

2010年10月25日

# 徐工机械

## 业绩符合预期

**买入**

**A**

000425.SZ - 人民币 47.90

目标价格: 人民币 54.40(↑41.40)

史祺, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	36	31	37	35
相对新华富时	50	13	22	44
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	867
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	24,087
3个月日均交易额(人民币 百万)	338
净负债比率(%)	
主要股东(%)	
徐工集团	58

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

徐工机械 2010 年 1-9 月净利润同比上升 51% 至 19.8 亿人民币, 收入同比增长 33% 至 189 亿人民币, 业绩大幅增长主要是受益于全球经济的复苏和国内高涨的固定资产投资。由于今年上半年钢材价格下降很多, 因此公司的毛利率同比有 0.5 个百分点的提升, 公司在管理费用和销售费用的控制上做的非常好, 因此公司的经营利润率水平上升 1.2 个百分点, 公司的净利润率提高了 1.3 个百分点。我们将目标价格上调至 54.40 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受益于国内未来高铁建设等大量基础设施投资, 工程起重机国内需求将有较强的支撑。预计徐工的汽车起重机业务在 2010 年有望实现 30% 的收入增长。
- 公司的装载机业务恢复情况良好, 2010 年 1-9 月的装载机销量 10,286 台, 同比增长 57%。
- 我们认为募集资金项目对短期 1-2 年内公司的经营状况不会有大的影响, 但是从长期的角度来看公司的竞争力将大大加强, 并且公司有望在全球市场占得先机。我们预计 2010 年公司收入将保持稳定增长, 收入达到 266 亿元, 预计 2010 年净利润超过 24 亿元。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济的波动和房地产投资的下滑可能对下游的工程机械产品的需求产生比较大的影响。

### 估值

- 我们对公司未来的盈利增长前景表示乐观, 参考 20 倍 2010 年预测市盈率, 我们该股目标价格从 41.40 元提升到 54.40 元人民币, 对该股维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	3,354	20,699	26,553	31,551	36,502
变动(%)	3	517	28	19	16
净利润(人民币百万)	110	1,742	2,409	2,885	3,420
全面摊薄每股收益(人民币)	0.20	1.97	2.72	3.26	3.86
变动(%)	347	871	38	20	19
市盈率(倍)	236.4	24.3	17.6	14.7	12.4
每股现金流量(人民币)	0.06	2.62	1.81	2.73	3.43
价格/每股现金流量(倍)	866.9	19.4	21.1	14.0	11.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	268.2	20.0	14.1	12.0	10.4
每股股息(人民币)	0.02	0.20	0.27	0.33	0.39
股息率(%)	0.0	0.4	0.8	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 ([www.bociresearch.com](http://www.bociresearch.com)) 上获取  
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的涨幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

估值。我们对公司未来的盈利增长前景表示看好，国内市场在高铁建设的带动下将在未来两年对起重机产品的增长起到良好支撑。参考 20 倍 2010 年预测市盈率，我们该股目标价格从 41.40 元提升到 54.40 元人民币，对该股维持买入评级。

**2010 年 1-9 月盈利同比上升 51%。**徐工机械公告 2010 年 1-9 月净利润同比上升 51% 至 19.8 亿人民币，收入同比增长 33% 至 189 亿人民币，业绩大幅增长主要是受益于全球经济的复苏和国内高涨的固定资产投资。由于今年上半年钢材价格下降很多，因此公司的毛利率同比有 0.5 个百分点的提升，公司在管理费用和销售费用的控制上做的非常好，因此公司的经营利润率水平上升 1.2 个百分点，公司的净利润率提高了 1.3 个百分点。

**业务分析。**受益于国内未来高铁建设等大量基础设施投资，工程起重机国内需求将有较强的支撑。预计徐工的汽车起重机业务在 2010 年有望实现 30% 的收入增长。公司的装载机业务恢复情况良好，2010 年 1-9 月的装载机销量 10,286 台，同比增长 57%。

**公司制定的“十二五”目标战略：**专注起重机械、路面机械和核心零部件三大业务，同时在海外业务将切入高端市场。摊铺机市场公司目标是保持行业第一的位置；装载机要加快发展目标晋升行业前三；加大液压泵、车桥、马达、发动机等核心零部件投资，使公司成为国内配套最完善的工程机械企业；混凝土机械在经过积累已经具备大发展的基础，形成了拖泵、泵车、搅拌车和搅拌站等一系列全套设备，目标缩小与竞争对手的差距。其他设备比如和高铁相关的砂浆车等轨道设备也将发展迅速。

挖掘机是工程机械行业中最大的子行业，徐工很早开始从事挖掘机业务，最早和卡特彼勒成立过合资公司，应该说徐工在挖掘机的生产和技术上有着长期的积累，并且周边的配套环境也非常好。08 年徐工单独成立了挖掘机分公司，09 年就销售了 600 多台，10 年的销售目标是实现翻番。

混凝土机械 90 年代初徐工开始生产，当时引进德国技术做泵送产品，但是由于受到资源限制一直没有形成规模化生产，09 年公司销售 187 台泵车。为了更好的整合混凝土机械和履带起重机，公司建立了徐工建筑机械公司。长远而言，随着城市化进程的不断推进和商品混凝土的推广，混凝土机械的应用将不断推广，预计混凝土机械销量将保持 20% 以上发展速度。此次募集资金项目完成后，新增泵车 1,200 台、拖泵 600 台、车载泵 600 台生产能力。经公司测算，可实现销售收入 35.6 亿元，净利润 4.8 亿元。

按照公司“十二五”发展规划纲要，2015 年需配套的液压泵(含马达)将为 16 万件、阀为 50 万件、液压缸为 90 万米。为满足公司未来主机产品的发展需要，必须使液压元件技术水平达到国际先进水平，并满足批量较大的产品的配套能力要求。公司未来将新增液压缸 25 万米、液压泵(含马达)6 万件、液压阀 20 万件。新增销售收入 15.3 亿元，净利润 2.0 亿元。

**盈利分析。**我们认为募集资金项目对短期 1-2 年内公司的经营状况不会有大的影响，但是从长期的角度来看公司的竞争力将大大加强，并且公司有望在全球市场占得先机。我们预计 2010 年公司收入将保持稳定增长，收入达到 266 亿元，预计 2010 年净利润超过 24 亿元。

图表 2. 2010 年 1-9 月业绩摘要

(人民币，百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动 %
经营收入	14,248	18,939	33
销售成本	(11,425)	(15,087)	32
毛利润	2,823	3,852	36
销售费用	(464)	(416)	(10)
管理费用	(768)	(1,091)	42
经营利润	1,591	2,345	47
财务成本	(35)	(11)	(70)
投资及其它收益	5	(47)	NM
税前利润	1,561	2,288	47
税金	(274.1)	(315.5)	15
少数股东权益	20.2	7.7	(62)
净利润	1,307	1,980	51
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	19.8	20.3	
经营利润率	11.2	12.4	
净利率	9.2	10.5	

资料来源：公司数据

**损益表(人民币百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,354	20,699	26,553	31,551	36,502
销售成本	(3,092)	(16,773)	(21,545)	(25,571)	(29,528)
经营费用	(161)	(1,696)	(1,817)	(2,186)	(2,552)
息税折旧前利润	100	2,230	3,192	3,795	4,423
折旧及摊销	(82)	(119)	(167)	(171)	(175)
经营利润(息税前利润)	19	2,111	3,025	3,624	4,248
净利润收入/(费用)	(13)	(31)	(166)	(190)	(205)
其他收益/(损失)	129	(5)	9	2	30
税前利润	135	2,075	2,869	3,435	4,072
所得税	(33)	(363)	(430)	(515)	(611)
少数股东权益	9	29	(29)	(35)	(42)
净利润	110	1,742	2,409	2,885	3,420
核心净利润	110	1,742	2,409	2,885	3,420
每股收益(人民币)	0.203	1.968	2.723	3.260	3.864
核心每股收益(人民币)	0.203	1.968	2.723	3.260	3.864
每股股息(人民币)	0.020	0.197	0.272	0.326	0.386
收入增长(%)	3	517	28	19	16
息税前利润增长(%)	(76)	11,206	43	20	17
息税折旧前利润增长(%)	(34)	2,123	43	19	17
每股收益增长(%)	347	871	45	20	19
核心每股收益增长(%)	347	871	45	20	19

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	135	2,075	2,869	3,435	4,072
折旧与摊销	82	119	167	171	175
净利息费用	13	31	166	190	205
运营资本变动	9	1,126	(1,369)	(1,038)	(961)
税金	(33)	(363)	(430)	(515)	(611)
其他经营现金流	(173)	(668)	196	169	157
经营活动产生的现金流	32	2,320	1,598	2,412	3,038
购买固定资产净值	(123)	(5,800)	(111)	(74)	(75)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	78	79	80	81	82
投资活动产生的现金流	(45)	(5,721)	(31)	7	7
净增权益	0	5,600	0	0	0
净增债务	(55)	1,397	584	499	494
支付股息	53	66	(174)	(241)	(286)
其他融资现金流	(98)	(158)	(215)	(238)	(252)
融资活动产生的现金流	(100)	6,905	196	20	(44)
现金变动	(113)	3,504	1,762	2,439	3,001
期初现金	177	64	3,568	5,330	7,769
公司自由现金流	(12)	(3,383)	1,611	2,485	3,138
权益自由现金流	(136)	(2,112)	1,986	2,728	3,334

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	64	3,568	5,330	7,769	10,769
应收帐款	720	4,650	6,038	7,261	8,501
库存	1,393	7,298	9,080	10,428	11,639
其他流动资产	185	1,089	1,417	1,672	1,941
流动资产总计	2,363	16,604	21,865	27,130	32,850
固定资产	744	1,846	1,817	1,746	1,670
无形资产	282	488	469	449	431
其他长期资产	149	153	167	179	189
长期资产总计	1,174	2,487	2,453	2,374	2,290
总资产	3,537	19,091	24,317	29,503	35,140
应付帐款	795	4,295	5,516	6,547	7,560
短期债务	670	2,067	2,652	3,151	3,645
其他流动负债	749	4,258	5,483	6,511	7,525
流动负债总计	2,214	10,619	13,651	16,208	18,730
长期借款	120	120	120	120	120
其他长期负债	8	16	16	16	16
股本	545	885	885	885	885
储备	647	7,474	9,643	12,239	15,317
股东权益	1,192	8,359	10,528	13,124	16,202
少数股东权益	3	(23)	3	34	72
总负债及权益	3,537	19,091	24,317	29,503	35,140
每股帐面价值(人民币)	2.19	9.45	11.90	14.83	18.31
每股有形资产(人民币)	1.67	8.89	11.37	14.32	17.82
每股净负债/(现金)(人民币)	1.33	(1.56)	(2.89)	(5.08)	(7.91)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	3.0	10.8	12.0	12.0	12.1
息税前利润率	0.6	10.2	11.4	11.5	11.6
税前利润率	2.4	9.7	10.8	10.9	11.2
净利率	1.6	8.0	9.1	9.1	9.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.6	1.6	1.7	1.8
利息覆盖率	0.3	16.7	14.4	14.2	14.3
净权益负债率(%)	60.8	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.4	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	236.4	24.3	17.6	14.7	12.4
核心业务市盈率	236.4	24.3	17.6	14.7	12.4
目标价对应核心业务市盈率	268.5	27.6	20.0	16.7	14.1
市净率	16.5	3.8	3.0	2.4	2.0
价格/现金流	866.9	19.4	21.1	14.0	11.1
企业价值/息税折旧前利润	268.2	20.0	14.1	12.0	10.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	165.5	94.6	138.7	139.2	136.4
应收帐款周转天数	79.3	47.4	73.5	76.9	78.8
应付帐款周转天数	85.5	44.9	67.4	69.8	70.5
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	20.0	10.5	10.0	10.0	10.0
净资产收益率	4.8	34.9	25.5	24.4	23.3
资产收益率	0.3	15.3	11.8	11.4	11.2
已运用资本收益率	1.0	34.0	25.8	24.8	23.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 10 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的 “合格投資人” 或 “專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371