

年报业绩给力, “国际化” 进程加快

——徐工机械年报点评报告

撰写日期: 2011 年 3 月 10 日 发布日期: 2011 年 3 月 10 日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件: 3月10日徐工机械公布了其2010年年报。

点评

- 公司2010年报告期内实现营业总收入252.14亿元, 比去年同期增长21.81%; 归属于母公司所有者的净利润29.26亿元, 比去年同期增长68.04%, 略好与之前市场的预期。公司净利润较去年同期增长的主要原因是大规模的基建投资带动了国内市场需求加大, 以及公司规模效益的持续突破性增长。在报告期内, 公司积极的调整产品结构, 加大国内、外市场的开拓并且完善了管理结构, 降低营业成本, 这一系列的举措也为公司今年业绩的提升做出了较大的贡献。
- 我们认为在“十二五”规划纲要的指导下, 经济结构调整和增长方式转变将创造良好的宏观经济环境, 得益于未来5年3600 万套的保障性住房的建设, 未来5年投资3.5万亿元的铁路设施等基础设施建设, 未来10年投资近4万亿元的水利建设、以及城镇化建设的推进, 未来中国工程机械行业的市场需求将继续呈现高增长态势。
- 从目前情况来看, 工程机械产业集群发展步伐加快, 行业内主要产品同质化现象开始显现。我们预计未来几年工程机械行业生产集中度将进一步提高, 行业龙头企业的规模效应将越发明显, 其竞争实力将得到进一步的增强, 这有利于目前处于行业龙头地位的公司未来的发展。
- 随着公司近几年优化管理模式及其增长方式的转变, 公司的核心竞争力优势得到充分显现, 其运行质量和经济效益实现了突飞猛进的提升。其中, 公司近两年通过大宗物料的集中采购, 实现了成本降低约1.4 亿元, 公司毛利率和净利润水平分别从06年的10.95%和0.21%上升至10年的21.69%和11.57%, 盈利能力提升明显。
- 公司目前募投项目进展顺利, 截至2010年12月31日, 募投项目中大型履带式起重机技改项目已实现18,787.72万元效益, 该项目已于2010年达产, 按项目产能利用率计算, 该项目实现了承诺效益。这有利于公司巩固其起重机行业的龙头地位。

徐工机械 000425

2011-3-10

评级 推荐 (首次)

目标价格 65
当前价格 58.3

基础数据

总市值(百万): 61882.74
总股本/流通股本(百万): 1031.38/352.72
流通市值(百万): 21162.23
每股净资产: 11.68
净资产收益率: 51.18

交易数据

52 周内股价区间: 29.97-61.22
市盈率(TTM): 25.63
市净率: 4.99

一年期走势图



行业研究员: 张欣

证书编号 S0820208030013

联系人: 孙霁光

电话 021-32229888-3507

Email sunjiguang@ajzq.com

相关报告

剩余的8个项目中，扩大起重机出口能力技改的项目，资金投入比例已达到95%，预计该项目能在2011年完成，并投入生产，预计其将为徐工2011年带来近20亿元的年销售收入及3.4亿元的净利润。其余项目，目前处于起步阶段，项目的资金投入比例较低，我们预计到2012将会有部分项目完工并投入生产，预计届时全部募投项目将会带来约80亿元的年销售收入及13亿元的净利润。

► 公司在2011年1月5号发布公告表示拟发行H股，考虑到公司此次优良的业绩及此前公布的高转送方案，参考了同类公司中联重科在H股上市前的动作，我们估计公司很可能在今年完成其H股的发行，从而跨出其“国际化”战略中最具历史意义的一步。我们认为，公司未来H股的发行，有利于公司提高品牌知名度及影响力，有利于公司开拓海外市场，有利于公司未来进行产业升级和零部件配套。公司作为国内工程机械行业的龙头公司，其国际化步伐相对于其竞争对手三一、中联来说是比较缓慢的，中联已完成H股的发行，三一也表示过今年年内完成H股的发行事宜。如果公司今年完成了其H股发行的计划，我们认为这是公司加速其“国际化”战略的信号。目前国内主要的工程机械公司已经认识到海外市场，尤其是西亚，非洲及印度等东南亚市场对其未来发展的重要性。目前，我们还是看好公司未来在海外市场上的发展前景。

► 2011年2月18日，徐工有限与徐工机械在徐州签订《股权转让协议》，计划将徐工筑路100%的股权协议转让予徐工机械。此次转让是为实现徐工集团工程机械有限公司在徐工机械（上市公司）2009年重大资产重组时所作出的承诺，也为了消除公司与徐州徐工筑路机械有限公司发生的关联交易，并且有利于公司构建更完善的工程机械产品线，更好地实现公司在产品研发、采购、售后服务及营销渠道等方面的协同效应。我们认为根据此次资产注入的情况及徐工集团在09年公司重大资产重组时给予公司的承诺来看，未来可能有更多更优质的集团资产将被注入到上市公司，这将有利于公司未来发挥协同效应，增强自身业绩。

附1：承诺摘要

徐工集团、徐工机械关于未注入资产是否存在同业竞争和此部分资产后续计划的承诺：本次重大资产重组完成后，徐工集团、徐工机械未注入上市公司的工程机械资产包括对徐州徐工筑路机械有限公司、徐州徐工挖掘机械有限公司、江苏徐工工程机械租赁有限公司及五家合资公司（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）的投资。对该等资产的后续安排计划，徐工集团、徐工机械承诺如下：

徐州徐工筑路机械有限公司：徐工机械承诺，在本次重大资产重组交割日后未来五年内，徐州徐工筑路机械有限公司经过培育后，在其主要产品市场占有率位居同行业前列、资产质量得到明显提高、盈利能力较强时，将徐州徐工筑路机械有限公司在适当时机注入到徐工科技。

徐州徐工挖掘机械有限公司：徐工机械承诺，本次重大资产重组交割日后未来五年内，在撤出对卡特彼勒（徐州）有限公司投资、徐州徐工挖掘机械有限公司资产质量和盈利能力得到明显提高、主要产品市场占有率位居同行业前列的前提下，将徐州徐工挖掘机械有限公司在适当时机注入到徐工科技。

江苏徐工工程机械租赁有限公司：徐工集团、徐工机械承诺，本次重大资产重组交割日后未来五年内，租赁公司盈利能力较强、融资租赁规模市场份额居同行业前列的前提下，将江苏徐工工程机械租赁有限公司在适当时机注入到徐工科技。

五家合资公司：徐工机械承诺，未来在合资方同意、五家合资公司盈利能力较强的前提下，将合资公司的出资请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

在适当时机注入到徐工科技。

➤ 投资建议

根据公司目前情况及募投建设项目等情况，我们预计公司11年和12年的按照转送后的摊薄每股收益分别为1.78元和2.25元，对应除权后股价的PE分别为16.9和13.22倍，给予公司“推荐”评级。

表1 盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	20,699.09	25,213.90	31,849.95	40,391.35
增长率（%）	（-）	21.81	26.32	26.82
归属母公司股东净利润（百万元）	1741.27	2926.09	3662.74	4645.00
增长率（%）	（-）	68.04	25.18	26.82
每股收益（EPS）（元）	2.01	1.51	1.78	2.25
PE	（-）	19.87	16.90	13.32

注：10年之后的每股收益是按送股后，新股本2,062,758,154股摊薄计算的，故对股价也进行了相应的除权，进而计算了相应的PE

资料来源：WIND，爱建证券

表2 募投项目建设情况

投资项目		2010年12月31日募集资金累计投资额（单位：万元）				
序号	实际投资项目	募集前承诺投资金额	募集后承诺投资金额	实际投资金额	实际投资金额与募集后承诺投资差额	项目达到预定可使用状态日期或截止日项目完工程度
1	徐工机械研发平台提升扩建项目	43,306.60	43,306.60	10,418.85	-32,887.75	24%
2	大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地项目	132,372.00	132,372.00	12,737.74	-119,634.26	14.20%
3	发展大型履带式起重机技改项目	30,000.00	30,000.00	30,000.00	0	100%
4	扩大起重机出口能力技改项目	20,000.00	20,000.00	16,670.60	-3,329.40	95%
5	混凝土建设机械产业化基地项目	110,281.00	110,281.00	8,589.40	-101,691.60	6%
6	工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目	51,966.00	51,966.00	5,622.92	-46,343.08	30%
7	工程机械新型传动箱关键零部件技改项目	57,007.00	57,007.00	8,288.40	-48,718.60	20.15%
8	工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目	30,300.00	30,300.00	6,032.39	-24,267.61	32.40%
9	信息化整体提升工程项目	24,767.40	17,425.65	6,901.99	-10,523.66	32%
合计		500,000.00	492,658.25	105,262.28	-387,395.97	

资料来源：公司公告，爱建证券

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明