

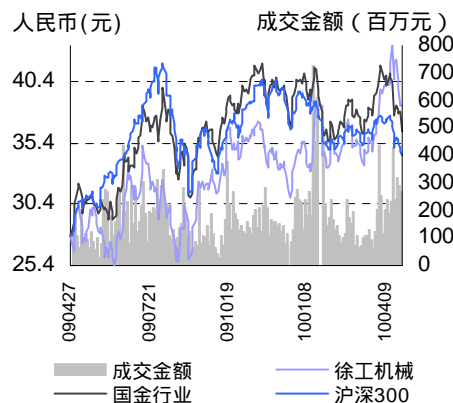
市价(人民币)：38.50元

毛利率有所回升

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	352.70
总市值(百万元)	33,396.62
年内股价最高最低(元)	43.40/25.40
沪深300指数	3108.41
深证成指	11355.37



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.203	2.007	2.645	3.282	3.892
每股净资产(元)	2.30	5.04	7.39	10.28	13.87
每股经营性现金流(元)	0.28	3.67	2.94	4.08	4.87
市盈率(倍)	76.75	17.50	14.55	11.73	9.89
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	346.75%	1476.62%	31.77%	24.08%	18.57%
净资产收益率(%)	8.80%	39.80%	35.80%	31.93%	28.06%
总股本(百万股)	545.09	867.44	867.44	867.44	867.44

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 1季度公司实现营业收入 5,298 百万元，同比增长 35.13%；归属上市公司股东的净利润 506 百万元，同比增长 78.97%，EPS 为 0.58 元；净利润的增幅与 4 月 16 日的业绩预告情况一致。

经营分析

- **主要产品销量增长较快**：受益于国内固定资产投资回升，公司的主要产品销售红火，根据行业协会统计，1 季度公司的汽车起重机销量达到 4,000 多台，同比增长约 30%；装载机销量 2,800 多台，同比增长约 24%；我们估计公司实际情况可能更好。
- **毛利率提升**：公司 1 季度的毛利率为 21.17%，与 09 年 4 季度毛利率 17.40%相比上升明显，也高于 09 年全年 19.36%的水平。与工程机械的其他企业相比，公司以前的毛利率偏低，盈利能力与其在工程起重机市场上的地位不相匹配。如果公司能够继续有效控制成本和费用，其盈利能力将进一步体现出来。
- **费用控制良好**：1 季度公司销售费用达到 145 百万元，同比增长 56.48%，这主要是公司加大了市场营销力度所致；管理费用为 311 百万元，同比增长 56.70%，这主要是因为公司加大了研发投入。总体上，公司的费用控制较好，总的费用比率基本稳定。
- **存货有所增加**：公司期末存货为 4,261 百万元，较去年末的 3,499 百万元有所上升；应收账款为 3,081 百万元，与去年末的 1,828 百万元相比上升明显。由于存货和应收账款增加较多，公司 1 季度的经营现金流仅为 236 百万元，低于去年同期的 314 百万元。

盈利预测和投资评级

- 我们维持公司 10-11 年 EPS2.65 和 3.28 元的预测，维持“买入”评级。
- 由于徐工集团改制可能涉及公司实际控制人变化，从而影响公司正在进行的非公开增发，我们估计两者之间应要协调。
- 风险提示：目前国务院出台了严厉的房地调控措施，可能对房地产投资产生较大影响，并进而影响地方固定资产投资。公司工程起重机的下游虽相对较为分散，但仍可能会受到房地产调控的影响。

相关报告

- 1.《利润好,现金流更好》，2010.2.9
- 2.《融资不超过 50 亿元,欲扩大起重机优势》，2009.12.28
- 3.《业绩好于预期》，2009.10.26

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

图表1：公司各季度的部分财务比率

季度	09Q 1	09Q 2(注)	09Q 3	09Q 4	2009	10Q 1
营收(百万元)	3,920	5,290	5,037	6,451	20,699	5,298
毛利率	16.71%	22.40%	20.73%	17.40%	19.36%	21.17%
销售费用率	2.36%	2.49%	4.75%	2.59%	3.05%	2.73%
管理费用率	5.06%	5.67%	5.35%	6.46%	5.72%	5.87%
财务费用率	0.21%	0.11%	0.43%	-0.06%	0.15%	0.16%
三项费用率	7.63%	8.27%	10.53%	8.98%	8.92%	8.76%
营业利润率	8.52%	13.58%	9.48%	7.37%	9.69%	10.89%
净利润率	7.08%	11.02%	8.46%	6.60%	8.27%	9.40%

来源：公司公报，国金证券研究所（2季度为推算得到）

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	4	6	17	30
买入	0	0	0	5	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.16	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-09-17	买入	32.15	40.33 ~ 43.99
2 2009-10-26	买入	34.85	N/A
3 2009-12-28	买入	34.47	N/A
4 2010-02-09	买入	34.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室