

2013年03月27日

徐工机械 (000425.SZ)

公司快报

证券研究报告

工程机械 III

## 经营现金流未改善，转债融资加大投资

■2012年业绩基本符合预期。公司12年销售收入321.3亿元，同比下降2.5%，归属母公司净利润24.66亿元，同比下降27%，对应EPS1.20元，略高于我们预期值1.16元。扣除非经常性损益后净利润下滑33.8%。2012年分派预案：每10股派发现金红利1.3元（含税）。

■后发优势驱动混凝土机械强势增长，起重机业务明显下滑。由于下游房地产、基建投资增速回落，2012年工程机械产品需求持续低迷。公司汽车起重机、履带起重机销量分别下降32%、16.7%，占比最大的起重机业务收入下降16.3%；在混凝土机械领域，公司具有后发优势，加强市场推广和营销力度，业务销售收入大幅增长93.7%，在主营业务中占比提升到12.6%。另外，公司压路机、装载机销量降幅远超过行业平均水平，路面机械、压实机械业务收入分别下降41.3%、34.2%。

■零部件配套比例提升，综合毛利率上升。公司综合毛利率21.8%，同比上升1.1个百分点，单季度毛利率分别为20.7%/21.0%/21.8%/23.7%，呈趋势性上升态势，我们认为毛利率改善主要由于产品销售结构变化，混凝土机械收入占比上升，零部件配套率提升以及原材料价格下降。其中起重机械、混凝土机械、消防机械毛利率分别上升了1.58、4.48、3.63个百分点。

■营销开支增加，费用率上升减弱盈利能力。行业需求持续低迷的背景下，公司加大了市场营销的力度，公司宣传展览费用开支增长75%，给予中间商费用、出口海运费分别增长338%、122%，销售费用率上升1.5个百分点至5.4%；而研发投入增加导致管理费用率上升1.5个百分点至5.5%；公司长期债务增长了34.6亿元，财务费用率上升0.72个百分点至0.96%，期间费用率上升3.8个百分点，而净利润率下降2.5个百分点，仅有7.7%。

■信用销售持续，企业经营现金流仍在恶化。报告期内，公司应收账款和应收票据余额203亿元，较年初增加97亿元。相应地，公司经营现金净流出34.7亿元。目前公司持有现金67亿元，而短期负债达到177亿元，资产负债率达到61.4%，因此公司面临现金压力。为了满足13年的资本开支，公司拟发行可转债融资不超过25亿元。

■维持“增持-B”投资评级。我们预计2013~2015年公司归属母公司净利润2,399.0百万元，2,638.6百万元，2,974.3百万元，对应的EPS为1.16元、1.28元、1.44元，目前估值水平合理，我们维持“增持-B”投资评级。

■风险提示。基建新开工下滑，坏账风险上升；产能过剩导致行业竞争加剧

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	32,971.1	32,132.4	33,672.5	35,841.7	37,861.9
净利润	3,378.6	2,466.3	2,399.0	2,638.6	2,974.3
每股收益(元)	1.64	1.20	1.16	1.28	1.44
每股净资产(元)	7.34	8.45	9.54	10.73	12.10
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	7.0	9.7	9.9	9.0	8.0
市净率(倍)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
净利润率	10.2%	7.7%	7.1%	7.4%	7.9%
净资产收益率	22.3%	14.1%	12.2%	11.9%	11.9%
股息收益率	2.2%	0.0%	0.7%	0.8%	0.6%
ROIC	80.2%	17.7%	11.4%	10.1%	11.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-B**

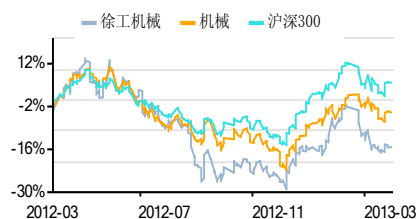
维持评级

6个月目标价 **11.60元**  
股价(2013-03-26) **10.92元**

交易数据

总市值(百万元)	22,525.32
流通市值(百万元)	22,434.77
总股本(百万股)	2,062.76
流通股本(百万股)	2,054.47
12个月价格区间	9.66/15.79元
十大股东(%)	63.55%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-7.90	-10.56	-25.30
绝对收益	-7.61	-5.78	-24.53

王书伟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004  
wangsw@essence.com.cn  
021-68763578

张仲杰 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020002  
zhangzj@essence.com.cn  
021-68767839

相关报告

徐工机械：三季度业绩降三成，现金流恶化未改善：徐工机械2012年三季度报点评	2012-10-30
徐工机械：净利润下降28.7%，现金流持续恶化：徐工机械2012中报点评	2012-08-15
徐工机械：主导产品销售大幅下滑，经营现金流承压：徐工机械(000425)2012年一季报点评	2012-05-02

**财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月25日)**

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>32,971.1</b>	<b>32,132.4</b>	<b>33,672.5</b>	<b>35,841.7</b>	<b>37,861.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	26,151.8	25,143.5	26,448.7	28,268.0	29,992.6	营业收入增长率	30.8%	-2.5%	4.8%	6.4%	5.6%
营业税费	120.7	152.4	168.4	179.2	189.3	营业利润增长率	17.6%	-35.6%	11.8%	10.3%	12.8%
销售费用	1,271.4	1,731.8	1,801.5	1,881.7	1,912.0	净利润增长率	15.5%	-27.0%	-2.7%	10.0%	12.7%
管理费用	1,314.9	1,776.0	1,852.0	1,917.5	1,949.9	EBITDA 增长率	20.0%	-24.9%	7.1%	10.2%	9.9%
财务费用	78.7	308.7	269.9	222.6	91.2	EBIT 增长率	20.1%	-29.1%	9.2%	7.9%	8.0%
资产减值损失	136.1	513.4	325.0	276.0	234.0	NOPLAT 增长率	19.6%	-27.6%	6.1%	7.9%	8.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	228.7%	65.2%	21.9%	-1.1%	-0.1%
投资和汇兑收益	1.0	3.3	-	-	-	净资产增长率	25.7%	15.6%	12.9%	12.4%	12.8%
<b>营业利润</b>	<b>3,898.5</b>	<b>2,509.9</b>	<b>2,807.0</b>	<b>3,096.7</b>	<b>3,492.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	49.7	309.5	29.6	23.2	23.9	毛利率	20.7%	21.8%	21.5%	21.1%	20.8%
<b>利润总额</b>	<b>3,948.1</b>	<b>2,819.4</b>	<b>2,836.6</b>	<b>3,119.8</b>	<b>3,516.8</b>	营业利润率	11.8%	7.8%	8.3%	8.6%	9.2%
减:所得税	569.6	353.6	425.5	468.0	527.5	净利润率	10.2%	7.7%	7.1%	7.4%	7.9%
<b>净利润</b>	<b>3,378.6</b>	<b>2,466.3</b>	<b>2,399.0</b>	<b>2,638.6</b>	<b>2,974.3</b>	EBITDA/营业收入	13.0%	10.0%	10.3%	10.6%	11.1%
						EBIT/营业收入	12.1%	8.8%	9.1%	9.3%	9.5%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	27	47	67	72	77
						流动营业资本周转天数	41	119	169	169	150
						流动资产周转天数	265	358	389	369	343
						应收账款周转天数	79	163	220	219	191
						存货周转天数	68	74	72	74	76
						总资产周转天数	325	449	497	482	460
						投资资本周转天数	99	207	273	280	264
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	22.3%	14.1%	12.2%	11.9%	11.9%
						ROA	9.7%	5.4%	5.1%	5.5%	6.2%
						ROIC	80.2%	17.7%	11.4%	10.1%	11.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	3.9%	5.4%	5.4%	5.3%	5.1%
						管理费用率	4.0%	5.5%	5.5%	5.4%	5.2%
						财务费用率	0.2%	1.0%	0.8%	0.6%	0.2%
						三费/营业收入	8.1%	11.9%	11.7%	11.2%	10.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.3%	61.4%	58.4%	54.1%	48.0%
						负债权益比	129.1%	158.9%	140.5%	118.1%	92.2%
						流动比率	1.71	1.70	1.61	1.66	1.85
						速动比率	1.30	1.39	1.31	1.30	1.42
						利息保障倍数	50.56	9.13	11.40	14.91	39.30
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.25	-	0.08	0.09	0.07
						分红比率	15.3%	0.0%	6.5%	7.3%	4.6%
						股息收益率	2.2%	0.0%	0.7%	0.8%	0.6%

资产负债表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	8,367.6	6,982.4	3,367.2	3,584.2	3,786.2	EPS(元)	1.64	1.20	1.16	1.28	1.44
交易性金融资产	-	-	-	-	-	BVPS(元)	7.34	8.45	9.54	10.73	12.10
应收帐款	10,378.1	18,651.9	22,503.3	21,104.1	19,071.7	PE(X)	7.0	9.7	9.9	9.0	8.0
应收票据	736.2	2,560.2	2,490.6	2,288.3	2,129.0	PB(X)	1.6	1.4	1.2	1.1	1.0
预付帐款	1,684.1	1,197.5	1,447.4	1,850.5	2,315.1	P/FCF	-52.8	-20.5	-6.7	58.2	69.6
存货	6,721.3	6,534.3	6,983.9	7,778.2	8,217.8	P/S	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
其他流动资产	0.4	48.5	45.0	46.7	45.9	EV/EBITDA	6.5	9.1	9.3	7.7	6.3
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	CAGR(%)	-7.8%	6.6%	-6.2%	-7.8%	6.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	-0.9	1.5	-1.6	-1.2	1.2
长期股权投资	7.3	210.7	210.7	210.7	210.7	ROIC/WACC	7.4	1.6	1.0	0.9	1.0
投资性房地产	-	-	-	-	-	REP	0.3	0.8	1.1	1.1	0.9
固定资产	2,569.1	5,866.1	6,720.2	7,639.8	8,472.5						
在建工程	2,762.2	1,103.1	1,741.8	2,005.1	2,043.1						
无形资产	1,325.8	1,917.2	1,845.9	1,774.6	1,703.4						
其他非流动资产	-	-	-	-	-						
<b>资产总额</b>	<b>34,713.5</b>	<b>45,358.9</b>	<b>47,559.9</b>	<b>48,499.6</b>	<b>48,231.3</b>						
短期债务	3,709.9	6,102.5	6,775.7	5,024.8	2,615.7						
应付帐款	6,008.8	8,618.6	9,005.4	9,838.8	8,744.7						
应付票据	4,959.9	5,420.7	5,149.1	5,962.4	6,090.3						
其他流动负债	-	-	-	-	-						
长期借款	219.0	2,191.0	1,208.4	-	-						
其他非流动负债	-	-	-	-	-						
<b>负债总额</b>	<b>19,558.7</b>	<b>27,835.9</b>	<b>27,781.7</b>	<b>26,261.0</b>	<b>23,139.6</b>						
<b>少数股东权益</b>	<b>12.8</b>	<b>90.1</b>	<b>102.1</b>	<b>115.4</b>	<b>130.3</b>						
股本	2,062.8	2,062.8	2,062.8	2,062.8	2,062.8						
留存收益	13,079.3	15,370.2	17,613.3	20,060.5	22,898.5						
<b>股东权益</b>	<b>15,154.8</b>	<b>17,523.0</b>	<b>19,778.2</b>	<b>22,238.7</b>	<b>25,091.6</b>						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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;

## ■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

