

徐工机械（000425）

强烈推荐（维持）

体制改善，业绩大幅提升

市场数据

报告日期	2011-3-10
收盘价(元)	60.00
总股本(百万股)	1031.38
流通股本(百万股)	352.70
总市值(百万元)	61882.74
流通市值(百万元)	21162.23
净资产(百万元)	12046.10
总资产(百万元)	24801.12
每股净资产	11.68

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	25214	34711	44130	52025
同比增长(%)	37.8%	37.7%	27.1%	17.9%
净利润(百万元)	2926	3876	4963	6060
同比增长(%)	68.0%	32.5%	28.1%	22.1%
毛利率(%)	21.7%	21.8%	22.2%	22.4%
净利率(%)	11.6%	11.2%	11.2%	11.6%
净资产收益率(%)	24.3%	24.3%	23.8%	22.5%
每股收益(元)	2.84	3.76	4.81	5.88
每股经营现金流(元)	0.46	1.47	3.51	4.18

相关报告

《徐工机械（000425）：橘子红了，食之味甘》2010-10-27

《徐工机械（000425）：中报业绩符合预期》2010-8-5

《徐工机械（000425）：调研信息速递》2010-2-7

分析师 吴华

021-38565924

wuhua@xyzq.com.cn

SAC:S0190209030143

联系人：陈德静

021-38565907

chendejing@xyzq.com.cn

投资要点

事件：

公司2010年实现营业总收入252.14亿元，同比增长21.81%；实现营业利润33.15亿元，同比增长65.33%；实现净利润29.18亿元，同比增长70.44%。其中，工程起重机械产品实现营业收入141.78亿元，同比增长12.06%，毛利率为25.19%，相比09年上升2.76个百分点。每股收益（摊薄）为2.8371元；公司发行H股股票之前每10股送10股派1.20元（含税）的利润分配方案实施完毕之后，不再进行利润分配，也不再实施资本公积金转增股本。基本符合预期。

点评：

- **起重机械、压实机械和路面机械行业第一地位巩固。**2010年公司起重机械市场占有率为52.5%，已连续5年超过50%；汽车起重机全年销量为18,145台，同比增长15.87%，随车起重机销量为3,110台，同比增长39.52%，履带起重机销量为434台，同比增长139.78%。受产能限制，公司起重业务总收入仅增长12.06%，但随着募投技改项目投产，公司起重机械市占率将进一步提升，产品型谱大型化趋势明显，相应产品的综合毛利率也将继续提高。公司的压实机械与路面机械也稳据市场第一，压实机械的市占率为28.1%，路面机械的市占率为21.8%，均高于09年；其中，压路机销量为7,006台，同比增长53.88%，占行业总销量的27.49%。

- **产品线丰富，公司均衡、快速发展。**公司起重、压实和路面机械三大业务占主营业务收入的比重为 71.60%，比 09 年下降 7.23 个百分点，其他业务增长迅速。履带起重机、混凝土泵车、摊铺机等全新产品销量实现了 140% 以上的增长。同时，大吨位起重机产业基地、环卫机械产业化扩建项目、全新的混凝土机械基地、搅拌站基地和装载机新基地等重大技改项目纷纷启动，将增强公司的盈利能力和抗风险能力。
- **产品毛利率稳步提升，相比同类公司仍有较大改善空间。**公司的费用控制良好，三项费用占比仅为 7.6%，较之 09 年下降 2.4 个百分点，低于同类公司，但毛利率仍有较大改善空间。通过建立统一的采购平台、加强内部管理之后，公司综合毛利率已经开始稳步提升，从 08 年的 19.74%、09 年的 20.14%，提升到 10 年的 21.69%；除消防机械和工程机械备件之外，所有种类的产品毛利率均有所上升；随着公司增发扩产调整产品结构以增加中高端产品（如大吨位起重机、履带吊、混凝土机械及核心配套件等）占比，公司的综合毛利率有望继续提升。
- **管理层正从折价向溢价转变。**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，管理层正从折价向溢价转变，业绩提升空间清晰可见。公司形成统采统购、规范运作的制度流程，强化大客户及重点招投标的统一管理，开通 400 全国客服热线以塑造全公司服务统一的新形象，搭建覆盖研产销服与财务的全价值链管控大平台，持续强化质量管理和服务管理；但公司的经营策略仍相对保守，表现为相比于同类企业应收账款周转率较高、按揭贷款余额较低等。公司积极引入战略投资，与兵器工业集团的深度合作将推动公司优化治理结构和管理层激励机制。
- 公司积极拓展国内外市场、优化产品结构、并通过内部体制改革降本增效，**未来主要业绩驱动因素：**（1）起重机械（尤其是大吨位起重机）、混凝土机械等产品的募投技改项目投产，将有助于突破公司产能瓶颈，进一步提高市场占有率；（2）募投项目提升液压缸、液压泵的自制能力，有利于进一步提升产品毛利率；（3）H 股上市增强公司品牌价值并将提高公司海外并购的议价能力，海外拓展和出口业务有望获得实质性突破；（4）集团承诺将在 5 年内择机注入资产，挖掘机注入的可能性较大，且兵工集团将与徐工集团实施战略重组，在重型装备等领域全面进行合作，对进一步丰富公司的产品线并增强盈利能力具有重要意义。
- 我们预计公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 3.76 元、4.81 元、5.88 元，对应公司动态 PE 分别为 16 倍、12 倍、11.0 倍，考虑到公司有集团资产注入预期，我们维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示。**固定资产投资下滑的风险；原材料价格上涨的风险；行业竞争激烈且面临产能过剩的风险。

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20568	27695	35380	43702	营业收入	25214	34711	44130	52025
货币资金	9097	10052	12570	15791	营业成本	19744	27145	34346	40389
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	88	125	168	208
应收账款	3897	4498	6616	7112	销售费用	847	1250	1633	1873
其他应收款	226	536	548	731	管理费用	1071	1562	2030	2341
存货	5729	10374	12767	16492	财务费用	-4	-0	12	-13
非流动资产	4233	4695	5538	6260	资产减值损失	185	190	200	200
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	6	8	7	7	投资收益	32	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	3315	4450	5751	7037
固定资产	2399	2855	3502	4154	营业外收入	90	75	75	75
在建工程	521	488	675	749	营业外支出	8	8	8	8
油气资产	0	0	0	0	利润总额	3396	4517	5818	7104
无形资产	1144	1179	1189	1173	所得税	478	655	873	1066
资产总计	24801	32390	40918	49962	净利润	2918	3862	4946	6039
流动负债	12555	16257	19840	22805	少数股东损益	-8	-14	-17	-21
短期借款	1226	1500	1700	1850	归属母公司净利润	2926	3876	4963	6060
应付票据	4631	6243	7900	9088	EPS (元)	2.84	3.76	4.81	5.88
应付账款	3581	5176	6668	8019					
其他	3117	3338	3572	3848	主要财务比率				
非流动负债	191	215	215	255	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	190	210	210	250	成长性				
其他	1	5	5	5	营业收入增长率	37.8%	37.7%	27.1%	17.9%
负债合计	12745	16472	20055	23060	营业利润增长率	65.3%	34.3%	29.2%	22.4%
股本	1031	1031	1031	1031	净利润增长率	68.0%	32.5%	28.1%	22.1%
资本公积	6586	6586	6586	6586					
未分配利润	4116	7914	12778	18717	盈利能力				
少数股东权益	10	-4	-21	-43	毛利率	21.7%	21.8%	22.2%	22.4%
股东权益合计	12056	15918	20864	26902	净利率	11.6%	11.2%	11.2%	11.6%
负债及权益合计	24801	32390	40918	49962	ROE	24.3%	24.3%	23.8%	22.5%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	51.4%	50.9%	49.0%	46.2%
净利润	2926	3876	4963	6060	流动比率	1.64	1.70	1.78	1.92
折旧和摊销	271	342	454	587	速动比率	1.17	1.05	1.13	1.18
资产减值准备	-175	450	132	58					
无形资产摊销	47	65	90	116	营运能力				
公允价值变动损失	0	0	0	0	资产周转率	126.5%	121.4%	120.4%	114.5%
财务费用	-4	-0	12	-13	应收帐款周转率	856.4%	800.0%	750.0%	720.0%
投资损失	-32	-10	-10	-10					
少数股东损益	-8	-14	-17	-21	每股资料(元)				
营运资金的变动	2674	3122	1913	2342	每股收益	2.84	3.76	4.81	5.88
经营活动产生现金	260	1520	3620	4307	每股经营现金	0.46	1.47	3.51	4.18
投资活动产生现金	-323	-791	-1290	-1290	每股净资产	11.68	15.44	20.25	26.13
融资活动产生现金	4258	226	188	203					
现金净变动	4195	955	2518	3221	估值比率(倍)				
现金的期初余额	5033	9097	10052	12570	PE	21.1	16.0	12.5	10.2
现金的期末余额	9228	10052	12570	15791	PB	5.1	3.9	3.0	2.3

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。