

垂直整合产业链，自给率提高改善盈利能力

——徐工机械（000425）调研快报

2012年3月9日

强烈推荐/维持

徐工机械

调研快报

王明德

分析师

执业证书编号：S1480511100001

联系人：韩庆

电话：010-66554026

邮箱：hanqing@dxzq.net.cn

事件：

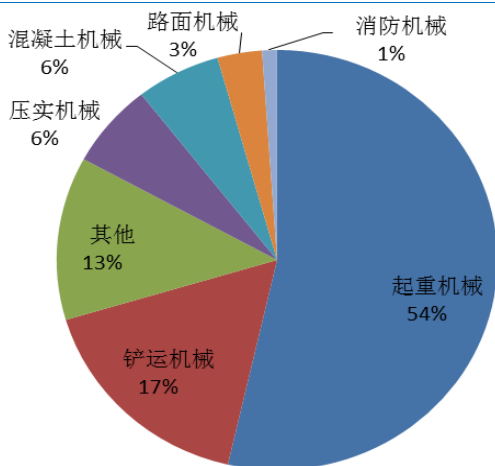
近日我去徐工机械进行了实地调研，并就公司经营情况，发展规划与公司进行了深入的交流和沟通。

观点：

1、公司在国内起重机械领域处于领先地位

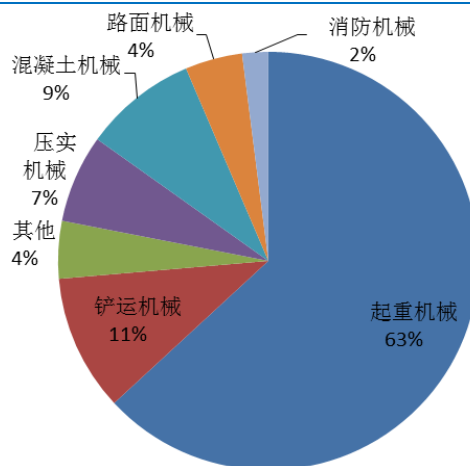
徐工机械的主营产品包括起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械、混凝土机械、消防机械以及其它工程机械。其中起重机械是公司目前的主要收入来源，并贡献了60%以上的毛利。起重机械板块中，来自汽车起重机的收入占70%以上。在其它业务板块中，混凝土机械板块和消防机械板块的收入近两年增速较快，不过在总收入中占比较小，暂时对公司的整体业绩影响不明显。2011年国内起重机械市场走势前高后低，据工程机械商贸网统计，去年国内共销售汽车起重机3.52万台，同比微降0.18%。

图 1：2011 年上半年公司各主营业务单元收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

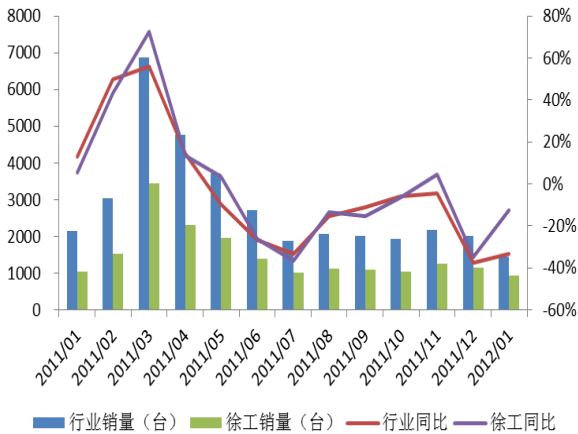
图 2：2011 年上半年公司各主营业务单元净利润构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

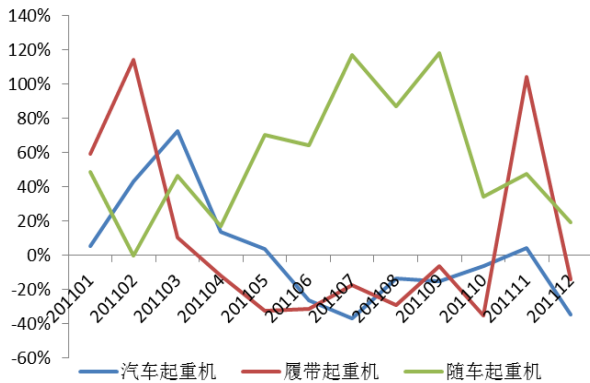
公司在国内起重机械市场中具有很强的竞争力，其中汽车起重机和随车吊产品在国内市场占有率列第一位，履带吊一直保持前三位。由于公司在中小吨位起重机械市场中拥有绝对竞争优势，下一步将重点发展大吨位起重机械产品。大吨位起重机械主要用于能源石化、风电、核电等下游领域，未来需求空间较大。

图 3：2011 年国内汽车起重机销量与徐工销量对比



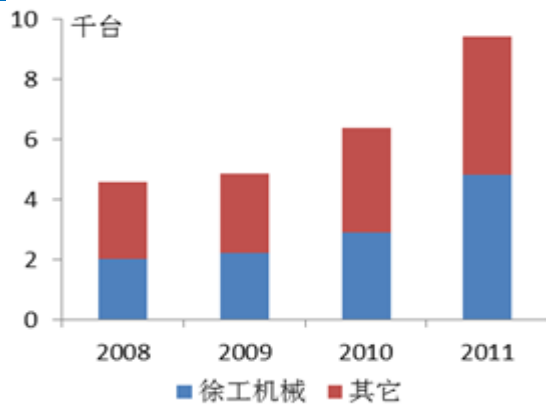
资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 5：2011 年国内起重机械各类产品销量增速



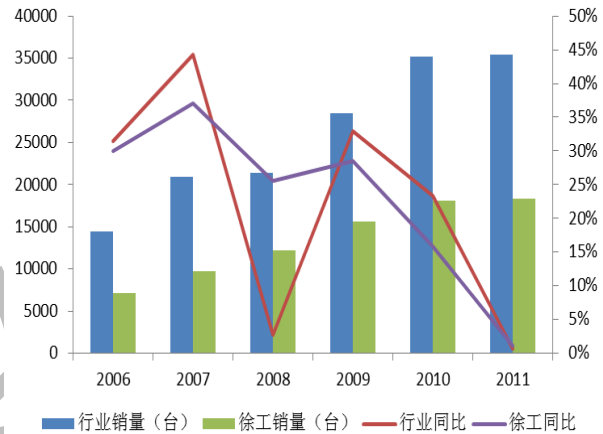
资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 7：2008-2011 年国内随车吊主要厂商销售情况



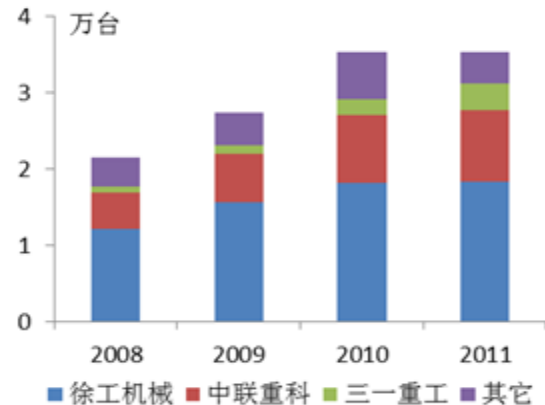
资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 4：2006-2011 年国内汽车起重机销量与徐工销量对比



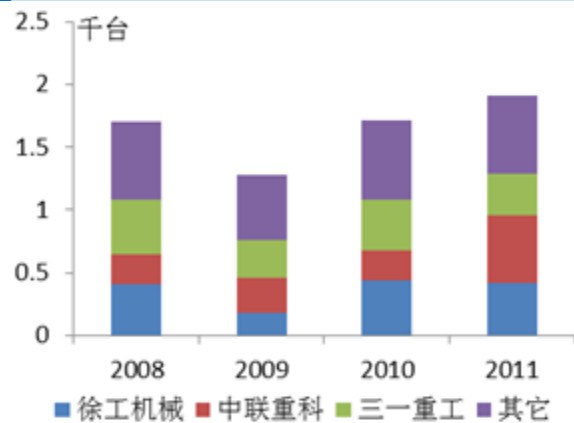
资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 6：2008-2011 年国内汽车起重机主要厂商销售情况



资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

图 8：2008-2011 年国内履带吊主要厂商销售情况

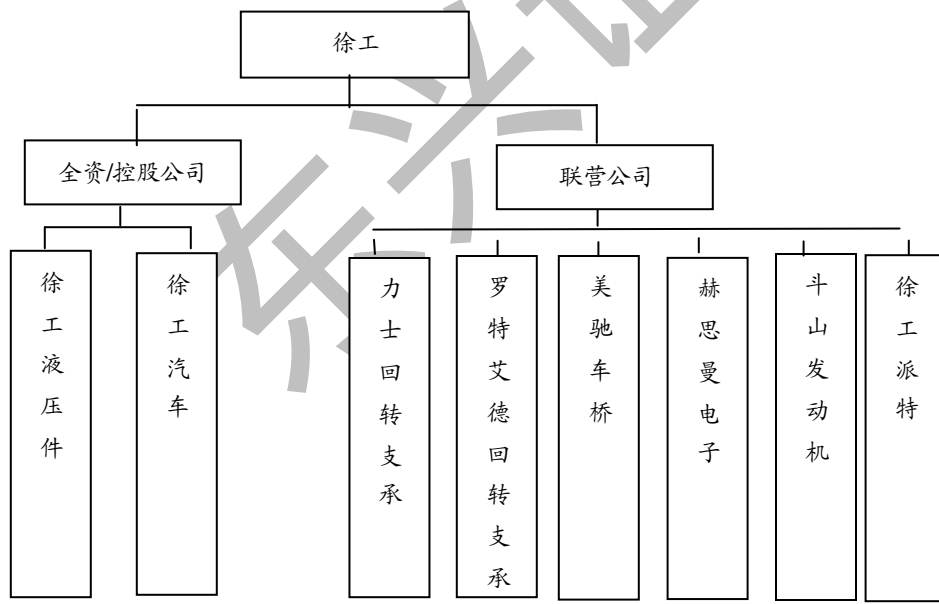


资料来源：工程机械商贸网，东兴证券研究所

2、公司正通过垂直整合产业链，提高零部件自给率

公司未来市场竞争的策略是垂直整合产业链，提高零部件自给率。集团公司现在已拥有液压件、汽车底盘、车桥、回转支撑、驱动桥、变速箱、发动机等零部件制造能力。自给率的提升将给公司带来三方面的好处：一是降低质量控制成本，保证主机产品质量的稳定性；二是降低采购成本，提升毛利率；三是打破关键零部件供货瓶颈，保证生产率。

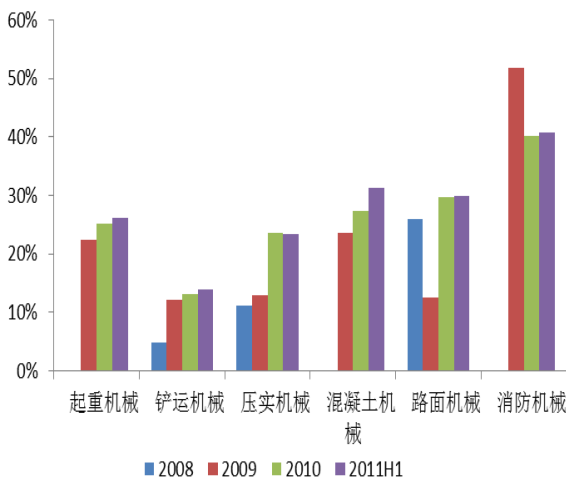
图 9：徐工控股或联营的零部件公司组织结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

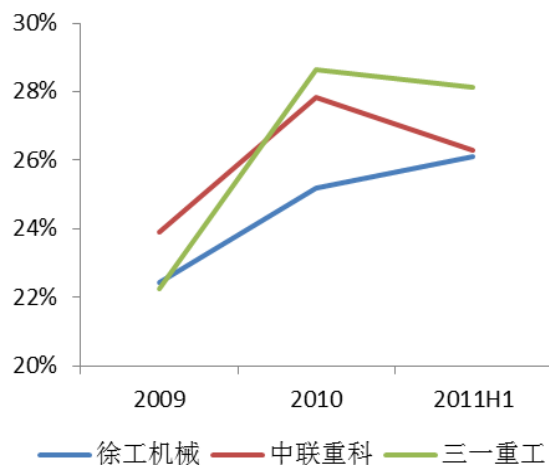
公司起重机械、铲运机械、混凝土机械产品的毛利率近几年不断上升，与中联重科、三一重工同类产品的差距正逐步缩小。未来随着公司产品自制率的提升，公司毛利率仍存在提升的空间。

图 10：2008-2011H1 公司各主营产品毛利情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 11：公司汽车起重机毛利率与中联、三一对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论:

- 1) 公司在国内中吨位汽车起重机市场占据绝对优势，在大吨位起重机市场亦拥有很强竞争力。未来公司将凭借品牌优势重点发展大吨位产品。随着大吨位产品占比提升，公司盈利能力将得到提升。
- 2) 公司未来市场竞争的策略是垂直整合产业链，提高零部件自给率。自给率的提升将给公司带来三方面的好处：一是降低质量控制成本，保证主机的稳定性；二是降低采购成本，提升毛利率；三是打破关键零部件供货瓶颈，保证生产率。
- 3) 我们预计随着公司零部件自给率的提升，销售毛利率将稳步提升。公司 2011 年至 2013 年的每股收益分别为 1.72 元、2.05 元和 2.44 元，对应的 PE 分别为 9.5 倍、7.9 倍和 6.7 倍。公司目前估值水平有较大优势，给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 1) 国内固定资产投资增速大幅下滑，下游基建投资减少；
- 2) 公司下属合资联营公司的经营管理风险。

表 3: 盈利预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	25,213.90	30,911.23	36,711.60	44,577.70
主营收入增长率	21.81%	22.60%	18.76%	21.43%
EBITDA(百万元)	3,581.73	4,465.21	5,482.57	6,721.15
EBITDA 增长率	59.28%	24.67%	22.78%	22.59%
净利润(百万元)	2,926.09	3,551.81	4,231.85	5,028.96
净利润增长率	68.04%	21.38%	19.15%	18.84%
ROE	24.29%	28.13%	26.43%	25.10%
EPS(元)	3.220	1.722	2.052	2.438
P/E	5.02	9.40	7.89	6.64
P/B	1.39	2.64	2.08	1.67
EV/EBITDA	2.52	5.81	4.77	3.91

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

韩庆

工学学士，管理学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事机械行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券