

建筑机械

李勤 S0960200010107

010-66276909

liqin@cjis.cn

徐工机械

000425

推荐

公司业务蒸蒸日上，发展空间正在扩展

6-12个月目标价： 54.00元

当前股价： 42.25元

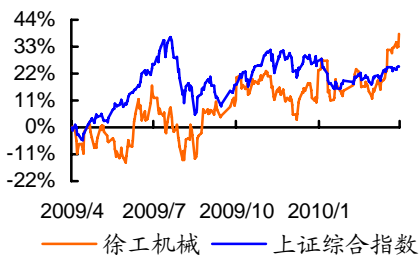
评级调整： 上调

基本资料

上证综合指数	3164.97
总股本(百万)	867
流通股本(百万)	353
流通市值(亿)	149
EPS (TTM)	2.01
每股净资产(元)	5.08
资产负债率	70.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
徐工机械	22.57	12.22	24.41
上证综合指数	6.32	-1.84	6.21



相关报告

投资要点:

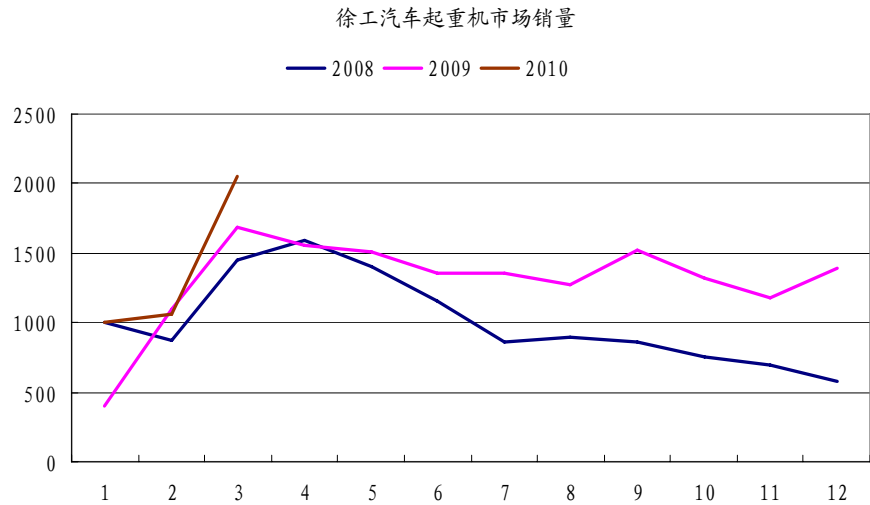
- **徐工机械汽车起重机销售旺盛，行内地位稳固** 随着我国基础设施建设全面铺开，工程起重机在铁路、公路、桥梁的大型工程建设得到广泛应用，销量一直稳固上升，是唯一没有受到金融危机影响的机械品种。09年徐工销售14265台，履带起重机181台，销售收入126亿，市场占有率达52%，同比增长18%。
- **超高的基础设施FAI将在2010年继续发挥后续拉动作用** 09年FAI达到创纪录的30.5%，远高于以前历史上最高的26%。但相应的工程机械增速仅有20%，根据我们的模型计算，超高的FAI作用远未发挥出来。2010年1季度徐工机械销售4016台，同比增长26%，充分显示了09年FAI的强大后续拉动作用。
- **徐工机械继续进行技术改造扩大产能，做大主业** 徐工计划非公开发募集资金总额不超过50亿元，将用于徐工机械研发平台提升扩建项目、大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目、发展大型履带式起重机技改项目、扩大起重机出口能力技改项目、混凝土建设机械产业化基地技改项目、工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目等9个项目，将极大地提高公司的产品竞争力，提升公司的发展空间。9个项目建成达产之后预计可新增收入150亿元，可新增利润22.56亿元。平均建设期3年，投资回收期5.5年。预计新项目将大大增厚公司的盈利水平。
- **公司设立铁路施工装备公司** 公司为拓宽公司产品线，抢抓高铁快速发展带来的机遇，培育新的经济增长点。公司计划出资10000万元设立徐州徐工铁路装备有限公司。该项目可使得公司进入一个具有广阔发展空间的领域。
- **投资建议与评级。** 我们预测公司10-12年EPS为2.70, 3.43, 4.09元/股，按10年20倍PE估值，合理价值54元，给予推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	20699	25615	31680	38079
同比(%)	30%	24%	24%	20%
归属母公司净利润(百万元)	1741	2343	2974	3546
同比(%)	16%	35%	27%	19%
毛利率(%)	19.4%	20.5%	20.6%	20.5%
ROE(%)	39.8%	36.4%	31.6%	27.4%
每股收益(元)	2.01	2.70	3.43	4.09
P/E	21.77	16.18	12.75	10.69
P/B	8.66	5.90	4.03	2.93
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

图表 1: 徐工起重机销量



资料来源: 工程机械协会

图表 2、公司分产品销售收入假设

单位: 百万

	2009	2010E	2011E	2012E
起重机械	2129.41	2789.52	4463.23	6248.53
毛利率	22.43%	22.80%	23.10%	23.10%
铲运机械	1259.82	1889.73	2267.68	2494.45
毛利率	12.15%	14.00%	14.00%	14.00%
混凝土机械	393.14	629.02	393.14	393.14
毛利率	23.58%	12.96%	12.96%	12.96%
路面机械	182.89	365.79	585.26	936.42
毛利率	12.57%	23.00%	23.58%	23.58%
消防机械	289.82	347.79	417.35	500.82
毛利率	51.71%	12.00%	12.00%	12.00%
其他工程机械	877.97	1580.34	1896.40	2465.33
毛利率	13.32%	40.00%	35.00%	35.00%
工程机配件	135.65	244.16	292.99	380.89
毛利率	15.45%	13.32%	13.32%	13.32%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11197	12591	14377	17564
现金	5033	5033	5033	6325
应收账款	1828	2262	2797	3362
其它应收款	239	296	366	440
预付账款	461	562	695	836
存货	3499	4269	5276	6349
其他	137	170	210	252
非流动资产	3875	5959	7935	9801
长期投资	8	6	7	7
固定资产	2333	3440	4462	5386
无形资产	1038	1967	2897	3826
其他	497	546	570	582
资产总计	15072	18550	22312	27365
流动负债	10568	12028	12858	14410
短期借款	1334	1391	393	0
应付账款	2255	2751	3400	4091
其他	6978	7886	9065	10319
非流动负债	96	89	89	89
长期借款	70	70	70	70
其他	26	19	19	19
负债合计	10664	12117	12947	14499
少数股东权益	33	5	-38	-84
股本	867	867	867	867
资本公积	1823	1823	1823	1823
留存收益	1685	3739	6713	10259
归属母公司股东权益	4376	6429	9403	12950
负债和股东权益	15072	18550	22312	27365

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3180	2496	3226	3835
净利润	1712	2315	2932	3500
折旧摊销	212	266	375	486
财务费用	31	-91	-126	-204
投资损失	-8	0	0	0
营运资金变动	1149	-51	-32	-28
其它	83	56	77	82
投资活动现金流	-217	-2354	-2354	-2354
资本支出	470	1400	1400	1400
长期投资	-3	0	0	0
其他	250	-954	-954	-954
筹资活动现金流	-950	-142	-872	-189
短期借款	839	57	-998	-393
长期借款	70	0	0	0
普通股增加	322	0	0	0
资本公积增加	1360	0	0	0
其他	-3541	-199	126	204
现金净增加额	2011	0	0	1293

利润表				
会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	20699	25615	31680	38079
营业成本	16692	20365	25169	30285
营业税金及附加	81	87	110	137
营业费用	630	780	965	1160
管理费用	1184	1409	1901	2285
财务费用	31	-91	-126	-204
资产减值损失	83	61	75	73
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
营业利润	2005	3004	3586	4344
营业外收入	78	54	66	60
营业外支出	8	9	11	9
利润总额	2075	3049	3641	4394
所得税	363	734	709	894
净利润	1712	2315	2932	3500
少数股东损益	-29	-28	-42	-46
归属母公司净利润	1741	2343	2974	3546
EBITDA	2249	3180	3835	4625
EPS (元)	2.01	2.70	3.43	4.09

主要财务比率				
会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	30.3	23.8	23.7	20.2
营业利润	13.0	49.8	19.4	21.1
归属于母公司净利润	16.4	34.6	26.9	19.2
获利能力				
毛利率	19.4	20.5	20.6	20.5
净利率	8.4%	9.1%	9.4%	9.3%
ROE	39.8	36.4	31.6	27.4
ROIC	80.1	53.1	45.7	41.7
偿债能力				
资产负债率	70.8	65.3	58.0	53.0
净负债比率	14.43	13.17	4.62	1.41
流动比率	1.06	1.05	1.12	1.22
速动比率	0.72	0.68	0.70	0.77
营运能力				
总资产周转率	2.21	1.52	1.55	1.53
应收账款周转率	17	11	11	11
应付账款周转率	11.08	8.14	8.18	8.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	2.01	2.70	3.43	4.09
每股经营现金流(最新摊薄)	3.67	2.88	3.72	4.42
每股净资产(最新摊薄)	5.04	7.41	10.84	14.93
估值比率				
P/E	21.77	16.18	12.75	10.69
P/B	8.66	5.90	4.03	2.93
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434