

机械/起重机械

徐工机械 (000425)

买入

2011年 03月10日 年报点评

-----多元化+新平台，徐工值得期待

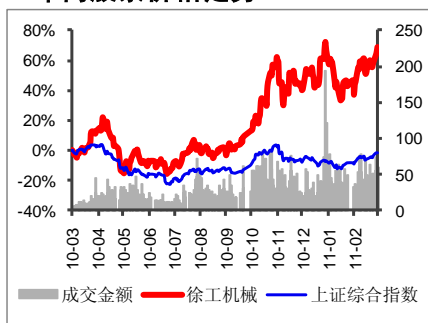
2011年03月10日

公司研究/点评报告

相关研究：

工程机械行业发展趋势分析——行业兼并重组加速推进，技术竞争升级(20101128)

一年内股票价格走势



分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

电话：0351-8686976

邮箱：caolingyan@sxzq.com

联系人：李争东

电话：0351-8686900

邮箱：lizhengdong@sxzq.com

联系人：张小玲

电话：0351-8686990

邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件：

- 公司于2011年3月9日公布2010年度报告，报告期内，公司实现营业收入总收入252.14亿元，同比增长21.81%；利润总额33.96亿元，同比增长63.68%；归属母公司所有者净利润29.26亿元，同比增长68.04%；公司实现基本每股收益2.84元（按总股本10.31亿计算）。

评论：

- 产品多元化增强公司整体盈利能力。2010年公司实现营业收入252.14亿元，同比增长21.81%；实现净利润29.26亿元，同比增长68%；产品综合毛利率为21.69%，上升了2.33个百分点；目前公司产业链已经延伸至混凝土机械和挖掘机，未来盈利能力将进一步提升。
- 汽车起重机行业竞争加剧，徐工龙头地位收到冲击。2010年，公司累计销售汽车起重机约18145台，位居行业首位，市场占有率为52.5%，同比下降了5个百分点。公司受产能限制，公司销量增速落后于行业14个百分点，公司将于2011年全力解决产能瓶颈问题；虽然徐工仍位居行业龙头，但三一、柳工以及中联等企业迅速扩张产能，积极抢占汽车起重机市场，未来可能对徐工起重机业务产生巨大冲击。
- 履带挖掘机销售情况较好。2010年公司履带挖掘机销量为434台，同比增长156%，市场占有率为24.8%；得益于公司持续加大对履带挖掘机的投入力度，预计市场占有率将快速提高。
- 铲运机械销量实现较快增长，挖掘机业务增添亮点。2010年公司销售装载机13967台，同比增长39.2%，市场占有率为6.54%；挖掘机全年销售765台，同比增长122%，实现营业收入约6亿元；挖掘机是公司未来的工作重点之一，公司欲将增强相关项目研发投入力度，我们认为今明两年挖掘机业务将保持50%以上增速。
- 混凝土机械成为公司未来亮点。2010年公司混凝土机械实现销售收入10.34亿元，同比增长163%，毛利率为27.4%；公司综合毛利率得到提升；“十二五”期间我国将建设保障性住房3600万套，房地产行业短期受到提振，从长期来看，我国仍将加快城市化进程，二、三线城市商混率将进一步提升，因此，建筑机械需求强劲；大力发展混凝土机械符合公司长期发展目标。

投资评级：

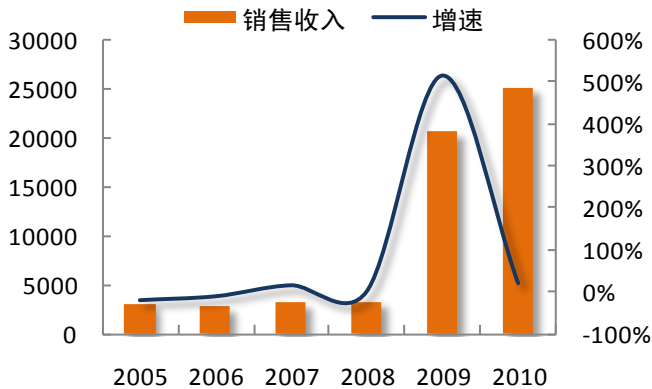
我们测公司2011年-2013年每股收益分别为3.61元、4.67和5.42元（发行后股本计算），以2010年3月9日收盘价60元为基准，对应每股市盈率分别为16.6倍、12.8倍和11倍，给予公司买入评级。

详细内容：

- **产品多元化增强公司整体盈利能力。**2010 年公司实现营业总收入 252.14 亿元，同比增长 21.81%；实现净利润 29.26 亿元，同比增长 68%；产品综合毛利率为 21.69%，上升了 2.33 个百分点；目前公司产业链已经延伸至混凝土机械和挖掘机，未来盈利能力将近进一步提升。

图表 1：徐工历年营业收入表

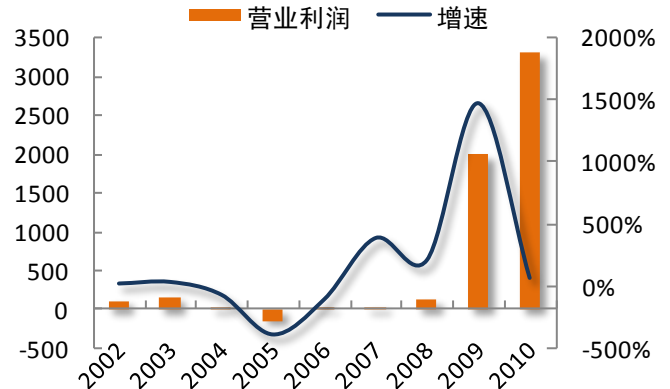
单位：百万元/%



资料来源：山西证券

图表 2：徐工历年营业利润表

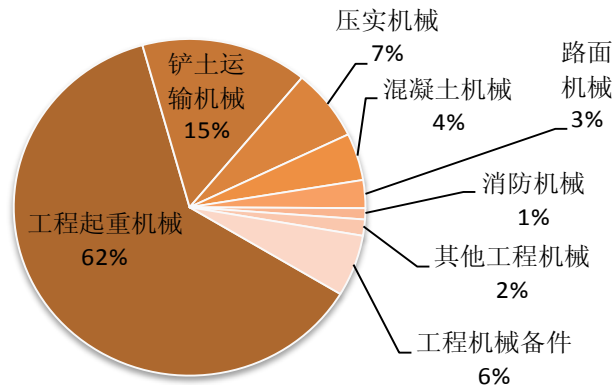
单位：百万元/%



资料来源：山西证券

图表 3：徐工机械主营业务收入结构图

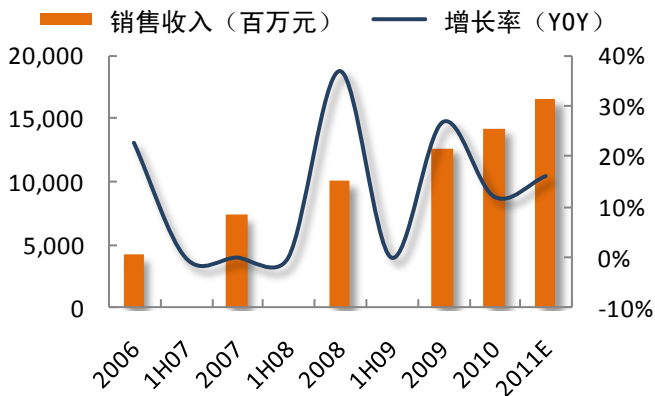
单位：%



资料来源：公司公告、山西证券

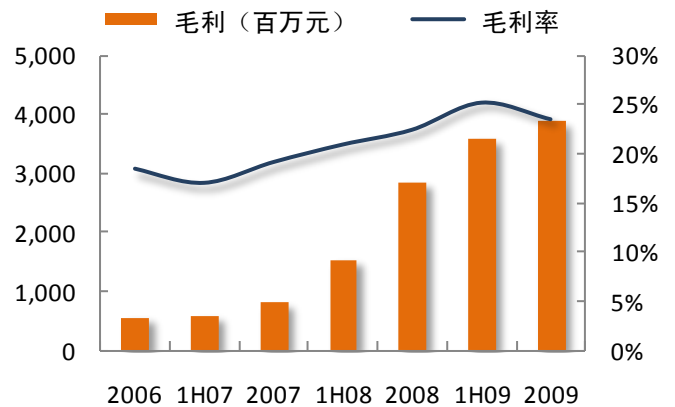
- **汽车起重机行业竞争加剧，徐工龙头地位收到冲击。**2010 年，公司累计销售汽车起重机约 18145 台，位居行业首位，市场占有率为 52.5%，同比下降了 5 个百分点。公司受产能限制，公司销量增速落后于行业 14 个百分点，公司将于 2011 年全力解决产能瓶颈问题；虽然徐工仍位居行业龙头，但三一、柳工以及中联等企业迅速扩张产能，积极抢占汽车起重机市场，未来可能对徐工起重机业务产生巨大冲击。
- **履带挖掘机销售情况较好。**2010 年公司履带挖掘机销量为 434 台，同比增长 156%，市场占有率为 24.8%；得益于公司持续对履带挖掘机加大投入力度，预计市场占有率将快速提高。

图表 4：徐工汽车起重机历年营业收入及增速



资料来源：山西证券

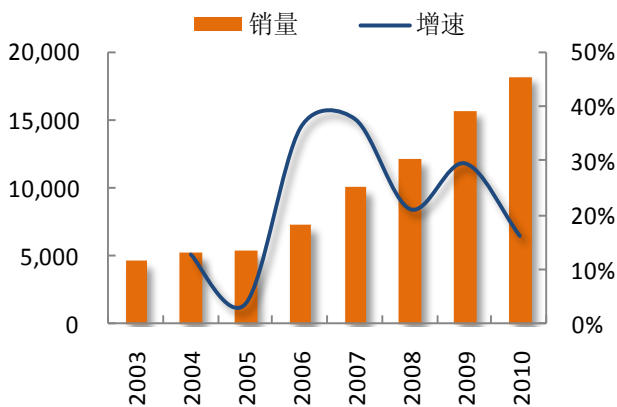
图表 5：徐工汽车起重机历年毛利及毛利率变化



资料来源：山西证券

图表 6：汽车起重机历年销量

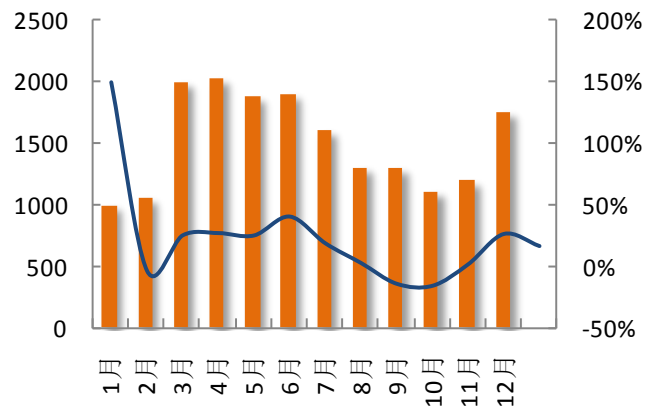
单位：台/%



资料来源：工程机械商贸网、山西证券

图表 7：2010 年汽车起重机月度销量及增速

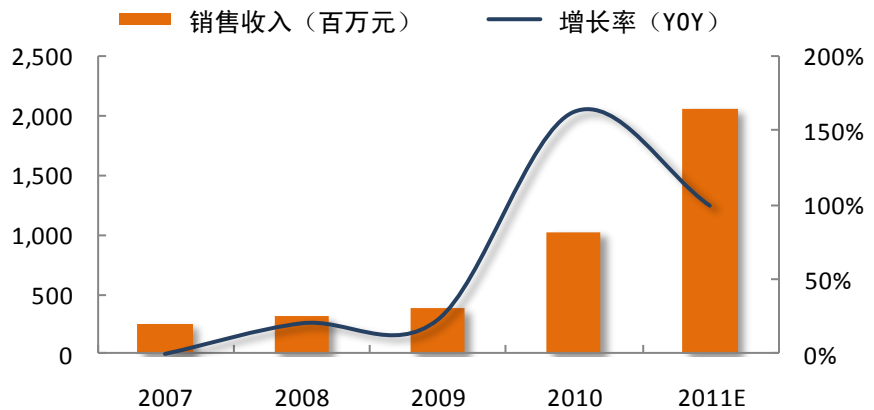
单位：台/%



资料来源：工程机械商贸网、山西证券

- **铲运机械实现较快增长，挖掘机业务增添亮点。**2010 年公司销售装载机 13967 台，同比增长 39.2%，市场占有率为 6.54%；挖掘机全年销售 765 台，同比增长 122%，实现营业收入约 6 亿元；挖掘机是公司未来的工作重点之一，公司欲将加大相关项目研发力度，我们认为今明两年挖掘机业务将保持 50% 以上增速。
- **混凝土机械实现快速增长。**2010 年混凝土机械实现营业收入 10.34 亿元，同比增长 163%，公司混凝土机械毛利率为 27.4%，公司综合毛利率得到提升；“十二五”期间我国将建设保障性住房 3600 万套，房地产行业短期受到提振，从长期来看，我国仍将加快城市化进程，二、三线城市商混率将进一步提升，因此，建筑机械需求强劲；大力发展混凝土机械符合公司长期发展目标。

图表 8: 混凝土机械历年销售额及其增速



资料来源: 山西证券

- **公司期间费用控制较为理想。**公司 2010 年期间费用率为 8.75%，较去年略有降低，但销售费用较去年增幅较大，增长了 34.4%；由于行业竞争加剧，2011 年 3-4 月有多家公司开展促销活动，徐工也将位列其中，预计 2011 年销售费用仍将有 20%以上的增加。
- **应收账款金额呈扩大趋势。**截至报告期，公司应收账款金额约 39 亿元，同比增长 113%；由于工程机械单位金额较大，客户一般通过分期付款、按揭及融资租赁等形式购买，今年 1 月徐工与工商银行签订战略合作协议，全面搭建融资租赁业务平台，新建平台有助于公司快速拓展市场。
- **公司存货充足，备战旺季。**截至报告期，公司拥有存货约合人民币 20 亿元，同比增长 60%；通常大量工程将于每年 3 月全面开工，目前公司存货充足，促销准备蓄势待发，预计二季度公司产品销量增速将有所提高。

盈利预测:

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	25,214	32,025	39,077	48,930
增长率	21.8%	27.0%	22.0%	25.2%
主营业务成本	-19,744	-25,099	-30,642	-38,705
%销售收入	78.3%	78.4%	78.4%	79.1%
毛利	5,470	6,926	8,435	10,225
%销售收入	21.7%	21.6%	21.6%	20.9%
营业税金及附加	-88	-128	-156	-186
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-847	-1,076	-1,368	-1,950
%销售收入	3.4%	3.4%	3.5%	4.0%
管理费用	-1,071	-1,361	-2,251	-2,718
%销售收入	4.2%	4.2%	5.8%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	3,464	4,361	4,661	5,370

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	9,097	9,372	12,899	16,175
应收款项	5,034	7,059	8,635	11,328
存货	5,729	7,564	9,486	12,301
其他流动资产	707	755	921	1,163
流动资产	20,568	24,750	31,941	40,967
%总资产	82.9%	85.0%	88.3%	91.1%
长期投资	6	207	206	206
固定资产	2,920	2,908	2,826	2,650
%总资产	11.8%	10.0%	7.8%	5.9%
无形资产	1,144	1,252	1,208	1,166
非流动资产	4,233	4,369	4,242	4,024
%总资产	17.1%	15.0%	11.7%	8.9%
资产总计	24,801	29,119	36,183	44,991

%销售收入	13.7%	13.6%	11.9%	11.0%
财务费用	4	147	166	227
%销售收入	0.0%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-185	-136	-33	-55
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	32	35	32	57
%税前利润	0.9%	0.8%	0.7%	1.0%
营业利润	3,315	4,407	4,827	5,599
营业利润率	13.1%	13.8%	12.4%	11.4%
营业外收支	82	50	0	0
税前利润	3,396	4,457	4,827	5,599
利润率	13.5%	13.9%	12.4%	11.4%
所得税	-478	-735	-8	-10
所得税率	14.1%	16.5%	0.2%	0.2%
净利润	2,918	3,721	4,818	5,590
少数股东损益	-8	2	4	5
归属于母公司的净利润	2,926	3,720	4,815	5,585
净利率	11.6%	11.6%	12.3%	11.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2,926	3,721	4,818	5,590
少数股东损益	2,918	0	0	0
非现金支出	456	478	398	444
非经营收益	0	127	26	17
营运资金变动	-2,899	-1,191	-1,212	-2,278
经营活动现金净流	3,402	3,135	4,030	3,772
资本开支	-877	-389	-239	-170
投资	92	-201	0	0
其他	0	35	32	57
投资活动现金净流	-785	-555	-207	-113
股权募资	0	0	-232	0
债权募资	9	-1,172	0	0
其他	-566	-1,133	-64	-383
筹资活动现金净流	-557	-2,305	-296	-383
现金净流量	2,060	275	3,527	3,276

来源: 山西证券

短期借款	1,256	0	0	0
应付款项	9,810	12,490	14,848	18,206
其他流动负债	1,489	571	1,007	1,279
流动负债	12,555	13,062	15,855	19,486
长期贷款	190	274	274	274
其他长期负债	1	6	0	0
负债	12,745	13,342	16,129	19,760
普通股股东权益	12,046	15,766	20,039	25,211
少数股东权益	10	11	15	20
负债股东权益合计	24,801	29,119	36,183	44,991

比率分析

	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标				
每股收益	2.837	3.607	4.668	5.415
每股净资产	11.68	15.29	19.43	24.44
每股经营现金净流	3.30	3.04	3.91	3.66
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.30
回报率				
净资产收益率	24.29%	23.59%	24.03%	22.15%
总资产收益率	11.80%	12.77%	13.31%	12.41%
投入资本收益率	22.05%	22.68%	22.89%	21.02%
增长率				
主营业务收入增长率	54.72%	22.02%	25.21%	20.78%
EBIT 增长率	106.59%	6.87%	15.23%	47.62%
净利润增长率	113.63%	29.44%	15.99%	47.41%
总资产增长率	64.55%	93.20%	24.26%	24.34%
资产管理能力				
应收账款周转天数	66.0	65.0	66.0	70.0
存货周转天数	113.0	110.0	113.0	116.0
应付账款周转天数	69.0	72.0	69.0	66.0
固定资产周转天数	34.7	26.1	20.2	15.0
偿债能力				
净负债/股东权益	-63.46%	-57.66%	-62.95%	-63.02%
EBIT 利息保障倍数	-898.2	-29.7	-28.0	-23.7
资产负债率	51.39%	45.82%	44.58%	43.92%

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。