

奋斗, 奔向全球前五

2011 年 2 月 13 日

恒泰证券研发中心

2011 年 2 月 13 日

投资要点:

➤ 2011 年工程机械行业需求增速约 20%-25%

2011 年行业增速约 20%-25%。其中, 起重机、混凝土机械、路面机械、桩工机械等产品的市场需求增速显著高于行业平均水平, 可达 25%-30%, 龙头企业可获得超行业增长 (详见《工程机械 2011 年行业策略报告》)。

➤ 公司起重机市场占有率过半, 压实、路面机械行业第一地位稳固

公司是起重机行业绝对龙头, 市场占有率连续五年超过 50%, 2010 年受到产能约束, 市场占有率为 55.39%, 随着公司募投项目技改投产, 公司起重机市场占有率将得到进一步提升。公司的压实机械与路面机械也稳居市场第一的位置。

➤ 集团战略为公司高速增长提供保证, 未来三年规划复合增速超 25%

徐工集团提出“到 2012 年实现营业收入超 1000 亿元, 2015 年进入全球工程机械前五强”的战略目标。相比 2009 年集团销售的 500 亿, 我们推算, 2009-2012 年年复合增长率高达 25.99%。

➤ 产品毛利率平稳增长, 未来提升空间仍在

重组以来, 公司的综合毛利率稳步提升, 从 2008 年的 19.74%、2009 年的 20.14% 提高到 2010 年上半年的 20.93%。我们认为公司毛利率仍有提升的空间。首先, 2010 年增发技改后, 产品增加值将显著提高产品毛利率; 其次, H 股上市以后, 规模效应可以提升公司的成本控制能力; 第三, 公司未来发展战略是“以起重机为龙头同时做大公司混凝土机械业务”, 随着混凝土机械业务占比的增加, 公司的综合毛利率将会得到进一步提升。

➤ 公司承诺: 适当的实际将会将集团资产注入到上市公司

公司重大资产重组完成后, 徐工集团、徐工有限未注入上市公司的标的众多。从集团公司持有资产的现状来看, 挖掘机公司业务趋于成熟, 注入上市公司的可能性较大。挖掘机公司提出 2011 年挖掘机销售翻 3 倍, 达到 1 万台, 预计销售额接近 30 亿元, 净利润达到 4-5 亿元。如果预期目标实现, 公司挖掘机市场占有率将会有现在的第十四位上升到行业前五。挖掘机资产的注入, 对丰富徐工的产品体系、提高徐工的盈利能力具有重要的意义。

➤ 企业低市盈率、稳定增长率以及未来多重消息释放的预期, 给“买入”评级

结合我们对行业的预测、关键性假设、行业发展以及公司募集项目资金投向等可以推算, 公司 2010 年、11 年每股收益可达 2.81 元、3.72 元, 对应 2011 年 2 月 13 日 52 元的股票价格, 市盈率分别为 18.51 倍和 13.97 倍。给予“买入”评级。

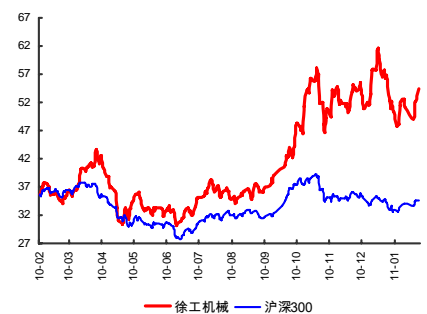
风险提示: 钢铁等原材料成本的大幅上升; 宏观调控超预期;

公司基本信息

动态 PE	13.97
行业 PE	16.89
沪深 300PE	15.60
总股本	10.31 亿
总市值	536.00 亿
当前股价	52.00
20 日均价	52.15
30 日均价	53.01
60 日均价	52.58
120 日均价	46.33

资料来源: 恒泰证券研发中心, 元;

公司股价与沪深 300 对比

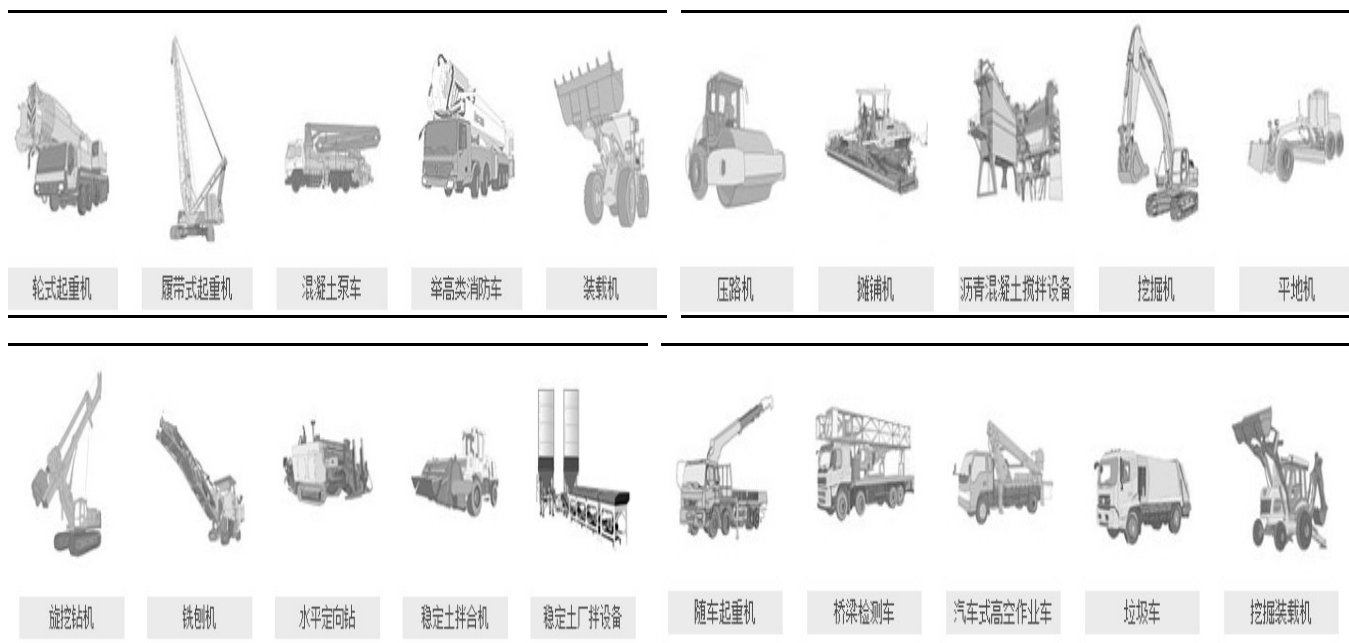


资料来源: 恒泰证券研发中心绘制

一、 集团战略保公司业绩稳定成长，年复合增长约 26%

徐工集团是中国工程机械行业规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团，主要产品分类有：工程起重机械、铲土运输机械、挖掘机械、筑路及养护机械、路面及压实机械、混凝土机械、桩工及非开挖机械、铁路建设装备、高空消防设备、重卡及特种专用车辆、专用底盘、发动机、液压件等主机和工程机械基础零部件产品，目前徐工产品已销售到世界 130 多个国家和地区；9 类主机和 3 类关键零部件市场占有率居国内第 1 位；5 类主机出口量和出口总额持续位居国内行业第 1 位。

图 1 徐工机械主要产品



资料来源：公司网站，恒泰证券研发中心

徐工机械是我国工程机械行业的龙头企业，在进一步巩固起重机械和压实机械行业老大地位基础上，开始大力拓展混凝土机械、挖掘机、装载机等产品，并通过增发募投项目全方位扩大产能，突破限制公司高增长的产能瓶颈。

据徐工集团未来发展战略，目标争取到 2012 年实现营业收入超 1000 亿元，2009 年集团销售为 500 亿，如此算来，集团规划目标年复合增长率高达 25.99%。

具体产品来看，公司混凝土机械已经实现产品的系列化和高端化，具有未来三年实现 50% 以上高增长的基础；挖掘机产能 2011 年有望达到一万台，装载机产能也有望在 2012 年实现翻番，公司的铲土运输机械未来三年实现年均增长 30% 以上的思路清晰可见。

表 1 徐工主要产品毛利率、收入占比及行业地位

产品	毛利率				收入占比		行业地位
	2007	2008	2009	2010 (1-6)	2009	2010 (1-6)	2009
1 起重机械	20.93%	23.28%	22.43%	24.61%	61.12%	52.72%	1
2 铲运机械	6.50%	7.83%	12.15%	14.61%	10.29%	12.39%	5
3 压实机械	11.04%	12.16%	12.96%	18.89%	6.09%	8.64%	1
4 混凝土机械	22.21%	22.23%	23.58%	26.32%	1.9%	4.43%	4
5 路面机械	12.28%	11.69%	12.57%	23.66%	2.47%	3.38%	1
6 消防机械	42.43%	41.57%	51.71%	35.44%	0.88%	0.58%	--
7 其他工程机械	9.22%	18.57%	13.32%	5.35%	--	--	--
8 工程机械配件	13.30%	11.46%	15.45%	--	--	--	--
合计	17.00%	19.74%	20.14%	20.93%	--	--	--

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

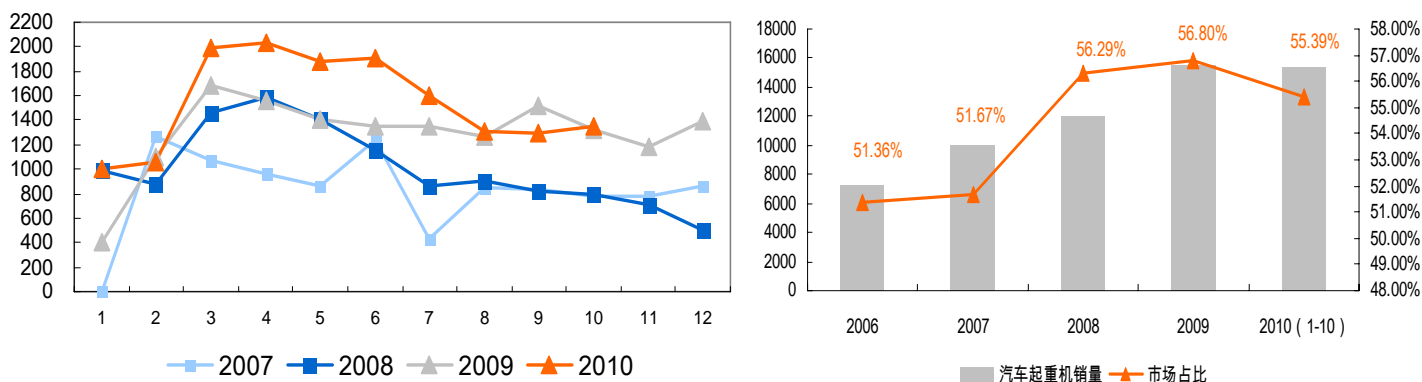
二、倚重起重机龙头地位，做大混凝土机械

公司未来的战略发展重点是在稳固起重机行业龙头地位的基础上，做大混凝土机械产品。

➤ 破解产能瓶颈，维护起重机行业龙头地位

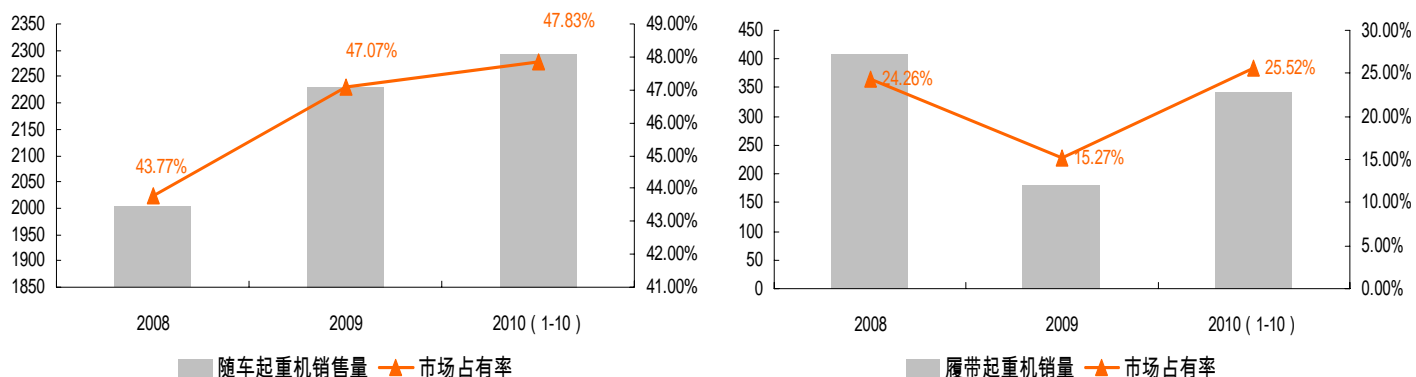
从公司主营业务来看，公司起重机市场占比连续 5 年超过 50%。2010 年上半年起重机市场占有率为 56.39%。受到大吨位起重机面临产能瓶颈，在全行业景气大幅超预期的背景下，2010 年上半年公司起重机业务仅增长 17.88%，增速远落后于中联重科的 61.34%。

图 2 2007-2010.10 徐工起重机销量变化趋势



资料来源：工程机械行业协会，恒泰证券研发中心

图 3 2007-2010.10 徐工起重机销量变化趋势



资料来源：工程机械行业协会，恒泰证券研发中心

为破解公司产能瓶颈，2010年12月，公司通过定向增发方式共募集资金50亿元，其中投入33.6亿元建设两个起重机项目。

1. 公司计划通过控股子公司徐州重型机械有限公司投入6.2亿元实施起重机再制造项目，项目建设期为24个月。项目完成后，预计新增销售收入8.3亿元、净利润1.4亿元。

2. 公司计划通过控股子公司徐州重型机械有限公司投入27.4亿元实施全地面起重机建设项目，其中固定资产投资19.6亿元。项目建设期为30个月。项目完成后，预计新增销售收入91亿元、净利润12.36亿元。

➤ 混凝土机械产品的系列化和高端化，开启公司新盈利点

2010年上半年公司混凝土产品业务增长迅速，同比增幅高达176.50%。就实际情况来看，公司混凝土机械业务受到产能制约，2010年产能利用率达到120%。为解决产能不足问题，公司2010年增发募集资金中，14.3亿元投向混凝土机械产品的技改，这也彰显公司做大混凝土业务的决心。

从产品谱型来看，公司混凝土机械已经实现产品的系列化和高端化，募投的混凝土机械产业化基地项目达产后将新增泵车1,200台、拖泵600台、车载泵600台生产能力，奠定了未来三年实现50%以上高增长的基础；

表 2 2010 年 12 月非公开增发募集资金投向项目

类别	项目名称	总投资	募集投入	达产后 年新增 销售收 入	年新增净利 润

研发类	徐工机械研发平台提升扩建项目	43,306.60	43,306.60	--	--
主机类	大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目	207,906.00	132,372.00	409,320.00	65,056.00
	发展大型履带式起重机技改项目	78,858.00	30,000.00	138,400.00	22,509.00
	扩大起重机出口能力技改项目	59,266.00	20,000.00	272,547.31	45,528.00
	混凝土建设机械产业化基地技改项目	143,602.00	110,281.00	355,832.00	48,210.00
零部件类	工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目	68,015.00	51,966.00	153,049.00	19,896.30
	工程机械新型传动箱关键零部件技改项目	71,022.00	57,007.00	105,000.00	15,095.00
	工程机械新工艺驾驶室等薄板件技改项目	38,018.00	30,300.00	71,000.00	9,395.00
信息化类	信息化整体提升工程项目	24,767.40	24,767.40	--	--
合计		734,761.00	500,000.00	--	--

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

我们认为，此次增发的重点主要针对破解公司起重机与混凝土机械产能不足瓶颈，随着 2011 年技改项目逐渐投产，公司可以稳定在起重机产品的龙头地位、享受混凝土机械市场需求的高增长。

三、毛利率稳定增长，提升空间仍在

公司实现集团重组后，产品毛利率逐步提升。即使从可比统计口径分产品来看，2010 年上半年起重机毛利率为 24.61%，比 2008 年提高 1.33 个百分点，比 2009 年提高 2.18 个百分点。铲运机械毛利由 2009 年的 12.15% 提高到 2010 年上半年的 10.29%；压实机械毛利从 2009 年的 12.96% 提高到 2010 年上半年的 18.89%；混凝土机械毛利在 2010 年的半年时间内提高了 2.74 个百分点；路面机械毛利升幅更大，从 2009 年的 12.57% 上升到 2010 年上半年的 26.32%，提升了 11.09 个百分点。企业的综合毛利率也稳步提升，2009、2010 上半年分别提升 0.4 和 0.79 个百分点。

徐工机械的主要产品中，混凝土机械毛利率较高，起重机械毛利率次之，铲运机械、压实机械毛利率较低。2009 年度在行业平均毛利率略有下降的情况下，徐工机械毛利率逆势上涨了 0.65 个百分点，2010 年上半年毛利率又进一步提升到 20.93%。

根据我们对徐工机械的调研与公司治理情况推断，公司产品毛利率仍有提升的空间。首先，随着徐工机械重组、A 股市场增发以及 H 股的上市，公司的规模效应将会逐步体现出来，公司的成本控制能力将会逐步提高；其次，虽然在最近两年中徐工机械产品毛利率得到大幅提升，但与行业其他龙头企业如中联重科以及三一重工相比，仍有一定的差距。第三，公司未来发展战略是以起重机为龙头，同时做大公司混凝土机械业务，混凝土机械在公司产品中具有较高的毛利率，随着混凝土机械业务占比的增加，公司的综合毛利率将会得到进一步提升。

表 3 徐工机械产品毛利率与其主要竞争对手比较

	毛利率			徐工与同业比较	
	中联重科	三一重工	徐工机械	与中联差距	与三一差距
混凝土机械(%)	31.01	42.54	26.32	4.69	16.22
起重机械(%)	27.64	28.21	24.61	3.03	3.6
路面及桩工机械(%)	35.79	47.52	23.66	12.13	23.86
综合毛利率(%)	28.91	37.6	20.93	7.98	16.67

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

四、 科研实力行业领先，为产品质量提供优良保障

徐工机械每年研发投入为销售收入的 5-8%。如此大量的资金投入与国有企业的知识积淀，形成了江苏徐州工程机械研究院为核心，包括 11 个产品研发设计中心和多个试验研究中心。技术中心拥有一支技术实力强大的科研开发队伍，有 2000 多名科技人才工作在科研岗位，涵盖工程机械总体设计、结构分析、液压、传动、智能控制、试验测量等。

徐工集团技术中心承担了多项国家“九五”、“十五”、“863”项目及省部级科技攻关项目、重大装备项目和重大成果转化项目，研制出新一代起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械等换代产品，攻克了一大批制约工程机械产品研发的关键技术，近五年来有三十多项研究成果获得江苏省科学技术进步奖和中国机械工业科技进步奖，拥有授权专利四百三十多项。公司注重起重机液压系统中关键零部件的研发，如马达、泵等，并实现了部分进口替代。此外，公司在机械整体性能的匹配度上做文章，提高整机的衔接性、综合性能，提高机器的使用寿命。

公司研究成本化率也维持在较高水平。从公司的财务数据来看，公司每年研究投入约为 5-8%，而公司管理费用仅维持在 5.76% 左右的水平，这说明相当部分的研究投入实现了成本化。

从公司科研成果来看，如 HPC30 混凝土喷浆车最高车速可达 75km/h，双动力系统，可独立实现喷浆作业。最大喷射高度可达 17.2m，喷射宽度达到 28.6m，喷射距离达到 14.3m，它独有的二级伸缩折叠式臂架，具有 9 个自由度，可在狭小空间任意方向实现灵活自如的施工。此外，两千吨的履带起重机 XGC28000，88 米登高平台消防车、国内最大吨位 160 吨汽车起重机以及混合动力装载机、第四代路面施工机械、大型混凝土泵车、小中大系列挖掘机和有“蜘蛛侠”之称的山地挖掘机等，都显示了徐工强大的科研能力。

五、 H 股发行获批，公司“利、名”双收

➤ H 股发行筹资，为公司扩大产能及销售渠道提供资金支持

对于徐工机械的本次 H 股拟发行，我们仍然坚持一贯的看法，认为对于徐工来说，长期是重大利好，徐工可以利用本次资金拟用于境内外研发体系的建设；拓展公司国际化业务；产业升级和零部件配套；建设和完善国内外营销网络、服务体系以及补充流动资金，改善资本结构及其他一般商业用途等。意味着公司在做大、做强，提高研发能力与海外扩张的步伐上，紧跟三一重工与中联重科，保持在国内工程机械第一梯队的龙头地位。

➤ H 股上市带来的品牌价值，提高公司未来海外并购的议价能力

最近两年，三一重工、中联重科以及柳工等行业竞争对手加快了海外扩张与并购的步伐。与柳工收购 HSW、中联重科收购 CIFA 的海外大动作相比，徐工机械海外扩张的深度仅仅停留在“海外建立组装工厂”的初级阶段。

从提升公司行业竞争力的角度来看，徐工采取更为积极的海外扩张势在必行。徐工在 H 股的上市，可以大大提高公司品牌价值与声誉，在将来的海外并购、资质评估等诸多国际性机会中，享有一定的主动权。

六、可注入资产标的众多，挖掘机可能性最大

公司重大资产重组完成后，徐工集团、徐工有限未注入上市公司的标的较多，包括徐州徐工筑路机械有限公司、徐州徐工挖掘机械有限公司、江苏徐工工程机械租赁有限公司及五家合资公司（徐州赫思曼电子有限公司、徐州派特控制技术有限公司、徐州美驰车桥有限公司、徐州罗特艾德回转支承有限公司和力士（徐州）回转支承有限公司）的投资。

表 4 徐工机械未来可能注入到上市公司的资产

公司	控股	主营业务	关联交易 (万元)
徐工筑路机械有限公司	100%	平地机、铣刨机、水平定向钻；液压软管及总成的制造销售；	59255
徐工挖掘机械有限公司	100%	挖掘机械、工程机械、工程机械配件的开发、研制、加工、销售；	87050
徐工工程机械租赁有限公司	100%	机械融资租赁业务；	519300
徐州赫思曼电子有限公司	50%	生产工程机械自动化控制产品、电子产品、汽车电子、仪器仪表、传感器及相关控制软件；	40740
徐州派特控制技术有限公司	50%	生产销售力限器、交通监控系统及其他机电一体化产品并提供售后服务；	--
徐州美驰车桥有限公司	40%	制造、销售工程机械驱动桥等；	68210
罗特艾德回转支承有限公司	40%	制造、销售回转支承等；	22513

徐州力士回转支承有限公司	40%	制造、销售回转支承等;	--
--------------	-----	-------------	----

资料来源:公司公告,恒泰证券研发中心

根据资产的后续安排计划,徐工集团、徐工有限在其主要产品市场占有率位居同行业前列、资产质量得到明显提高、盈利能力较强时,将会将以上资产注入到上市公司。

就目前来看,我们推断近期挖掘机公司注入上市公司的可能性较大。挖掘机公司2009年累计实现销售收入2亿元,2010年预计实现销售收入10亿元,产品谱型从6t到35t全线覆盖,徐工机械提出明年翻3倍,达到1万台的销售规模,预期销售额接近30亿元,如果目标顺利完成的话,公司挖掘机市场占有率将会有现在的第十四位上升到行业前五。

七、公司盈利能力预测

对徐工机械2011年盈利情况进行预测主要基于一下三个关键性假设:

- 随着公司定增募集资金项目逐步投产,公司财务费用比2010年略有上升;
- 公司海外扩张与并购将会提高公司的管理费用与销售费用;
- 公司成本控制能力逐步提高,毛利率仍处于上升渠道;

根据预测我们可以推算,根据行业发展以及公司募集项目资金投向等,我们预计公司2010年、11年每股收益可达2.81元、3.72元,对应2011年2月13日52元的市场价,市盈率分别为18.51倍和13.97倍。维持我们的推荐评级。

表5 徐工机械2011盈利预测

	2011年	2010年	2009年报
一、营业总收入	36001	26524	20,699.09
营业收入	36001	26524	20,699.09
二、营业总成本	31580.27	23240.05	18,702.17
营业成本	28379.40	20804	16,692.33
营业税金及附加	128.24	92.92	81.14
销售费用	899.29	660.62	630.41
管理费用	2122.30	1585.4	1,184.28
财务费用	-141.30	-53.4	31.20
资产减值损失	192.34	150.51	82.80
三、其他经营收益	10.95	32.02	8.07
投资净收益	10.95	32.02	8.07
四、营业利润	4431.68	3315.97	2,004.98
加:营业外收入	62.17	60.43	78.09
减:营业外支出	8.14	9.42	8.13

其中：非流动资产处置净损失	3.01	2.8	2.04
五、利润总额	4482.7	3364.18	2,074.94
减：所得税	652.65	470.9	362.67
六、净利润	3830.05	2893.28	1,712.27
减：少数股东损益	-5.13	-7.63	-28.99
归属于母公司所有者的净利润	3835.18	2900.91	1,741.27
七、基本每股收益	3.72	2.81	2.01

资料来源：公司公告，恒泰证券研发中心

1、重要声明

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

2、评级说明

类别	评级	标准
公司投资评级	买入	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	增持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数涨幅 0-10%
	观望	未来 6 个月内公司股价与沪深 300 指数涨幅持平
	减持	未来 6 个月内公司股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	未来 6 个月内行业指数于沪深 300 指数涨幅持平
	弱于大市	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 5%以上

3、联系方式



恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系电话：021-68405209

电子邮件：huanglu@cnht.com.cn