

徐工机械(000425)公司调研报告

推荐

—公司成长前景依然看好，混凝土机械、出口成为增长亮点
工业/工程机械

维持评级

发布时间：2011年6月20日

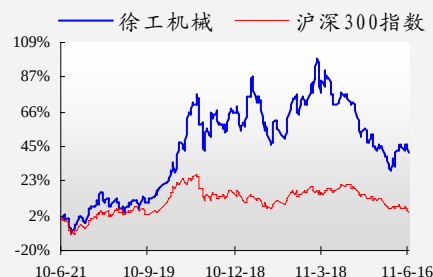
投资要点：

- 公司全年仍将保持较快增速，行业短期回落不改长期发展前景。公司全年经营目标净利润增速为 30%-40%，仍将保持较快增速。一季度高增长为全年发展打下基础，产品结构的改善、关键零部件的自制率上升等因素使公司综合毛利率呈现逐年上升的趋势。
- 汽车起重机行业年销量保持 20%-30%的稳定增速。公司汽车起重机全年的销量增速预计为 20%-30%，市场份额稳定在 50%左右。汽车起重机行业近几年总体保持平稳增长，与工程机械其他产品相比，波动幅度相对较小。
- 混凝土机械、出口等成为公司的增长亮点。(1) 今年公司混凝土机械的目标是销售额增长近 1 倍，从去年的约 10 亿元增长到近 20 亿元。(2) 一季度，公司产品的出口量翻倍增长。截至到 6 月中旬，公司的出口订单金额已达到 10 亿美元，为去年全年出口额的 3 倍以上。6 月 17 日，公司公告签署 48.42 亿元金额的出口合同，海外市场的成长空间巨大。
- 公司成长路径清晰，未来仍有较大发展空间。公司计划今年三季度将在 H 股上市，募集资金将用于产能扩张与全球化扩张等方面。根据规划，集团的主要工程机械资产未来也将注入上市公司。
- 盈利预测与估值：预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.90、2.46、3.04 元，对应的市盈率分别为 12.0、9.3、7.5 倍。给予公司 11 年 16 倍的市盈率，目标价为 30.5 元，维持推荐的投资评级。
- 主要风险因素：经济增速超预期回落，钢材价格大幅上涨等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	2,521,930	21.8%	292,609	70.4%	1.42	24.2%	16.2	
2011E	3,360,873	33.3%	392,838	35.9%	1.90	25.3%	12.0	
2012E	4,286,958	27.6%	506,919	29.0%	2.46	24.8%	9.3	
2013E	5,327,056	24.3%	626,651	23.6%	3.04	24.3%	7.5	

走势图



市场数据

2011-6-17

收盘价：	22.92 元
52 周最高价：	32.29 元
52 周最低价：	14.53 元
平均持仓成本：	24.72 元

基本数据

2011Q1

总股本（万股）：	206,276
流通 A 股（万股）：	206,276
每股收益（元）：	0.49
每股净资产（元）：	6.20
每股经营现金流（元）：	-0.69
市净率：	3.70

分析师：刘立喜；联系人：黎焜

执业证书编号：S0550511020007

TEL: (8621) 6336 7000-273

FAX: (8621) 6337 3209

Email: lik@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

工程机械行业二季度以来销量增速显著回落，市场对行业与公司的成长性再次担忧。我们与市场的不同观点：(1)行业总体仍将保持平稳增长。行业一季度销量增长透支与政策紧缩等因素导致二季度销量环比下滑，全年仍将保持 20%左右的正常增速。(2)公司成长路径清晰，未来保持快速发展可期。公司在产能扩张、管理改善等方面仍有较大的发展潜力，盈利能力也呈现逐步改善的趋势。

一、公司保持平稳快速增长趋势，混凝土机械、出口等成为增长亮点

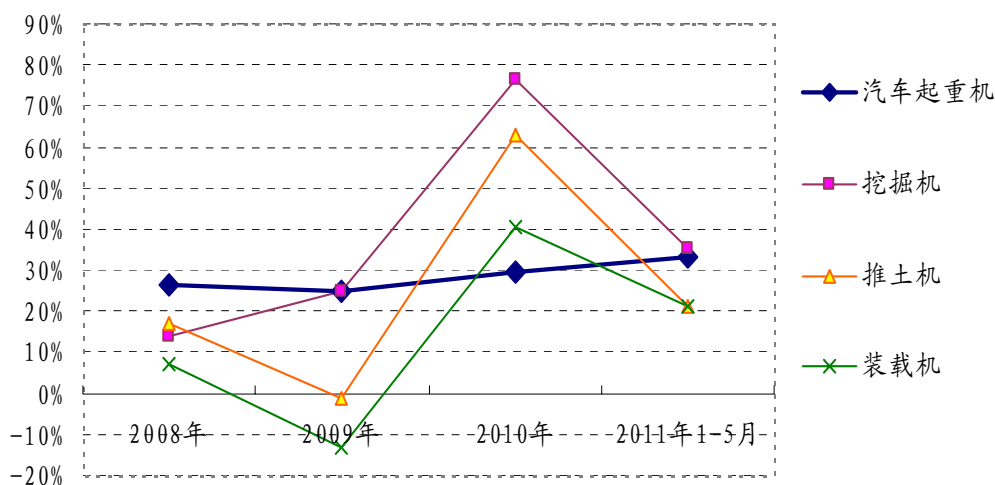
工程机械行业与宏观经济的关联度较大，下半年随着通胀见顶与宏观政策放松的预期，四季度行业销量有望逐步回升，行业重新回到正常成长的轨道。

一季度，公司的业绩高增长为全年发展打下良好基础；公司全年经营目标净利润增速为 30%-40%，仍将保持较快增速。

1.1 汽车起重机保持平稳增长

公司汽车起重机 5 月份的销量增速为 20%-30%左右，1-4 月的累积增速为 36.75%。汽车起重机近几年的年均增速保持在 20%-30%左右，与工程机械行业的其它产品相比，波动幅度相对较小。

图 1: 工程机械主要产品 2008 年-2011 年的年销量增速

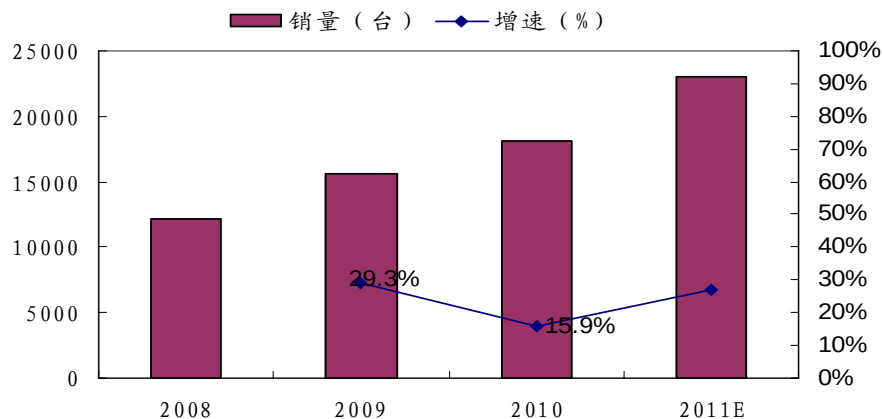


资料来源: 公司公告, 东北证券

公司汽车起重机的销售收入占比接近 60%，市场份额在 1-5 月份均保持在 50%左右。与主要竞争者相比，公司产品的主要性能指标总体具有领先五年左右的优势。公司产品在品牌、质量等方面的竞争优势突出，市场份额保持稳定。

由于产能瓶颈制约，公司 10 年汽车起重机的销量增速低于行业平均水平，随着定增募投项目的产能 12 年大部分投产，产能瓶颈将得到有效缓解。

图 2: 公司的汽车起重机历年销量与增速



资料来源: 公司公告, 东北证券

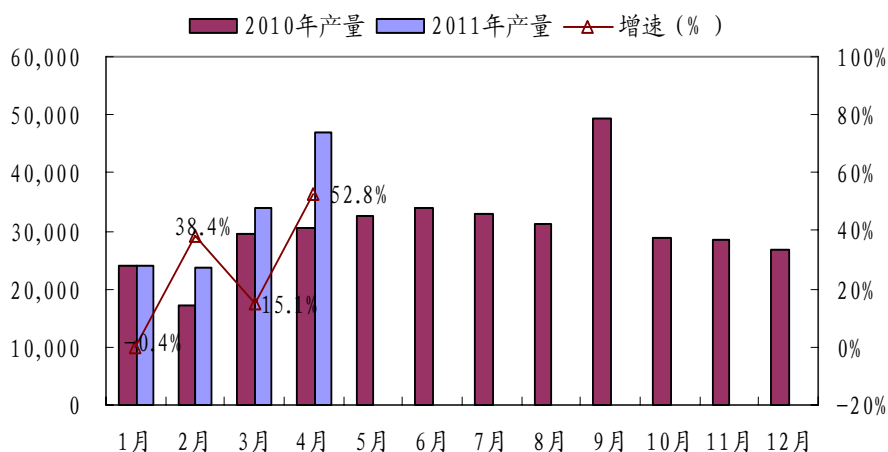
公司汽车起重机市场的主要竞争者为中联重科, 三一重工、柳工等新进入者的发展较快, 行业的市场集中度逐步提高, 规模较小厂商的市场份额被进一步压缩。

1.2 混凝土机械等产品成为增长亮点

公司混凝土机械今年的销售目标是增长近 1 倍, 销售额从去年的约 10 亿元增长到近 20 亿元。2010 年, 公司混凝土泵送设备的销量增长 169%; 2011 年一季度, 混凝土泵车销量同比增长 93.4%, 混凝土机械持续保持较高增速。

混凝土机械行业 1-4 月的产量增速仍保持较高水平, 在商品混凝土逐步普及的背景下, 行业的长期发展前景看好。

图 3: 2011 年 1-4 月混凝土机械当月产量与增速



资料来源: wind, 东北证券

公司定增募投项目建成达产后, 将年新增 1200 台混凝土泵车、600 台混凝土拖泵、

600 台混凝土车载泵等混凝土成套设备产品生产能力,产能将大幅度增加。

此外,公司毛利率较高的环卫机械、消防车辆等产品一季度也实现了销量翻番增长,但目前的销售占比相对较小。

1.3 出口显著回暖,海外订单额成倍增长

2010 年,公司的出口额为 19.8 亿元,销售收入占比不到 10%。2011 年一季度,公司产品的出口量实现翻倍增长,出口显著回暖。截止到 6 月中旬,公司的出口订单已达到 10 亿美元,订单额为去年全年出口额的 3 倍以上,主要出口地区包括印度、巴西、委内瑞拉等。6 月 17 日,公司公告与委内瑞拉石油公司分公司签署了合同金额为 48.42 亿元的购销合同,将对公司 2012 年的经营产生积极影响,也意味海外市场的成长空间巨大。

随着全球经济的逐步复苏,公司海外市场的成长空间广阔。公司总投资 2 亿美元的巴西工业园 5 月中旬已签约,巴西将建立公司的第一个海外生产制造基地。巴西、印度、非洲等地区正处于基础设施建设的高峰期,对工程机械的产品需求将保持快速增长。

二、公司综合毛利率呈现逐年提高的发展趋势

2009 年-2010 年,公司的综合毛利率呈现逐年上升的趋势。公司未来将通过改善产品结构、提升关键零部件的自制率等途径继续提高盈利能力水平。

2.1 通过产品结构改善,提高盈利能力

公司 2010 年的综合毛利率为 21.7%,由于产品结构差异等原因,毛利率比三一重工低 10 个百分点左右,压路机、装载机等毛利率相对较低的产品拖累了公司的综合毛利率。

公司将通过发展大吨位起重机、混凝土机械等高毛利率产品,提升综合盈利能力。一季度,公司“三高一大”(高端、高科技、高附加值和大吨位)的产品销量保持快速增长,其中百吨级以上汽车起重机的销售增速超过 100%,60 以上型号大型装载机销售增长 15 倍,大型摊铺机销售增长超过 200%。

图 4: 公司 2010 年主要产品的销售占比

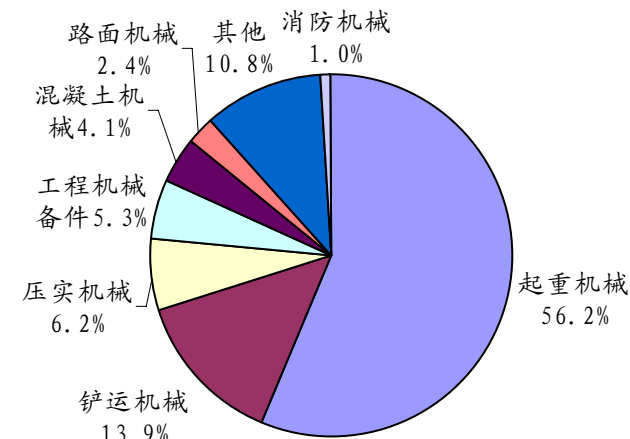
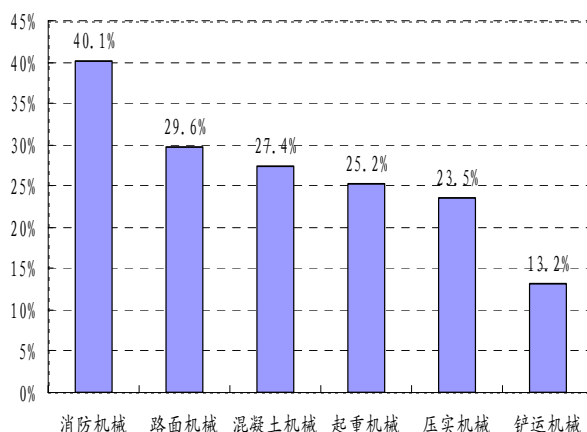


图 5: 公司 2010 年主要产品的



资料来源：公司公告，东北证券

2010年，公司定向增发募集50亿元，项目预计将于2012年大部分投产，将主要用于增加大吨位起重机、混凝土机械等高端产品的产能，以及关键零部件的扩产等方面。

表 1: 公司定向增发募投项目（单位：万元）

类别	序号	项目名称	总投资	达产后年新增销售收入	年新增净利润
主机类	1	大吨位全地面起重机及特种起重机技改项目	207,906	409,320	65,056
	2	发展大型履带式起重机技改项目	78,858	138,400	22,509
	3	扩大起重机出口能力技改项目	59,266	272,547	45,528
	4	混凝土建设机械产业化基地技改项目	143,602	355,832	48,210
零部件类	5	工程机械关键液压元件项目	68,015	153,049	19,896
	6	工程机械新型传动箱关键零部件技改项目	71,022	105,000	15,095
	7	工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目	38,018	71,000	9,395
合计			666,687	1,505,148	225,689

资料来源：公司公告，东北证券

2.2 提高关键零部件的自制率

目前高档泵、阀、马达、液压缸等关键零部件已成为制约我国工程机械行业发展的瓶颈因素。公司将通过提高关键零部件的自制率，以完善产业链与提高盈利能力。

徐工集团已建成回转支承、驱动桥、变速箱、发动机、液压油缸五大零部件制造基地。在发动机领域，公司通过与韩国斗山合资建立的发动机制造基地，从而大幅降低发动机采购成本；在液压件领域，徐工集团将收购两家欧洲的液压件制造商，通过海外并购方式快速获得技术与降低成本。

2.3 公司管理改善存在较大的提升空间

公司在管理方面进一步改善的空间。公司通过集中采购，降低采购成本；通过工艺流程改进，提高生产效率与降低成本。

三、公司中长期发展前景保持乐观

3.1 年内H股上市、集团资产注入将助推公司发展

公司在产能扩张、外部资产注入、管理机制完善等方面均有较大的发展空间。根据长期发展规划，公司将逐步加大管理层激励的实施力度，计划与兵器工业集团深入开展合作，实现双方的优势互补。

公司计划今年三季度将在H股上市，募集资金110亿元左右，将用于产能扩张与全球化发展等方面。根据规划，集团的主要工程机械资产未来将注入上市公司。2011年2月，徐州筑路机械公司已签署协议注入到上市公司，徐工挖掘机、工程机械租赁公司及五家合资公司也承诺在2015年前注入。集团公司的挖掘机业务发展迅速，一季度销售收入为8亿元，已接近去年全年近10亿元的销售规模；五家合资公司以生产工程机械零部件产品为主，每家公司的年销售收入规模多数为10-20亿元左右，具有较强的盈利能力。

3.2 工程机械行业中长期仍有较大的发展空间

工程机械与固定资产投资紧密相关,下半年保障房与水利建设预计进度将加快,宏观经济政策也有望放松,使行业重新回到平稳增长的轨道。

“十二五”期间,工程机械行业的目标增速为年均增长 17%。在城镇化率提升的背景下,固定资产投资与工程机械行业未来十年仍将保持平稳发展。

四、盈利预测与估值

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.90、2.46、3.04 元,对应的市盈率分别为 12.0、9.3、7.5 倍。给予 11 年 16 倍的市盈率,目标价为 30.5 元,维持推荐的投资评级。

表 2: 公司分产品营业收入预测

产品类别	项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
起重机械	营业收入(万元)	1,265,127	1,417,757	1,871,439	2,432,870	3,028,924
	增速(%)		12.1%	32.0%	30.0%	24.5%
	毛利率(%)	22.4%	25.2%	25.0%	24.7%	24.6%
铲运机械	营业收入(万元)	212,941	350,697	417,330	479,929	566,316
	增速(%)	0.9%	64.7%	19%	15%	18%
	毛利率(%)	12.2%	13.2%	13.0%	13.3%	13.5%
压实机械	营业收入(万元)	125,982	156,553	175,339	201,640	231,886
	增速(%)	93.3%	24.3%	12.0%	15.0%	15.0%
	毛利率(%)	13.0%	23.5%	23%	23%	23%
混凝土机械	营业收入(万元)	39,314	103,371	191,236	305,978	434,489
	增速(%)		162.9%	85.0%	60.0%	42.0%
	毛利率(%)	23.6%	27.4%	28%	27%	26%
路面机械	营业收入(万元)	51,187	61,380	74,883	88,362	104,267
	增速(%)	210.1%	19.9%	22.0%	18.0%	18.0%
	毛利率(%)	12.6%	29.6%	29%	28%	27%
工程机械备件	营业收入(万元)		134,674	181,810	232,717	297,877
	增速(%)			35.0%	28.0%	28.0%
	毛利率(%)		8.0%	8%	8%	8%
消防机械	营业收入(万元)	18,289	24,491	42,859	58,288	78,689
	增速(%)		33.9%	75.0%	36.0%	35.0%
	毛利率(%)	51.7%	40.1%	38%	35%	35%
其他	营业收入(万元)	357,069	272,468	405,978	487,173	584,608
	增速(%)		-23.7%	49.0%	20.0%	20.0%
	毛利率(%)		15.0%	16.0%	17%	18%
合计	营业收入(万元)	2,069,909	2,521,390	3,360,873	4,286,958	5,327,056
	增速(%)	517.1%	21.8%	33.3%	27.6%	24.3%
	毛利率(%)	19.4%	21.7%	21.8%	21.9%	22.0%

资料来源:公司公告,东北证券

五、主要风险因素

5.1 宏观经济与固定资产投资增速大幅回落

工程机械的需求主要受固定资产投资驱动,如果下半年政策紧缩力度持续加大,固定资产投资增速回落将对行业销量产生负面影响。

5.2 钢材等原材料成本持续上升

钢材等原材料成本大幅上升将影响公司的盈利能力。

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,699	25,214	33,609	42,870	53,271
营业成本	16,692	19,744	26,274	33,466	41,544
营业税金及附加	81	88	118	150	186
销售费用	630	847	1,143	1,458	1,811
管理费用	1,184	1,071	1,445	1,801	2,237
财务费用	31	-4	17	64	160
营业利润	2,005	3,315	4,512	5,824	7,198
营业外收入	78	90	118	150	186
营业外支出	8	8	10	13	16
利润总额	2,075	3,396	4,619	5,961	7,369
所得税	363	478	693	894	1,105
净利润	1,712	2,918	3,926	5,067	6,263
少数股东损益	-29	-8	-2	-3	-3
母公司净利润	1,741	2,926	3,928	5,069	6,267
EPS	2.01	3.22	1.90	2.46	3.04

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
流动资产	11,197	20,568	26,802	34,247	42,099	
货币资金	5,033	9,097	10,755	14,361	18,538	
应收款项	1,827	3,897	6,050	7,288	8,523	
存货	3,499	5,729	7,562	9,431	10,920	
其他	838	1,845	2,436	3,167	4,117	
非流动资产	3,875	4,233	5,008	6,430	8,097	
长期股权投资	8	6	7	7	7	
固定资产	2,333	2,399	2,904	3,794	4,858	
无形资产	1,038	1,144	1,258	1,384	1,523	
其他	497	684	838	1,246	1,710	
资产总计	15,072	24,801	31,810	40,678	50,196	
流动负债	10,568	12,555	16,233	20,234	24,345	
短期借款	1,334	1,226	1,461	1,821	2,191	
应付账款	2,255	3,581	5,032	6,779	8,521	
预收账款	441	574	874	1,157	1,465	
其他	6,538	7,175	8,866	10,477	12,168	
长期负债	96	191	32	53	93	
长期借款	70	190	30	50	90	
其他	26	1	2	3	3	
负债合计	10,664	12,745	16,265	20,287	24,438	
少数股东权益	33	10	12	16	21	
股东权益	4,376	12,046	15,545	20,390	25,758	
负债和股东权益	15,072	24,801	31,810	40,678	50,196	

现金流量表			单位: 百万元		
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	3180	476	1825	2265	3419
净利润			3928	5069	6267
折旧摊销			369	489	627
财务费用			17	64	160
投资收益			67	86	107
营运资金变动			(2556)	(3443)	(3741)
其它					
投资活动现金流	(217)	(785)	(1005)	(1356)	(1424)
资本支出					
其他投资					
筹资活动现金流	(950)	4391	8800	(650)	(650)
股权筹资			10000		
债券筹资					
其他			(1200)		
现金净增加额	2011	4064	9621	258	1344

主要财务比率					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	30.3%	21.8%	33.3%	27.6%	24.3%
营业利润	13.0%	65.3%	36.1%	29.1%	23.6%
净利润	16.4%	68.0%	34.3%	29.0%	23.6%
获利能力					
毛利率	19.4%	21.7%	21.8%	21.9%	22.0%
净利率	8.4%	11.6%	11.7%	11.8%	11.8%
ROE	39.1%	24.2%	25.3%	24.8%	24.3%
ROIC	29.9%	21.6%	23.1%	23.0%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	70.8%	51.4%	51.1%	49.9%	48.7%
流动比率	1.06	1.64	1.65	1.69	1.73
速动比率	0.73	1.18	1.19	1.23	1.28
营运能力					
资产周转率	2.2	1.3	1.2	1.2	1.2
存货周转率	7.2	4.3	4.0	3.9	4.1
应收帐款周转率	18.4	8.8	6.8	6.4	6.7
应付帐款周转率	9.2	8.6	7.8	7.3	7.0
每股资料(元)					
每股收益	2.01	3.22	1.90	2.46	3.04
每股净资产	2.12	5.84	7.54	9.88	12.49
PE	11.4	7.1	12.0	9.3	7.5
PB	10.8	3.9	3.0	2.3	1.8

资料来源: 公司公告, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。