

第一创业证券研究所

分析师：郭强 S1080209110064

联系人：李人杰 S1080110120048

电话：0755-82481505

 邮件：[lirenjie@fcsc.cn](mailto:lirenjie@fcsc.cn)

## 徐工机械 (000425.SZ)

**——混凝土产品增长快，隐有三分天下之势**

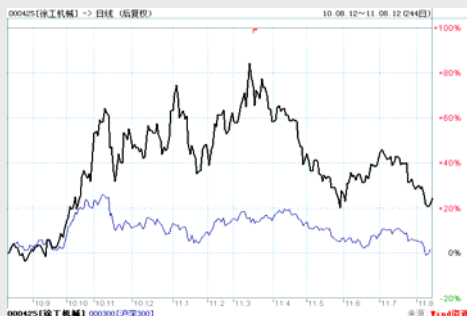
### 交易数据

52周内股价区间(元):	20-64.7
总市值(百万元):	43957.38
流通股本(百万股):	705.99
流通股比率(%):	34.2%

### 资产负债表摘要 (06/11)

股东权益(百万元):	13789.31
每股净资产:	6.68
市净率:	3.19
资产负债率:	57.2%

### 徐工机械股价与沪深300指数表现对比



### 相关报告

### 事件:

- 徐工机械公布 2011 年半年报，上半年公司实现营业收入 195.15 亿元，同比增长 43.54%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.29 亿元，同比增长 61.70%。按最新股本计算 EPS 为 1.08 元/股。

### 点评:

- **半年报业绩喜人，下半年看政策博弈** 受益于上半年国内房地产投资、基建投资继续保持高增长，公司上半年各产品全面开花，保持高速增长。上半年公司装载机销售超过 9500 台，同比增长 25.16%，带动该项业务收入同比增长 55.67%；起重机销售超过 11500 台，同比增长 18.26%，带动该项业务收入同比增长 42.61%，继续稳坐国内起重机龙头老大位置；压路机销售超过 3300 台，继续保持国内老大地位；起重机械和铲运机械收入增长幅度超过销售台数增长幅度，我们预计跟公司产品销售结构中大吨位产品占比提升有关。由于上半年属于工程机械行业的传统销售旺季，公司业绩不俗，4 月份以后，由于房地产投资以及高铁投资放缓，工程机械各产品销售增速明显放缓，部分产品由于上年高基数原因，出现了单月负增长。下半年，预计高铁投资仍将保持平稳，对工程机械销售拉动有限；随着保障房、水利建设资金落实及实质性开工，有望拉动工程机械销售，虽然宏观调控继续进行，宽财政、紧货币仍将延续，投资作为我国现阶段经济增长的利器，仍将发挥重要作用，下半年对工程机械不必过于悲观，预计仍将保持 20% 以上的增长。
- **销售毛利率小幅上升，期间费用率略有下降** 公司上半年整体毛利率由 2010 年上半年的 20.54% 小幅上升为 21.68%，而期间费用率由 2010 年上半年的 7.87% 小幅下降为 7.61%，两方面因素叠加，导致公司利润增速高于收入增速 18.16 个百分点。毛利率上升主要与公司产品结构中毛利较高的混凝土机械占比提升，以及公司内部管理水平提升有关。
- **混凝土机械增长迅猛** 公司战略业务单元混凝土机械增长强劲，正处于高速成长期，上半年实现销售收入 11.47 亿元，同比增长 112.19%；随着销售收入的扩大，规模效应逐步显现，毛利率达到了 31.22%，同比增加了 5.03 个百分点。随着公司混凝土机械产能的进一步释放，未来规模效应有望进一步增强，带来毛利率的进一步提升，毛利率将接近中联、三一的水平。正如我们前期报告所指出的，凭借徐工在业内领先的技术实力，良好的品牌及渠道优势，在混凝土机械领域，公司市场份额进一步扩大是确定性事件。公司上半年混凝土机械的高速增长也验证了我们的观点。预计未来混凝土机械将逐步展现三一、中联、徐工三分天下的局面，当然山推控股楚天后也具备一定实力。随着商品混凝土在国内三、四线城市的逐步推广，混凝土机械仍将保持 30% 以上的增长。



- **出口业务高增长** 受益于海外经济体逐步从金融危机中复苏，加之公司国企背景，在国家主导的对外经济贸易中收获颇丰，公司出口业务增长很快。上半年公司海外收入达到 25.88 亿元，同比增长 59.73%。公司同委内瑞拉石油公司分公司签署了价值达 48.42 亿元的购销合同，随着合同分批交付，出口仍将保持高增长。公司亦步亦趋，步三一之后尘，投资在巴西设立工厂，未来将分享该金砖国家基础设施大发展带来的收益并借此辐射拉美市场。随着公司国际化进程及海外布局的加快，公司海外业务有望大幅增长。
- **维持“审慎推荐”投资评级** 我们暂维持公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.91 元、2.30 元的业绩预测，动态市盈率为 11.2 倍、9.2 倍，维持公司“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示** 市场竞争加剧、新产品推广低于预期、固定资产投资增速放缓、信贷增速下滑。



表 1、徐工机械盈利预测简表

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	2,069,909	2,521,390	3,378,663	4,054,395
同比 (%)	517.1%	21.8%	34.0%	20.0%
营业毛利	400,675	547,013	732,998	879,597
同比 (%)	1418.1%	36.5%	34.0%	20.0%
归属母公司净利润	174,127	292,609	393,888	475,273
同比 (%)	1476.6%	68.0%	34.6%	20.7%
总股本 (万股)	206,275.8	206,275.8	206,275.8	206,275.8
每股收益 (元)	0.84	1.42	1.91	2.30
ROE	39.8%	24.3%	24.6%	22.9%
P/E (倍)	25.2	15.0	11.2	9.2

资料来源: 公司年报、第一创业证券研究所预测

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120