

业绩符合预期，10年出口或将带来惊喜

推荐（维持）

徐工机械（000425）09 年年报点评

2010 年 2 月 10 日

投资要点：

- ◇ **09年净利润同比增长16.42%，符合预期。**公司09年实现营业收入206.99亿元，比上年同期增长30.27%；实现净利润17.41亿元，同比增长16.42%。每股收益2.01元，同比增加16.86%。09年公司拟以2009年非公开发行股份前股本5.45亿股为基数，每10股派现金3.3405元（含税）。
- ◇ **产品销量平稳增长，结构进一步优化。**09年公司起重机累计销售15660台，同比增长29.25%，高于行业24.89%的增速，市场占有率达到57.24%，比08年提高1.04个百分点，继续保持行业第一。起重机械累计实现销售收入126.51亿元，占据整体销售收入68%的份额，毛利润贡献率为76%。
- ◇ **房地产市场调控对公司影响不大。**国家加大房地产的调控力度，主要是针对房价由于过度投机而盲目上涨，而并不是房地产供给本身的问题，目前我国房产市场供不应求局面仍然持续，国家仍将加大普通住房的供给力度，房地产市场的新开工率仍将维持高位。我们认为，市场对此的反应明显过度，近期国家对房地产市场的调控对工程机械行业不会产生较大影响。
- ◇ **维持公司“推荐”投资评级。**考虑到2010年出口好转，公司作为起重机械龙头出口业务有望快速复苏。我们维持公司10、11年的盈利预测，预计10、11年的每股收益分别为2.76元和3.11元（未考虑增发摊薄）。若按公司增发股本上限1.65亿股后摊薄计算，增发后10和11年的每股收益分别为2.32和2.61元，对应市盈率分别为15.13倍和13.45倍，估值优势明显，维持公司“推荐”投资评级。
- ◇ **风险提示。**出口复苏低于预期，起重机销量低于预期。

公司主要财务指标预测表

（亿元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	33.54	206.99	269.09	336.36
同比%	2.69%	517.11%	30.00%	25.00%
归属母公司净利润	1.10	17.41	23.92	26.99
同比%	346.75%	1476.62%	37.37%	12.85%
毛利率%	7.87%	19.36%	19.70%	19.50%
ROE%	31.65%	24.15%	22.68%	20.52%
每股收益(元)	2.30	5.04	7.38	10.27
每股净资产(元)	7.27	20.87	32.54	50.05
市净率(倍)	5.31	1.85	1.19	0.77
市盈率(倍)	275.68	17.49	12.73	11.28

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

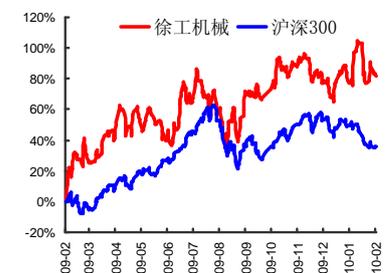
莫景成

电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 2 月 9 日

收盘价(元)	35.10
总股本(万股)	86744
流通 A 股股本(万股)	35196
12 月最高价(元)	40
12 月最低价(元)	16

股价走势


资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

 徐工机械 09 年三季度报点评
 (000425)：汽车起重机热销带动业绩超预期

2009 年 10 月 27 号

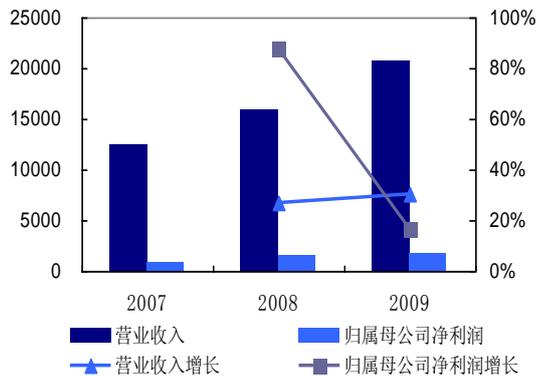
1. 2009 年业绩回顾

1.1 09 年净利润同比增长 16.42%，符合我们预期

公司2009年实现营业收入206.99亿元，比上年同期增长30.27%；实现营业利润62152.86万元，比上年同期增长9.38%；实现净利润17.41亿元，同比增长16.42%。每股收益2.01元，同比增加16.86%。09年公司拟以2009年非公开发行股份前股本5.45亿股为基数，每10股派现金3.3405元（含税）。

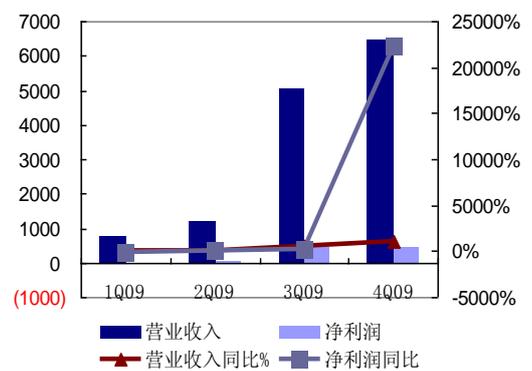
公司业绩增长的主要原因是受惠09年国内基建工程对工程机械的需求超预期，公司的拳头产品工程起重机大幅增长，09年销量为15500台，同比增长27%，市场占有率为55%，继续保持国内行业第一；另外公司压实机械在国家加大基建投资的背景下，销量出现井喷，09年压实机械的收入同比增长了93%，市场占有率为27.88%，位居行业第一。

图 1：近三年公司的营业状况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：09 年分季度营业状况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 1：主营业务构成情况表

项目	营业收入 (百万元)	同比增减	营业成本 (百万元)	同比增减	毛利率	同比增减
起重机械	12651.27	26.86%	9813.78	28.27%	22.43%	-0.85
铲运机械	2129.41	-9.25%	1870.67	-13.50%	12.15%	4.32
压实机械	1259.82	92.57%	1096.53	90.80%	12.96%	0.81
混凝土机械	393.14	23.13%	300.42	20.99%	23.58%	1.35
路面机械	511.87	8.48%	447.53	7.41%	12.57%	0.88
消防机械	182.89	25.94%	88.32	4.09%	51.71%	10.14
其他工程机械	289.82	-20.94%	251.22	-15.84%	13.32%	-5.25
工程机配件	877.97	240.94%	742.36	225.57%	15.45%	3.99
合计	18296.19	25.89%	14610.81	25.26%	20.14%	0.40

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.2 产品销量平稳增长，结构进一步优化

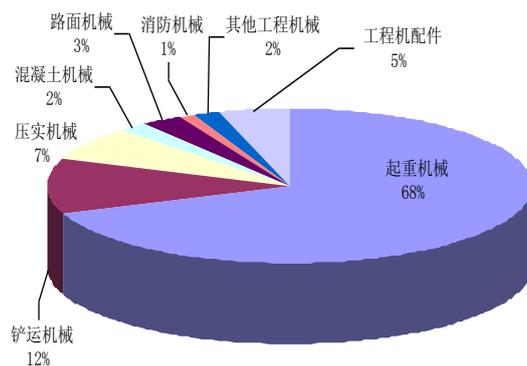
2009年公司汽车起重机累计销售15660台，同比增长29.25%，高于行业24.89%的增速，市场占有率达到57.24%，比08年提高1.04个百分点。其中累计销售履带吊181台，同比下降55.85%；

随车起重机累计销售2229台，同比增长11.23%，继续保持行业第一。两项起重机械累计实现销售收入126.51亿元，占据整体销售收入68%的份额，毛利润贡献率为76%。受全球金融危机影响，出口量低于1,000台，同比下滑超过60%。由于中小吨位产品占比上升和出口占比下降，导致毛利率为22.43%，略低于08年的23.28%。

09年除了拳头产品起重机械保持稳步增长外，公司的压实机械受益基建建设拉动也取得了大幅增长。公司的压路机产品，受益于4万亿投资对基建的拉动，09年收入同比增长93%，市场占有率为27.88%，亦为行业第一；但该业务毛利率较低，仅有12.96%，远低于19.36%的主营业务毛利率，对利润影响较小。

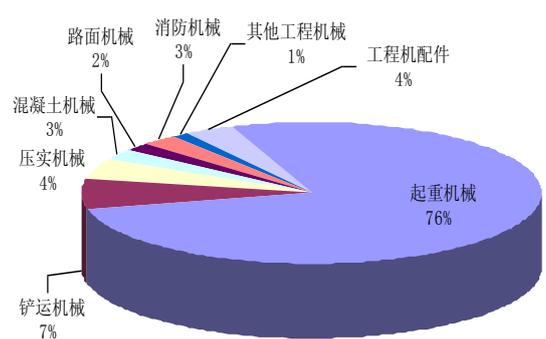
09年公司装载机累计销售9024台，同比减少20.7%，市场占有率也有所下降，导致铲运机械业务收入下滑9.25%，而毛利率虽同比大幅上升4.32个百分点，但也仅有12.15%，显示该业务仍有待加强。另外公司混凝土机械业务规模仍很小，09年仅取得393百万元收入，泵车销量约187台，作为公司定向增发的主要募投项目之一，随着投入的加大，该业务应存在较大的发展空间。

图 3：公司收入产品构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：公司利润产品构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.2 金融危机影响，起重机出口大幅下降

公司09年出口业务受金融危机冲击较大，09年出口收入为16.47亿元，同比下降63%。出口收入占总收入的比例由08年的28.02%下降至09年的9%。虽然09年公司出口遭受重创，但随着外围经济的复苏以及我国出口状况的好转，作为我国出口产品中竞争实力较为突出的工程机械行业，2010年的出口有理由出现明显复苏。徐工机械的起重机产品出口，有望快速复苏。

1.4 费用控制良好，现金流充沛

09年公司的期间费用率为8.92%，较08年上升约1个百分点；其中，管理费用比上年增加了4.06亿元，是期间费用上升的主要原因，管理费用的大幅提高主要是研发费用快速上升所致。

期末公司的应收帐款为18.28亿元，较期初增长89%，周转率有所下降，这与公司扩大信用销售有关，但较3季度末的24.16亿元元仍有明显降低；存货为34.99亿元，较期初略有下降，周转率有所上升。总体而言，公司的运营质量是比较好的。

报告期内公司经营性现金流达到31.80亿元，是工程机械上市公司中表现最佳的。较去年同期增加了26.43亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金同比增加31.78亿元所致，期末公司手持现金50.33亿元，资金充裕。

表 2：公司主要财务指标

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
盈利能力与收益质量				
销售费用（万元）	5,815.26	5,578.18	5,931.16	63,041.39
销售费用率（%）	2.08	1.71	1.77	3.05
管理费用（万元）	16,936.55	10,180.45	18,380.68	118,428.14
管理费用率（%）	6.06	3.12	5.48	5.72
财务费用（万元）	4,682.05	2,335.95	1,282.23	3,119.54
财务费用率（%）	1.68	0.72	0.38	0.15
销售毛利率（%）	10.95	7.57	7.87	19.36
资本结构与偿债能力				
短期借款（万元）	68,880.00	42,500.00	49,500.00	133,426.57
长期借款（万元）	13,000.00	13,000.00	0.00	7,000.00
资产负债率（%）	65.21	60.68	63.78	70.75
流动比率	1.12	1.25	1.07	1.06
速动比率	0.54	0.69	0.57	0.73
营运能力				
存货周转率（次）	2.09	2.82	2.96	7.19
应收账款周转率（次）	4.97	5.99	7.67	18.43
总资产周转率（次）	0.86	1.03	1.01	2.21
现金流量				
经营现金流量净额(万元)	7219.62	26831.72	15534.49	318014.48
同比增长率（%）	-41.64	271.65	-42.10	492.20
成长能力				
营业收入增长率（%）	106.30	386.85	210.24	12.96
利润总额增长率（%）	108.77	253.85	241.83	15.93
净利润增长率（%）	104.28	347.85	346.75	16.42

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 2010 年业绩展望

2.1 非公开增发项目将增强企业竞争力

公司于2009年底公告拟非公开发行股票数量5,000~16,500万股，发行募集资金总额不超过50亿元，用于徐工机械研发平台提升扩建项目等九个项目的建设，项目达产后预计将新增年收入150亿元，净利润22.5亿元。我们认为公司增发项目有助改善公司资产结构，巩固公司起重机械业务的龙头地位，有助于产品链的拓展与核心零部件的突破，提升整体竞争实力，后发领域借助集团强大的研发和市场开拓能力，在新的市场能占有一席之地。

2.2 房地产市场调控对公司影响不大

作为工程机械行业的主要下游市场，房地产市场的兴衰往往对行业的影响不可低估，近期

国家加大对房地产市场的调控力度对房地产板块和工程机械行业板块都形成一定的压制。我们认为，市场对此的反应有过度的嫌疑，近期国家对房地产市场的调控对工程机械行业不会产生较大影响。国家加大房地产的调控力度，主要是针对房价由于过度投机而盲目上涨，而并不是房地产供给本身的问题，目前我国房产市场供不应求局面仍然持续，国家仍将加大普通住房的供给力度，房地产市场的新开工率仍将维持高位，这无疑会形成对工程机械行业的稳定需求。

2.2 维持公司“推荐”投资评级

2009年公司实现了整体上市，未来管理效率的改善将带来盈利能力的提升。近期定向增发方案的获批则有利于公司夯实综合竞争优势，为跻身世界级企业打下坚实的基础。综合考虑2010年出口好转，作为起重机龙头公司的起重机产品出口有望快速复苏。我们维持公司10、11年的盈利预测，预计10、11年的每股收益分别为2.76元和3.11元（未考虑增发摊薄）。若按公司增发股本上限1.65亿股后摊薄计算，增发后10和11年的每股收益分别为2.32和2.61元，对应市盈率分别为15.13倍和13.45倍，估值优势明显，维持公司“推荐”投资评级。

3. 风险提示

出口复苏低于预期，起重机销量低于预期。

表 3：公司盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	3,354.21	20,699.09	26,908.81	33,636.01
营业总成本	3,412.67	18,702.17	24,148.02	30,506.05
营业成本	3,090.28	16,692.33	21,607.78	27,076.99
营业税金及附加	2.14	81.14	94.18	117.73
销售费用	59.31	630.41	861.08	1,076.35
管理费用	183.81	1,184.28	1,479.98	1,849.98
财务费用	12.82	31.20	30.00	300.00
资产减值损失	64.31	82.80	75.00	85.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	185.96	8.07	10.00	10.00
其中 对联营和合营投资	-0.24	0.00	0.00	0.00
营业利润	127.50	2,004.98	2,770.79	3,139.96
加 营业外收入	10.07	78.09	85.00	85.00
减 营业外支出	2.27	8.13	10.00	15.00
利润总额	135.30	2,074.94	2,845.79	3,209.96
减 所得税	33.45	362.67	483.78	545.69
实际所得税率	24.73%	17.48%	17.00%	17.00%
净利润	101.85	1,712.27	2,362.00	2,664.27
减 少数股东损益	-8.60	-28.99	-30.00	-35.00
归母公司所有者的净利润	110.44	1,741.27	2,392.00	2,699.27

最新总股本(万股)	86,744	86,744	86,744	86,744
基本每股收益(元)	0.13	2.01	2.76	3.11
市盈率（倍）	275.68	17.49	12.73	11.28

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn