

三季度业绩不达预期，四季度压力犹存

徐工机械(000425) 季报点评

报告关键点:

- 前三季度净利润同比增长42.1%，单季业绩同比下降1.88%，业绩低于预期
- 信贷紧缩持续影响，行业四季度复苏难言乐观

报告摘要:

- ▶ **前三季度净利润保持快速增长，单季度业绩呈现回落。**1-9月，公司实现营业收入252.33亿元，同比增长29.6%，实现营业利润32.79亿元，同比增长44.8%，归属母公司的净利润为28.31亿元，同比增长42.1%，对应的EPS为1.37元。其中，第三季度公司营业收入为57.18亿元，同比下降2.64%，实现归属母公司净利润6.02亿元，同比下降1.88%，对应的EPS为0.29元。
- ▶ **主导产品销量增速放缓，履带起重机市场份额下滑。**受信贷紧缩的持续影响，我们基建投资增幅回落较为明显，9月份铁路累计投资已经连续三个月负增长，累计下降19%；房地产投资增速下降0.8个百分点至32.6%。导致工业起重机行业需求不足，公司汽车起重机、随车起重机、履带起重机累计销售14,912台、3747台、321台，同比分别增长5.9%、63.3%、-6.4%，前两者增速均超过行业平均水平。履带起重机市场份额虽然仍维持行业第一，但受到来自于中联重科的强力竞争，市场份额下降明显，由2010年的24.8%下降至前三季度的21.6%，同期中联市场份额由13.8%上升至30%。
- ▶ **综合毛利率同比增长1.5个百分点，费用率保持稳定。**报告期内，公司综合毛利率为22%，同比增长1.5个百分点，环比上半年增加0.3个百分点。主要由于公司重大吨位产品占比不断提升、产品结构不断优化以及零部件配套体系日益完善。同时，由于公司加大了销售推广力度，三包费用、展览费、业务推广费、运输费等增加，导致销售费用同比增加61.6%，销售费率同比增加1.7个百分点至3.9%；管理水平的提升及规模效应导致管理费率同比下降1.8个百分点至4.0%，三项费用率保持相对稳定。
- ▶ **应收账款大幅度增长，现金流压力不容乐观。**前三季度，公司应收账款余额为90.43亿元，较年初增长127.83%，主要原因由于公司销售规模扩大，分期付款业务增加；由于公司海外客户的大额预付采购款增加，导致公司预收账款余额为13.21亿元，较年初增长128.56%。1-9月，公司经营现金流为-5.79亿元，去年同期经营现金流为22.48亿元，虽然三季度有了一定的改善，但由于国家信贷紧缩政策没有放松的迹象，产品销售存在应收款坏账的潜在风险，公司面临的现金压力仍很突出。
- ▶ **盈利预测及投资评级。**紧缩的信贷政策对工程机械的影响仍在延续，行业四季度复苏难言乐观。我们下调公司盈利预测，预计公司2011-2013年实现EPS分别为1.60、1.94、2.31元，对应的动态市盈率分别为11倍、9倍、7倍，维持“买入-A”的投资评级。
- ▶ **风险提示。**铁路等基建项目投资增速放缓；原材料价格波动以及行业竞争加剧；信贷趋紧背景下应收账款存在坏账的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,699.1	25,213.9	31,338.3	37,512.2	44,496.2
Growth(%)	517.1%	21.8%	24.3%	19.7%	18.6%
净利润	1,741.3	2,926.1	3,294.3	3,997.1	4,759.4
Growth(%)	1476.6%	68.0%	12.6%	21.3%	19.1%
毛利率(%)	19.4%	21.7%	21.6%	21.3%	21.3%
净利润率(%)	8.4%	11.6%	10.5%	10.7%	10.7%
每股收益(元)	0.84	1.42	1.60	1.94	2.31
每股净资产(元)	2.14	5.84	7.78	9.53	11.60
市盈率	19.8	11.8	10.5	8.6	7.2
市净率	7.8	2.9	2.1	1.8	1.4

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **24.00元**

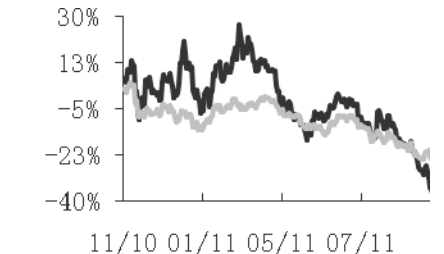
期限: 6个月 上次预测: 28.35元

现价(2011年10月28日): 16.72元

报告日期: **2011-10-31**

总市值(百万元)	34,489.32
流通市值(百万元)	17,286.06
总股本(百万股)	2,062.76
流通股本(百万股)	1,033.86
12个月最低/最高	15.35/64.70元
十大流通股股东(%)	16.68%
股东户数	185,739

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.09)	(16.64)	(14.21)
绝对收益	(8.14)	(25.49)	(34.06)

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

前期研究成果

- 徐工机械: 毛利率提升, 上半年业绩超预期
2011-08-12
- 徐工机械: 一季度经营良好开局, 业绩超预期
2011-04-12
- 徐工机械: 业绩强劲增长, 盈利能力逐步提升
2011-03-15

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间	2011-10-30			
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	20,699.1	25,213.9	31,338.3	37,512.2	44,496.2	成长性					
减: 营业成本	16,692.3	19,743.8	24,574.7	29,540.8	35,001.5	营业收入增长率	517.1%	21.8%	24.3%	19.7%	18.6%
营业税费	81.1	87.7	109.7	131.3	155.7	营业利润增长率	1472.6%	65.3%	16.0%	21.5%	19.2%
销售费用	630.4	847.2	1,159.5	1,350.4	1,624.1	净利润增长率	1476.6%	68.0%	12.6%	21.3%	19.1%
管理费用	1,184.3	1,071.4	1,347.5	1,594.3	1,902.2	EBITDA 增长率	1039.1%	58.9%	18.8%	24.0%	17.5%
财务费用	31.2	-3.9	20.0	171.1	161.6	EBIT 增长率	1351.1%	62.6%	16.7%	25.3%	18.3%
资产减值损失	82.8	184.8	297.2	69.6	98.7	NOPLAT 增长率	1420.4%	67.2%	13.6%	25.1%	18.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-35.7%	381.6%	186.1%	6.7%	6.0%
投资和汇兑收益	8.1	32.0	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	234.6%	173.5%	33.1%	22.4%	21.8%
营业利润	2,005.0	3,314.8	3,844.7	4,669.7	5,567.4	利润率					
加: 营业外净收支	70.0	81.5	31.0	32.8	31.9	毛利率	19.4%	21.7%	21.6%	21.3%	21.3%
利润总额	2,074.9	3,396.3	3,875.7	4,702.4	5,599.3	营业利润率	9.7%	13.1%	12.3%	12.4%	12.5%
减: 所得税	362.7	477.9	581.4	705.4	839.9	净利润率	8.4%	11.6%	10.5%	10.7%	10.7%
净利润	1,741.3	2,926.1	3,294.3	3,997.1	4,759.4	EBITDA/营业收入	10.7%	14.0%	13.4%	13.9%	13.8%
资产负债表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
货币资金	5,032.9	9,096.6	11,945.1	14,593.7	18,089.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	28	34	32	32	30
应收帐款	2,066.4	4,122.8	5,331.8	6,453.1	7,696.6	流动营业资本周转天数	-23	-20	41	70	65
应收票据	136.4	911.6	1,030.3	1,233.3	1,462.9	流动资产周转天数	119	227	267	276	284
预付帐款	461.0	706.7	1,132.9	1,572.9	2,137.0	应收帐款周转天数	20	41	53	57	57
存货	3,499.2	5,729.4	6,499.2	7,812.5	9,256.7	存货周转天数	41	67	71	70	70
其他流动资产	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5	总资产周转天数	163	285	324	332	331
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	20	38	98	125	112
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	7.6	6.3	6.8	6.5	6.6	ROE	38.8%	24.2%	20.5%	20.3%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	11.8%	10.4%	10.7%	10.7%
固定资产	2,333.2	2,398.8	3,126.3	3,622.2	3,892.2	ROIC	122.6%	318.7%	75.2%	32.9%	36.4%
在建工程	302.5	521.3	1,331.5	1,035.6	738.8	费用率					
无形资产	1,037.5	1,144.3	1,068.0	996.8	930.3	销售费用率	3.0%	3.4%	3.7%	3.6%	3.7%
其他非流动资产	194.4	162.7	150.0	150.0	150.0	管理费用率	5.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
资产总额	15,072.2	24,801.1	31,622.5	37,477.1	44,361.5	财务费用率	0.2%	0.0%	0.1%	0.5%	0.4%
短期债务	1,334.3	1,225.6	3,207.0	3,187.2	3,160.5	三费/营业收入	8.9%	7.6%	8.1%	8.3%	8.3%
应付帐款	3,292.0	4,605.2	4,712.9	5,665.4	6,712.6	偿债能力					
应付票据	3,647.7	4,631.0	5,049.6	6,070.0	7,192.1	资产负债率	70.8%	51.4%	49.2%	47.6%	46.1%
其他流动负债	781.2	974.3	1,247.0	1,622.2	2,067.1	负债权益比	241.9%	105.7%	97.0%	90.7%	85.4%
长期借款	70.0	190.0	587.0	707.0	807.0	流动比率	1.06	1.64	1.73	1.85	1.97
其他非流动负债	26.1	0.7	-8.4	-25.3	-40.1	速动比率	0.72	1.17	1.29	1.38	1.49
负债总额	10,663.9	12,745.4	15,570.5	17,827.7	20,428.7	利息保障倍数	65.27	-858.59	193.23	28.29	35.46
少数股东权益	32.8	9.7	9.7	9.7	9.7	分红指标					
股本	867.4	1,031.4	2,062.8	2,062.8	2,062.8	DPS(元)	-	0.09	0.16	0.19	0.23
留存收益	3,508.1	11,014.7	13,979.6	17,577.0	21,860.4	分红比率	0.0%	6.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	4,408.3	12,055.8	16,052.0	19,649.4	23,932.8	股息收益率	0.0%	0.5%	1.0%	1.2%	1.4%
现金流量表					2009	2010	2011E	2012E	2013E		
净利润	1,712.3	2,918.4	3,294.3	3,997.1	4,759.4	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	212.5	270.8	333.8	366.3	389.8	EPS(元)	0.84	1.42	1.60	1.94	2.31
资产减值准备	82.8	184.8	297.2	69.6	98.7	BVPS(元)	2.14	5.84	7.78	9.53	11.60
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	19.8	11.8	10.5	8.6	7.2
财务费用	24.5	86.2	68.5	20.0	171.1	PB(X)	7.8	2.9	2.1	1.8	1.4
投资收益	-8.1	-32.0	-15.0	-15.0	-15.0	P/FCF	10.7	-52.4	-13.5	10.6	8.6
少数股东损益	-29.0	-7.7	-	-	-	P/S	1.7	1.4	1.1	0.9	0.8
营运资金的变动	2,486.1	-3,242.0	-2,270.8	-986.2	-1,052.4	EV/EBITDA	5.0	2.7	7.4	5.4	4.1
经营活动产生现金流量	3,180.1	475.7	1,659.5	3,602.9	4,342.1	CAGR(%)	32.7%	17.7%	19.9%	19.2%	19.3%
投资活动产生现金流量	-217.0	-785.2	-1,784.7	-485.0	-285.0	PEG	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
融资活动产生现金流量	-949.6	4,391.0	3,030.4	-470.6	-564.2	ROIC/WACC	11.6	30.0	7.1	3.1	3.4
						REP	1.0	0.1	0.3	0.7	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034