



持有

8% ↑

目标价格: 人民币13.57

原评级: 买入 原目标价格: 人民币18.67

000425.SZ

价格: 人民币12.55

目标价格基础: 10倍2012市盈率

板块评级: 中立

主要催化剂/事件

- 工程机械销量和固定资产投资增速相关, 未来固定资产投资增速仍可能进一步下滑

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8)	(7)	(13)	(47)
相对新华富时A50指数	(8)	(2)	(4)	(32)

发行股数(百万)	2,063
流通股(%)	51
流通股市值(人民币 百万)	25,888
3个月日均交易额(人民币 百万)	197
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
徐工集团	49

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月14日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

许民乐, CFA

(8621) 2032 8589

minle.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120009

徐工机械

中期净利润下滑29%, 应收账款大幅增加

2012年上半年公司实现收入179.6亿元, 同比下滑7.96%, 归属于母公司的净利润实现15.90亿元, 同比下滑28.67%。公司利润下滑快于收入下滑, 主要原因是公司主要工程机械产品毛利率下滑, 同时由于竞争的加剧以及财务成本的增加, 虽然收入下滑, 期间费用仍有增长。分产品来看, 装载机和混凝土机械由于基数较低, 上半年保持了高增长, 起重机收入下滑26%, 但好于销量下滑。路面机械由于公路和铁路建设的放缓, 销量滑幅度超过30%。消防车则保持了较快的增速。公司上半年应收账款的大幅增加, 预计公司信用销售比重达到40%以上, 未来这将给公司带来风险。我们下调目标价至13.57元, 将该股评级由买入下调至持有。

中报要点

- 上半年, 徐工起重机销售收入下滑26%, 出口保持了较快的增长, 国内销售销量同比下滑42%, 略好于全行业46%的降幅。下半年由于基数的原因, 预计跌幅会收窄, 但行业整体需求难有大的起色。
- 由于基数较低原因, 上半年公司混凝土机械增速达到97.7%, 目前混凝土搅拌站和混凝土泵车的需求和增速最高, 公司的混凝土产品有一定的技术储备, 未来在收入中的占比将不断提升。随着公司未来全新混凝土机械基地、搅拌站基地等项目陆续开工达产, 混凝土机械销售仍将保持快于行业增速的增长。
- 在国内需求下滑的情况下出口业务目前有持续的增长, 目前公司的出口主要集中在发展中国家, 因此受欧债危机的影响较小, 2012年上半年公司产品出口增长56%, 保持了强劲的势头, 起重机、装载机、压路机和平地机的出口都有比较好的表现。
- 根据中报披露的公司应收账款的增加以及按揭担保等数据, 我们预计徐工信用销售占销售收入比重约40%-50%, 占比有所提高, 随着应收账款的大幅增加, 公司面临信用风险也将加大, 也给未来销售增长带来压力。

估值

- 由于工程机械下游需求短期内难以见到明显的起色, 工程机械产品销量难有明显回升。我们下调2012-2014年收入和盈利预测, 由于行业平均估值下移, 参考10倍2012年预测市盈率, 我们将公司目标价从18.67元人民币下调至13.57元, 将该股评级由买入下调至持有。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	25,214	32,971	30,603	35,101	39,925
变动(%)	22	31	(7)	15	14
净利润(人民币 百万)	2,926	3,379	2,798	3,301	3,805
全面摊薄每股收益(人民币)	1.419	1.638	1.357	1.601	1.844
变动(%)	41.3	15.5	(17.2)	18.0	15.2
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.717	1.983	2.15
调整幅度(%)	-	-	(21.0)	(19.3)	(14.2)
核心每股收益(人民币)	1.462	1.674	1.413	1.636	1.880
变动(%)	44.7	14.5	(15.6)	15.8	14.9
全面摊薄市盈率(倍)	8.8	7.7	9.3	7.8	6.8
核心市盈率(倍)	8.6	7.5	8.9	7.7	6.7
每股现金流量(人民币)	0.23	(0.98)	1.73	1.18	1.36
价格/每股现金流量(倍)	54.4	(12.8)	7.2	10.6	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	5.6	6.1	5.0	4.0
每股股息(人民币)	0.000	0.051	0.339	0.400	0.461
股息率(%)	0.0	0.4	2.7	3.2	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2012 年半年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业收入	19,514.89	17,961.40	(7.96)
营业成本	15,283.84	14,216.45	(6.98)
营业税金及附加	81.62	93.26	14.26
销售费用	737.82	776.57	5.25
管理费用	721.66	766.24	6.18
财务费用	24.72	94.23	281.19
资产减值损失	65.06	191.70	194.65
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.82	(0.34)	0.00
营业利润	2,600.68	1,822.72	(29.91)
营业外收入	19.51	31.34	60.64
营业外支出	9.63	6.07	(36.97)
税前利润	2,610.56	1,847.98	(29.21)
所得税	381.66	258.11	(32.37)
净利润	2,228.90	1,589.87	(28.67)
少数股东损益	(0.02)	(0.11)	450.00
归属于母公司所有者的净利润	2,228.92	1,589.98	(28.67)

主要比率(%)	百分比变动		
毛利率	21.68	20.85	(0.83)
净利率	11.42	8.85	(2.57)

资料来源: 公司数据

中期收入下滑 8%, 净利润下滑 29%

2012 年上半年公司实现收入 179.6 亿元, 同比下滑 7.96%, 归属于母公司的净利润实现 15.90 亿元, 同比下滑 28.67%。公司利润下滑快于收入下滑, 主要原因是公司主要工程机械产品毛利率下滑, 同时虽然收入下滑, 期间费用仍有增长。分产品来看, 装载机和混凝土机械由于基数较低, 上半年保持了高增长, 起重机收入下滑 26%, 但好于销量下滑。路面机械由于公路和铁路建设的放缓, 销量滑幅度超过 30%。消防车则保持了较快的增速。

公司 2012 年上半年综合毛利率为 20.85%, 较上年下降 0.83 个百分点, 主要原因是市场竞争激烈, 公司为了保持市场份额, 采取了促销策略。

图表 2.分产品收入

产品	2012 年上半年收入 (人民币, 百万)	收入增长率 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 百分点变化
起重机	7,320	(26.24)	24.48	(1.64)
装载挖掘机	3,846	23.58	15.78	1.88
混凝土机械	2,268	97.70	26.74	(4.48)
压路机	697	(41.80)	20.98	(2.34)
路面机械	404	(33.40)	26.20	(3.65)
消防车	421	48.67	48.67	8.02
其他	830	12.10	12.10	2.04
配件	1,296	4.36	4.36	0.78
合计	17,080	(7.77)	21.19	(0.99)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

起重机业务收入下滑好于行业平均水平

上半年，徐工起重机销售收入下滑 26%，出口保持了较快的增长。由于 2011 年 1 季度是汽车起重机销售的历史记录，在今年固定资产投资增速回落的背景下，起重机需求下滑，从上半年按月销量看，除 2 月份由于春节因素，销量降幅在个位数外，其他月份销量降幅多在 30% 以上。徐工 2012 年上半年的起重机整体销量同比下滑 42%，略好于全行业 46% 的降幅。下半年由于基数的原因，预计跌幅会收窄，但行业整体需求难有大的起色。

图表 3. 徐工起重机 2012 年按月销量

起重机	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月
徐工重型当月销量(台)	918	1,488	1,150	945	1,077	1,194
当月同比 (%)	(12.57)	(1.78)	(66.67)	(58.93)	(44.77)	(14.71)
累计同比 (%)	(12.57)	(6.20)	(40.88)	(45.88)	(45.67)	(41.95)
行业当月销量(台)	1,438	2,860	2,397	1,750	2,217	2,009
当月同比 (%)	(33.33)	(9.15)	(65.06)	(63.36)	(40.19)	(26.06)
累计同比 (%)	(33.33)	(18.98)	(44.97)	(50.15)	(48.36)	(45.77)

资料来源：中国工程机械协会

混凝土机械保持高增长

混凝土机械行业市场需求比较强劲，随着我国三四线城市城镇化进程加快、中西部基建投资加快以及混凝土商品化率的提升，混凝土机械的市场需求非常旺盛，公司 2011 年混凝土机械同比上升 91%，市场占有率 9%，排名国内第三。由于目前的基数较低，2012 年上半年，徐工混凝土设备仍然实现了 97.7% 的高速增长，预计全年增速将在 80% 左右。公司混凝土的增长并不局限于泵车拖泵产品，目前混凝土搅拌站和混凝土泵车的需求和增速最高，公司的混凝土产品有一定的技术储备，未来在收入中的占比将不断提升。随着销量的不断上升，混凝土产品的毛利率将保持稳定，不过与三一重工(600031.SS/人民币 11.76, 买入)和中联重科(000157.SZ/人民币 9.38; 1157.HK/港币 9.07, 买入)的依然有一定差距。随着公司未来全新混凝土机械基地、搅拌站基地等项目陆续开工达产，混凝土机械销售增速预计仍将保持快于行业增长的增速。

出口势头依然良好

尽管公司的汽车起重机出口量占到全行业的 60% 多，但是从数量来看，依然有很大的提升空间，在国内需求下滑的情况下出口业务目前有持续的增长，目前公司的出口主要集中在发展中国家，因此受欧债危机的影响较小，2012 年上半年公司产品出口增长 56%，保持了强劲的势头，起重机、装载机、压路机和平地机的出口都有比较好的表现。

公司 H 股的发行目前正在等待适合的时间窗口，H 股的发行主要是为了海外建厂、海外营销平台的建设、海外研发基地的设立以及核心零部件的采购。

信用销售比重增加

我们根据中报披露的公司应收账款的增加以及按揭担保等数据，我们预计徐工信用销售占销售收入比重约 40%-50%，其中融资租赁占整个销售收入的比重在 30% 左右，分期付款占比约在 15%-20%，银行按揭占比在 5%-10%，随着应收账款的大幅增加，公司面临信用风险也将加大，也给未来销售增长带来压力。

图表 4.徐工上半年应收账款和按揭担保的变化情况

(人民币, 百万)

6月30日应收账款余额	16,089.34	上半年按揭贷款提供担保额	553.58
较年初增加值	6,317.71	截至6月30日按揭贷款担保余额	3,254.71
增幅 (%)	64.65		
应收账款增加值占销售收入比重 (%)	35.17		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

估值

公司积极发展混凝土机械, 以及起重机向大型化、重型化方向发展, 对外全力开拓国内、外市场, 但由于国内工程机械下游需求短期内难以见到明显的起色, 工程机械产品销量难有明显回升。我们下调 2012-2014 年收入和盈利预测, 由于行业平均估值下移, 参考 10 倍 2012 年预测市盈率, 我们将公司目标价从 18.67 元人民币下调至 13.57 元, 将该股评级由买入下调至**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	25,214	32,971	30,603	35,101	39,925
销售成本	(19,744)	(26,152)	(24,115)	(27,710)	(31,462)
经营费用	(1,736)	(2,386)	(2,854)	(3,243)	(3,725)
息税折旧前利润	3,735	4,433	3,633	4,148	4,738
折旧及摊销	(271)	(321)	(40)	(44)	(45)
经营利润(息税前利润)	3,464	4,112	3,594	4,104	4,694
净利息收入/(费用)	4	(79)	(180)	(150)	(150)
其他收益/(损失)	(71)	(85)	(133)	(83)	(83)
税前利润	3,396	3,948	3,281	3,871	4,461
所得税	(478)	(570)	(483)	(570)	(656)
少数股东权益	8	0	0	0	0
净利润	2,926	3,379	2,798	3,301	3,805
核心净利润	3,015	3,453	2,914	3,374	3,878
每股收益(人民币)	1.419	1.638	1.357	1.601	1.844
核心每股收益(人民币)	1.462	1.674	1.413	1.636	1.880
每股股息(人民币)	0.000	0.051	0.339	0.400	0.461
收入增长(%)	22	31	(7)	15	14
息税前利润增长(%)	64	19	(13)	14	14
息税折旧前利润增长(%)	61	19	(18)	14	14
每股收益增长(%)	41	15	(17)	18	15
核心每股收益增长(%)	45	15	(16)	16	15

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	3,396	3,948	3,281	3,871	4,461
折旧与摊销	271	321	40	44	45
净利息费用	(4)	79	180	150	150
运营资本变动	(2,935)	(6,043)	356	(1,204)	(1,334)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(252)	(334)	(286)	(423)	(509)
经营活动产生的现金流	476	(2,030)	3,571	2,439	2,813
购买固定资产净值	(887)	(2,822)	(204)	(53)	(4)
投资减少/增加	10	(288)	0	0	0
其他投资现金流	92	1	(970)	(77)	3
投资活动产生的现金流	(785)	(3,109)	(1,174)	(130)	(1)
净增权益	4,930	3	0	0	0
净增债务	9	2,776	(403)	0	0
支付股息	0	0	(105)	(700)	(825)
其他融资现金流	(548)	1,572	(179)	(149)	(149)
融资活动产生的现金流	4,391	4,352	(687)	(849)	(975)
现金变动	4,082	(787)	1,710	1,460	1,837
期初现金	5,033	9,165	8,368	10,078	11,538
公司自由现金流	(382)	(5,229)	2,398	2,309	2,812
权益自由现金流	(369)	(2,531)	1,815	2,159	2,662

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	9,097	8,368	10,078	11,538	13,375
应收帐款	5,034	11,114	10,286	11,771	13,359
库存	5,729	6,721	6,198	7,122	8,086
其他流动资产	707	1,684	1,553	1,785	2,026
流动资产总计	20,568	27,888	28,115	32,216	36,847
固定资产	2,920	5,331	5,295	5,154	4,963
无形资产	1,144	1,326	1,326	1,326	1,326
其他长期资产	169	169	1,146	1,226	1,226
长期资产总计	4,233	6,826	7,768	7,706	7,515
总资产	24,801	34,714	35,882	39,922	44,363
应付帐款	8,785	10,008	9,233	10,352	11,495
短期债务	1,256	4,113	3,710	3,710	3,710
其他流动负债	2,514	2,201	1,852	2,171	2,490
流动负债总计	12,555	16,322	14,795	16,233	17,694
长期借款	190	3,203	3,203	3,203	3,203
其他长期负债	1	33	36	36	36
股本	1,031	2,063	2,063	2,063	2,063
储备	11,015	13,079	15,773	18,374	21,354
股东权益	12,046	15,142	17,835	20,437	23,416
少数股东权益	10	13	13	13	13
总负债及权益	24,801	34,714	35,882	39,922	44,363
每股帐面价值(人民币)	5.84	7.34	8.65	9.91	11.35
每股有形资产(人民币)	5.29	6.70	8.00	9.26	10.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.71)	(0.51)	(1.53)	(2.24)	(3.13)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	13.4	11.9	11.8	11.9
息税前利润率(%)	13.7	12.5	11.7	11.7	11.8
税前利润率(%)	13.5	12.0	10.7	11.0	11.2
净利率(%)	11.6	10.2	9.1	9.4	9.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	52.3	20.0	27.4	31.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	8.8	7.7	9.3	7.8	6.8
核心业务市盈率(倍)	8.6	7.5	8.9	7.7	6.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	10.3	9.0	10.6	9.2	8.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	54.4	(12.8)	7.2	10.6	9.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.9	5.6	6.1	5.0	4.0
周转率					
存货周转天数	85.3	86.9	97.8	87.7	88.2
应收帐款周转天数	52.4	89.4	127.6	114.7	114.9
应付帐款周转天数	109.5	104.0	114.7	101.8	99.9
回报率					
股息支付率(%)	0.0	3.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	35.6	24.9	17.0	17.3	17.4
资产收益率(%)	14.9	11.8	8.7	9.2	9.5
已运用资本收益率(%)	35.6	22.9	15.2	15.7	16.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371