

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751765 doujinhui@gmail.com

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 刘 军 (8621) 68751765 liujun12@cjsc.com.cn

章 诚 (8621) 68751829 zhangcheng1@cjsc.com.cn

产品结构优化，盈利能力大幅提升

事件描述

1. 徐工机械今日发布 2010 年年报，主要经营业绩如下：2010 年公司实现营业收入 252.14 亿元，同比增长 21.81%；实现归属于母公司净利润 29.26 亿元，同比增长 68.04%，稀释每股收益为 3.22 元，摊薄后每股收益为 2.84 元。

2. 我们有以下点评：

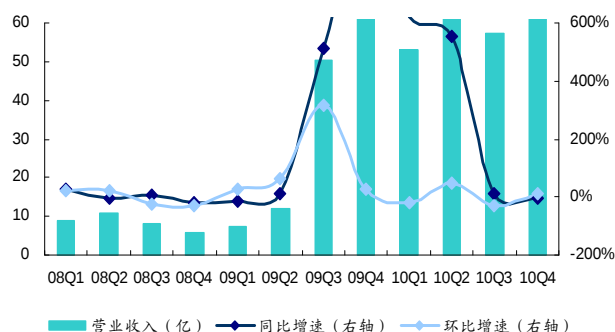
- (1) 2010 年公司经营业绩硕果累累，净利润略超预期；
- (2) 2009 年三季度起重机等优质资产注入后盈利能力大幅增强，管理效率提升，公司毛利率稳步走高；
- (3) 公司起重机、压实机械和路面机械业务的行业老大位置短期内难以被竞争对手撼动，混凝土机械市占率快速上升；
- (4) 借力资本市场，公司延伸产品链，加速国际化布局，提升长期竞争力。

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 309 亿、372 亿，每股收益分别为 3.68 元、4.27 元，对应 3 月 9 日收盘价的 PE 分别为 16.3、14.1 倍，维持“推荐”评级。

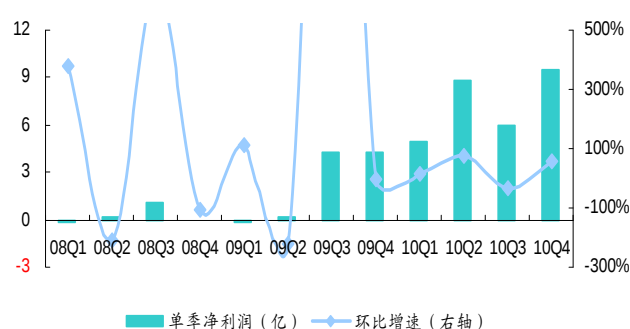
事件评论

第一， 2010 年经营业绩硕果累累，净利润略超预期

2010 年全年公司实现营业收入 252.14 亿元，同比增长达 21.81%，实现净利润 29.26 亿元，同比增长 68.04%，稀释每股收益为 3.22 元，摊薄后每股收益为 2.84 元。销售收入符合我们预期，净利润略超预期。2010 年第四季度单季度销售收入同比下滑 2.93%，但单季度净利润同比增长 122.18%，主要原因是第四季度管理费用率同比下降约 6 个百分点，大幅降低期间费用率。

图 1：2008-2010 年单季度收入及同比、环比增速


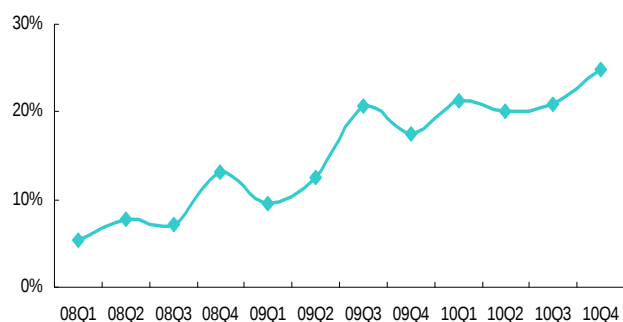
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 2：2008-2010 年单季度净利润及环比增速


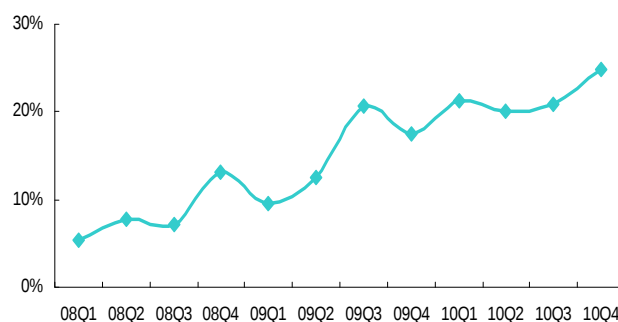
资料来源：公司报告，长江证券研究部

第二， 优质资产注入，管理效率提升，毛利率稳步走高

2010 年公司毛利率稳步提升，单季度毛利率从一季度时的 21.17% 上升至四季度时的 24.83%，全年综合毛利率为 21.69%。

图 3：2008-2010 年公司单季度毛利率


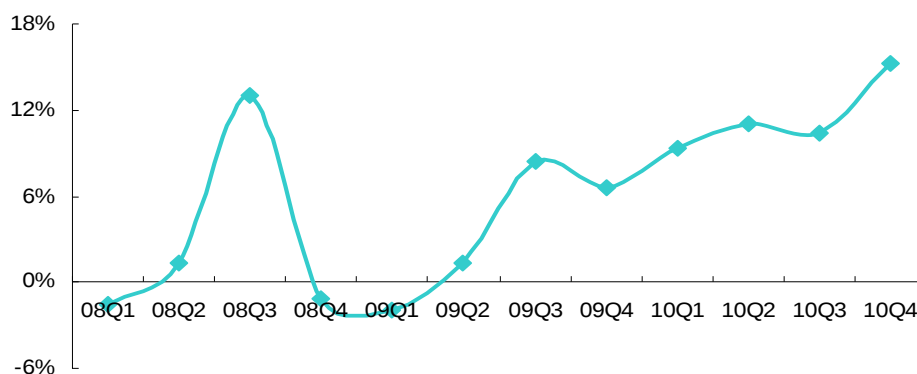
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 4：2008-2010 年公司累计毛利率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

同期，单季度净利率从 2009 第四季度时的 6.6% 上升到 2010 年第四季度的 15.07%，整体净利润全年增长 5.2 个百分点。公司盈利能力处于近三年最高的水平。

图 5：2008-2010 年公司各季度单季净利率

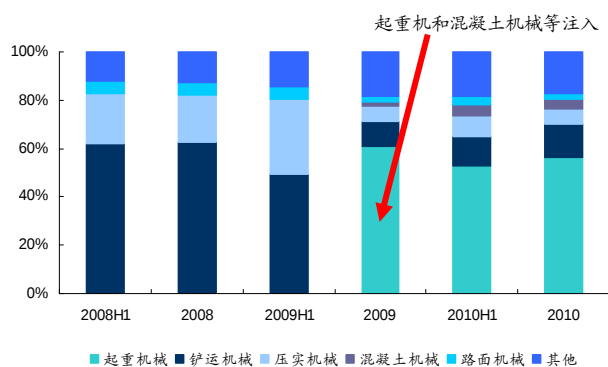


资料来源：公司报告，长江证券研究部

我们认为，除工程机械行业整体景气度较高的因素外，公司盈利能力的上升主要源自两方面：

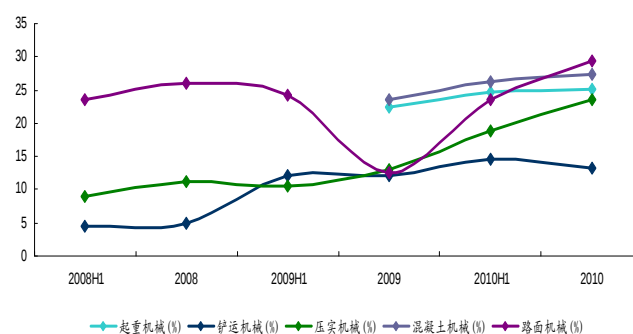
1. 2009 年起重机等优质资产注入后，较强盈利能力的起重机、路面机械和混凝土机械的销售占比大幅增加，公司的产品结构优化，整体盈利能力显著增强。

图 6：2010 年公司收入构成



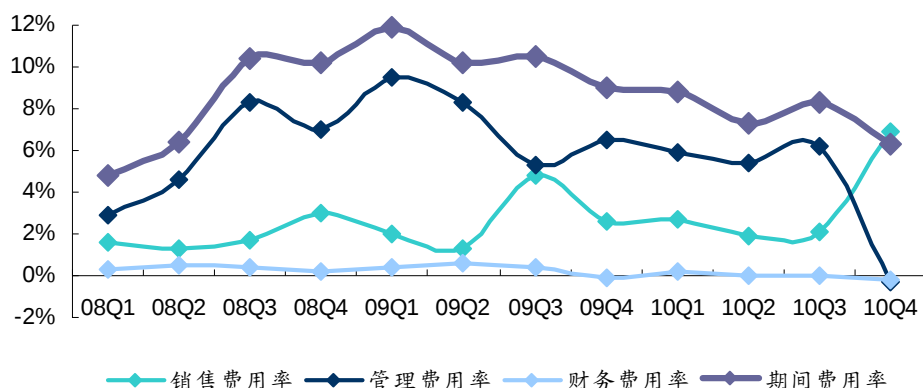
资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 7：2008-2010 年各产品单季毛利率



资料来源：公司报告，长江证券研究部

2. 公司加强经营管理，有效降低了期间费用率。2010 年公司期间费用逐季下降，全年期间费用率仅为 7.59%，较 2009 年的 8.92%下降达 1.33 个百分点。

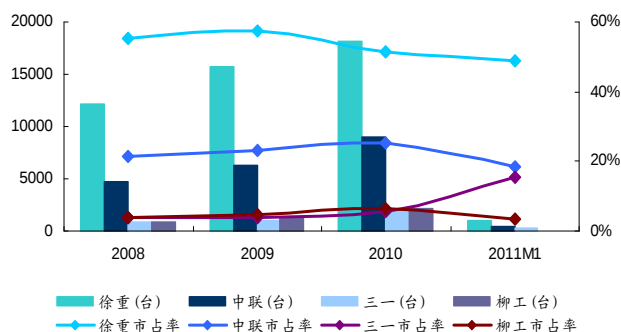
图 8：2008-2010 年公司单季度期间费用率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

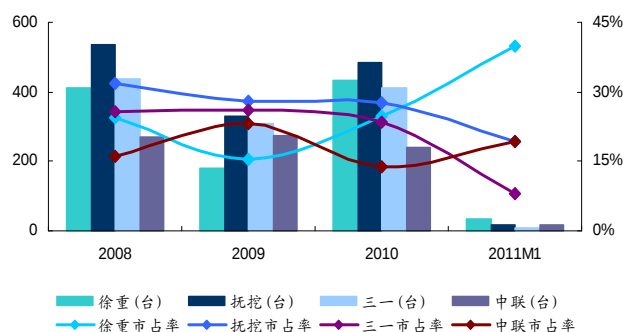
第三， 起重机、压实机械和路面机械的行业老大位置难以撼动，混凝土机械市占率快速上升

2010 年公司合计销售汽车起重机 18145 台，履带式起重 434 台，随车式起重机 3110 台，实现销售收入 141.8 亿元，同比增长 12%。2010 年公司起重机行业的整体市占率约为 53%，继续占据行业第一的位置，其中，汽车起重机和随车起重机的市占率分别达 51.2% 和 48.8%，均为行业第一；履带式起重机市场占有率为 24.8%，列抚挖（市占率 27.8%）之后，为行业第二。

2010 年公司在汽车起重机市场份额明显低于 2008 年（市占率 55.3%）和 2009 年（市占率 57.3%）的水平。我们认为，随着竞争对手在汽车起重机领域的发力，公司在该行业的统治性优势正逐步被缩小，未来公司将面临三一、柳工等起重机行业新势力的挑战，但其行业龙头的位置短期内难以被竞争对手撼动。

图 9：2008-2011 年 1 月汽车起重机销量及市占率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

图 10：2008-2011 年 1 月履带式起重机销量及市占率


资料来源：公司报告，长江证券研究部

此外，2010 年公司混凝土机械、压实机械和路面机械业务增长迅速，这三项业务分别实现销售收入 10.3、15.7 和 6.14 亿，同比增速分别为 163%、24% 和 20%。压实机械和路面机械继续保持行业第一的位置，强势地位明显。混凝土机械市占率从 2009 年时的 16% 上升至 2010 年时的 22%，增长强劲，未来值得期待。

表 1: 2009-2010 年公司主要产品市占率

	2009		2010	
	市场占有率	行业排名	市场占有率	行业排名
起重机械	55%	1	53%	1
压实机械	28%	1	28%	1
路面机械	16%	1	22%	1
混凝土机械	4%	4	4%	4
铲运机械	7%	5	7%	5

资料来源：公司报告，长江证券研究部

第四，公司借力资本市场，延伸产品链，加速国际化布局

公司2010年9月非公开发行股票并募集资金约50亿元，募投项目主要包括徐工机械研发平台扩建项目、大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目、大型履带式起重机技改项目、混凝土机械产业化基地技改项目等。该次定向增发有助于公司延伸现有产品链、完善零部件配套能力。

此外，公司计划发行H股进行融资，加速国际市场布局。募集资金拟用于：

- 境内外研发体系的建设；
- 拓展公司国际化业务；
- 产业升级和零部件配套；
- 建设和完善国内外营销网络、服务体系；
- 补充流动资金，改善资本结构，及其他一般商业用途等。

我们认为，公司在延伸产品线、完善零部件配套能力和加速国际市场布局等方面的努力都将大大提升其长期竞争力，帮助公司实现更有效的多元化工程机械产品扩张。

第五，维持“推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的营业收入分别为 309 亿、372 亿，每股收益分别为 3.68 元、4.27 元，对应 3 月 9 日收盘价的 PE 分别为 16.3、14.1 倍，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	25214	30969	37200	43325	货币资金	9097	9883	12272	15297
营业成本	19744	23985	29030	33807	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5470	6984	8169	9517	应收账款	4123	5030	6042	7037
% 营业收入	21.7%	22.6%	22.0%	22.0%	存货	5729	6934	8393	9774
营业税金及附加	88	108	129	151	预付账款	707	860	1040	1212
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	847	1053	1265	1473	流动资产合计	20568	23823	29087	34880
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1071	1301	1562	1820	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	长期股权投资	6	6	6	6
财务费用	-4	5	-29	-39	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	524	2032	3497	4909
资产减值损失	185	0	0	0	无形资产	1144	1030	927	834
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	32	0	0	0	递延所得税资产	163	0	0	0
营业利润	3315	4518	5242	6113	其他非流动资产	2396	2396	2396	2396
% 营业收入	13.1%	14.6%	14.1%	14.1%	资产总计	24801	29287	35913	43026
营业外收支	82	0	0	0	短期贷款	1256	0	0	0
利润总额	3396	4518	5242	6113	应付款项	8212	9985	12086	14075
% 营业收入	13.5%	14.6%	14.1%	14.1%	预收账款	574	712	856	996
所得税费用	478	723	839	978	应付职工薪酬	175	215	260	303
净利润	2918	3795	4403	5135	应交税费	225	331	386	450
归属于母公司所有者					其他流动负债	2113	2571	3109	3621
的净利润	2926.1	3795.2	4403.5	5134.9	流动负债合计	12555	13815	16698	19446
少数股东损益	-8	0	0	0	长期借款	190	190	190	190
EPS (元/股)	2.84	3.68	4.27	4.98	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1	1	1	1
经营活动现金流净额	476	4176	4642	5439	负债合计	12745	14005	16888	19636
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	12046	15272	19015	23380
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	92	0	0	0	少数股东权益	10	10	10	10
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	12056	15282	19025	23389
固定资产投资	-877	-1560	-1622	-1683	负债及股东权益	24801	29287	35913	43026
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-785	-1560	-1622	-1683		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.837	3.680	4.270	4.979
股权融资	4930	0	0	0	BVPS	11.68	14.81	18.44	22.67
银行贷款增加 (减少)	9	-1256	0	0	PE	21.15	16.31	14.05	12.05
筹资成本	544	-574	-631	-731	PEG	1.03	0.79	0.68	0.58
其他	-1092	0	0	0	PB	5.14	4.05	3.25	2.65
筹资活动现金流净额	4391	-1829	-631	-731	EV/EBITDA	15.14	11.13	9.10	7.27
现金净流量	4082	787	2389	3025	ROE	24.3%	24.9%	23.2%	22.0%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券分析师

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。