



资本货物/工业

徐工机械 (000425)

徐工国际化拉开大幕

——H 股发行方案点评

 **吕娟**
 021-38676139
 lvjuan@gtjas.com
 S0880209110640

本报告导读:

徐工 H 股发行方案点评, 上调 2011 和 2012 年业绩预测, 并上调目标价至 70 元。

事件:

- 公司发布董事会决议公告称, 公司计划发行 H 股, 发行 H 股股数不超过发行后公司总股本的 20%, 并授予联席簿记管理人不超过本次发行的 H 股股数 15% 的超额配售权。
- 公司 H 股募集资金拟用于: 1、境内外研发体系的建设; 2、拓展公司国际化业务; 3、产业升级和零部件配套; 4、建设和完善国内外营销网络、服务体系; 5、补充流动资金, 改善资本结构, 及其他一般商业用途等。
- 同时, 为实施公司“国际化”战略, 提升国际市场开拓能力, 公司计划向全资子公司徐工进出口增资 7000 万元, 用于徐工进出口开拓国际业务, 包括在境外投资等。
- 公司计划以 2010 年 12 月 31 日审计结果为基础, 以公司 2010 年 12 月 31 日总股本 1,031,379,077 股为基数, 向全体股东每 10 股送红股 10 股, 每 10 股派发现金 1.20 元 (含税)。若公司于 2011 年 12 月 31 日之前完成本次发行 H 股股票并上市, 则于前述利润分配方案实施完毕之后, 本次发行 H 股股票并上市之前公司的滚存利润由本次发行 H 股股票并上市后的新老股东共同享有。

评论:

- 公司 H 股发行方案尚需经过股东大会审议, 以及境内外有关政府、监管机构的批准。
- 公司前次募集资金到位时间为 2010 年 9 月 29 日, 扣除发行费用后实际募集资金净额为 49.27 亿元, 前次募集资金项目中的“发展大型履带式起重机技改项目”已经实施完成并达到预期收益, 其余项目目前基本处于完成前期土建工作、部分设备到位的阶段, 正在按计划执行。
- 公司现有总股本 1031379077 股, 若不考虑 10 送 10 分配预案, 根据公司此次 H 股发行计划, H 股发行数量不超过 257,844,700 股, 超额配售数量不超过 38,676,700 股, 那么 H 股发行上市后超额配售前, 总股本不超过 1,289,223,777 股; 股发行上市且超额配售后, 总股本不超过 1,327,900,477 股。考虑公司目前股价, 预计 H 股募集资金在 120-180 亿元左右, 公司总股本增加 15%-20% 之间。
- 我们认为, 公司 H 股发行, 有利于提高徐工品牌的全球知名度, 有利于公司开展国外并购投资工作, 有利于公司扩大出口份额, 有利于公司进行产业升级和核心零部件配套, 有利于改善公司资本结构增强竞

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: **70.00**

上次预测: 60.00

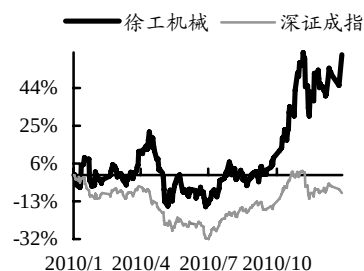
当前价格: 57.20

2011.01.05

交易数据

52 周内股价区间 (元)	29.00-61.00
总市值 (百万元)	58,995
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,031/353
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	34%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	403

52 周内股价走势图



相关报告

《三季报符合预期 全年业绩超预期》	2010.10.24
《盈利能力明显提升 业务多元化效果显...》	2010.08.05
《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

争力。发行 H 股是公司国际化具有里程碑意义的一步。

- 至此，工程机械三巨头均提出了 H 股融资计划（其中中联重科已经完成了 H 股发行上市工作），意味着中国工程机械行业的领军企业将在国外实体经济和资本市场大展拳脚，开始更广和更深意义上的国际化进程。
- 我们预计，徐工在完成 H 股发行工作后，将继续推进集团改制工作，投资者可以持续看到公司激励机制的改善和管理效益的提升。
- 盈利预测与投资建议：按照现有 10.31 亿总股本，预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 2.72、3.73、4.73 元，其中 2011 和 2012 年业绩分别较前次预测上调了 0.26、0.49 元，上调的理由是因为公司目前毛利率水平没有体现行业龙头地位，在公司建立统一的采购平台、加强内部管理之后，2011 和 2012 年各产品毛利率都存在较大的改善空间。上调公司目标价至 70 元，相当于 2011 年 H 股发行摊薄前业绩 18.75 倍、摊薄后业绩 23 倍左右。

表 1：H 股发行对总股本的影响分析

情景	公司总股本数量（股数）		备注
H 股发行前	等于	1,031,379,077	未考虑公司 10 送 10 分配预案，在 10 送 10 方案执行后，各种情境下，总股本数量是我们分析结果的两倍
H 股发行上市后超额配售前	不超过	1,289,223,777	
H 股发行上市后且超额配售后	不超过	1,327,900,477	

数据来源：国泰君安证券

表 2：盈利预测表

主要财务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	15,889	20,699	25,359	31,317	38,312
同比%	27%	30%	23%	23%	22%
经营利润（百万）	1,771	2,036	3,226	4,436	5,676
同比%	57%	15%	82%	38%	28%
净利润（百万）	1,496	1,741	2,806	3,853	4,887
同比%	89%	16%	61%	37%	27%
每股净收益（元）	1.45	1.69	2.72	3.74	4.74
每股股利（元）	-	0.33	0.12	0.56	0.71

数据来源：国泰君安证券

作者简介:**吕娟:**

S0880209110640

021-38676139

lvjuan@gtjas.com

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。

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		