

业绩符合预期，海外销售快速增长

徐工机械(000425) 2011 年报点评

报告关键点:

- 2011年营业收入、净利润同比增长28%和15%，业绩符合预期
- 混凝土机械业务快速增长91%，业务毛利率上升0.21个百分点
- 信用销售力度加大，公司现金流状况持续恶化。

报告摘要:

- 2011年净利润增长15%，业绩符合预期。**2011年，公司实现营业收入329.7亿元，同比增长28.03%，实现归属母公司净利润33.8亿元，同比增长15.12%，实现EPS为1.64元，业绩符合此前预期。2011年度分配预案：每10股派现金红利2.5元。
- 起重机业务稳健增长11%，主营占比降至50%。**2011年，由于受国家宏观调控影响，房地产及基建投资增速持续回落，4月以来工程机械面临严峻考验。我国汽车起重机、履带起重机行业销量3.55万台、1,916台，同比仅增长0.11%、9.5%。作为行业龙头，公司汽车起重机、履带起重机销量18,351、418台，分别增长1.1%和下降3.7%，汽车起重机连续9年保持行业第一；但履带起重机业务受中联、三一的强力竞争市场份额下降3个百分点至21.8%；另一产品随车起重机销量4,833台，同比增长55.3%。2011年公司起重机业务收入157.3亿元，同比增长11%。
- 混凝土机械跨越式发展，销售收入大幅增长91%。**近年来，我国混凝土机械逐渐向二三线城市渗透，随着公司募投项目的陆续投产，2011年，混凝土机械业务快速发展，销售收入达到19.7亿元，同比大幅增长91%，在主营收入中占比为6.3%，而2010年占比只有4.3%，该业务毛利率27.6%，同比上升0.21个百分点。
- 产品结构变化降低综合毛利率水平。**2011年公司综合毛利率为20.7%，同比下降1个百分点，环比三季度下降1.3个百分点。由于主导产品起重机业务结构中随车起重机占比上升，导致该业务毛利率下降1.19个百分点至24%；由于2012年起重机行业需求仍较为低迷，因此预计毛利率水平将进一步放缓。
- 由于行业需求疲软，信用期限延长导致应收账款激增，公司现金流持续恶化。**2011年公司应收账款余额为120.6亿元，较年初大幅增长141%，在总资产中占比由去年的19.8%升至34.8%，报告期内，公司核销客户应收款1000万元。随着销售规模扩大，公司信用销售期限延长以及分期收款业务增加，经营活动现金流净额为-20.3亿元，同比去年同期的6.8亿元减少27.1亿元。公司的现金流非常紧张，为了满足业务规模扩大带来的流动资金需求，公司短期借款余额37亿元，较年初大幅增长176%，占总资产的比重上升5.42个百分点至10.7%。
- 国际化战略加快推进，出口业务收入大幅增长113%。**公司积极拓展海外渠道，目前拥有布局全球的营销网络，是国内最大的工程机械出口商之一，2011年公司出口销售达42亿元，同比大幅增长113%，在主营收入中占比达到13.5%，同比上升4.8个百分点。
- 维持“增持-A”投资评级。**2012年我国房地产调控仍将持续，铁路基建项目投资下降14%，工程机械步入调整期。我们预计公司2012-2014年实现EPS分别为1.76、2.02、2.33元，对应动态PE分别为8倍、7倍、6倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示。**宏观调控导致下游投资回落超预期；原材料价格波动风险；紧缩信贷导致信用销售存在坏账风险；行业景气度下降，市场竞争加剧。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	25,213.9	32,971.1	35,814.3	42,039.0	48,744.0
Growth(%)	21.8%	30.8%	8.6%	17.4%	15.9%
净利润	2,926.1	3,378.6	3,632.1	4,175.6	4,798.8
Growth(%)	68.0%	15.5%	7.5%	15.0%	14.9%
毛利率(%)	21.7%	20.7%	20.3%	20.3%	20.2%
净利润率(%)	11.6%	10.2%	10.1%	9.9%	9.8%
每股收益(元)	1.42	1.64	1.76	2.02	2.33
每股净资产(元)	5.84	7.35	8.97	10.83	12.97
市盈率	10.2	8.8	8.2	7.1	6.2

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:
17.60 元

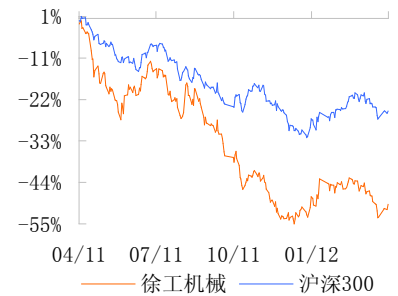
期限: 6个月 上次预测: 15.30元

现价(2012年04月10日): 14.44元

报告日期:
2012-04-11

总市值(百万元)	29,786.23
流通市值(百万元)	14,928.87
总股本(百万股)	2,062.76
流通股本(百万股)	1,033.86
12个月最低/最高	12.38/29.50元
十大流通股股东(%)	33.52%
股东户数	200,019

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.65)	(6.89)	(25.19)
绝对收益	(9.07)	(3.93)	(50.05)

王书伟

 021-68763578
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 wangsw@essence.com.cn
 S1450511090004

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

前期研究成果

徐工机械: 发行公司债融资, 优化负债结构

2011-12-29

徐工机械: 三季度业绩不达预期, 四季度压力犹存

2011-10-31

徐工机械: 毛利率提升, 上半年业绩超预期

2011-08-12

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-4-10
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	25,213.9	32,971.1	35,814.3	42,039.0	48,744.0	成长性					
减: 营业成本	19,743.8	26,151.8	28,534.4	33,489.3	38,904.9	营业收入增长率	21.8%	30.8%	8.6%	17.4%	15.9%
营业税费	87.7	120.7	125.4	147.1	170.6	营业利润增长率	65.3%	17.6%	9.0%	15.1%	15.0%
销售费用	847.2	1,271.4	1,407.5	1,636.6	1,906.6	净利润增长率	68.0%	15.5%	7.5%	15.0%	14.9%
管理费用	1,071.4	1,314.9	1,475.1	1,704.0	1,991.7	EBITDA 增长率	58.9%	20.1%	9.9%	16.9%	13.2%
财务费用	-3.9	78.7	20.0	113.1	71.1	EBIT 增长率	62.6%	20.1%	7.3%	17.2%	13.8%
资产减值损失	184.8	136.1	5.6	61.6	79.4	NOPLAT 增长率	67.2%	18.6%	5.5%	17.1%	13.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	381.6%	220.2%	34.2%	17.9%	17.5%
投资和汇兑收益	32.0	1.0	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	173.5%	25.7%	22.0%	20.8%	19.8%
营业利润	3,314.8	3,898.5	4,248.4	4,889.3	5,621.7	利润率					
加: 营业外净收支	81.5	49.7	24.6	23.2	23.9	毛利率	21.7%	20.7%	20.3%	20.3%	20.2%
利润总额	3,396.3	3,948.1	4,273.0	4,912.5	5,645.6	营业利润率	13.1%	11.8%	11.9%	11.6%	11.5%
减: 所得税	477.9	569.6	641.0	736.9	846.8	净利率	11.6%	10.2%	10.1%	9.9%	9.8%
净利润	2,926.1	3,378.6	3,632.1	4,175.6	4,798.8	EBITDA/营业收入	14.0%	12.9%	13.0%	13.0%	12.7%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	13.1%	12.1%	11.9%	11.9%	11.7%
货币资金	9,096.6	8,367.6	7,096.4	7,884.3	8,210.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	27	34	39	38
应收帐款	4,122.8	10,378.1	10,056.8	11,365.2	13,432.7	流动营业资本周转天数	-20	41	94	111	123
应收票据	911.6	736.2	794.8	935.8	1,083.4	流动资产周转天数	227	265	280	260	261
预付帐款	706.7	1,684.1	2,725.6	3,962.5	5,391.0	应收帐款周转天数	41	75	98	88	88
存货	5,729.4	6,721.3	7,245.0	8,555.1	9,908.3	存货周转天数	67	69	71	69	69
其他流动资产	0.8	0.4	0.7	0.8	1.2	总资产周转天数	285	325	353	325	318
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	38	101	166	177	179
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.3	7.3	8.7	8.0	8.3	ROE	24.2%	22.3%	19.6%	18.7%	17.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.8%	9.7%	10.2%	10.3%	10.5%
固定资产	2,398.8	2,569.1	4,100.5	4,995.8	5,348.6	ROIC	318.7%	78.5%	25.9%	22.6%	21.8%
在建工程	521.3	2,762.2	2,015.1	1,448.0	987.8	费用率					
无形资产	1,144.3	1,325.8	1,237.4	1,154.9	1,077.9	销售费用率	3.4%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	162.7	161.5	162.1	161.8	161.9	管理费用率	4.2%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%
资产总额	24,801.1	34,713.5	35,442.9	40,472.1	45,611.7	财务费用率	0.0%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%
短期债务	1,225.6	3,709.9	2,709.9	1,702.9	1,400.0	三费/营业收入	7.6%	8.1%	8.1%	8.2%	8.1%
应付帐款	4,605.2	6,008.8	6,720.2	7,790.9	9,106.7	偿债能力					
应付票据	4,631.0	4,959.9	5,159.6	6,203.6	7,120.8	资产负债率	51.4%	56.3%	47.8%	44.9%	41.4%
其他流动负债	974.3	1,228.3	1,265.2	1,435.5	1,569.2	负债权益比	105.7%	129.1%	91.7%	81.4%	70.6%
长期借款	190.0	219.0	239.0	249.0	259.0	流动比率	1.64	1.71	1.84	2.09	2.28
其他非流动负债	0.7	3,017.7	1,538.3	2,311.5	1,968.1	速动比率	1.18	1.29	1.35	1.54	1.68
负债总额	12,745.4	19,558.7	16,963.0	18,183.3	18,897.9	利息保障倍数	858.59	50.56	213.42	44.21	80.11
少数股东权益	9.7	12.8	12.8	12.8	12.8	分红指标					
股本	1,031.4	2,062.8	2,062.8	2,062.8	2,062.8	DPS(元)	0.09	-	0.14	0.16	0.19
留存收益	11,014.7	13,079.3	16,420.8	20,262.4	24,677.2	分红比率	6.2%	0.0%	8.0%	8.0%	8.0%
股东权益	12,055.8	15,154.8	18,496.3	22,337.9	26,752.8	股息收益率	0.6%	0.0%	1.0%	1.1%	1.3%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2,918.4	3,378.6	3,632.1	4,175.6	4,798.8	EPS(元)	1.42	1.64	1.76	2.02	2.33
加: 折旧和摊销	270.8	320.8	397.4	451.6	482.2	BVPS(元)	5.84	7.35	8.97	10.83	12.97
资产减值准备	184.8	136.1	5.6	61.6	79.4	PE(X)	10.2	8.8	8.2	7.1	6.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.0	1.6	1.3	1.1
财务费用	86.2	68.5	169.2	20.0	113.1	P/FCF	-45.3	-66.3	-7.8	45.4	182.1
投资收益	-32.0	-1.0	-2.0	-2.0	-2.0	P/S	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-7.7	-	-	-	-	EV/EBITDA	2.1	6.8	6.5	5.5	4.7
营运资金的变动	-3,242.0	-7,086.8	-1,072.9	-2,643.4	-3,666.6	CAGR(%)	12.7%	12.4%	14.6%	14.3%	13.8%
经营活动产生现金流量	475.7	-2,029.8	2,980.1	2,156.5	1,762.8	PEG	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-785.2	-3,109.7	-1,097.8	-698.1	-297.9	ROIC/WACC	30.6	7.5	2.5	2.2	2.1
融资活动产生现金流量	4,391.0	4,351.6	-2,969.3	-604.9	-1,167.5	REP	0.1	0.3	0.6	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034