

2013年09月02日

徐工机械 (000425.SZ)

## 业绩低于预期, 应收账款继续增加

■上半年业绩低于预期。公司实现营业收入 137.04 亿元, 同比下降 23.7%, 实现归属于母公司所有者净利润 8.51 亿元, 同比下降 46.49%。基本每股收益 0.41 元, 业绩低于预期。

■下游需求萎靡不振, 公司主导产品大幅下滑。工程机械社会存量设备相对过剩, 下游需求仍较为疲弱。公司主导业务多半大幅下滑, 起重机械、铲运机械、混凝土机械收入规模分别下降 43.6%、24.3%、21.4%; 此外, 压实机械、路面机械业务收入下滑 4.9%、43.4%。预计下半年行业需求回暖的力度偏弱, 去年低基数因素致使下半年收入增速有所回升。

■综合毛利率有所上升; 期间费用大幅增加。上半年公司综合毛利率 22%, 同比增加 1.8 个百分点, 其中 2 季度毛利率达 22.5%, 毛利率上升主要由于原材料价格下降, 部分核心零部件自制率上升; 起重机械业务毛利率上升 1.44 个百分点至 25.9%, 铲运机械和混凝土机械业务毛利率水平分别上升 2.9 和 7.3 个百分点。人工费用的刚性特性使得销售费率和管理费率明显上升, 公司债券及银行借款增加, 相应地利息支出增加, 期间费用率上升导致净利润降幅大于收入的降幅。

■经营现金流有所改善; 应收款余额继续增加。公司经营现金流净流入 1.44 亿元, 去年同期为净流出 33.4 亿元, 同比明显改善, 在行业需求低迷的背景下, 公司相应地减少了原材料采购, 购买商品的支出同比减少了 36 亿元。而应收账款余额为 204.5 亿元, 较 1 季度末增加 27 亿元, 销售回款管理压力显现。

■维持“增持-B”的投资评级。由于上半年业绩低于预期, 且对下半年行业复苏力度持谨慎看法, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2013 年-2015 年的收入增速分别为-19.5%、14.4%、11.4%, 净利润增速分别为-41.7%、25.4%、20.6%, 对应 EPS 为 0.70 元、0.87 元、1.06 元, 我们维持“增持 B”的投资评级, 6 个月目标价 9.10 元。

■风险提示。客户逾期率上升, 债权违约风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	32,971.1	32,132.4	25,868.7	29,585.7	32,946.4
净利润	3,378.6	2,466.3	1,438.9	1,804.4	2,176.8
每股收益(元)	1.64	1.20	0.70	0.87	1.06
每股净资产(元)	7.34	8.45	9.08	9.85	10.79
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	4.9	6.8	11.6	9.2	7.7
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
净利润率	10.2%	7.7%	5.6%	6.1%	6.6%
净资产收益率	22.3%	14.1%	7.7%	8.9%	9.8%
股息收益率	3.1%	1.6%	0.9%	1.3%	1.4%
ROIC	80.2%	17.7%	7.9%	8.9%	9.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

工程机械 III

投资评级

增持-B

维持评级

6 个月目标价

9.10 元

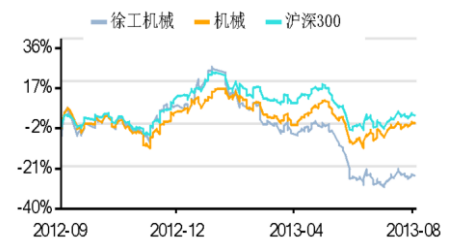
股价 (2013-09-02)

8.46 元

交易数据

总市值 (百万元)	16,687.71
流通市值 (百万元)	16,620.63
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	7.35/13.46 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	2.76	-10.94	-29.38
绝对收益	8.45	-23.10	-24.74

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: 经营现金流未改善, 转债融资加大投资	2013-03-27
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

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年09月01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>25,868.7</b>	<b>29,585.7</b>	<b>32,946.4</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	26,151.8	25,143.5	20,417.1	23,397.4	26,062.2	营业收入增长率	30.8%	-2.5%	-19.5%	14.4%	11.4%
营业税费	120.7	152.4	129.3	147.9	164.7	营业利润增长率	17.6%	-35.6%	-33.4%	26.2%	20.8%
销售费用	1,271.4	1,731.8	1,293.4	1,553.2	1,663.8	净利润增长率	15.5%	-27.0%	-41.7%	25.4%	20.6%
管理费用	1,314.9	1,776.0	1,552.1	1,582.8	1,696.7	EBITDA 增长率	20.0%	-24.9%	-21.7%	23.4%	19.5%
财务费用	78.7	308.7	475.0	518.0	575.1	EBIT 增长率	20.1%	-29.1%	-23.8%	22.4%	18.9%
资产减值损失	136.1	513.4	330.0	276.0	234.0	NOPLAT 增长率	19.6%	-27.6%	-26.0%	22.4%	18.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	228.7%	65.2%	9.2%	10.0%	4.8%
投资和汇兑收益	1.0	3.3	-	-	-	净资产增长率	25.7%	15.6%	7.4%	8.5%	9.5%
<b>营业利润</b>	<b>3,898.5</b>	<b>2,509.9</b>	<b>1,671.7</b>	<b>2,110.4</b>	<b>2,549.9</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%	21.1%	20.9%	20.9%
<b>利润总额</b>	<b>3,948.1</b>	<b>2,819.4</b>	<b>1,701.3</b>	<b>2,133.5</b>	<b>2,573.8</b>	营业利润率	11.8%	7.8%	6.5%	7.1%	7.7%
减:所得税	569.6	353.6	255.2	320.0	386.1	净利润率	10.2%	7.7%	5.6%	6.1%	6.6%
<b>净利润</b>	<b>3,378.6</b>	<b>2,466.3</b>	<b>1,438.9</b>	<b>1,804.4</b>	<b>2,176.8</b>	EBITDA/营业收入	13.0%	10.0%	9.8%	10.5%	11.3%
						EBIT/营业收入	12.1%	8.8%	8.3%	8.9%	9.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	27	47	88	87	88
货币资金	8,367.6	6,982.4	5,621.3	6,429.0	7,159.3	流动营业资本周转天数	41	119	199	187	179
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	265	358	515	486	473
应收帐款	10,378.1	18,651.9	20,869.7	22,687.1	23,987.0	应收帐款周转天数	79	163	275	265	255
应收票据	736.2	2,560.2	3,188.3	3,550.6	3,770.8	存货周转天数	68	74	93	87	83
预付帐款	1,684.1	1,197.5	1,411.4	1,708.3	1,911.5	总资产周转天数	325	449	655	623	607
存货	6,721.3	6,534.3	6,850.2	7,448.2	7,754.7	投资资本周转天数	99	207	335	322	310
其他流动资产	0.4	48.5	45.0	46.7	45.9	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.3%	14.1%	7.7%	8.9%	9.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.7%	5.4%	3.0%	3.4%	3.8%
长期股权投资	7.3	210.7	210.7	210.7	210.7	ROIC	80.2%	17.7%	7.9%	8.9%	9.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	2,569.1	5,866.1	6,720.2	7,639.8	8,472.5	销售费用率	3.9%	5.4%	5.0%	5.3%	5.1%
在建工程	2,762.2	1,103.1	1,741.8	2,005.1	2,043.1	管理费用率	4.0%	5.5%	6.0%	5.4%	5.2%
无形资产	1,325.8	1,917.2	1,845.9	1,774.6	1,703.4	财务费用率	0.2%	1.0%	1.8%	1.8%	1.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.1%	11.9%	12.8%	12.4%	11.9%
<b>资产总额</b>	<b>34,713.5</b>	<b>45,358.9</b>	<b>48,708.3</b>	<b>53,717.5</b>	<b>57,294.8</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	3,709.9	6,102.5	6,222.6	7,159.3	8,007.5	资产负债率	56.3%	61.4%	61.4%	62.0%	61.0%
应付帐款	6,008.8	8,618.6	10,550.7	11,806.8	12,662.7	负债权益比	129.1%	158.9%	158.8%	163.1%	156.2%
应付票据	4,959.9	5,420.7	5,695.2	6,133.5	6,575.0	流动比率	1.71	1.70	1.58	1.57	1.54
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.30	1.39	1.29	1.29	1.27
长期借款	219.0	2,191.0	1,316.7	2,088.1	1,442.8	利息保障倍数	50.56	9.13	4.52	5.07	5.43
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>19,558.7</b>	<b>27,835.9</b>	<b>29,884.8</b>	<b>33,298.6</b>	<b>34,928.3</b>	DPS(元)	0.25	0.13	0.07	0.11	0.12
少数股东权益	12.8	90.1	97.3	106.4	117.3	分红比率	15.3%	10.9%	10.1%	12.1%	11.0%
股本	2,062.8	2,062.8	2,062.8	2,062.8	2,062.8	股息收益率	3.1%	1.6%	0.9%	1.3%	1.4%
留存收益	13,079.3	15,370.2	16,663.4	18,249.8	20,186.5						
<b>股东权益</b>	<b>15,154.8</b>	<b>17,523.0</b>	<b>18,823.5</b>	<b>20,418.9</b>	<b>22,366.6</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EPS(元)	1.64	1.20	0.70	0.87	1.06
净利润	3,378.6	2,465.8	1,438.9	1,804.4	2,176.8	BVPS(元)	7.34	8.45	9.08	9.85	10.79
加:折旧和摊销	320.8	407.5	378.4	488.4	600.6	PE(X)	4.9	6.8	11.6	9.2	7.7
资产减值准备	136.1	513.4	-	-	-	PB(X)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-37.0	-14.4	-12.8	16.2	17.1
财务费用	169.2	473.2	475.0	518.0	575.1	P/S	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
投资损失	-1.0	-3.3	-	-	-	EV/EBITDA	6.5	9.1	9.2	7.7	6.3
少数股东损益	-	-0.5	7.2	9.1	10.9	CAGR(%)	-18.7%	-3.9%	-20.9%	-18.7%	-3.9%
营运资金的变动	-5,877.5	-7,354.8	-986.3	-1,183.6	-587.7	PEG	-0.3	-1.7	-0.6	-0.5	-2.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-2,029.8</b>	<b>-3,473.4</b>	<b>1,313.2</b>	<b>1,636.3</b>	<b>2,775.6</b>	ROIC/WACC	7.2	1.6	0.7	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-3,109.7	-2,827.1	-1,800.0	-1,600.0	-1,400.0	REP	0.3	0.8	1.3	1.1	0.9
融资活动产生现金流量	4,351.6	4,899.5	-874.3	771.5	-645.4						

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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@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

**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

