

**动态报告/公司快评**

机械

**徐工机械 (000425)**
**推荐**

工程机械

调研简报

(上调评级)

2010年11月1日

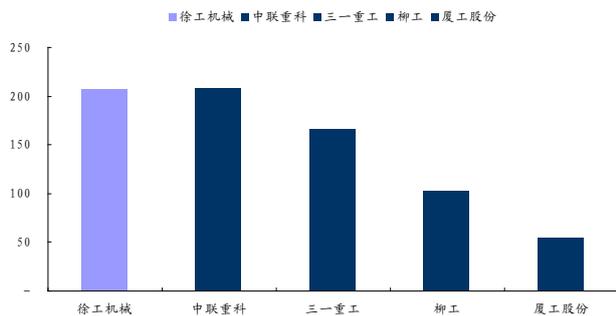
# 积极因素显现，估值及业绩改善预期将逐步兑现

分析师： 余爱斌    yuab@guosen.com.cn    0755-82133400, SAC 执业证书编号: S0980207060202

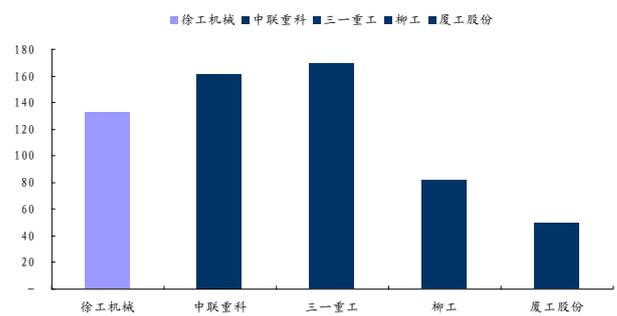
## 评论:

### ■ 公司是国内销售规模最大、产品种类最全的工程机械龙头

经过重组收购集团资产后，徐工机械已成为工程机械销售收入最大、产品种类最全的上市公司。以 09 年销售收入来看，徐工与三一、中联的销售规模大致相当。从集团的规模来看，徐工集团在全球工程机械企业销售收入排名中位列第九，销售规模略高于三一、中联。

**图 1: 主要工程机械上市公司 09 年销售收入对比**


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

**图 2: 主要工程机械上市公司 10 年 H 销售收入对比**


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

**表 1: 2009 年国内主要工程机械集团在全球工程机械行业的排名**

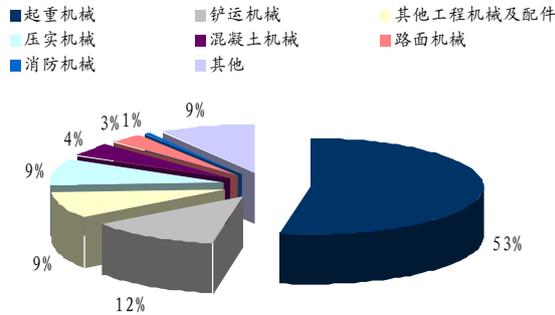
公司	2009 年全球排名	2008 年全球排名	2009 年销售额 (亿美元)	2009 年营业利润 (亿美元)
徐工集团	9	15	34.85	3.38
中联重科	10	20	30.41	4
三一集团	12	18	29.73	4.72
柳工机械	20	25	14.92	1.42
山推股份	37	30	8.81	0.54
厦工	37	36	7.79	0.18

资料来源: 工程机械行业协会、国信证券经济研究所

产品种类方面，收购后公司整机产品覆盖各种类起重机、装载机、压路机、路面机械、混凝土机械、专用车辆、小型工程机械等工程机械主要产品，同时还具备汽车底盘、液压配件等零配件生产能力，其产品覆盖面在目前行业

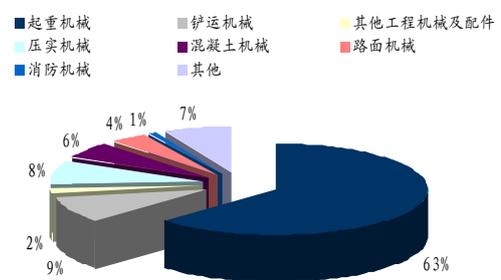
的上市公司中也是最全的。

图 1: 徐工机械 10 年 H 分产品收入构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 2: 徐工机械 10 年 H 分产品利润构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

公司不仅在主打产品汽车起重机市场占据 50% 以上份额, 处于绝对领先, 同时在压路机、路面机械等产品也处于行业领先的市场地位, 在装载机、履带吊等产品领域也拥有一定市场份额, 整体来看, 公司的综合竞争实力相当强大。

表 2: 国内主要工程机械企业细分产品的市场占有率

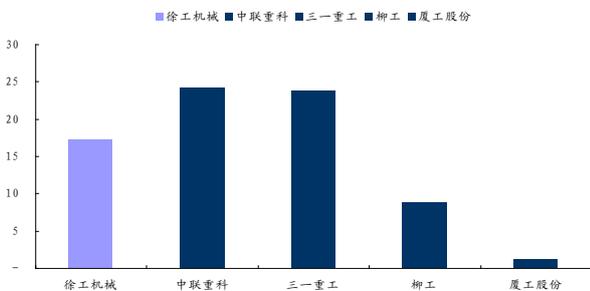
	汽车起重机	装载机	履带吊	压路机	混凝土机械	挖掘机	路面机械
徐工	55.18%	7.29%	15%	27.88%	4.30%	0.5%	15.95%
三一	3%	-	26%	4%	50%	6.5%	?
中联	23%	-	23%	-	40%	-	?
柳工	4.77%	22.60%	-	11.60%	-	3.50%	-
厦工	-	17.50%	-	8%	-	1.70%	-
徐工市场排名	1	5	3	1	4	-	1

资料来源: 工程机械行业协会、国信证券经济研究所

### ■ 多重因素制约, 公司业绩及估值水平相对同类公司存在巨大改善空间

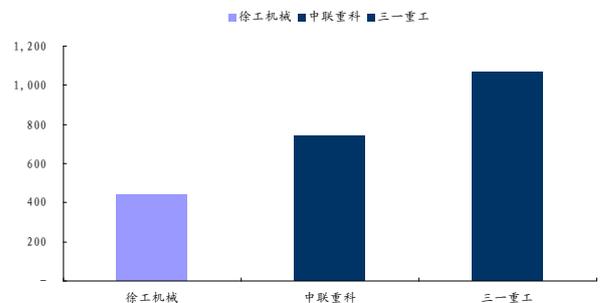
尽管在收入规模和产品种类、市场占有率方面, 徐工机械与三一、中联等一线龙头公司基本相当, 但是公司的过去的业绩表现却与三一、中联存在明显的差距, 09 年公司净利润规模仅占三一、中联的 70% 左右, 10 年 H 的净利润规模只及三一的 43%、中联的 63%; 公司市值仅中联的 59%、三一的 41%。

图 4: 主要工程机械上市公司 09 年净利润对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 5: 三大工程机械龙头公司市值对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

我们分析了解，导致公司过去盈利表现与三一、中联等同级别公司存在较大差异的主要原因有：

➤ **公司产品结构存在较大差距**

公司主打产品汽车起重机与三一、中联等公司的盈利能力差距不大，毛利率相差 2 个多点，但三一、中联在混凝土机械、挖掘机等高毛利率产品的收入占比比较大，而徐工在压路机、路面机械等低毛利率产品的占比更大，导致综合毛利率比三一、中联低很多。

表 3: 徐工、三一、中联 2009 年分业务毛利率对比

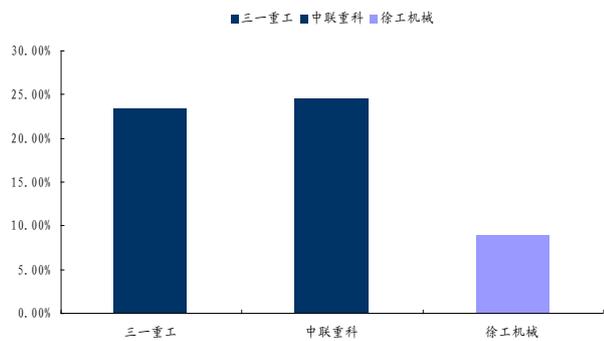
徐工机械			三一重工			中联重科		
产品	收入占比	毛利率	产品	收入占比	毛利率	产品	收入占比	毛利率
汽车起重机	52.75%	24.6%	汽车起重机	7%	26%	汽车起重机	36.37%	27%
铲运机械	12.39%	14.61%	混凝土机械	52%	42%	混凝土机械	43.74%	31%
压实机械	8.64%	18.89%	挖掘机	20%	30%	环卫机械	4.42%	33%
混凝土机械	4.43%	26.32%	桩工机械	6%	47.5%	车桥产品	4%	14%
路面机械	3.38%	23%	路面机械	3.6%	33%	路面机械	3.35%	36%
<b>综合毛利率</b>		<b>20.5%</b>	<b>综合毛利率</b>		<b>37.6%</b>	<b>综合毛利率</b>		<b>28.91%</b>

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ **公司管理机制和经营策略相对保守：**

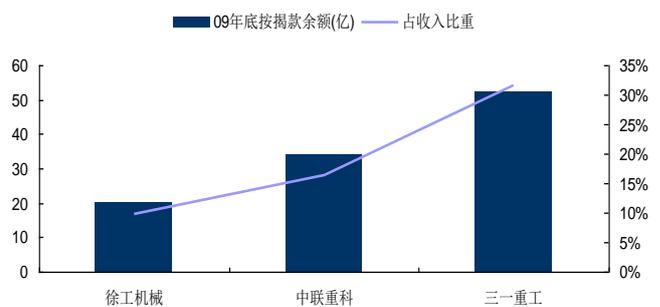
公司是行业内最老牌的大型国有企业，实现整体上市时间相对比较晚，管理层激励不到位导致公司管理相对稳健，市场策略相对保守也是导致公司业绩表现相对弱的一大原因。比如从应收帐款占收入比重来看，徐工应收帐款比率仅 8%，远低于三一、中联 20% 多的水平，另外从按揭销售规模来看，徐工的按揭款余额也远低于三一、中联，显示公司销售策略明显相对保守。

图 6: 徐工应收帐款比率远低于三一、中联



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 7: 徐工按揭销售占比远低于三一、中联



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

■ **积极因素显现，潜在的改善空间或将逐成现实**

近年来，集团在做大做强上市公司平台战略明显。08 年公司通过定向增发收购了集团核心资产汽车起重机业务，同时承诺集团其他相关工程机械资产也将在适当机会注入上市公司；此外，公司积极争取引入战略投资机构以求优化公司治理结构和激励机制；针对产品结构的差距，公司也通过增发扩产在大吨位起重机、履带吊、混凝土机械等中高端产品积极拓展。我们认为公司经营管理正在逐步改善，公司发展进入上升通道。

➤ **积极开拓高端产品领域，公司产品结构将逐步改善**

公司 10 年定向增发已成功实施，本次定向增发募集资金 49 亿元，主要投向大吨位起重机、履带吊、混凝土机械等高端产品项目以及核心配件项目。随着相关项目在 11 年开始逐步投产，公司在产品结构将逐步改善，综合毛利率将有所提升。

➤ **提高产品核心配件自制能力，控制成本费用**

由于国有企业经营机制，过去公司对产品品质的重视程度超过对成本费用控制的重视程度，因而核心配件进口比例高，价格贵；通过本次定向增发，公司将大力研究开发制约主机发展的关键零部件如智能控制变速箱、总线控制器、节能液压元件、大型湿式制动器驱动桥等，大力提高公司核心配件自制率，控制成本费用，这也有利于公司综合毛利率提升。

➤ **积极引入战略投资，与兵器集团深度合作将成公司转变发展思路重大契机**

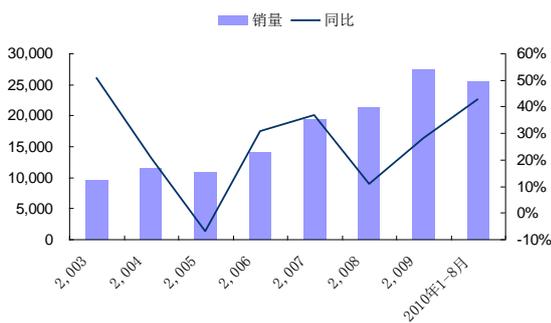
10 年 5 月，江苏省政府与兵器集团签署了战略合作框架协议，根据该协议，兵器集团将与徐工集团实施战略重组，江苏省与兵器集团公司将以做强做大徐工集团为主要平台，深入推进战略合作。“十二五”期间，兵器工业集团将在江苏新增投资 150 亿元，建设重型车辆与工程机械研发生产基地、高科技光电信息研发生产基地和精细化工研发生产基地。我们认为，兵器与集团的战略合作必然以上市公司为主要平台，将成为推动公司建立管理层激励机制和发展战略转向积极的关键力量，同时，兵器集团庞大的重工、重装资产也打开了公司外延增长的预期空间。

■ **公司主打产品汽车起重机受地产调控影响小，明年增长前景相对乐观**

汽车起重机应用范围非常广泛，主要用于冶金、石化、电力、以及风电、核电能源基础建设等各领域。由于需求中地产占比很小，同时受风电、核电等能源板块高增长带动，未来行业增长前景将相对乐观。

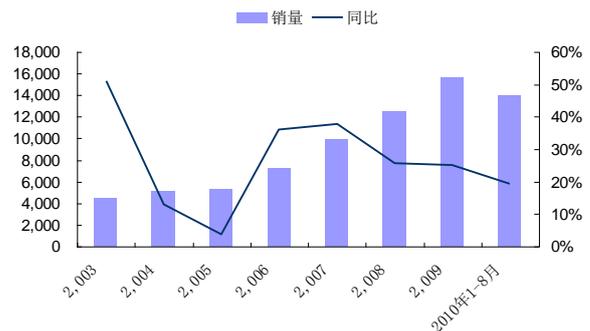
从过去行业周期表现来看，在 05 年行业低迷时期也出现过 7% 的负增长，06、07 年行业处于上升景气又恢复到 30% 以上的高增长；08 年起重机又下滑到 10% 左右增长速度，09、10 年恢复到 30%-40% 左右增长，市场需求的火热程度也远不及混凝土机械、挖掘机等产品；我们判断，在明年对地产行业投资明显不乐观的行业背景下，汽车起重机会表现相对突出，行业保持 20% 以上增长可能性大。

图 8: 汽车起重机行业销售增长情况



数据来源：工程机械工业协会 国信证券经济研究所

图 9: 徐工汽车起重机销售增长情况



数据来源：工程机械工业协会 国信证券经济研究所

■ **预计公司 10、11 年的业绩分别为 2.80、3.60 元/股，给予“推荐”评级**

我们预计公司 2010~2011 年的业绩分别为 2.80、3.60 元/股，目前股价对应动态 PE 分别为 18 倍、14 倍；我们认为公司发展已出现明显转机，巨大的业绩改善和估值提升空间将逐步变为现实，给予“推荐”投资评级，主要股价催化剂有：1、与兵器集团合作取得实质进展，2、定增后年报有高送配预期。

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

#### 免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。