

路永光

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

2010年2月9日

## 起重机龙头稳健发展

——徐工机械（000425）点评报告

公司点评

买入（维持）

### 报告关键要素：

公司起重机销量增速高于行业，继续领跑市场；出口恢复仍是2010年增长的主要看点；公司打造工程机械板块第一股的努力值得期待；维持公司“买入”评级。

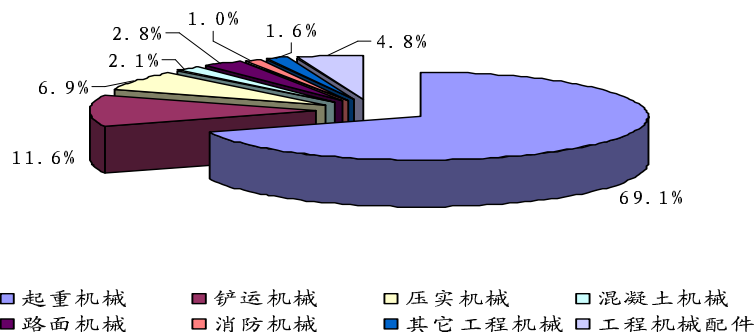
### 事件：

- **徐工机械（000425）公布09年年报。**报告期内公司实现收入206.99亿元，同比增长30.27%；归属于母公司所有者的净利润17.41亿元，同比增长16.42%，对应每股收益2.01元；经营活动产生的现金流量31.8亿元，同比增长492.19%，每股经营活动现金流量3.67元；每股净资产5.04元，净资产收益率39.88%。
- 分配方案为每10股派3.34元。

### 点评：

- **费用增加导致利润增速低于收入增速。**公司整体表现良好，收入、利润、经营净现金流量等主要指标均创出历史最好水平，但三项费用达到18.45亿元，增速47.48%，其中管理费用11.84亿元，增加52.25%，主要系研发费用增加所致；09年公司期间费用率上升到8.92%，增加约1个百分点，导致利润增速低于收入增速。
- **起重机龙头继续领跑行业。**受益4万亿投资拉动，公司汽车起重机09年销量15600台，增长29.39%，快于行业26.70%的增速，市场占有率57.48%，继续领跑行业。公司起重机板块收入126.51亿元，增长26.86%，占主营收入比例69.15%。

图1：公司2009年分产品收入构成情况



资料来源：公司年报

- **其它产品保持稳定发展。**公司压实机械、工程机械配件收入增速分别为92.57%和240.94%，成为收入增长的主要拉动力量。公司随车起重机、压路机、摊铺机、消防车、挖掘装载机市场占有率继续保持行业第一。
- **内需增长占主导，出口大幅下滑。**09年公司内销收入166.49亿元，增长45.58%；出口收入16.47亿

元，下滑63.01%，下降幅度高于行业38.53%的降幅，出口收入占比也下滑到9.00%，但从趋势看，出口逐月环比增长，公司汽车起重机、装载机、压路机出口收入仍保持行业第一的位置，出口复苏仍是公司2010年业绩增长的主要看点。

- **综合毛利率小幅提升，起重机受出口影响毛利率小幅下降。**公司全年综合毛利率20.14%，比上年增加0.4个百分点，但与第三季度比，仍有小幅回落。分产品看，公司主导产品起重机毛利率22.43%，比去年减少0.85个百分点，主要受出口下降和产品结构变化影响。公司铲运机械、消防机械及工程配件毛利率分别提升4.32、10.14和3.99个百分点，是毛利率上升的主要拉动力量。
- **现金流量良好、经营稳健。**公司经营活动现金流量31.8亿元，同比增长492.19%，大大高于利润增速；公司账面货币资金50.33亿元，非常充裕；应收账款及存货占总资产比例分别为16.77%和23.22%，同比分别下降0.07和8.22个百分点，表现良好。
- **新产品突破是实现未来计划的关键。**公司提出2010年计划实现收入258亿元（增长24.64%），期间费用预计22.40亿元（增长21.41%）；短期看，公司保持稳定发展的态势不会改变，但未来能否持续大发展，仅仅靠起重机难度较大，其它新产品的培育非常关键，而合适和能干的人才将是其中的关键。
- **维持公司“买入”评级。**我们预测公司2010、2011年每股收益分别为2.45元，2.88元，对应动态市盈率分别为14.3倍和12.2倍；考虑公司增发情况，假设按上限发行1.65亿股，则公司总股本由8.67亿股变为10.32亿股，对应2010和2011年每股收益分别变为2.06、2.42元，对应市盈率分别为17.0倍和14.5倍，综合考虑公司资本运作及人员变化，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是下游固定资产投资波动加大、出口恢复缓慢以及公司管理层变化。

### 盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	32.66	33.54	206.99	256.12	302.80
增长比率（%）	16.89	2.69	30.27	23.74	18.22
净利润（亿元）	0.25	1.10	17.14	21.25	24.98
增长比率（%）	316.67	340.00	16.42	23.99	17.56
每股收益（元）	0.03	0.13	2.01	2.45	2.88
市盈率（倍）	1253.57	276.38	17.46	14.32	12.19

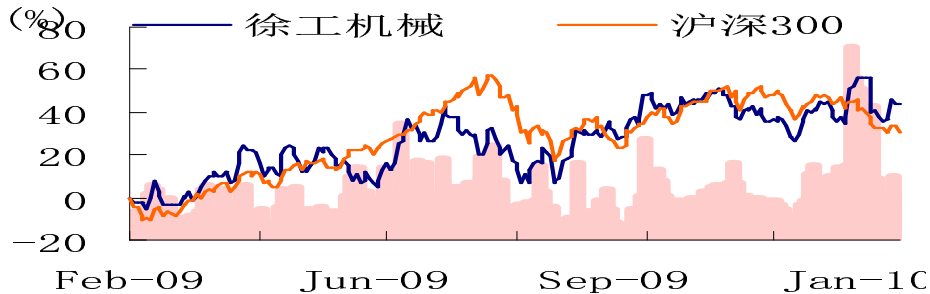
### 市场数据（2010年02月08日）

收盘价（元）	35.10
一年内最高/最低（元）	40.05/21.90
沪深300指数	3150.99
市净率（倍）	7.73
流通市值（亿元）	123.80

### 基础数据（2009年12月31日）

每股净资产（元）	5.04
每股经营现金流（元）	3.67
毛利率（%）	20.14
净资产收益率（%）	39.19
资产负债率（%）	70.75
总股本/流通股（万股）	86,744/35,196
B股/日股（万股）	/

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。