

中期业绩下滑 现金流压力大增

投资要点: 2012年中报

1、事件

公司2012年上半年实现收入180亿元,同比增长-8%;净利润15.9亿元,同比增长-29%;EPS0.77元;ROE10%,比上年同期下降6.8个百分点。经营性现金流-1.62元/股,同比大幅下降264%。

2、我们的判断与分析

(1) 起重机持续低迷,混凝土机械大幅增长

公司上半年受房地产、基建等下游需求低迷影响较为明显,收入占比43%起重机收入同比-26%,起重机销量共10180台,同比-29%;收入占比23%铲运机械收入同比增长23%,其中装载机销量8119台,同比-13%;混凝土机械行业维持较高景气,公司该项业务收入(占比13%)同比增长98%;压实机械和路面机械收入同比分别下滑42%和33%;消防机械收入同比增长109%。公司上半年出口收入大幅增长56%,抵消国内低迷影响。

(2) 盈利能力同比下降,期间费用上升

二季度单季收入同比增长2%,环比改善明显,但净利润同比下滑-28%,环比持平。上半年综合毛利率21.2%,同比下降1个百分点,环比基本持平;净利率8.9%,同比下降2.5个百分点,净利率逐季下滑明显。期间费用率9%,同比增加1.5个百分点,主要由于财务费用增加较快。

(3) 应收账款、现金流压力依然严峻

由于下游需求放缓,市场竞争加剧、下游客户资金偏紧,回款率较差,报告期应收账款达62亿元,同比增加73%,但较年初下降37%,收入占比也由1季度末的166%下降至90%,回款压力有所减缓,但依然严峻。经营性现金流-1.62元/股,短期融资需求迫切。

3、投资建议

下半年基建投资有望温和复苏,公司起重机产品需求有望小幅改善;混凝土机械有望维持较高景气。预计2012~2014年EPS分别为1.32元、1.45元、1.51元,对应PE为10.2、8.5、8.2倍。给予“中性”评级。

徐工机械(000425.SZ)

中性 首次覆盖

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ☎: (8621) 20257807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

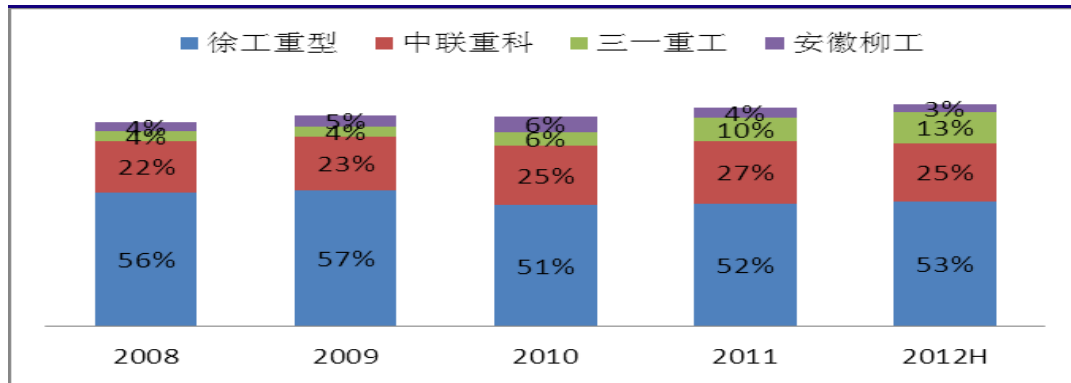
市场数据 时间 2012.08.14

A股收盘价(元)	12.55
A股一年内最高价(元)	23.82
A股一年内最低价(元)	12.15
上证指数	2142.52
市净率	1.68
总股本(亿股)	20.62
实际流通A股(亿股)	10.33

相关研究

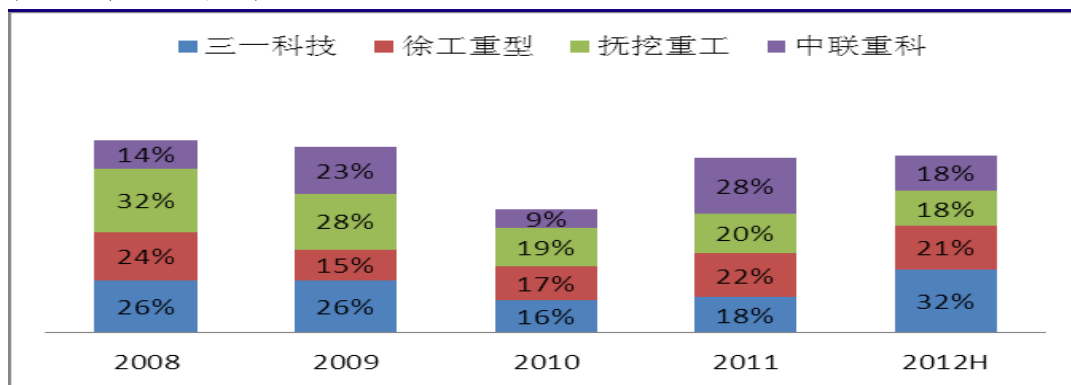
附录 1: 起重机市占率

表 1: 汽车起重机市占率



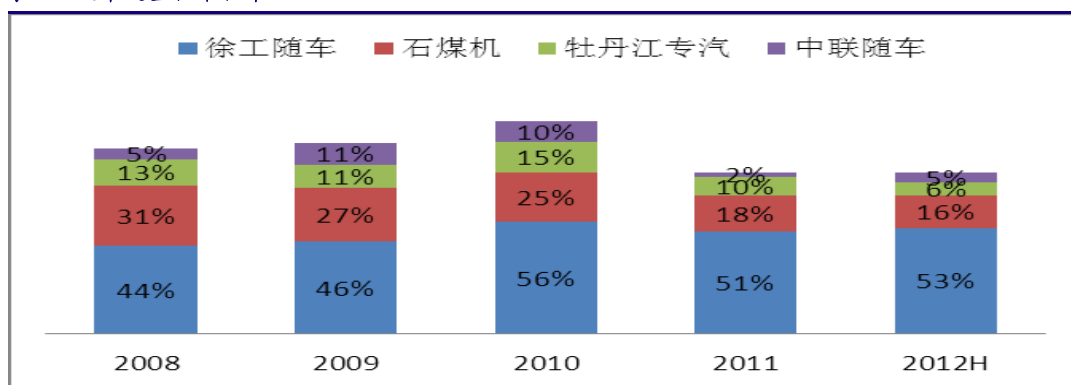
资料来源: 中国银河证券研究部、工程机械商贸网

表 2: 履带起重机市占率



资料来源: 中国银河证券研究部、工程机械商贸网

表 3: 随车起重机市占率



资料来源: 中国银河证券研究部、工程机械商贸网

附录 2: 分产品预测表

表 4: 分产品预测表

单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	18296.2	22844.4	31256.9	30016.9	33413.5	36850.5
起重机械(百万元 人民币)	12,651.27	14,177.57	15,731.37	12585.10	13843.61	15227.97
铲运机械(百万元 人民币)	2,129.41	3,506.97	5,655.20	7069.00	7775.90	8553.49
工程机械备件及其他(百万元 人民币)	877.97	1,346.74	3,252.33	2601.86	2862.05	3148.26
混凝土机械(百万元 人民币)	393.14	1033.71	1974.67	3949.34	4739.21	5213.13
其他(百万元 人民币)	289.82	355.16	1727.89	2073.47	2280.81	2508.90
压实机械(百万元 人民币)	1259.82	1565.53	1668.5	1167.95	1284.75	1477.46
路面机械(百万元 人民币)	511.87	613.8	760.23	570.17	627.19	721.27
消防机械(百万元 人民币)	182.89	244.91	486.72	973.44	1460.16	2190.24
营业收入增速	507.0%	24.9%	36.8%	-4.0%	11.3%	10.3%
起重机械(%)		12.1%	11.0%	-20.0%	10.0%	10.0%
铲运机械(%)	0.9%	64.7%	61.3%	25.0%	10.0%	10.0%
工程机械备件及其他(%)		53.4%	141.5%	-20.0%	10.0%	10.0%
混凝土机械(%)		162.9%	91.0%	100.0%	20.0%	10.0%
其他(%)	231.3%	22.5%	386.5%	20.0%	10.0%	10.0%
压实机械(%)	93.3%	24.3%	6.6%	-30.0%	10.0%	15.0%
路面机械(%)	210.1%	19.9%	23.9%	-25.0%	10.0%	15.0%
消防机械(%)		33.9%	98.7%	100.0%	50.0%	50.0%
营业收入构成						
起重机械(%)	69.1%	62.1%	50.3%	41.9%	41.4%	41.3%
铲运机械(%)	11.6%	15.4%	18.1%	23.6%	23.3%	23.2%
工程机械备件及其他(%)	4.8%	5.9%	10.4%	8.7%	8.6%	8.5%
混凝土机械(%)	2.1%	4.5%	6.3%	13.2%	14.2%	14.1%
其他(%)	1.6%	1.6%	5.5%	6.9%	6.8%	6.8%
压实机械(%)	6.9%	6.9%	5.3%	3.9%	3.8%	4.0%
路面机械(%)	2.8%	2.7%	2.4%	1.9%	1.9%	2.0%
消防机械(%)	1.0%	1.1%	1.6%	3.2%	4.4%	5.9%
毛利率	20.6%	23.1%	22.0%	20.0%	19.6%	18.9%
起重机械(%)	22.43%	25.19%	24.00%	24.5%	24.0%	23.5%
铲运机械(%)	12.15%	13.16%	16.53%	15.8%	15.0%	14.0%
工程机械备件及其他(%)	15.45%	7.95%	9.30%	4.0%	4.0%	4.0%
混凝土机械(%)	23.58%	27.40%	27.61%	26.7%	26.0%	25.0%
其他(%)	13.32%	18.80%	13.01%	12.0%	12.0%	12.0%
压实机械(%)	12.96%	23.51%	22.10%	21.0%	20.5%	20.0%
路面机械(%)	12.57%	29.64%	30.23%	26.2%	26.0%	25.0%
消防机械(%)	51.71%	40.05%	44.07%	48.0%	48.0%	48.0%
主营成本	14522.3	17559.6	24388.8	24014.6	26877.8	29868.3

起重机械(百万元 人民币)	9813.6	10606.2	11955.8	9501.7	10521.1	11649.4
铲运机械(百万元 人民币)	1870.7	3045.5	4720.4	5952.1	6609.5	7356.0
工程机械备件及其他(百万元 人民币)	742.3	1239.7	2949.9	2497.8	2747.6	3022.3
混凝土机械(百万元 人民币)	300.4	750.5	1429.5	2894.9	3507.0	3909.8
其他(百万元 人民币)	251.2	288.4	1503.1	1824.7	2007.1	2207.8
压实机械(百万元 人民币)	1096.5	1197.5	1299.8	922.7	1021.4	1182.0
路面机械(百万元 人民币)	447.5	431.9	530.4	420.8	464.1	541.0
消防机械(百万元 人民币)	88.3	146.8	272.2	506.2	759.3	1138.9

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

附录 3：关键指标预测表、资产负债表、利润表、现金流量表

表 5：关键指标预测表

关键指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.81%	30.77%	-3.97%	11.32%	10.29%
净利润增长率	68.04%	15.47%	-19.51%	9.65%	4.61%
EBITDA 增长率	58.43%	21.05%	-19.74%	11.75%	3.32%
EBIT 增长率	61.67%	21.26%	-15.51%	10.94%	2.65%
估值指标					
PE	9	8	10	9	8
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	3	7	10	9	8
EV/EBIT	3	8	10	9	9
EV/NOPLAT	4	9	12	10	10
EV/Sales	0	1	1	1	1
EV/IC	1	2	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	21.69%	20.68%	20.00%	19.56%	18.95%
EBITDA 率	14.08%	13.03%	10.89%	10.93%	10.24%
EBIT 率	13.00%	12.06%	10.61%	10.57%	9.84%
税前净利润率	13.47%	11.97%	10.10%	9.95%	9.44%
税后净利润率 (归属母公司)	11.61%	10.25%	8.59%	8.46%	8.03%
ROA	11.77%	9.73%	6.20%	6.71%	6.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.29%	22.31%	15.68%	15.07%	14.08%
经营性 ROIC	29.84%	16.44%	10.69%	11.88%	11.24%
WACC	10.70%	10.01%	9.74%	10.06%	10.08%
ROIC-WACC	19.15%	6.44%	0.95%	1.81%	1.16%
资本结构					
资产负债率	51.39%	56.34%	60.41%	55.48%	54.44%

权益乘数	2.06	2.29	2.53	2.25	2.20
流动资产/总资产	82.93%	80.34%	84.44%	84.69%	86.13%
非流动资产/总资产	17.07%	19.66%	15.56%	15.31%	13.87%
有形资产/总资产	94.73%	95.72%	96.79%	96.95%	97.34%
流动负债/总负债	98.50%	83.45%	93.23%	89.50%	91.44%
非流动负债/总负债	1.50%	16.55%	6.77%	10.50%	8.56%
有息负债/总投入资本	15.31%	35.36%	35.04%	25.81%	23.39%
权益/总投入资本	127.69%	73.25%	64.99%	74.22%	76.65%
偿债能力					
流动比率	1.64	1.71	1.50	1.71	1.73
速动比率	1.18	1.30	1.14	1.32	1.34
归属母公司权益/有息债务	8.33	2.07	1.85	2.87	3.28
有形资产/有息债务	16.25	4.54	4.53	6.26	7.00
已获利息倍数 (EBIT/利息费用)		283.55	22.41	17.88	26.34
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.42	1.64	1.32	1.45	1.51
每股红利	0.06	0.25	0.26	0.36	0.45
每股经营现金流	0.23	(0.98)	(1.60)	1.97	0.90
每股自由现金流(FCFF)	0.11	(1.80)	(1.72)	1.48	0.43
每股净资产	5.84	7.34	8.41	9.59	10.74
每股销售收入	12.22	15.98	15.35	17.09	18.84
每股 EBITDA	1.72	2.08	1.67	1.87	1.93
营运能力					
应收账款周转率	8.81	4.82	3.12	3.43	3.68
应收账款周转天数	40.87	74.62	115.40	105.07	97.82
存货周转率	4.28	4.20	3.27	3.30	3.54
存货周转天数	84.14	85.70	110.12	109.15	101.57
应付账款周转率	6.77	6.59	4.85	4.83	5.26
应付账款周转天数	53.20	54.67	74.20	74.60	68.40
营业周期	125.00	160.32	225.52	214.21	199.38
现金周期	71.80	105.65	151.33	139.61	130.98
总资产周转率	1.26	1.11	0.81	0.80	0.83
杜邦分析					
ROE (归属母公司)	24.29%	22.31%	15.68%	15.07%	14.08%
归属母公司净利润占比	100.26%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
销售净利率	11.57%	10.25%	8.59%	8.46%	8.03%
总资产周转率	1.26	1.11	0.81	0.80	0.83
权益乘数 (杜邦分析)	1.66	1.97	2.26	2.23	2.10
ROIC 分解					
获利能力-经营利润率 (EBIT/收入)	13.00%	12.06%	10.61%	10.57%	9.84%
资本效率-投入资本周转率	3.48	2.19	1.34	1.32	1.40

1-税率	85.93%	85.57%	85.00%	85.00%	85.00%
收益质量					
经营活动净收益/利润总额	96.66%	98.72%	99.69%	99.71%	99.73%
价值变动净收益/利润总额	0.94%	0.03%	0.31%	0.29%	0.27%
营业外收支净额/利润总额	2.40%	1.26%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	14.07%	14.43%	15.00%	15.00%	15.00%
现金流量					
经营活动现金流量净额/经营活动净收益	14.49%	-52.08%	-103.51%	115.89%	50.46%
自由现金流	219.79	(3,722.47)	(3,549.63)	3,060.17	895.13

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

表 6: 利润表

利润表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	25,214	32,971	31,663	35,246	38,871
营业成本	19,744	26,152	25,332	28,352	31,506
折旧和摊销	271	321	89	127	156
营业税费	88	121	117	127	142
销售费用	847	1,271	1,362	1,551	1,710
管理费用	1,071	1,315	1,362	1,516	1,633
财务费用	(4)	79	170	228	165
资产减值损失	185	136	132	(26)	55
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	32	1	10	10	10
营业利润	3,315	3,898	3,199	3,508	3,670
利润总额	3,396	3,948	3,199	3,508	3,670
少数股东损益	(8)	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	2,926	3,379	2,719	2,982	3,120
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	1.42	1.64	1.32	1.45	1.51
NOPLAT	2,817.57	3,402.56	2,855.39	3,167.72	3,251.59
EBIT	3,278.95	3,976.15	3,359.28	3,726.73	3,825.40
EBITDA	3,549.77	4,296.98	3,448.69	3,853.99	3,981.83

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

表 7: 资产负债表

资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
总资产	24,801	34,714	43,850	44,466	48,667
流动资产	20,568	27,888	37,025	37,658	41,917
货币资金	9,097	8,368	6,333	7,049	7,774
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	3,897	9,772	10,528	10,045	11,078
应收票据	912	736	792	846	894
其他应收款	226	607	570	599	661

存货	5,729	6,721	8,776	8,416	9,362
非流动资产	4,233	6,826	6,825	6,808	6,750
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	6	7	8	9	10
固定资产	2,399	2,569	3,315	3,853	4,231
无形资产	1,144	1,326	1,259	1,197	1,137
总负债	12,745	19,559	26,492	24,669	26,496
无息负债	11,300	12,242	17,132	17,784	19,732
有息负债	1,446	7,316	9,359	6,885	6,765
股东权益	12,056	15,155	17,359	19,797	22,171
股本	1,031	2,063	2,063	2,063	2,063
公积金	6,899	6,965	7,237	7,467	7,467
未分配利润	4,116	6,115	8,047	10,254	12,628
少数股东权益	10	13	13	13	13
归属母公司权益	12,046	15,142	17,346	19,784	22,158
Vd	1,446	7,316	9,359	6,885	6,765
Ve	12,963	25,913	25,913	25,913	25,913
EV	10,349	31,449	35,264	32,789	32,668
IC	9,441	20,691	26,710	26,672	28,925

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

表 8: 现金流量表

现金流量表 (百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	476	(2,030)	(3,301)	4,054	1,847
净利润	2,926	3,379	2,719	2,982	3,120
折旧摊销	271	321	89	127	156
净营运资金增加	4,010	8,690	6,021	(19)	2,311
其他	(6,731)	(14,419)	(12,131)	964	(3,740)
投资活动产生现金流	(785)	(3,110)	(91)	(91)	(91)
净资本支出	(1,144)	(1,326)	100	100	100
长期投资变化	6	7	(1)	(1)	(1)
其他资产变化	353	(1,791)	(190)	(190)	(190)
融资活动现金流	4,391	4,352	1,357	(3,247)	(1,031)
股本变化	164	1,031	0	0	0
债务净变化	(94)	5,871	2,043	(2,474)	(120)
无息负债变化	2,175	943	4,890	652	1,948
净现金流	4,064	(797)	(2,035)	717	725

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

邱世梁、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn