

## 发行H股 加快国际化

推荐 维持评级

分析师: 鞠厚林 电话: (8610) 6656 8946 邮箱: juhoulin@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091557

### 1. 事件

1月26日, 公司召开2011年第一次临时股东大会, 审议通过了关于公司发行H股股票等相关议案。

### 2. 我们的分析与判断

1) 根据公司的股票增发方案, 此次将以香港公开发行和国际配售的方式发行H股, 发行股数不超过发行后总股本的20%, 并授予联席簿记管理人不超过本次发行的H股股数15%的超额配售权, 发行价格将根据市场情况和同类公司的估值水平确定。公司目前总股本约为10.31亿股, 可初步测算公司此次发行H股数量不超过2.58亿股, 考虑到超额配售, 可能再增加约0.38亿股, 则增加总股份不超过2.96亿股; 按公司目前股价, 此次发行后公司募集资金总量约为120-150亿元, 总股本将扩张至不超过13.27亿股, 股本扩张比例最多为28%左右。

募集资金拟用于以下方面: 1、境内外研发体系的建设; 2、拓展公司国际化业务; 3、产业升级和零部件配套; 4、建设和完善国内外营销网络、服务体系; 5、补充流动资金, 改善资本结构。可以看出, 此次增发标志着公司在国际化进程方面加快速度, 公司将通过国际化研发体系和营销网络的建设, 加上产品升级和部件配套能力的提高, 使公司的国际竞争能力明显提升, 从而提高公司在国际市场的份额, 有利于公司业绩增长的持续性和稳定性。

2) 2010年以来国内工程机械行业几家龙头公司的竞争越来越激烈, 由于各家公司都在实行产品多元化的经营战略, 因此销售规模逐渐成为重要的竞争目标, 资本运作的重要性也在日益提升。2010年受起重机行业增速相对较低的影响, 徐工机械的收入增速落后于三一重工和中联重科, 前三季度公司实现销售收入189亿元, 而三一重工和中联重科前三季度销售收入分别为259亿元和239亿元, 差距较为明显。在资本市场上三一重工和中联重科已经率先启动了发行H股, 通过资本市场加速推进国际化进程的战略十分明确。从以上两个方面看, 徐工机械的发展进程比其它两家公司稍有落后。

徐工机械作为徐工集团的上市平台, 面临着做大做强、加速国际化、保持市场龙头地位的压力, 2011年将是公司发展的关键之年, 一方面起重机面临的市场环境较为稳定, 销售增长有望保持在18%-20%的水平, 有利于公司经营规模的持续扩张; 另一方面公司如能在2011年完成H股发行, 将加快公司国际化和扩大国际份额的进程。

### 3. 投资建议

我们预计, 公司2010-2012年每股收益分别为2.85元、3.39元和3.82元。目前工程机械行业重点公司2011年平均市盈率为15倍左右, 估值倍数有进一步上升的空间。徐工机械2011年市盈率为14.1倍, 低于行业平均水平, 维持“推荐”的投资评级。

股价驱动因素: 如果公司发行H股进展顺利, 有利于公司投资价值和股价的提升。

主要风险点: 未来如果宏观调控进一步加强, 将给公司业绩增长带来压力; 机电产品的出口环境如果发生变化, 将不利于公司出口业务的复苏。

**表 1: 徐工机械财务报表预测**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	479.5	3434.3	1351.4	6855.8	6620.8	营业收入	3354.2	20699.1	25356.4	29632	33988
应收票据及账款	485.6	1963.9	3380.4	2605.3	4278.3	营业成本	3090.3	16692.3	19904.8	23449.5	2752.9
预付款项	89.8	461.0	451.5	577.7	614.9	税金及附加	2.1	81.1	65.4	73.3	84.3
其他应收款	289.7	238.9	408.6	316.6	517.4	销售费用	59.3	630.4	772.3	864.9	994.7
存货	1144.6	3499.2	5711.7	4676.8	7360.6	管理费用	183.8	1184.3	1210.2	1355.4	1558.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	12.8	31.2	12.0	-58.7	-113.6
长期股权投资	4.4	7.6	7.6	7.6	7.6	资产减值损失	64.3	82.8	0.0	0.0	0.0
固定资产	941.2	2333.2	2035.4	2012.7	2233.0	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	37.1	302.5	902.5	1200.0	1200.0	投资收益	2.1	186.0	8.1	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	-3.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	83.6	1037.5	929.5	821.5	713.5	营业利润	127.5	2005.0	3391.7	3714.7	4122.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	7.8	70.0	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>3625.7</b>	<b>13346.4</b>	<b>15247.0</b>	<b>19142.2</b>	<b>23614.4</b>	税前利润	135.3	2074.9	3391.7	3714.7	4122.0
						减: 所得税	33.5	362.7	508.8	557.2	618.3
短期借款	495.0	1334.3	0.0	0.0	0.0	净利润	101.8	1712.3	2883.0	3387.5	3893.7
应付票据及账款	1480.6	5902.7	6408.4	7476.7	8612.4	母公司净利润	110.4	1741.3	2931.8	3495.1	3938.4
预收款项	76.2	440.5	576.2	562.6	747.0	少数股东损益	-0.1	-8.6	-29.0	-48.8	-53.5
应付职工薪酬	13.8	134.6	0.0	0.0	0.0	基本每股收益	0.11	1.69	2.85	3.39	3.82
应交税费	-12.4	206.1	0.0	0.0	0.0	稀释每股收益	0.11	1.69	2.85	3.39	3.82
其他应付款	185.3	1036.9	1036.9	1036.9	1036.9	<b>财务指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他流动负债	70.0	135.0	135.0	135.0	135.0	<b>成长性</b>					
长期借款	0.0	70.0	70.0	70.0	70.0	营收增长率	2.7%	517.1%	22.5%	17.2%	14.7%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	136.5%	1314.7%	62.0%	16.4%	12.6%
<b>负债合计</b>	<b>2308.0</b>	<b>8938.1</b>	<b>8245.2</b>	<b>9299.8</b>	<b>10619.9</b>	净利润增长率	313.9%	1581.2%	68.4%	18.9%	12.7%
						<b>盈利性</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1317.7</b>	<b>4408.3</b>	<b>7001.9</b>	<b>9842.4</b>	<b>12994.4</b>	销售毛利率	7.9%	19.4%	21.5%	21.0%	20.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	3.0%	8.3%	11.4%	11.1%	10.7%
净利润	101.8	1712.3	2883.0	3157.5	3503.7	ROE	8.8%	39.8%	41.8%	23.9%	21.2%
折旧与摊销	58.7	212.5	405.7	433.2	487.8	ROIC	9.0%	118.8%	85.9%	44.1%	75.5%
经营活动现金流	156.1	3201.7	126.3	6333.0	569.1	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-25.8	-217.0	-600.0	-600.0	-600.0	PE	460.3	29.2	17.3	14.1	12.5
融资活动现金流	-57.9	-949.6	-1609.3	-228.7	-204.1	P/S	15.2	2.5	7.2	1.7	1.4
现金净变动	72.5	2032.2	-2082.9	5504.4	-235.0	P/B	40.5	11.6	2.0	3.4	2.7
期初现金余额	386.3	3022.3	3434.3	1351.4	6855.8	股息收益率	0.1%	0.0%	0.6%	0.6%	0.7%
期末现金余额	458.1	3434.3	1351.4	6855.8	6620.8	EV/EBITDA	131.6	18.2	11.3	9.2	8.5

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 2: 徐工机械 (000425.SZ) 关键指标预测**

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	3354	20699	25278	29632	33988
销售收入增长率	2.7%	517.1%	22.1%	17.2%	14.7%
净利润(百万元)	110	1741	2938.4	3495.1	3938.4
净利润增长率	358.3%	1482.7%	68.8%	18.9%	12.7%
摊薄 EPS(元)	0.2	2.01	2.85	3.39	3.82
PE(X)	238.5	23.7	16.7	14.1	12.5
PB(X)	14.3	9.5	4.4	3.4	2.7
PS(X)	12.3	2.0	1.9	1.7	1.4
ROE	6.0%	39.9%	26.5%	23.9%	21.2%

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据 中国银河证券研究部

**表 3: 公司战略与竞争力分析**

公司战略分析	SWOT 评价	4.6
<b>优势</b>	主导产品汽车起重机在国内市场上竞争优势明显, 处于龙头地位。其它产品的竞争实力也处于提升阶段。	4.8
<b>劣势</b>	公司是大型国有企业, 市场营销和管理效率方面有待于持续提高。	4.4
<b>机会</b>	国家的投资增长和产业升级政策有利于公司业务快速发展。在城市化建设和国家基础建设的拉动下, 公司产品中长期空间较大; 国际产业向中国转移的速度加快, 公司的品牌和技术优势增强国际竞争力。	4.8
<b>威胁</b>	公司产品的出口环境面临一定的不确定性。	4.4

注: 分值 1-5, 越高越好

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 4: 波特“五力”评价**

公司竞争力分析	波特“五力”评价	4.6
<b>供应商力量</b>	钢铁供应商规模较大, 谈判力量与公司相当; 部件供应商谈判力量较小。总体上看, 公司的谈判能力较强。	4.7
<b>新进入壁垒</b>	公司产品属于中高端的工程机械产品, 技术含量较高, 技术壁垒较强, 新进入行业有一定的难度。	4.7
<b>客户力量</b>	公司的产品用于工程建设, 客户力量较大, 但客户分布比较分散, 因此公司的谈判力量较强。	4.8
<b>替代产品</b>	公司的起重机都有替代产品, 替代品的价格可能较低, 但效率低于公司的产品, 因此很难形成有效的替代。	4.3
<b>竞争对手</b>	主要的竞争对手规模和技术力量发展较快, 竞争实力上升, 对公司的影响不容忽视。	4.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**机械军工行业分析师覆盖股票范围：**

A 股：徐工机械（000425.SZ）、中联重科（000157.SZ）、三一重工（600031.SH）、中国卫星（600118.SH）、昆明机床（600806.SH）、安徽合力（600761.SH）、西飞国际（000768.SZ）、洪都航空（600316.SH）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908