

建筑机械

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 欧阳俊

S0960110110021

0755-82026721

ouyangjun@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 13.45元

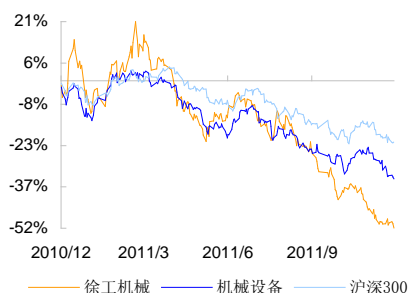
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2190.11
总股本(百万)	2062
流通股本(百万)	1197
流通市值(亿)	139
EPS	1.42
每股净资产(元)	11.68
资产负债率	51.39%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
徐工机械	-17.36	-35.69	-43.72
机械设备	-14.51	-16.78	-23.52
沪深300指数	-8.80	-11.28	-17.81



徐工机械

000425

推荐

工程起重机行业霸主, 盈利改善空间大

投资要点:

- **公司是中国工程机械装备制造业领军企业。** 占比公司营业收入 50%和毛利 60%以上的工程起重机械是公司核心业务, 其销售规模位居国内第一、世界第二。
- **品牌、研发和产业链是公司核心竞争力。** ①国内外知名品牌, 汽车起重机、压路机等内销和出口均排名国内第一; ②研发优势显著, 是国内行业标准的开发者和制定者; ③拥有国内工程机械行业最完善的零部件配套体系, 有利于控制整机产品质量和生命周期。
- **起重机械业务确保公司业绩稳定增长。** ①由于汽车起重机下游需求较为分散, 受房地产投资放缓影响相对较小, 预计 2012 年公司汽车起重机业务收入增长 13%。②我们看好公司混凝土业务的长期发展前景, 但目前占公司收入比例仅为 6%左右, 短期内对公司贡献有限。
- **集团改制和挖掘机业务资产注入是公司未来两大看点。** ①低效的国企体制导致公司业务整体毛利率比三一、中联低 10 个百分点左右; 未来随着集团改制和管理层股权激励的完成, 盈利能力有望大幅提升。②集团承诺 2015 年前将挖掘机业务注入上市公司, 简单假设届时徐工挖掘机市场份额达到 10%, 则可贡献收入 120 亿左右, 极大提高公司业务规模和盈利能力。
- **首次给予公司“推荐”的投资评级。** 我们预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.70、2.05 和 2.55 元。目前股价对应 2012 年 6.57 倍市盈率, 我们看好公司长期发展前景, 首次给予“推荐”的投资评级。

风险提示: 货币政策持续紧缩、原材料成本上升、信用销售风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	25214	31026	35887	42475
收入同比(%)	38%	23%	16%	18%
归属母公司净利润	2926	3507	4224	5250
净利润同比(%)	68%	20%	20%	24%
毛利率(%)	21.7%	22.3%	23.2%	24.1%
ROE(%)	24.3%	21.1%	20.8%	21.1%
每股收益(元)	1.42	1.70	2.05	2.55
P/E	9.48	7.91	6.57	5.28
P/B	2.30	1.67	1.37	1.11
EV/EBITDA	5.61	4.48	3.67	2.94

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：行业龙头，起重机械业务一枝独秀	4
二、公司竞争优势分析：品牌、研发和产业链是核心竞争力	5
2.1 享誉国内外的知名品牌	5
2.2 研发领先，是国内行业标准的重要制定者	5
2.3 完善的产业链体系	6
三、公司业务分析：起重机械业务仍是短期业绩增长关键	7
3.1 起重机械龙头地位短期内无法撼动，继续分享行业稳定增长	7
3.2 铲运机械平稳增长，毛利率提升空间大	9
3.3 混凝土机械业务短期贡献有限，长期前景可期待	10
四、公司后续看点：集团改制和挖掘机业务资产注入	13
4.1 集团改制势在必行，盈利能力有望大幅提升	13
4.2 注入挖掘机业务，增加公司长期增长点	15
五、盈利预测与投资建议：推荐	17

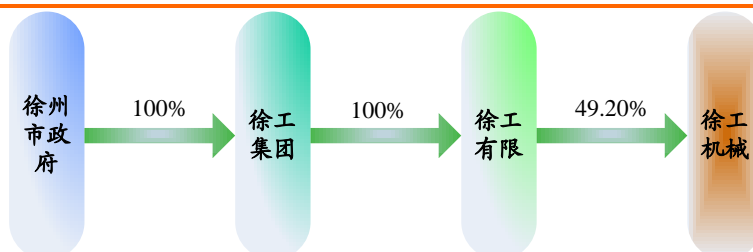
图 表

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 近三年公司收入构成	4
图 3: 近三年公司分业务毛利率情况	4
图 4: 2010 年汽车起重机出口情况 (按销量计)	5
图 5: 近两年一期国内工程机械主要企业海外收入占比	5
图 6: 2010 年移动式起重机行业市场构成 (按销售额计)	7
图 7: 2011 年 1-11 月公司起重机械市场份额 (按销量计)	7
图 8: 我国汽车起重机行业以内需占主导	7
图 9: 预计 2012 年汽车起重机行业销量增速为 10%左右	8
图 10: 中日两国汽车起重机出口占比情况比较 (按销量计)	8
图 11: 2009 年中国工程起重机出口地区占比情况	8
图 12: 汽车起重机市场集中度不断提高	9
图 13: 2010 年公司铲土运输机械业务构成	9
图 14: 2010 年公司铲运机械各产品市场份额 (按销量计)	9
图 15: 装载机行业市场格局 (2011 年 1-11 月)	10
图 16: 装载机下游需求构成	10
图 17: 近年来装载机行业销量及增速	10
图 18: 可比公司装载机毛利率比较	10
图 19: 预拌混凝土施工方式与传统方式比较	11
图 20: 散装水泥供应量增速和泵车销量增速相关性明显	11
图 21: 2015 年我国水泥散装率要达到 65%	12
图 22: 国内泵车市场需求仍将稳步增长	12
图 23: 2010 年国内混凝土泵车市场格局	13
图 24: 2010 年国内混凝土泵市场格局	13
图 25: 国内主要工程机械企业管理层持股比较	13
图 26: 国内工程机械主要企业毛利率比较	14
图 27: 国内工程机械主要企业起重机械毛利率比较	14
图 28: 兵器集团近 5 年营业收入	15
图 29: 兵器集团近 5 年利润总额	15
图 30: 2010 年国内工程机械销售额构成	15
图 31: 2008 年全球工程机械销售额构成	15
图 32: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况	16
图 33: 2011 年 1-11 月国内挖掘机市场各品牌占有率情况	16
图 34: 近年来国内市场挖掘机需求量/装载机需求量比例一直在上升	16
表 1: 公司主要产品市场份额和排名情况 (2011 年 1-11 月数据)	5
表 2: 公司关联零部件企业	6
表 3: 各行业固定资产投资增速假设	8
表 4: 2011-2015 年国内泵车市场需求测算	12
表 5: 公司主要业务盈利指标预测	17

一、公司简介：行业龙头，起重机械业务一枝独秀

徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工”）创建于1993年，1996年8月在深圳证券交易所发行上市2400万股（股票代码000425）。目前公司总股本20.63亿股，徐工集团间接持有公司49.20%股份，是公司实际控制人。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司是中国工程机械制造业领军企业，主要产品涵盖起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械和混凝土机械等领域，其中工程起重机业务销售规模多年来一直稳居国内首位、世界排名第二¹。

自2009年注入上市公司以来，起重机械一直是公司的主要收入来源，贡献公司50%以上的收入和60%以上的毛利；但随着混凝土机械等新业务的快速增长，起重机械所占比例在逐步降低，公司收入结构更加完善。2011年上半年起重机械业务收入和毛利占比分别为50.85%和61.27%。

图2：近三年公司收入构成

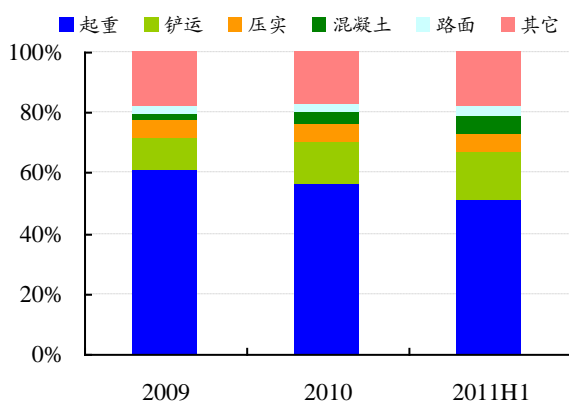
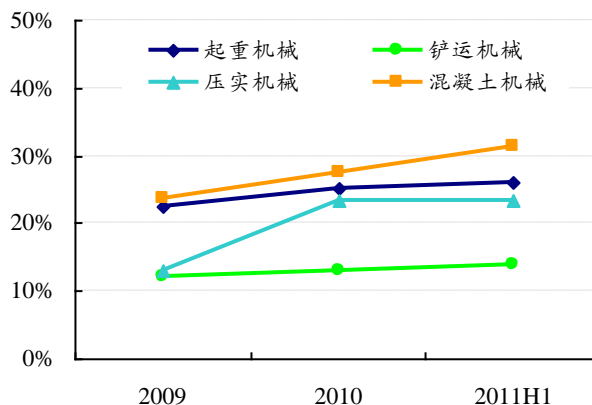


图3：近三年公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

毛利率方面，受益于公司体制改善、产品结构提升和规模效应，公司主要产品毛利率近年来处于稳步上升的态势，以核心业务-起重机械为例，2009、2010和2011年上半年毛利率分别为22.43%、25.19%和26.12%。

¹ 《中国工程机械》杂志根据全球各工程机械企业2010年起重机械业务收入排名

二、公司竞争优势分析：品牌、研发和产业链是核心竞争力

2.1 享誉国内外的知名品牌

公司的 XCMG 品牌为行业内最具知名度和最具价值的品牌之一，是行业内第一个获得国家认定的“中国驰名商标”。根据工程机械商贸网数据，公司的汽车起重机、随车起重机、压路机、平地机和沥青混凝土摊铺机位居行业第一位，履带起重机和装载机分别名列行业第二位和第五位。

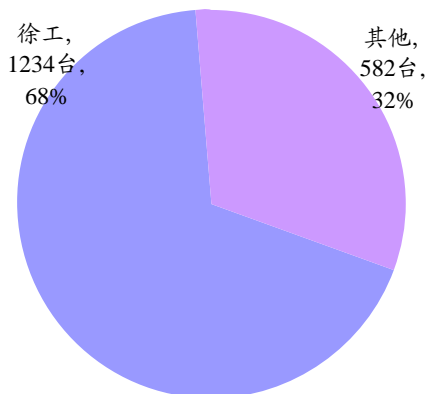
表 1：公司主要产品市场份额和排名情况（2011 年 1-11 月数据）

	汽车起重机	随车起重机	履带起重机	混凝土机械 ²	装载机	压路机
市场份额	51.67%	51.36%	22.60%	3.90%	6.55%	22.10%
排名	第一	第一	第二	第三	第五	第一

资料来源：工程机械商贸网，中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

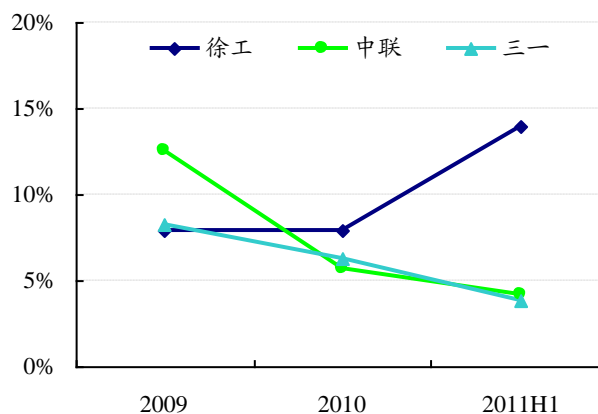
公司品牌在海外的影响力也位居国内工程机械企业之首。子公司-进出口公司作为徐工对外销售和采购的平台，在海外建立了健全的销售网络，目前包括 164 家海外第三方经销商经营的 321 间经销店和 98 个服务中心。公司通过海外销售渠道将汽车起重机、装载机、压路机和平地机等产品销往超过 140 多个国家和地区，2010 年汽车起重机和随车起重机出口分别占行业出口总量的 68% 和 89%，压路机和平地机出口也在国内企业中排名第一。

图 4：2010 年汽车起重机出口情况（按销量计）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

图 5：近两年一期国内工程机械主要企业海外收入占比



资料来源：Wind，中投证券研究所

2.2 研发领先，是国内行业标准的重要制定者

纵观公司的发展历史，重视技术研发是公司维持竞争优势并不断发展最重要的原因。上世纪 90 年代工程起重机行业低迷时，公司坚持开发新产品及调整产品结构，在市场出现转机时其产品深受市场欢迎，市场份额不断攀升（从不到 20% 上升至目前 50% 以上），一举奠定了其在工程起重机行业的龙头地位。

公司每年将销售收入的 3%-5% 投入到研发当中，形成了以徐州工程机械研究院为核心的徐工集团企业技术中心。技术中心科研实力强大，拥有科研人才 2000

² 混凝土机械为公司 2010 年年报数据

多名，涵盖工程机械总体设计、结构分析、液压、传动、智能控制、试验测量等各个学科，形成了一支在国内工程机械行业具有相当影响力的技术队伍。2009 年公司技术中心在国家认定企业技术中心评价中名列前茅。

公司是国内工程机械行业标准的重要制定者，过去 5 年已制定及参与制定 22 项、独立制定 8 项起重机械国家级行业标准，有利于公司在以先进技术开发产品并引领当前行业发展趋势方面成为行业领军企业。

2.3 完善的产业链体系

工程机械产业链中间是主机产品，两端分别是机械基础件和融资租赁服务等。

机械基础件是工程机械产业链的重要环节，是工程机械企业提高核心竞争力的关键。零部件自制率的提高一方面有利于将零部件的高额利润留存在公司内、提高公司产品毛利率；另一方面有利于企业提升产品品质，提高产品可靠性。

公司拥有国内工程机械行业最完善的零部件配套体系，建立了液压件、驱动桥、回转支承、齿轮箱、液压阀锁、专用底盘等基础零部件企业。其中生产的液压油缸、回转支承、驱动桥、工程机械底盘等关键零部件市场占有率均居行业前列。

表 2: 公司关联零部件企业

	公司名称	持股比例	产品类别	2010 年净利润 (亿元)
子公司	徐工液压件	100%	液压件	0.68
	徐工专用车辆	100%	起重机底盘	1.53
徐工有限 合资公司	力士徐州	40%	回转支承等	3.45
	罗特艾德回转支承	40%	回转支承等	2.28
	美驰车桥	40%	驱动桥	1.90
	赫思曼电子	50%	自动控制产品	0.16
	斗山发动机	50%	发动机	0.05

资料来源：公司公告，中投证券研究所

工程机械价格一般较昂贵，如果直接购买，肯定会占用很大一部分资金，但产生的收益却要在以后的年度里逐渐收回。而融资租赁一方面解决了企业的设备需求，另一方面由于其分期付款的特点使其资产流动性得到提高，深受客户欢迎。集团子公司-徐工工程机械租赁有限公司 2008 年取得融资租赁牌照，大力促进了公司产品销售。

三、公司业务分析：起重机械业务仍是短期业绩增长关键

3.1 起重机械龙头地位短期内无法撼动，继续分享行业稳定增长

工程起重机械又称吊车，是一种在一定范围内垂直提升和水平搬运重物的多动作起重机械，主要包括移动式起重机和固定式起重机(主要为塔式起重机)两大类，其中移动式起重机又可以分为汽车起重机、轮胎起重机、全地面起重机、随车起重机和履带起重机。我国移动式起重机以汽车起重机(包括全地面起重机)占主导，根据行业协会统计，2010年我国汽车起重机、履带起重机和随车起重机的销售额分别为309、52和28亿。公司在汽车起重机细分领域市场份额最高，连续5年占全行业50%以上，因此我们认为汽车起重机是影响公司起重机械业务的关键，下文我们将重点分析公司汽车起重机业务的发展前景。

图 6：2010 年移动式起重机行业市场构成（按销售额计）

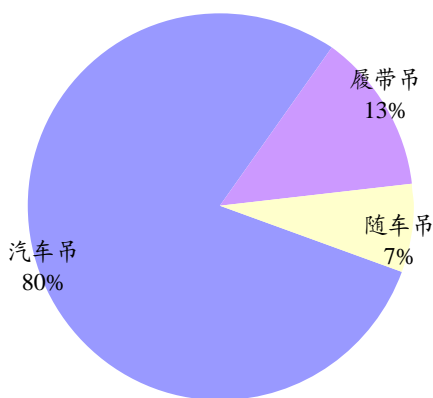
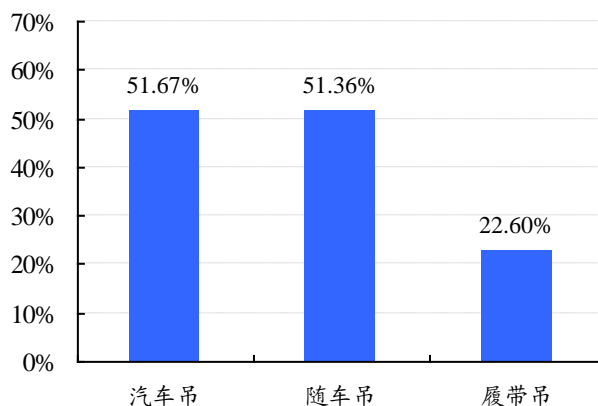


图 7：2011 年 1-11 月公司起重机械市场份额（按销量计）



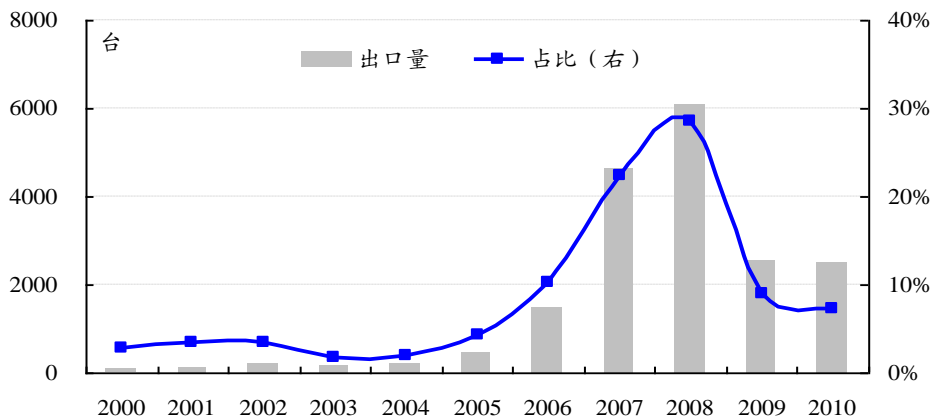
资料来源：中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

资料来源：工程机械商贸网，中投证券研究所

(1) 下游需求分散抵抗周期波动，汽车起重机平稳增长

从目前我国汽车起重机销量构成来看，出口占比不到 10%，短期内国内需求决定了汽车起重机行业发展。汽车起重机下游需求集中在房地产、基建和工业领域，根据 2010 年数据大概各占比 40%、35%和 25%。假设汽车起重机生命周期为 8 年，并对 2011、2012 年国内下游需求作如下假设，可计算出 2011、2012 年全行业汽车起重机销量增速为-0.46%和 7.34%。

图 8：我国汽车起重机行业以内需占主导

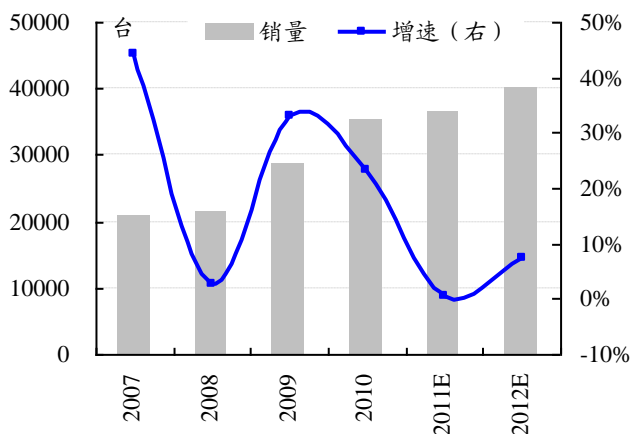


资料来源：工程机械行业协会，中投证券研究所

表 3: 各行业固定资产投资实际增速假设

	房地产	铁路	公路	工业
2011E	29%	-30%	10%	15%
2012E	15%	0%	12%	15%

图 9: 预计 2012 年汽车起重机行业销量增速为 10%左右

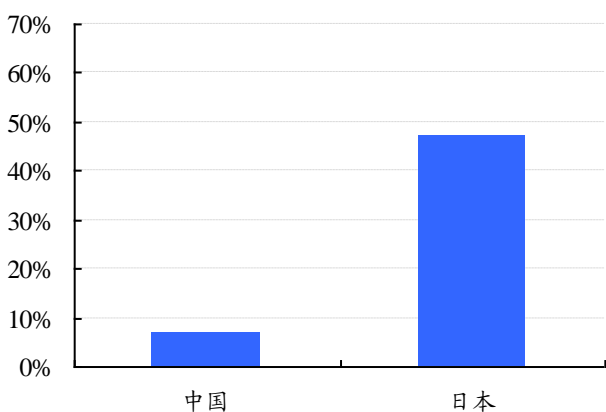


资料来源: 中投证券研究所

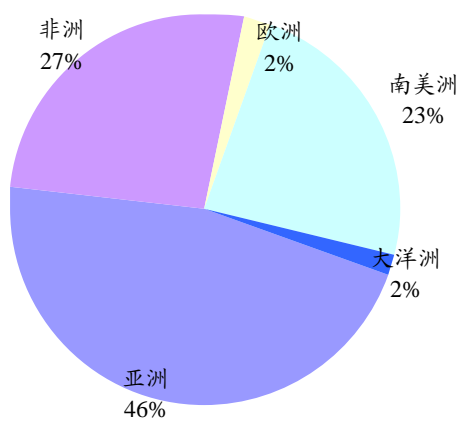
目前汽车起重机大型化趋势明显。由于工程施工方法的改进,原有的吊装施工方法是将需要吊装的大型物体先拆分为多个组件,进行单件吊装,然后组合;而现在为了提高施工效率和质量,越来越多地采用整体吊装或尽量减少组件个数。且本身大型汽车起重机每吨位价格大于中小型汽车起重机(一般而言,中小型汽车起重机每吨价格大概在 3 万元左右,而大型汽车起重机每吨价格可达 5 万元),所以汽车起重机平均单价在不断提升,导致其收入增速将大于销量增速。

长期来看,我国汽车起重机的出口空间广阔。目前美国、日本市场以越野轮胎起重机为主,全路面及随车起重机为辅;欧洲则以全路面及履带式起重机为主,随车起重机为辅;也就是说发达国家企业基本已退出了汽车起重机的生产。而无论从国外发达国家历史和中国的现状来看,发展中国家需求最大的是汽车起重机。目前中国汽车起重机出口不到 10%,低于金融危机前接近 30%的水平,更低于日本接近 50%的水平;因此,中国汽车起重机凭借较高的性价比优势,在发展中国家有广阔的出口空间。

图 10: 中日两国汽车起重机出口占比情况比较(按销量计) 图 11: 2009 年中国工程起重机出口地区占比情况



资料来源: 中投证券研究所



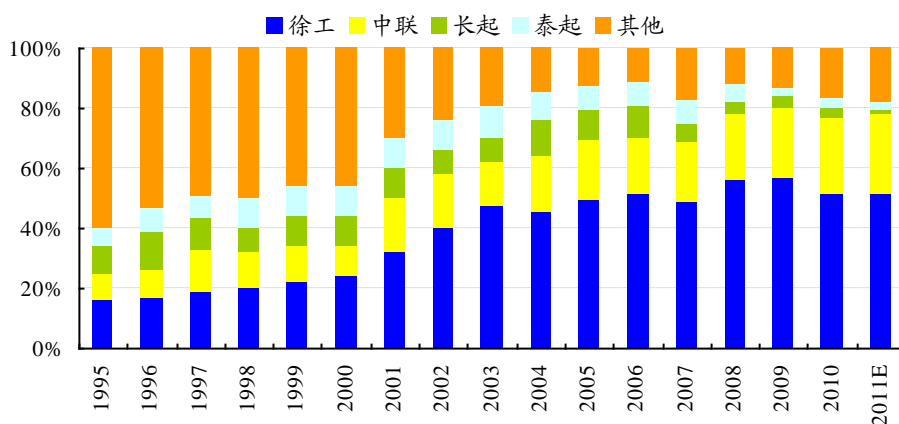
资料来源: 海关总署, 中投证券研究所

(2) 公司龙头地位稳固, 未来随行业稳定增长

纵观汽车起重机行业近二十年的发展历史,行业集中度在不断提高;公司作为行业龙头,市场份额更是不断提升,从 1995 年不足 20%到目前超过 50%。具体

的看，公司在 2009 年市场份额达到历史最高值，后由于产能受限，在 2010 年市场需求旺盛时产品供不应求，导致市场份额有小幅下降。

图 12: 汽车起重机市场集中度不断提高



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

考虑①安全性是汽车起重机最重要的性能指标，客户对大品牌具有依赖性；②产品不断升级换代，技术领先的企业从中受益；所以我们认为公司在汽车起重机行业的霸主地位短期内无法撼动。2010 年底公司在 A 股成功增发用于扩大产能，我们预计随着产能的逐步释放，公司市场份额有望企稳回升。

3.2 铲运机械平稳增长，毛利率提升空间大

公司铲土运输机械主要包括装载机和平地机两大类，由于公司仅公布铲土运输机械总体销售额，我们需要对借助行业协会统计数据对公司装载机业务和平地机业务的销售额进行推断。根据行业协会和年鉴数据，2010 年全行业平地机市场规模为 25 亿，公司平地机销量市场占有率为 34.1%。假设公司平地机售价为行业平均水平，则公司平地机业务销售额为 8.53 亿元；与公司主营平地机业务的子公司-徐工筑路机械有限公司 2010 年主营业务收入 8.30 亿接近，验证了我们的推断。根据公司公布的 2010 年铲土运输机械业务收入 35.07 亿，则可计算出公司装载机业务收入为 26.77 亿左右，市场占有率为 5.58%；与行业年鉴统计的销量市场占有率 6.45%接近，进一步验证了我们的判断。由于装载机和平地机毛利率相差不大，所以公司铲土运输机械业务以装载机为主。

图 13: 2010 年公司铲土运输机械业务构成

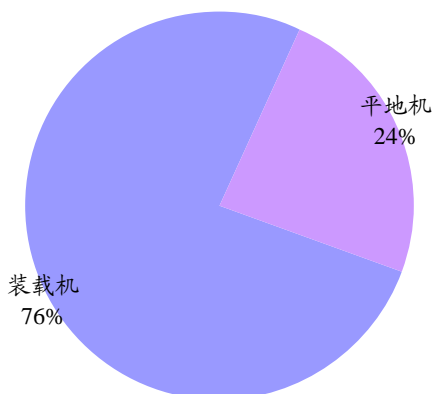
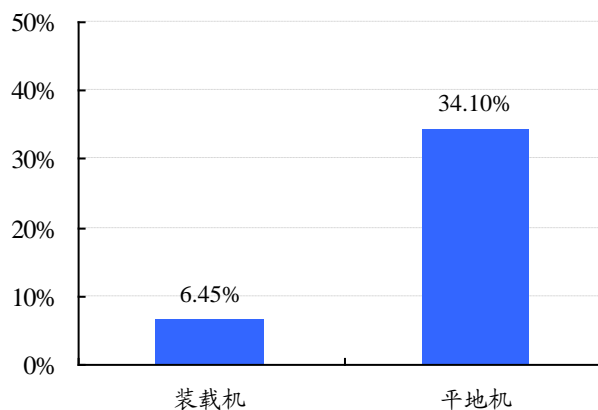


图 14: 2010 年公司铲运机械各产品市场份额 (按销量计)



资料来源：公司公告，中国工程机械工业年鉴，中投证券研究所

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、电力、港口、矿山等建设工程的土石方施工机械，它主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。装载机是我国发展最为成熟、竞争最为充分的工程机械产品，目前竞争格局基本稳定：处在第一集团的柳工、龙工、厦工、临工四家企业共占据了国内市场 60%以上的份额，处在第二集团的徐工、山工、福田、神钢占据了 20%以上的份额，其他弱势品牌分割 10%左右的市场份额。虽然公司装载机业务自 2009 年开始加强营销、网点下沉，我们保守估计公司市场份额保持稳定，未来两年跟随行业稳定增长、销量保持 10-15%的增速。

图 15: 装载机行业市场格局 (2011 年 1-11 月)

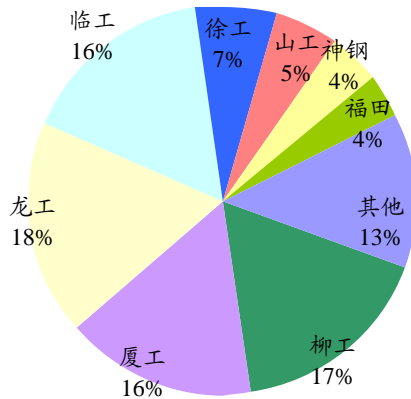
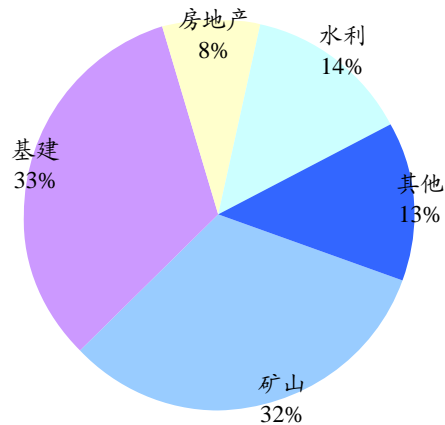


图 16: 装载机下游需求构成



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

图 17: 近年来装载机行业销量及增速

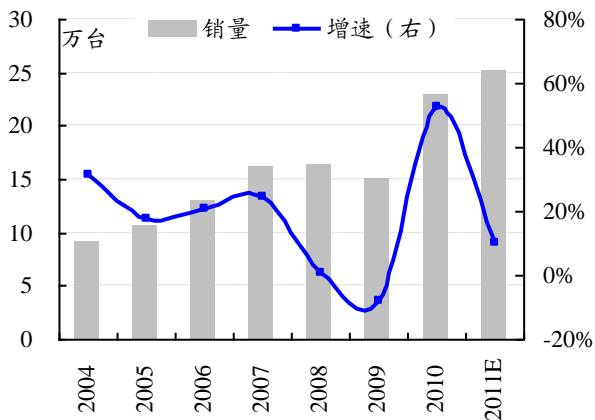
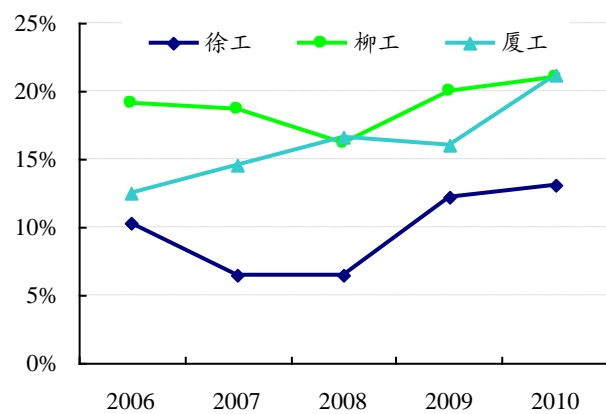


图 18: 可比公司装载机毛利率比较



资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

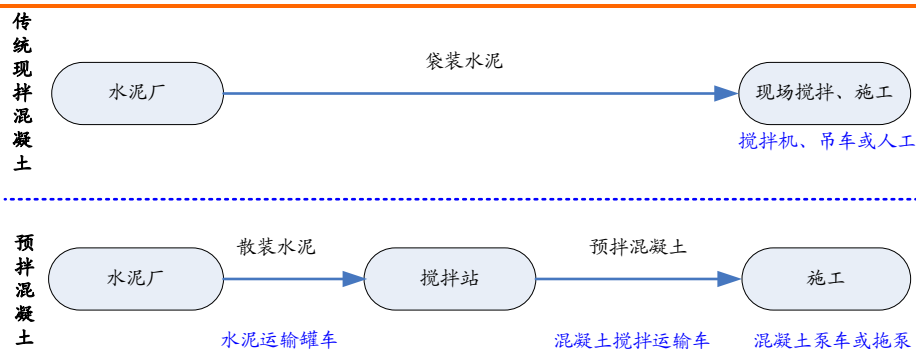
从毛利率来看, 公司装载机业务提升空间较大。目前公司装载机业务毛利率比柳工、厦工仍然低 8 个百分点, 未来随着公司管理和制造水平的提升, 公司装载机的毛利率有望快速提高。

3.3 混凝土机械业务短期贡献有限, 长期前景可期待

(1) 未来四年泵车销量年均增速大于 12%

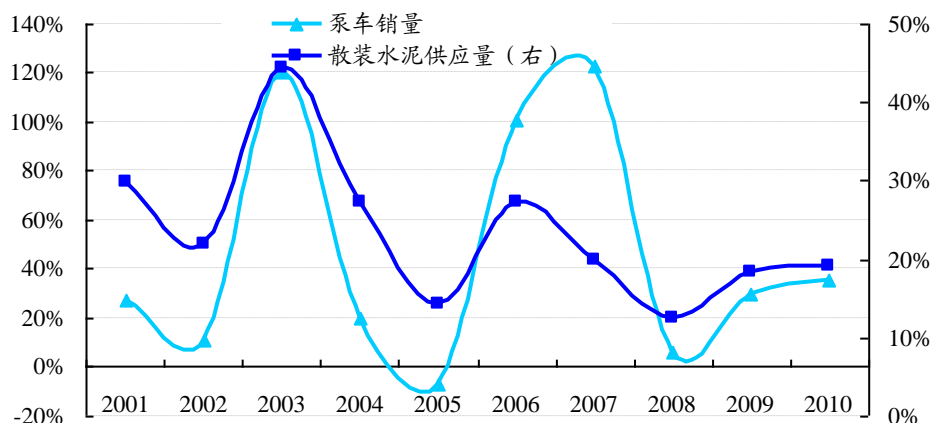
出于节能环保的考虑, 国家 2003 年前后大力推广水泥散装化, 而发展预拌混凝土和干混砂浆是推广散装水泥的重要途径。预拌混凝土普及率的提升拉动了混凝土机械 (主要包括泵车、托泵、搅拌运输车和搅拌站) 销量的快速增长。

图 19: 预拌混凝土施工方式与传统方式比较



资料来源:《商品混凝土机械》,中投证券研究所

图 20: 散装水泥供应量增速和泵车销量增速相关性明显



资料来源:中国散装水泥推广发展协会,中投证券研究所

泵车占据混凝土机械行业销售收入的 50%和毛利的 70%左右,所以泵车的未来市场需求基本可以代表混凝土机械发展趋势。目前业内基本上都以商品混凝土的产量来推算泵车销量;但目前统计的商品混凝土产量数据只是预拌混凝土的一部分,而一些交通基建项目使用的系统内自供的预拌混凝土并没有统计在内,且这部分预拌混凝土占整体的比例不稳定,所以根据商品混凝土产量(或商混率)测算泵车需求不太准确。

预拌混凝土使用的是散装水泥,目前散装水泥用于预拌混凝土的比例和水泥散装化率都有官方的统计数据,所以我们认为以水泥散装化率为起点测算泵车的市场需求较为合理。简单假设:①未来 5 年水泥产量保持平稳增长;②根据相关规划,十二五末水泥散装率由 2010 年 48%提升至 65%;③考虑国家通过推广预拌砂浆和预拌混凝土提高水泥散装率,我们预计预拌混凝土占散装水泥使用比例逐步提升,由 2010 年 43%提升至 2015 年 65%;④每 0.3 吨水泥生产出 1 立方米混凝土;⑤国内泵车的设计寿命一般为 8 年,考虑到工作环境恶劣、超负荷使用现象严重等原因,我们假设泵车的使用寿命为 5 年。

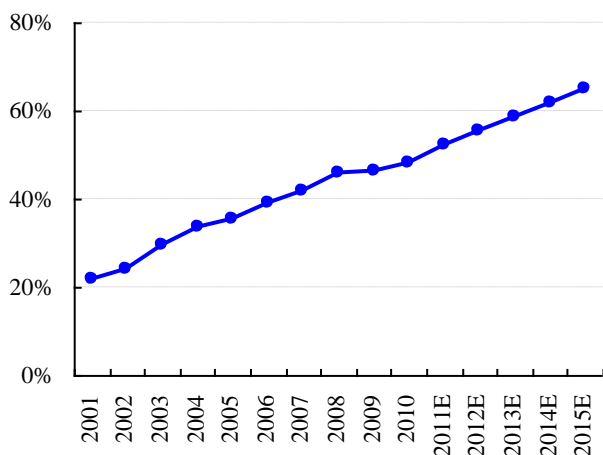
根据测算结果,2012-2015 年泵车国内市场销量年均增速在 12%左右,12 年增速为 5%。考虑到需求下沉导致机械化率提升等因素,泵车销量实际增速应该会大于我们测算的理论增速 5%。且泵车产品结构不断提升,高端产品和新产品占比增大,泵车销售收入年均增速要大于销量增速。

表 4: 2011-2015 年国内泵车市场需求测算

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主要假设	水泥产量增速	3%	17%	15%	15%	8%	7%	6%	5%
	水泥散装率	46%	46%	48%	52%	55%	59%	62%	65%
	预拌混凝土使用散装水泥占比	--	39%	43%	46%	48%	50%	52%	54%
测算结果	预拌混凝土产量增速	--	--	35%	34%	20%	18%	16%	15%
	泵车保有量(台)	12699	17752	24561	32855	39352	46455	54071	62076
	泵车报废量(台)	858	1027	955	1919	4271	4527	5880	7964
	泵车销量(台)	4527	5880	7964	10213	10768	11629	13496	15970
	泵车销量增速	6%	30%	35%	28%	5%	8%	16%	18%

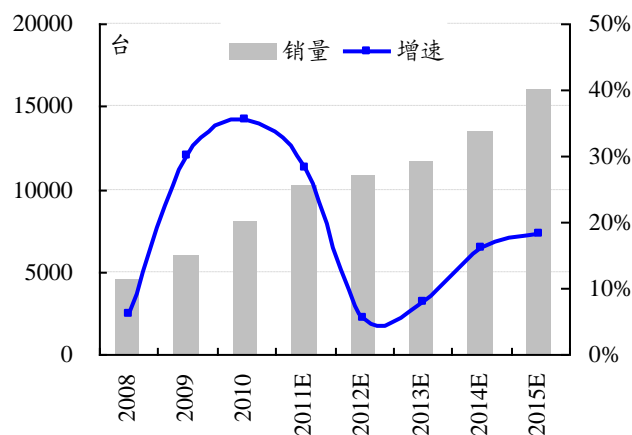
资料来源: 中投证券研究所

图 21: 2015 年我国水泥散装率要达到 65%



资料来源: 中国散装水泥推广发展协会, 中投证券研究所

图 22: 国内泵车市场需求仍将稳步增长



资料来源: 工程机械协会, 中投证券研究所

(2) 行业格局基本稳定, 公司市场份额提升取决于服务网络构建

目前国内混凝土机械市场呈现双寡头垄断格局, 三一和中联占据了市场绝大部分份额。混凝土机械的主要客户一般都是大型建筑施工单位, 由于机械故障而又不能及时得到维修造成的工期延误通常会给这些客户带来非常大的损失, 所以混凝土机械用户对机械性能的稳定性和售后服务的及时性要求较高, 倾向于购买性能稳定、售后服务有保障的品牌产品; 而这也正是三一与中联在泵车领域双寡头垄断格局一直得以维持的原因。由于制造性能可靠稳定的产品和构建完善的售后服务网络需要一个较长的过程, 所以我们认为混凝土机械行业格局短期内将保持稳定。

图 23: 2010 年国内混凝土泵车市场格局

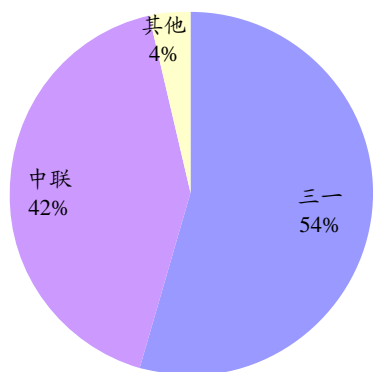
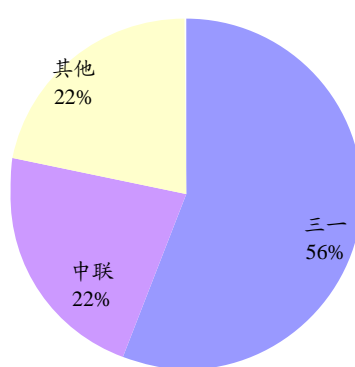


图 24: 2010 年国内混凝土泵车市场格局



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 中投证券研究所

公司早在上世纪 90 年代就引进德国技术生产泵送产品, 但由于当时对混凝土机械市场没有足够重视, 加之与起重机械放在同一个公司经营、对其投入有限, 导致公司混凝土机械业务发展一度处于停滞状态。近年来, 公司意识到当初的战略失误, 开始重新加大对混凝土机械业务的投入, 2010 年将其纳入专门成立的建设机械分公司, 提出“公司将与三一、中联在混凝土机械市场上三分天下。”

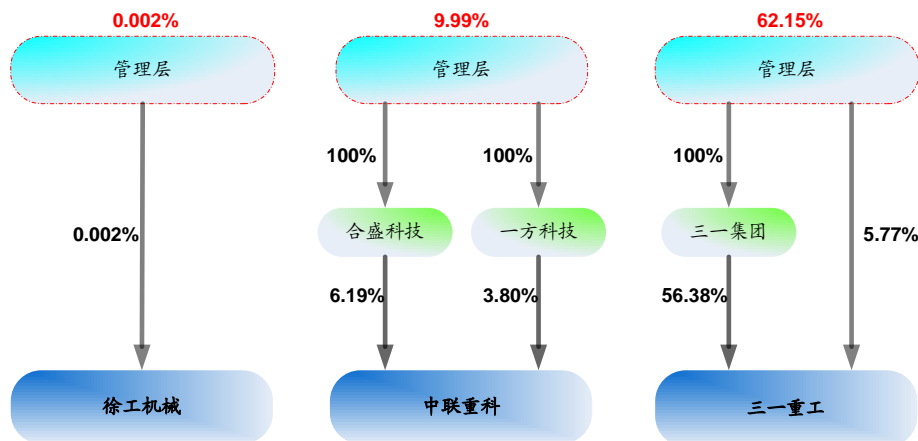
目前公司在混凝土机械行业市场份额仅有 7% 左右, 根据我们前面对混凝土机械行业短期内格局保持稳定的判断, 公司市场份额大幅提升比较困难。我们认为公司混凝土机械业务技术上问题不大, 市场份额的快速提升取决于服务网络构建: ① 公司技术基础深厚, 泵车臂架稳定性高, 已形成了 37-56m 较完整的系列产品型谱; ② 公司是国内外知名品牌, 混凝土机械产品易于受到客户欢迎; ③ 混凝土机械用户对售后服务的及时性要求较高, 因此公司混凝土机械业务的开拓取决于售后服务网络的构建。由于目前公司泵车服务人员已覆盖到县一级, 我们对公司泵车业务发展持乐观态度, 市场份额快速提升值得期待。

四、公司后续看点: 集团改制和挖掘机业务资产注入

4.1 集团改制势在必行, 盈利能力有望大幅提升

(1) 公司盈利能力提升空间大

图 25: 国内主要工程机械企业管理层持股比较



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

公司为老牌国有企业，决策周期长，市场化意识不高，管理效率较低。实际控制人-徐工集团 100%由徐州市政府控股，这种单一的股权结构导致缺乏管理层激励机制，以王民董事长为首的管理层仅持有徐工机械 0.002%的股份。而竞争对手三一重工管理层直接持股和通过三一集团间接持股合计 62.15%，中联重科通过合盛科技和一方科技间接持股 9.99%。

极低的管理层持股比例已在一定程度上影响公司的发展速度和经营效率，从公司整体毛利率来看，公司的毛利率要比中联、三一低 10 个百分点以上。考虑到产品结构存在差异，我们以公司的核心业务-起重机业务毛利率单独进行比较。虽然近年来公司启动管理体制改革导致起重机械毛利率不断提高，但今年上半年公司起重机械毛利率仍仅与中联（剔除毛利率相对较低的塔式起重机业务，中联起重机械业务实际毛利率更高）相当，比三一低两个百分点；而公司起重机械业务规模是三一的三倍。因此，我们判断随着徐工集团未来改制完成，公司的毛利率将有较大的提升。

图 26: 国内工程机械主要企业毛利率比较

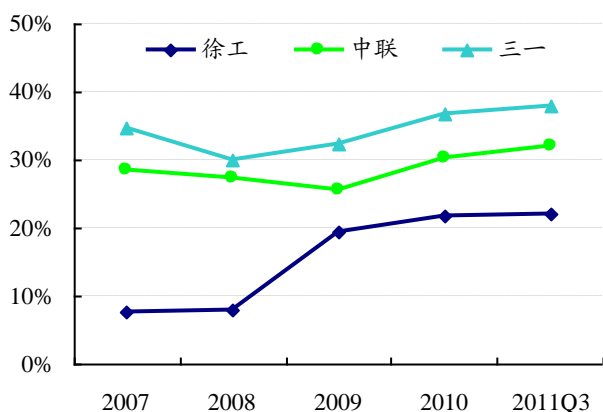
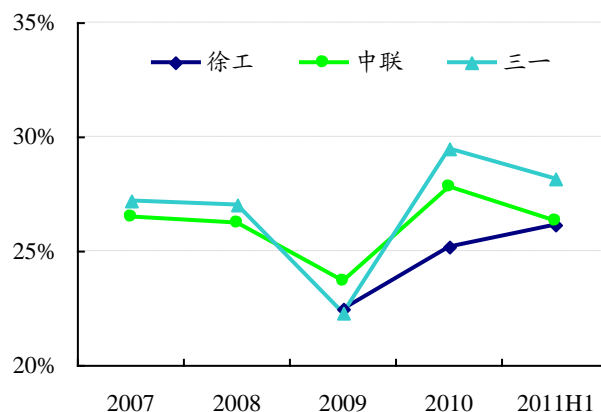


图 27: 国内工程机械主要企业起重机械毛利率比较



资料来源: Wind, 中投证券研究所

(2) 潜在战略投资者-兵器集团

通过引进战略投资者，进行改制，对管理层实施股权激励，是公司提高经营效率的必由之路。近年来徐工集团一直在谋求改制，2005 年开始筹划的与凯雷的合作由于最终未得到商务部的批准而遗憾的终止。

根据网络报道，2010 年 5 月，江苏省人民政府与中国兵器工业集团公司在南京签署了战略合作框架协议。兵器工业集团将与徐工集团实施战略重组，并在重型装备、光电信息、精细化工等领域全面深化与江苏的战略合作。

兵器集团是我国陆军武器装备的主要研制、生产基地，同时也为海军、空军、二炮等诸兵种以及武警、公安提供各种武器弹药和装备。公司还积极致力于军工高新技术民用化产业化，充分利用军品技术和资源优势，成功培育开发了重型车辆与装备、特种化工与石油化工、光电材料与器件等一批具有军工高技术背景的主导和优势民品。截止 2010 年年底，兵器集团公司资产总额 2284 亿元，当年实现主营业务收入 2410 亿元，利润总额 68 亿元。

图 28: 兵器集团近 5 年营业收入

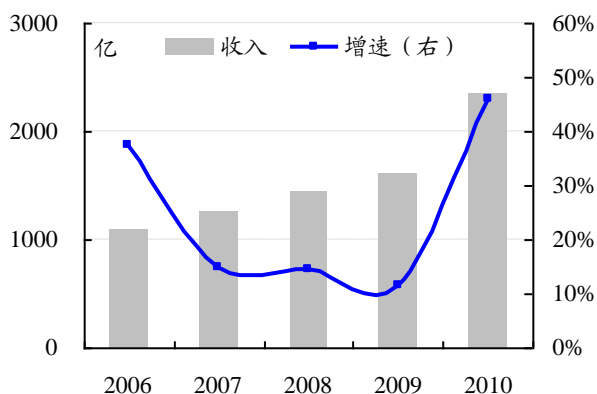
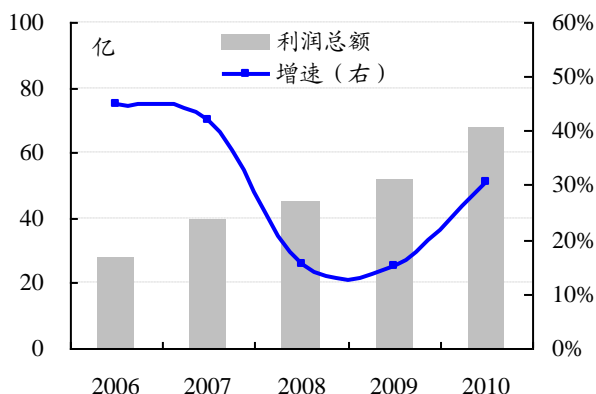


图 29: 兵器集团近 5 年利润总额



资料来源: 兵器工业集团, 中投证券研究所

我们认为如果兵器集团最终能够入主徐工集团, 将给徐工至少带来三方面益处: ①资金: 兵器集团资产和营收均超 2000 亿, 在中国企业 500 强排名第 31 位; 背靠强大的央企能给徐工带来资金优势; ②渠道: 兵器集团大力发展国际化, 在军贸、海外战略资源开发、国际工程等领域经营成果颇丰, 国际业务收入已占集团公司主营业务收入的四分之一; 徐工将借力兵器集团的海外渠道大力发展工程机械产品出口。③资源: 兵器集团的工程机械业务 (主要是内蒙古北方重工业集团的液压挖掘机和旋挖钻机业务, 内蒙古第一机械集团的推土机业务) 可整合到徐工, 增加徐工的资产规模和盈利能力。

4.2 注入挖掘机业务, 增加公司长期增长点

(1) 我国挖掘机业务发展空间广阔

挖掘机是一种多用途的土石方工程机械, 为了适应各种不同施工作业的需要, 挖掘机可以配装多种工作装置, 如挖斗、抓斗、破碎锤等进行挖掘装载、起重、粉碎等多种作业。挖掘机以其高技术含量、高附加值的特性一直占据工程机械市场的重要地位。根据工程机械协会统计数据, 2010 年国内挖掘机销售额合计占比 24%。从全球来看, 以挖掘机为主的土方机械 (包括挖掘机、装载机和推土机) 占据了工程机械一半的市场空间。

图 30: 2010 年国内工程机械³销售额构成

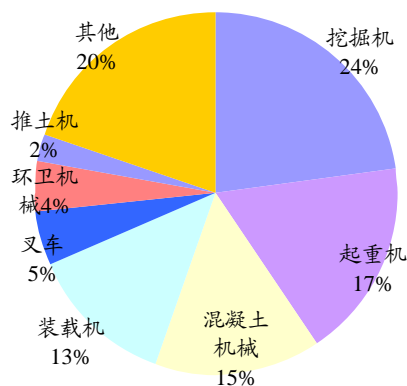
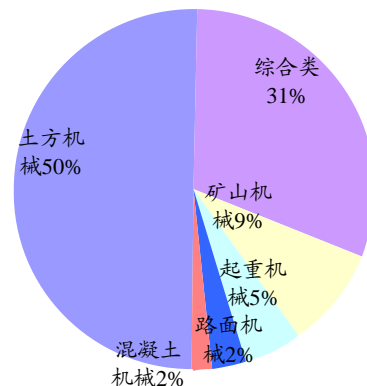


图 31: 2008 年全球工程机械销售额构成



资料来源: 工程机械协会, 中投证券研究所

资料来源: 国际工程机械, 中投证券研究所

³ 剔除了电梯与扶梯数据

不考虑挖掘机销售平均单价的提升,简单按目前市场上普遍认同的我国挖掘机2015年达到销量峰值30万台计算,国内挖掘机销售规模至少还有40%的成长空间,预计达到1260亿元。且对于国内企业而言,挖掘机行业更大的发展空间在于进口替代。

前期由于国内挖掘机行业发展相对滞后,在关键技术和核心部件上与发达工业国家存在较大差距。外商独资及合资挖掘厂商在国内大量成立,逐渐成为国内市场的主流,2002年国产挖掘机销量占比下滑至6.8%左右。近年来,随着国内一批具有较强自主创新能力的挖掘机厂商迅速崛起,国产挖掘机市场占有率不断提高,2011年上半年国产挖掘机占比达到36.5%。虽然内资挖掘机市场份额稳步提高,但外资品牌仍占据了60%以上的市场份额,内资品牌替代空间仍巨大。

图 32: 历年国内挖掘机市场各品牌占有率情况

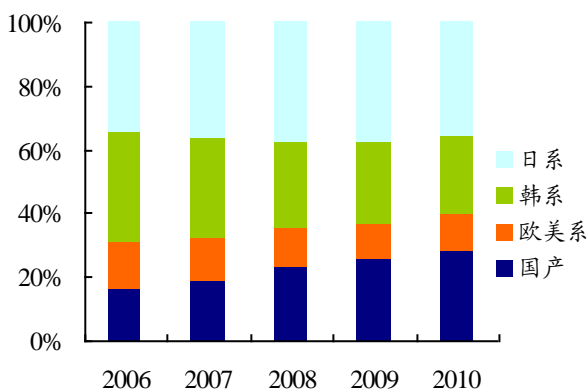
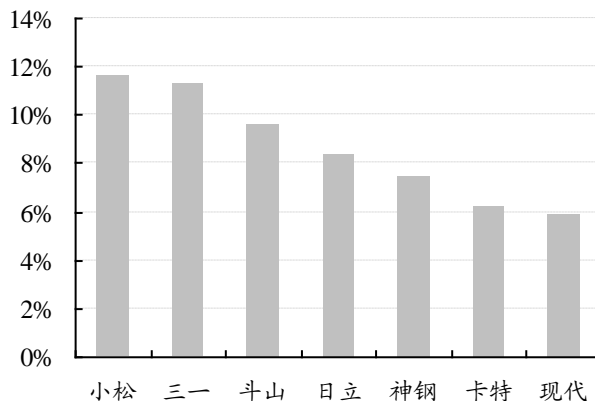


图 33: 2011 年 1-11 月国内挖掘机市场各品牌占有率情况

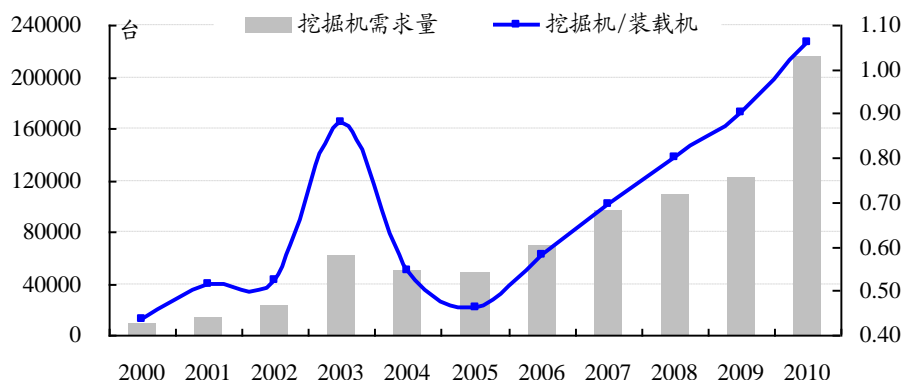


资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

资料来源: 工程机械商贸网, 中投证券研究所

挖掘机行业的成长性还体现在对装载机的替代上。挖掘机能够实现装载机的功能,并具备装载机所没有的功能(例如挖掘、破碎、起重等),且相对装载机更加高效节能,因此挖掘机对装载机具有一定的可替代性。全球挖掘机与装载机的销量平均比例为2:1,而国内市场这一比例为1:1。我们认为这主要可能是由于国内市场挖掘机相对装载机性价比优势低于国外造成的:长期以来,由于外资品牌挖掘机在国内市场占据主导地位,国内挖掘机的价格大概为国外市场的1.2倍;而国内装载机行业技术发展相对成熟,国内装载机价格仅为国外价格的一半。随着国产挖掘机性价比和用户购买力的逐步提高,挖掘机对装载机的替代趋势明确。从近年的销售数据来看,除04、05年由于宏观调控导致数据波动外,国内市场挖掘机需求量/装载机需求量比例一直在上升,2010年首次超过1。

图 34: 近年来国内市场挖掘机需求量/装载机需求量比例一直在上升



资料来源: 工程机械协会, 中投证券研究所

(2) 资产注入增加公司长期增长点

徐工有近 20 年的挖掘机研发制造经验，最初自主开发挖掘机，1995 年与卡特彼勒开始合资生产大型液压挖掘机；后因合作不达预期，2008 年与卡特彼勒分手，独立生产挖掘机。由于徐工在与卡特彼勒的合作期间就在做挖掘机技术研发，加之公司强大的研发和制造实力，公司挖掘机一经推出即受市场欢迎。今年上半年，公司共销售挖掘机 4100 台，同比增长 200%。我们认为徐工凭借强大的资金优势、品牌优势、营销网络，挖掘机业务有望获得快速发展。假设 2015 年市场份额达到 10%，则可贡献收入 126 亿。

根据公司 2009 年进行资产重组时的承诺，2015 年前在徐工挖机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，将徐工挖机公司注入上市公司。我们认为挖掘机业务注入上市公司不仅能提高公司盈利能力，而且为公司的长期发展注入了新的增长点。

五、盈利预测与投资建议：推荐

主要盈利预测假设如下：

- (1) 国内固定资产投资增速保持平稳。
- (2) 公司起重机械市场份额企稳，分享行业稳定增长，2012 年增速为 13%。
- (3) 低基数导致混凝土机械业务快速增长，预计 2012 年增速可达 50%。

表 5：公司主要业务盈利指标预测

		2010	2011E	2012E	2013E
起重机械	收入 (百万)	14,178	17,014	19,225	22,301
	增速 (+-%)	12.07%	20.00%	13.00%	16.00%
	毛利率	25.19%	26.12%	27.00%	27.50%
铲运机械	收入 (百万)	3,507	4,208	4,840	5,614
	增速 (+-%)	64.73%	20.00%	15.00%	16.00%
	毛利率	13.16%	14.00%	15.00%	16.00%
压实机械	收入 (百万)	1,566	2,036	2,341	2,692
	增速 (+-%)	24.29%	30.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	23.51%	23.30%	23.00%	23.00%
混凝土机械	收入 (百万)	1,034	2,068	3,102	4,653
	增速 (+-%)	163.10%	100.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	27.40%	31.30%	33.00%	34.50%
路面机械	收入 (百万)	614	737	869	1,043
	增速 (+-%)	19.92%	20.00%	18.00%	20.00%
	毛利率	29.64%	29.00%	28.00%	27.00%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年营业收入分别为 310.26、358.87 和 424.75 亿，归属于母公司净利润分别为 35.07、42.24 和 52.50 亿，每股收益分别为 1.70、2.05 和 2.55 元。目前公司股价对应 2012 年 6.57 倍市盈率，基于公司行业龙头地位和长期发展前景，估值偏低，给予“推荐”的投资评级。

主要风险提示：①货币政策持续紧缩影响工程机械下游需求；②原材料成本上涨导致公司毛利率下滑。③信用销售比例过大导致呆坏账风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20568	28673	33377	40207
现金	9097	13078	14781	20704
应收账款	3897	5833	7421	7985
其他应收款	226	620	717	849
预付账款	707	723	827	968
存货	5729	7798	8912	8852
其他流动资产	912	621	718	850
非流动资产	4233	4351	4443	4603
长期投资	6	60	68	75
固定资产	2399	3004	3134	3328
无形资产	1144	1093	1036	974
其他非流动资产	684	194	205	226
资产总计	24801	33024	37820	44810
流动负债	12555	16321	17420	19796
短期借款	1226	1500	1500	1000
应付账款	3581	4822	5512	6452
其他流动负债	7748	9999	10408	12344
非流动负债	191	90	91	91
长期借款	190	90	90	90
其他非流动负债	1	0	1	1
负债合计	12745	16412	17510	19886
少数股东权益	10	9	8	7
股本	1031	2062	2062	2062
资本公积	6586	6586	6586	6586
留存收益	4429	7936	11634	16250
归属母公司股东权益	12046	16604	20302	24918
负债和股东权益	24801	33024	37820	44810

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	476	4208	3150	8022
净利润	2918	3506	4223	5249
折旧摊销	271	274	327	368
财务费用	-4	210	325	463
投资损失	-32	-2	-3	-5
营运资金变动	-2899	151	-1836	1933
其他经营现金流	221	69	114	13
投资活动现金流	-785	-304	-405	-503
资本支出	887	300	400	500
长期投资	0	7	8	7
其他投资现金流	102	2	3	5
筹资活动现金流	4391	78	-1042	-1597
短期借款	-109	274	0	-500
长期借款	120	-100	0	0
普通股增加	164	1031	0	0
资本公积增加	4763	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-1128	-1042	-1097
现金净增加额	4064	3981	1703	5923

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	25214	31026	35887	42475
营业成本	19744	24112	27559	32258
营业税金及附加	88	124	144	170
营业费用	847	1210	1400	1657
管理费用	1071	1241	1435	1699
财务费用	-4	210	325	463
资产减值损失	185	150	200	220
公允价值变动收益	0	20	0	0
投资净收益	32	2	3	5
营业利润	3315	4001	4828	6012
营业外收入	90	90	99	110
营业外支出	8	10	11	12
利润总额	3396	4081	4916	6110
所得税	478	575	693	862
净利润	2918	3506	4223	5249
少数股东损益	-8	-1	-1	-1
归属母公司净利润	2926	3507	4224	5250
EBITDA	3582	4485	5480	6843
EPS (元)	2.84	1.70	2.05	2.55

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	37.8%	23.1%	15.7%	18.4%
营业利润	65.3%	20.7%	20.7%	24.5%
归属于母公司净利润	68.0%	19.9%	20.4%	24.3%
获利能力				
毛利率	21.7%	22.3%	23.2%	24.1%
净利率	11.6%	11.3%	11.8%	12.4%
ROE	24.3%	21.1%	20.8%	21.1%
ROIC	54.0%	71.3%	64.6%	110.8%
偿债能力				
资产负债率	51.4%	49.7%	46.3%	44.4%
净负债比率	11.34	10.85%	9.08%	5.48%
流动比率	1.64	1.76	1.92	2.03
速动比率	1.17	1.27	1.39	1.57
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.07	1.01	1.03
应收账款周转率	8.15	5.96	5.09	5.18
应付账款周转率	6.77	5.74	5.33	5.39
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.70	2.05	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	2.04	1.53	3.89
每股净资产(最新摊薄)	5.84	8.05	9.84	12.08
估值比率				
P/E	9.48	7.91	6.57	5.28
P/B	2.30	1.67	1.37	1.11
EV/EBITDA	5.61	4.48	3.67	2.94

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

欧阳俊, 中投证券研究所机械行业分析师, 中山大学工学硕士、学士。2010 年加入中投证券研究所, 负责工程机械、冶金矿采化工设备、铁路设备和机械基础件等子行业研究。

宋怡桥, 中投证券研究所机械行业分析师, 清华大学工学博士。2011 年加入中投证券研究所, 负责机床、仪器仪表、船舶制造和重型机械等子行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434