



买入

37% ↑

目标价格: 人民币22.32

000425.SZ

原目标价格: 人民币30.43

价格: 人民币16.31

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

徐工机械

保持稳定增长

由于受到2011年1月高基数以及2012年1月春节因素的影响,1月汽车起重机行业同比下滑33%,其中徐工1月份的汽车起重机销量918台,同比下滑13%,表现比中联和三一要好,市场占有率提升了10个百分点。不过我们认为1月销售数据的参考价值不高,2月以及3月的市场正在回暖,旺季的销售特征有所显现,预计2012年1季度的起重机销量下滑幅度能控制在10-15%的区间。我们对公司未来的盈利持续增长前景表示看好,2012年新兴市场可能会带动出口业务的持续增长,未来其他业务比如混凝土机械等将是增长潜力。参考12倍2012年预测市盈率,我们将公司目标价从30.43元下调到22.32元人民币,对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012年公司通过集中采购、新产品推出、规模效应以及继续增加大中型起重机的比重,预计起重机毛利率将有1个百分点的提升。
- 目前混凝土搅拌站和混凝土泵车的需求和增速最高,公司的混凝土产品有一定的技术储备,未来在收入中的占比将不断提升。随着销量的不断上升,混凝土产品的毛利率有所上升,随着公司未来全新混凝土机械基地、搅拌站基地等项目陆续开工达产,混凝土机械销售增速将实现跨越式增长。
- 在国内需求下滑的情况下出口业务目前有持续的增长,目前公司的出口主要集中在发展中国家,因此受欧债危机的影响较小,预计2012年除了起重机之外,装载机、压路机和平地机的出口也会有比较好的表现。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的波动和房地产投资的下滑可能对下游的工程机械产品需求产生比较大的影响。

估值

- 2012年新兴市场可能会带动出口业务的持续增长,未来其他业务比如混凝土机械等将是增长潜力。参考12倍2012年预测市盈率,我们将公司目标价从30.43元下调到22.32元人民币,对该股维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	20,699	25,214	32,385	37,316	42,835
变动(%)	517	21.8	28.4	15.2	14.8
净利润(人民币 百万)	1,742	2,926	3,315	3,832	4,404
全面摊薄每股收益(人民币)	0.84	1.42	1.61	1.86	2.13
变动(%)	1,477	68	13	16	15
全面摊薄市盈率(倍)	19.3	11.5	10.1	8.8	7.6
每股现金流量(人民币)	1.12	1.11	1.08	1.61	1.85
价格/每股现金流量(倍)	15.4	15.6	15.9	10.7	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	10.0	8.9	7.8	7.0
每股股息(人民币)	0.08	0.14	0.16	0.19	0.21
股息率(%)	0.5	0.9	1.0	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15	(1)	14	(43)
相对新华富时A50指数	2	(4)	7	(32)

发行股数(百万)	2,335
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	5,677
3个月日均交易额(人民币 百万)	344
净负债比率(%) (2011E)	38
主要股东(%)	
徐工集团	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2011年2月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120008

估值。我们对公司未来的盈利持续增长前景表示看好，2012 年新兴市场可能会带动出口业务的持续增长，未来其他业务比如混凝土机械等将是增长潜力。参考 12 倍 2012 年预测市盈率，我们将公司目标价从 30.43 元下调到 22.32 元人民币，对该股维持**买入**评级。

徐工销量的最新情况。由于受到 2011 年 1 月高基数以及 2012 年 1 月春节因素的影响，1 月汽车起重机行业同比下滑 33%，其中徐工 1 月份的汽车起重机销量 918 台，同比下滑 13%，表现比中联和三一要好，市场占有率提升了 10 个百分点，不过我们认为 1 月的参考价值不高，2 月以及 3 月的市场正在回暖，旺季的销售特征有所显现，预计 2012 年 1 季度的起重机销量下滑幅度能控制在 10-15% 的区间。

起重机业务分析。起重机业务的毛利率依然有提升空间，依靠毛利率的提升公司在 2011 年销量几乎持平的情况下盈利依然能实现增长，2011 年前三季度公司的毛利率由 1.3 个百分点的提升，2012 年公司通过集中采购、新产品推出、规模效应以及继续增加大中型起重机的比重，预计起重机毛利率将有 1 个百分点的提升。

混凝土机械业务高速增长。混凝土机械行业市场需求比较强劲，随着我国三四线城市城镇化进程加快、中西部基建投资加快以及混凝土商品化率的提升，混凝土机械的市场需求非常旺盛，2011 年上半年公司混凝土机械机械同比上升 112%，预计 2011 年混凝土机械销售增速将达到 100% 左右。由于目前的基数较低，我们预计 2012 年混凝土设备能够实现超 60% 的增长速度，此外混凝土的增长并不局限于泵车拖泵产品，目前混凝土搅拌站和混凝土泵车的需求和增速最高，公司的混凝土产品有一定的技术储备，未来在收入中的占比将不断提升。随着销量的不断上升，混凝土产品的毛利率有所上升，不过与三一和中联的依然有一定差距。随着公司未来全新混凝土机械基地、搅拌站基地等项目陆续开工达产，混凝土机械销售增速将超过行业增长。

海外市场依然有增长空间。尽管公司的汽车起重机出口量占到全行业的 60% 多，但是从数量来看，依然有很大的提升空间，在国内需求下滑的情况下出口业务目前有持续的增长，目前公司的出口主要集中在发展中国家，因此受欧债危机的影响较小，预计 2012 年除了起重机之外，装载机、压路机和平地机的出口也会有比较好的表现。公司 H 股的发行目前正在等待适合的时间窗口，H 股的发行主要是为了海外建厂，海外营销平台的建设、海外研发基地的设立以及核心零部件的采购。

融资租赁的风险。由于公司小型起重机产品以及装载机的价值量不高，因此融资租赁的占比相对较低，占整个销售收入的比重在 10-15% 之间，因此信用风险相比其他工程机械厂商要小很多。

公司制定的“十二五”目标战略。专注起重机械、路面机械和核心零部件三大业务，同时在海外业务将切入高端市场。摊铺机市场公司目标是保持行业第一的位置；装载机要加快发展目标晋升行业前三；加大液压泵、车桥、马达、发动机等核心零部件投资，使公司成为国内配套最完善的工程机械企业；混凝土机械在经过积累已经具备大发展的基础，形成了拖泵、泵车、搅拌车和搅拌站等一系列全套设备。由于现在工程机械的行业格局已经非常明确，主机厂商的竞争手段主要集中在营销以及服务方面，同质化的趋势非常明显，作为国内工程机械历史最悠久的厂商，徐工在配套件方面有自己独特的优势，我们认为该优势将会给公司在未来发展中带来很强的竞争力。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,699	25,214	32,385	37,316	42,835
销售成本	(16,773)	(19,832)	(25,941)	(29,875)	(34,288)
经营费用	(1,696)	(1,752)	(2,293)	(2,664)	(3,078)
息税折旧前利润	2,230	3,631	4,151	4,777	5,469
折旧及摊销	(119)	(167)	(171)	(175)	(181)
经营利润(息税前利润)	2,111	3,464	3,980	4,602	5,288
净利息收入/(费用)	(31)	(56)	(88)	(121)	(149)
其他收益/(损失)	(5)	(71)	(3)	15	26
税前利润	2,075	3,336	3,889	4,496	5,165
所得税	(363)	(478)	(583)	(674)	(775)
少数股东权益	29	8	9	11	13
净利润	1,742	2,866	3,315	3,832	4,404
每股收益(人民币)	0.84	1.42	1.61	1.86	2.13
每股股息(人民币)	0.08	0.14	0.16	0.19	0.21
收入增长(%)	517	22	28	15	15
息税前利润增长(%)	11,206	64	15	16	15
息税折旧前利润增长(%)	2,123	63	14	15	14
每股收益增长(%)	1,477	68	13	16	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3,568	10,390	12,920	16,238	20,042
应收帐款	4,650	5,734	7,453	8,690	10,093
库存	7,298	8,361	10,584	11,782	13,054
其他流动资产	1,089	1,346	1,716	1,984	2,274
流动资产总计	16,604	25,830	32,673	38,694	45,463
固定资产	1,846	1,817	1,746	1,670	1,662
无形资产	488	469	449	431	413
其他长期资产	153	173	194	216	237
长期资产总计	2,487	2,459	2,389	2,317	2,312
总资产	19,091	28,289	35,062	41,011	47,774
应付帐款	4,295	5,080	6,645	7,653	8,783
短期债务	2,067	2,518	3,234	3,726	4,277
其他流动负债	4,258	5,128	6,644	7,654	8,785
流动负债总计	10,619	12,725	16,523	19,033	21,845
长期借款	120	120	120	120	120
其他长期负债	16	16	16	16	16
股本	885	1,031	2,063	2,063	2,063
储备	7,474	14,427	16,379	19,828	23,791
股东权益	8,359	15,458	18,441	21,891	25,854
少数股东权益	(23)	(30)	(38)	(48)	(60)
总负债及权益	19,091	28,289	35,062	41,011	47,774
每股帐面价值(人民币)	4.75	7.50	8.94	10.61	12.53
每股有形资产(人民币)	4.45	7.76	8.72	10.40	12.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.78)	(3.76)	(4.64)	(6.01)	(7.58)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,075	3,336	3,889	4,496	5,165
折旧与摊销	119	167	171	175	181
净利息费用	31	56	88	121	149
运营资本变动	1,126	(994)	(1,620)	(953)	(1,003)
税金	(363)	(478)	(583)	(674)	(775)
其他经营现金流	(668)	199	291	154	99
经营活动产生的现金流	2,320	2,287	2,236	3,318	3,817
购买固定资产净值	(5,800)	(111)	(74)	(75)	(70)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	79	80	81	82	83
投资活动产生的现金流	(5,721)	(31)	7	7	13
净增权益	5,600	4,335	0	0	1
其他融资现金流	1,397	451	716	492	551
融资活动产生的现金流	(11)	(114)	(293)	(331)	(383)
现金变动	(81)	(105)	(136)	(168)	(195)
期初现金	6,905	4,567	287	(7)	(26)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.8	14.4	12.8	12.8	12.8
息税前利润率(%)	10.2	13.7	12.3	12.3	12.3
税前利润率(%)	10	13.2	12	12	12.1
净利率(%)	8.4	11.4	10.2	10.3	10.3
流动性					
流动比率(倍)	1.6	2	2	2	2.1
利息覆盖率(倍)	21.9	22.2	20.5	19.7	19.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.4	1.3	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	19.3	11.5	10.1	8.8	7.6
市净率(倍)	3.4	2.2	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	15.4	15.6	15.9	10.7	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	10	8.9	7.8	7
周转率					
存货周转天数	94.6	144.1	133.3	136.6	132.2
应收帐款周转天数	47.4	75.2	74.3	79	80
应付帐款周转天数	44.9	67.9	66.1	69.9	70
回报率					
股息支付率(%)	10	10	10	10	10
净资产收益率(%)	36.5	24.1	19.6	19	18.4
资产收益率(%)	15.4	12.5	10.7	10.3	10.1
已运用资本收益率(%)	34.8	24.9	20.5	19.9	19.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371