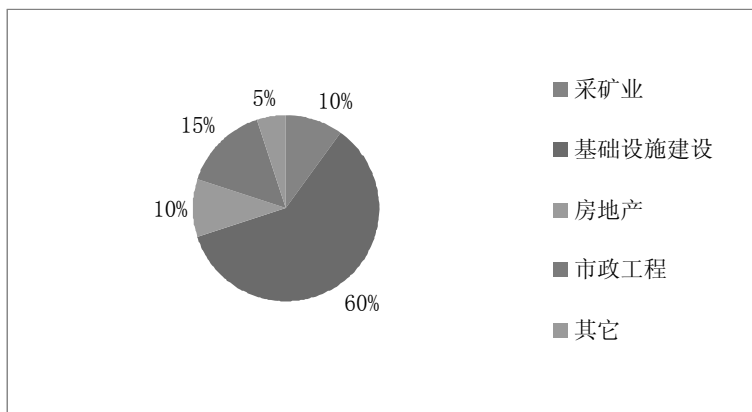
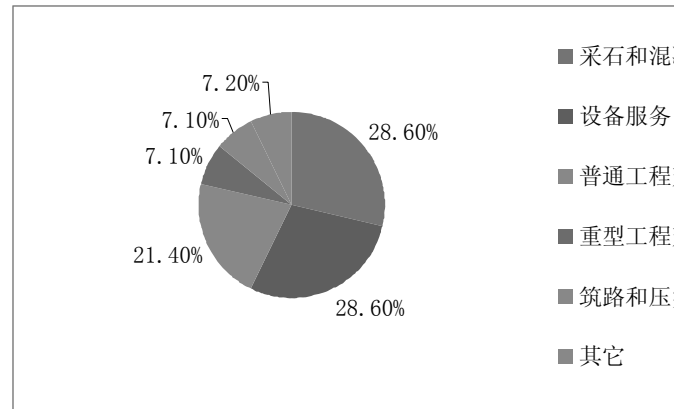
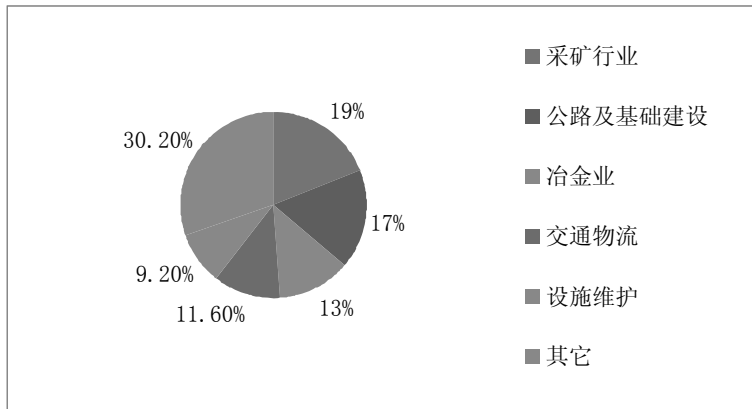
图 1：工程机械销售收入增速与固定资产投资增速



资料来源：wind，兴业证券研发中心

我们认为明年行业的整体增速放缓是大概率事件（基数较大，地产新开工放缓），下游房地产占比较大的产品，将受影响较大，而土石方机械、汽车起重机这类房地产占比较小、主要以基建为主的产品影响较小。

图 2：土石方机械和汽车起重机的下游分布情况



注：左上：挖掘机、左下：推土机、右上：装载机、右下：汽车起重机

- **思想解放，内部挖潜，业绩提升空间巨大。**2009 年、2010 年公司相继完成了优质资产的注入，以及定向增发，集团做大做强上市公司的思路非常清晰。资产注入后，徐工科技转变为徐工机械，主营业务发生了翻天覆地的变化，以传统的土石方机械为主转变为以起重机械（主要为汽车起重机）为主。起重机械、铲运机械、压实机械占收入和毛利比重分别为 58%、13%、9%和 68%、9%、9%。

我们认为公司未来业绩提升空间主要来自三个方面：

提升一：管理体制的改善，激励机制到位。

起重机械占据整体毛利 70%的比重，也是短期公司盈利提升的关键点。由于徐工集团在资产注入之前，各分公司独立为政，上游采购、下游销售、中间关联交易非常复杂，老国企的弊端非常严重，很多利润在上下流通环节中流失，成本高企，所以在整合之前徐州重型分公司的毛利率为 9.12%，远低于同类企业，我们在公司披露的数据中也能很清楚的看到。即使剔除关联交易等因素以后，今年半年报公司公布的起重机械毛利率为 24.61%，也仅与三一相关产品的毛利率持平，但其销售规模却是三一的 10 倍。

由于公司规模效应明显，销售渠道保持了几十年，前期的产能扩张也有集团的支持，三项费用较之正在进行团队和渠道构建的三一说，低的太多。一旦公司解决关联交易事宜，打破各分公司各自为政的格局，徐州重型的毛利率仍然能有大幅的提升空间。目前公司将各分公司的采购权全部收归集团，成立了专项采购小组，董事长亲自挂帅督办，开始了解决国企集团体制的第一步（上游采购链）。未来我们相信，公司也将整合前期已有的销售公司，实现渠道共用，并提供多机种的“一站式”采购服务，并实现销售前移（下游销售链）。

同时，公司提出三大激励机制：分层次实施股权激励，薪酬绩效激励，项目奖励。改变原有国企内

部动力不足的问题。目前市政府为了支持公司的发展，特批一块土地为徐工配套人才引进提供安家居所。

表：汽车起重机行业四大主要厂商财务指标对比（2010年1-7月）

	累计销量	累计销售收入	产品均价	毛利率	产销税及附加
徐州重型	11507	1092818	94.97	9.12%	0.33%
中联重科	6019	581225	96.57	16.00%	0.30%
三一重工	1189	112862	94.92	24.46%	0.17%
安徽柳工	1383	62822	45.42	17.26%	0.00%
	销售费用率	管理费用率	财务费用率	利润率	资产负债率
徐州重型	1.61%	2.42%	-0.16%	12.43%	62.24%
中联重科	3.12%	1.21%	-0.02%	10.80%	53.41%
三一重工	8.49%	11.67%	0.42%	3.79%	70.95%
安徽柳工	3.11%	4.12%	0.73%	1.53%	69.47%

注：以上为各重点公司起重机分公司的独立财务数据，不考虑内部调整。

资料来源：兴业证券研发中心

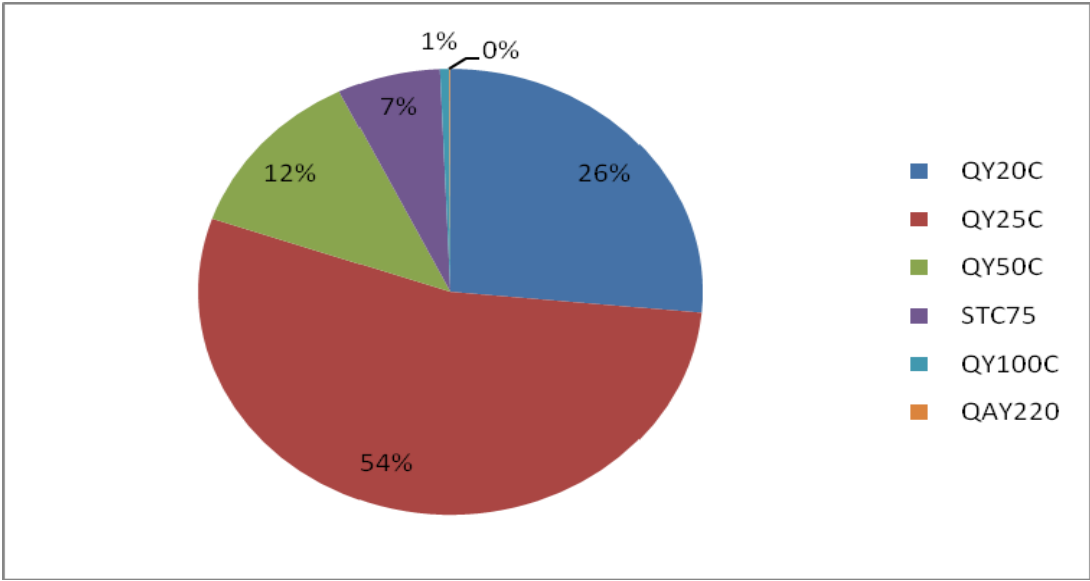
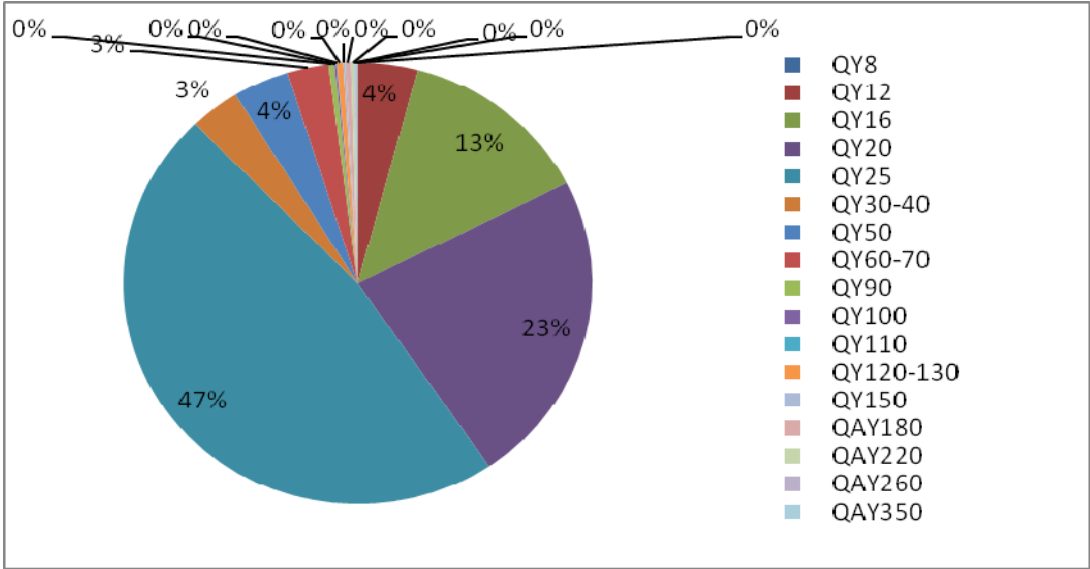
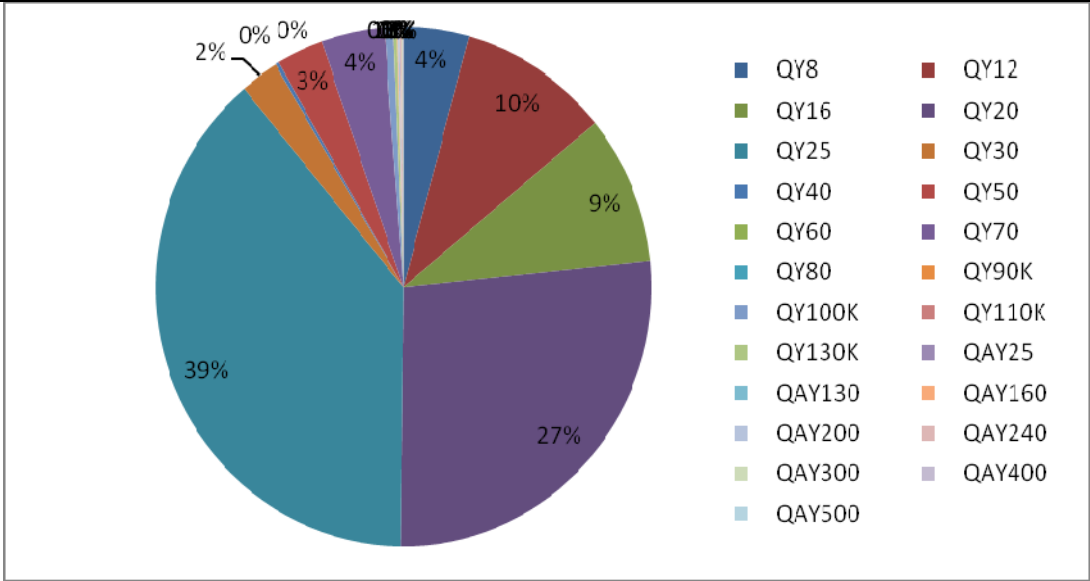
提升二：产能瓶颈解决，产品型谱的大型化

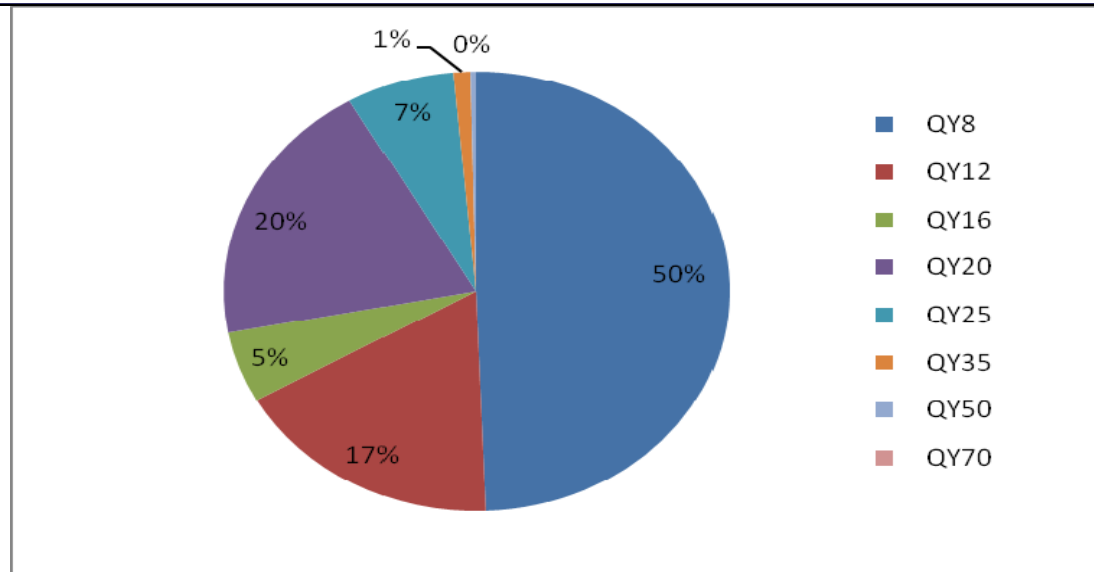
公司目前汽车起重机的产品型谱涵盖范围为 8-500t，其中 8t、12t、16t 和 20t 产品占总销量的比重分别为 39%、27%、9%和 10%，其中 8t 和 12t 的小型汽车起重机按台数计占比总和超过 60%（63%），中联的产品型谱与其相似，而三一由于只做高毛利的产品，其产品主要以 20t 以上为主，所以三一的毛利率达到 24.46%。

公司上半年受到产能限制，很多订单丢失，市场占有率也下滑至 50%以下，从 7 月开始公司将履带式起重机及混凝土机械的生产线进行外迁，逐渐释放一部分汽车起重机的产能，市场占有率从 7 月的 49.7%上升至 9 月的 50.7%，同时，120 吨以上的大吨位的汽车起重机在被中联连超 2 月后，9 月比对手多卖 3 台。目前公司 400t、500t 产品已经正常销售，800t、1000t 已经组装出厂。

公司年初在非公开增发公告中提及，将投入 20.79 亿元用于大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目，达产后将新增大吨位、全地面起重机 2400 台，占 2010 年总体销量的 12%左右，新增正面吊 240 台、轮胎吊 360 台。明年开始，大吨位起重机技改的完成，大吨位产品产能的释放，将使得公司产品型谱大型化，相应产品的综合毛利率也将提高。

图 3：主要汽车起重机企业产品型谱对比（2010 年 1-7）





注：从上至下分别为徐州重型、中联重科、三一重工、安徽柳工

资料来源：工程机械工业协会，兴业证券研发中心

提升三：提高自制率，降低采购成本

公司前期产品一直以质量优质为先导，采用的全部是进口的钢材、液压件以及车桥等，比国内其它企业同类型产品成本高出十几万。前期公司定增募投项目中，强调加强核心液压件的研发，并且已经开始提升核心部件的自制率，以降低产品成本，同时提高新研发的机型或者原有旧机型的升级版的售价，增加产品毛利。

综合来看，我们认为徐州重型按照目前的销量规模（2010 年约 20000 台左右，中联约为 10000 台左右），汽车起重机的毛利率应该超过中联浦沅的水平，徐州重型分公司的毛利率有望达到 30% 左右，其提升空间巨大。

- **集团挖掘机增长迅速，择机注入上市公司。**挖掘机业务目前放在集团孵化，2009 年累计实现销售收入 2 亿元，2010 年预计实现销售收入 10 亿元，增幅巨大，产品型谱从 6t 覆盖到 35t。公司前期承诺集团相关资产达到一定的盈利水平后，将陆续注入上市公司，挖机很有可能成为近期注入的对象。
- **公司已将市值管理提升至战略的高度。**公司现正在制定市值管理方案，管理层认为公司目前的市值与行业地位相差太大，与同类企业也相较甚远，与集团 2012 年 1000 亿收入规模规划也有非常大的差距，做大市值已作为公司明年重点部署之一。
- 我们认为公司经过资产注入及增发以后，相关优质资产进入上市公司，迅速提升公司竞争实力，缩短与竞争对手的差距。集团及上市公司领导一改原有老国企的作风，加大内部体制改革，提升盈利能力，这些措施都将在未来体现在公司的实际业绩上。目前公司正从管理层折价向溢价转变，业绩提升空间清晰可见。所以我们判断“橘子红了，食之味甘”，维持公司“强烈推荐”，维持公司 2010-2012 年 EPS 分别为 2.75 元、3.52 元和 4.24 元，对应 PE 分别为 17 倍、13 倍和 11 倍。

资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11197	23035	31285	40641	营业收入	20699	24536	31419	37700
现金	5033	8532	11012	15705	营业成本	16692	19248	24804	29775
应收账款	1828	4129	6463	8812	营业税金及附加	81	74	94	113
其它应收款	239	1395	2001	1663	营业费用	630	564	723	829
预付账款	461	1290	1736	2084	管理费用	1184	1349	1697	1998
存货	3499	7022	9287	11434	财务费用	31	-71	-179	-179
其他	137	668	785	943	资产减值损失	83	150	120	120
非流动资产	3875	3858	3856	3985	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	9	8	8	投资净收益	8	45	45	40
固定资产	2333	2466	2502	2598	营业利润	2005	3266	4205	5083
无形资产	1038	1056	1074	1092	营业外收入	78	75	75	75
其他	497	329	273	287	营业外支出	8	10	10	10
资产总计	15072	26894	35141	44626	利润总额	2075	3331	4270	5148
流动负债	10568	14497	18615	23174	所得税	363	500	640	772
短期借款	1334	950	1200	1400	净利润	1712	2831	3629	4376
应付账款	2255	5005	6573	8486	少数股东损益	-29	0	0	0
其他	6978	8543	10842	13288	归属母公司净利润	1741	2831	3629	4376
非流动负债	96	520	1020	1570	EBITDA	2249	3408	4263	5165
长期借款	70	520	1020	1570	EPS (元)	2.01	2.75	3.52	4.24
其他	26	0	0	0					
负债合计	10664	15017	19635	24744					
少数股东权益	33	33	33	33					
股本	867	1031	1031	1031					
资本公积	1823	6586	6586	6586					
留存收益	1685	4227	7856	12232					
归属母公司股东权益	4376	11844	15473	19849					
负债和股东权益	15072	26894	35141	44626					

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	30.3%	18.5%	28.1%	20.0%
营业利润	13.0%	62.9%	28.7%	20.9%
归属于母公司净利润	16.4%	62.6%	28.2%	20.6%
获利能力				
毛利率	19.4%	21.6%	21.1%	21.0%
净利率	8.4%	11.5%	11.6%	11.6%
ROE	39.8%	23.9%	23.5%	22.0%
ROIC	97.0%	61.6%	57.9%	66.2%
偿债能力				
资产负债率	70.8%	55.8%	55.9%	55.4%
净负债比率	14.4%	9.8%	11.3%	12.0%
流动比率	1.06	1.59	1.68	1.75
速动比率	0.72	1.08	1.16	1.24
营运能力				
总资产周转率	2.21	1.17	1.01	0.95
应收账款周转率	16.74	7.66	5.55	4.62
应付账款周转率	11.08	5.30	4.28	3.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.69	2.75	3.52	4.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	2.19	1.84	3.95
每股净资产(最新摊薄)	4.24	11.48	15.00	19.24
估值比率				
P/E	23.55	17.22	13.44	11.14
P/B	9.37	4.12	3.15	2.46
EV/EBITDA	20	13	11	9

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3180	2165	1894	4075
净利润	1712	2831	3629	4376
折旧摊销	212	213	237	261
财务费用	31	-71	-179	-179
投资损失	-8	-45	-45	-40
营运资金变动	1149	-519	-2027	-579
其它	83	334	278	237
投资活动现金流	-217	-145	-193	-341
资本支出	470	270	215	350
长期投资	-3	-34	-1	1
其他	250	91	20	10
筹资活动现金流	-950	3762	780	959
短期借款	839	-384	250	200
长期借款	70	450	500	550
普通股增加	322	164	0	0
资本公积增加	1360	4763	0	0
其他	-3541	-1230	30	209
现金净增加额	2011	3499	2480	4694

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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。

