机械/工程机械

2011 年半年报点评

2011 年 08 月 12 日

徐工机械 （000425） 增持

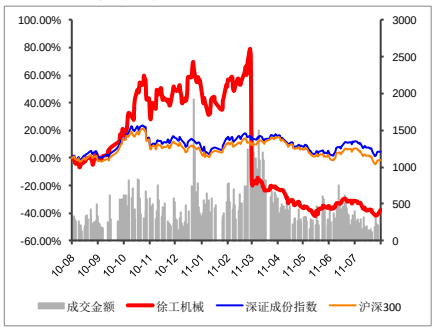
------主营业务稳定增长，加快国际化步伐

公司研究/点评报告

相关研究：

工程机械行业发展趋势分析---行业兼并重组加速推进，技术竞争升级（20101128）

一年内股票价格走势



分析师： 曹玲燕
执业证书编号：S0760511010002
电话：0351-8686976
邮箱：caolingyan@sxzq.com

联系人： 李争东
电话：0351-8686900
邮箱：lizhengdong@sxzq.com

联系人： 张小玲
电话：0351-8686990
邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686986
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件：

- 公司于 2011 年 8 月 12 日公布 2011 年半年度报告，报告期内，公司实现营业总收入 195.15 亿元，同比增长 43.54%（调整后）；利润总额 26.1 亿元，同比增长 64.03%（调整后）；归属母公司所有者净利润 22.29 亿元，同比增长 61.7%（调整后）；公司实现基本每股收益 1.08 元（按总股本 20.63 亿计算）。

评论：

- **起重机毛利下降导致公司综合毛利下滑。**2011 年上半年公司起重机毛利率由 27.83%下滑至 26.23%，由于起重机销售收入占比较高，导致公司综合毛利下降了 1.8 个百分点。综合毛利下滑很可能受一季度促销影响，预计下半年综合毛利水平有所回升。

- **汽车、随车起重机销量增速略高于行业。**1-6 月，公司履带起重机销量约 240 台，与上年基本持平；汽车起重机销量约 1.17 万台，同比增长 18.26%，高于行业 15%的增长水平；随车起重机实现销量约 2400 台，同比增长 47%，较去年同期增长近 5 个百分点。

- **装载机销量保持高速增长。**公司上半年铲运机械实现销售收入 31.12 亿元，同比增长 90%，上半年接近完成去年全年收入总额。装载机行业销量增速为 19%，徐工装载机销量增速约为 39%，高于行业平均水平，主要由于报告期内徐工机械将徐工筑路产品销售收入并入报表所致。

- **徐工机械研发平台提升扩建项目经济效益逐步显现。**2010 年公司通过非公开增发募集资金近 5 亿，用于研发和扩建，公司 2011 年上半年获得专利授权 262 项，其中发明专利 9 项，超过 2010 年全年授权量。1200 吨全地面起重机、2000 吨履带起重机、12 吨装载机等“三重一大”产品完成鉴定、销售，其中，履带起重机实现销售收入 3.2 亿元。公司完成传动试验研究项目 2 项，完成电器零部件试验 115 套，合格率 85%；完成液压元件试验 12 件，合格率 91.6%。公司被国家两部委授予江苏唯一、首批中国技术创新示范企业。募投项目整体运行良好，经济效益逐步显现。

- **公司推行 H 股在即，国际化步伐加快。**公司于 2011 年 1 月召开股东大会讨论发行 H 股议案并通过，同时，公司在会议召开前后对徐州工程机械集团进出口有限公司增资、设立徐工巴西投资有限责任公司等一系列举措均显示公司走国际化道路的决心。由于国内尚无成功的先例，国际化之路处于探索阶段，存在一定的风险。

投资评级：

我们测公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 2.08 元、2.58 和 3.21 元（发行后股本计算），以 2011 年 8 月 12 日收盘价 21.59 元为基准，对应每股市盈率分别为 10.4 倍、8.38 倍和 6.74 倍，给予公司增持评级。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

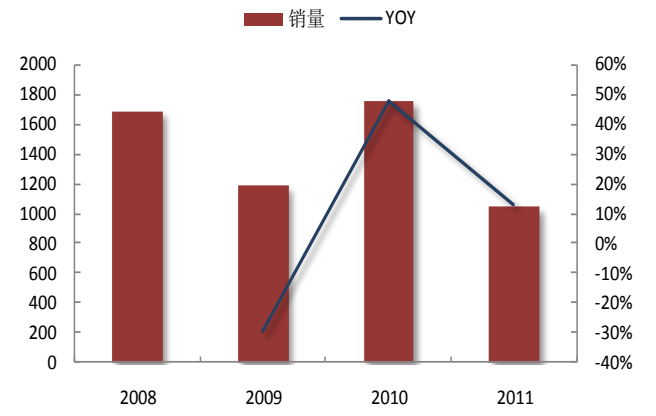
详细内容：

- **公司营业收入维持稳定增长。**由于公司报告期内收购集团全资子公司徐工筑路机械有限公司，我们对公司业绩有所调整。报告期内，公司实现营业总收入 195.15 亿元，同比增长 43.54%（调整后）；利润总额 26.1 亿元，同比增长 64.03%（调整后）；归属母公司所有者净利润 22.29 亿元，同比增长 61.7%（调整后）。

- **起重机毛利下降导致公司综合毛利下滑。**2011 年上半年公司起重机毛利率由 27.83%下滑至 26.23%，由于起重机销售收入占比较高，导致公司综合毛利下降了 1.8 个百分点。综合毛利下滑很可能受一季度促销影响，预计下半年综合毛利水平有所回升。

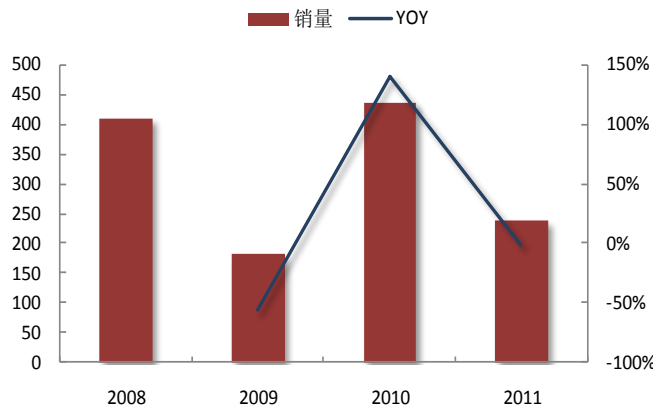
- **汽车、随车起重机销量增速略高于行业。**1-7 月，公司履带起重机销量约 240 台，与上年基本持平；汽车起重机销量约 1.17 万台，同比增长 18.26%，高于行业 15%的增长水平；随车起重机实现销量约 2400 台，同比增长 47%，较去年同期增长近 5 个百分点。

图表 1：履带起重机行业累计销量及增速　　单位：台/%



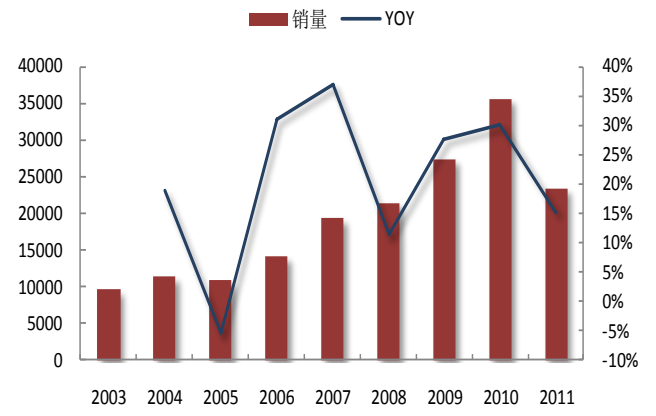
资料来源：山西证券

图表 2：徐工履带起重机年度销量及增速　　单位：台/%



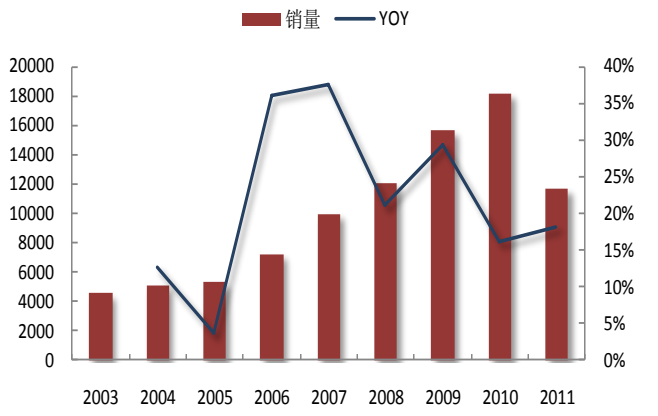
资料来源：山西证券

图表 3：汽车起重机行业累计销量及增速　　单位：台/%



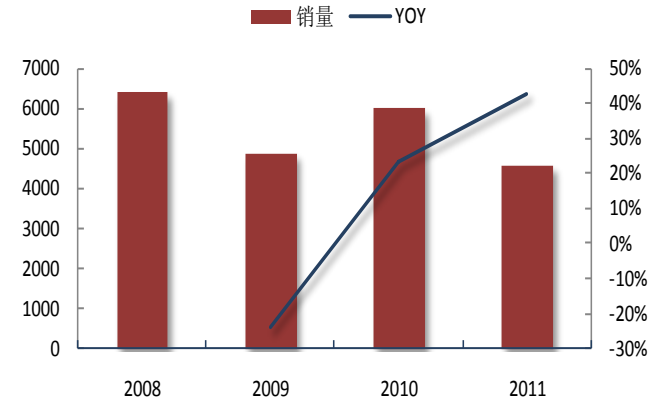
资料来源：山西证券

图表 4：徐工汽车起重机年度销量及增速　　单位：台/%



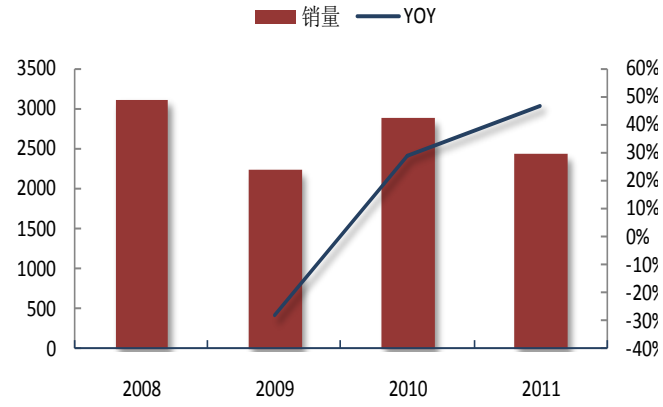
资料来源：山西证券

图表 5：随车起重机行业累计销量及增速　　单位：台/%



资料来源：山西证券

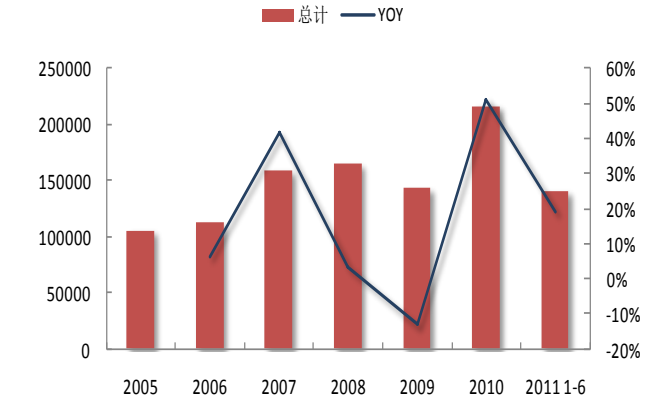
图表 6：徐工随车起重机年度销量及增速　　单位：台/%



资料来源：山西证券

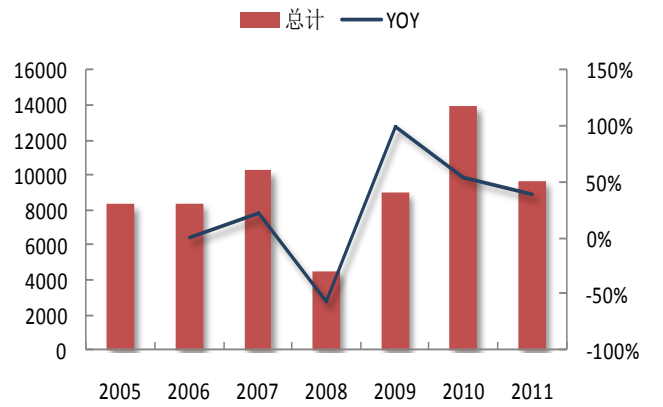
➢ **装载机销量保持高速增长。**公司上半年铲运机械实现销售收入 31.12 亿元，同比增长 90%，上半年接近完成去年全年收入总额。装载机行业销量增速为 19%，徐工装载机销量增速约为 39%，高于行业平均水平，主要由于报告期内徐工机械将徐工筑路产品销售收入并入报表所致。

图表 7：装载机行业销量及增速　　单位：台/%



资料来源：山西证券

图表 8：徐工装载机年度销量及增速　　单位：台/%



资料来源：山西证券

➢ **徐工机械研发平台提升扩建项目经济效益逐步显现。**2010 年公司通过非公开增发募集资金近 5 亿，用于研发和扩建，公司 2011 年上半年获得专利授权 262 项，其中发明专利 9 项，超过 2010 年全年授权量。1200 吨全地面起重机、2000 吨履带起重机、12 吨装载机等“三重一大”产品完成鉴定、销售，其中，履带起重机实现销售收入 3.2 亿元。公司完成传动试验研究项目 2 项，完成电器零部件试验 115 套，合格率 85%；完成液压元件试验 12 件，合格率 91.6%。公司被国家两部委授予江苏唯一、首批中国技术创新示范企业。募投项目整体运行良好，经济效益逐步显现。

➢ **公司推行 H 股在即，国际化步伐加快。**公司于 2011 年 1 月召开股东大会讨论发行 H 股议案并通过，同时，公司在会议召开前后对徐州工程机械集团

进出口有限公司增资、设立徐工巴西投资有限责任公司等一系列举措均显示公司走国际化的决心。由于国内尚无成功的先例，国际化之路处于探索阶段，存在一定的风险。

投资评级：

我们测公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 2.08 元、2.58 和 3.21 元（发行后股本计算），以 2011 年 8 月 12 日收盘价 21.59 元为基准，对应每股市盈率分别为 10.4 倍、8.38 倍和 6.74 倍，给予公司增值评级。

图 9

单位：百万/元

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	25214	31860	40459	51253
营业成本	19744	24387	31108	39546
营业税金及附加	88	111	182	231
销售费用	847	1071	1359	1722
管理费用	1071	1354	1719	2178
财务费用	-4	1	-57	-84
资产减值损失	185	3	3	3
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	32	20	25	27
营业利润	3315	4954	6170	7685
营业外收入	90	40	40	40
营业外支出	8	8	8	8
非流动资产处置净损失	2	0	0	0
利润总额	3396	4986	6202	7717
所得税	478	702	873	1086
净利润	2918	4285	5329	6631
少数股东损益	-8	0	17	21
归属母公司股东的净利润	**2926**	**4284**	**5312**	**6610**
基本每股收益	2.84	2.08	2.58	3.20
稀释每股收益	3.22	2.08	2.58	3.20
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00

比率分析	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增速	21.81%	26.36%	26.99%	26.68%
毛利率	21.69%	23.45%	23.11%	22.84%
期间费用率	7.59%	7.61%	7.47%	7.45%
净利率	11.61%	13.45%	13.13%	12.90%
股利发放率	5.99%	0.00%	0.00%	0.00%
净资产收益率 ROE	17.81%	26.22%	24.51%	23.36%
投入资本收益率 ROIC	-0.86	-1.43	-2.06	-1.87
资产收益率 ROA	11.80%	12.58%	12.36%	11.90%
应收账款周转天数	56	70	70	70
存货周转天数	77	83	83	83
应付账款周转天数	236	70	70	70
固定资产周转天数	35	31	28	24
总资产周转率	1.02	0.94	0.94	0.92
流动比率	1.40	1.56	1.63	1.68
速动比率	1.01	1.24	1.30	1.34
净现金/到期债务	7.24	191.86	238.57	327.96
EBIT 利息保障倍数	-851	7205	-107	-91
EBITDA / 利息费用	-922	7425	-110	-94
资产负债率	60%	52%	50%	49%
销售收入现金含量	86%	100%	100%	100%
经营现金净流/净利润	12%	145%	85%	107%

资产	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	9097	12759	15865	21809
应收票据	912	1309	1663	2106
应收账款	3897	6109	7758	9828
其他应收款	226	393	499	632
预付款项	707	1219	1555	1977
应收股利	1	0	0	0
应收利息	0	0	0	0
存货	5729	5545	7073	8992
一年内到期的非流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**20568**	**27334**	**34412**	**45344**
长期应收款	0	0	0	0
固定资产	2399	2743	3071	3334
工程物资	0	0	0	0
在建工程	521	1867	2767	3667
无形资产	1144	1862	2458	2936
长期待摊费用	0	-1	0	1
递延所得税资产	163	250	250	250
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	**4233**	**6729**	**8554**	**10195**
资产总计	**24801**	**34063**	**42966**	**55539**

负债及权益	2010	2011E	2012E	2013E
短期借款	1226	0	0	0
应付票据	4631	8018	8523	10834
应付账款	3581	4677	5966	7584
预收款项	574	319	890	1384
应付职工薪酬	175	244	311	395
应交税费	225	637	809	1025
应付利息	0	0	-1	-2
应付股利	1089	0	0	0
其他应付款	1024	1341	1709	2172
预计负债	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	30	67	67	67
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**14723**	**17532**	**21106**	**27047.7**
长期借款	190	190	190	190
应付债券	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	191	191	191	191
负债合计	14914	17722	21297	27238
实收资本(或股本)	1031	2063	2063	2063
资本公积金	6586	6586	6586	6586
盈余公积金	313	313	313	313
未分配利润	4116	7369	12681	19291

现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动产生的现金流量净额	353	6219	4531	7117
投资活动产生的现金流量净额	-276	-2325	-1736	-1550

融资活动产生的现金流量净额	4488	-1185	658	839	少数股东权益	10	10	27	48
现金净变动	4564	2710	3454	6406	归属母公司股东的权益	12046	16330	21642	28253
期初现金余额	5033	9097	11806	15260	**所有者权益合计**	**12056**	**16340**	**21670**	**28301**
期末现金余额	**9597**	**11806**	**15260**	**21665**	**负债和股东权益总计**	**26969**	**34063**	**42966**	**55539**

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。