

业绩强劲增长，盈利能力逐步提升

评级: **买入-A**

上次评级: 买入-A

目标价格: **72.00元**

期限: 6个月 上次预测: 55.00元

现价(2011年03月15日): 62.61元

报告日期: **2011-03-15**

报告关键点:

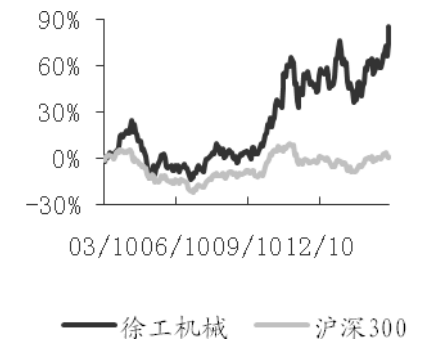
- 2010年业绩略超我们此前预期
- 未来规划“巩固主业、布局两厢、培育多元化”，2011年计划营业收入352亿元
- 合理股价72元，投资评级“买入-A”。

报告摘要:

- 业绩增长略超我们预期。**2010年，公司实现营业收入252.14亿元，同比增长21.8%；实现营业利润33.15亿元，同比增长65.3%；实现归属于母公司净利润29.26亿元，同比增长68%。按最新股本摊薄计算，实现每股收益2.84元。其中，第四季度，公司实现营业收入62.75亿元，环比增长9.33%，EPS为0.92元。
- 主导产品国内市场占有率继续稳居首位。**2010年，受益我国基建投资快速增长，公司主要产品市场需求强劲。公司销售各类起重机械21,689台，市场占有率52.5%，连续5年超过50%，随着大吨位起重机产业基地建成投产，公司起重机朝着大型化、重型化趋势发展，盈利能力进一步提升。公司压实机械、路面机械国内市场占有率分别为28.1%、21.8%，位居行业第一，其中，压路机销售7006台，同比增长54%。
- 构建工程机械全产业链，实现产品多元化。**2010年公司主导产品工程起重机械销售收入同比增长12.06%，在营业收入中占比56%，呈现逐渐下降态势。近年来，公司着力发展混凝土机械及路面机械。履带起重机、混凝土泵车、摊铺机等新产品销量实现140%以上的翻番增长。同时，公司大吨位起重机产业基地、环卫机械产业化扩建项目、全新混凝土机械基地、搅拌站基地和装载机新基地等重大技改项目纷纷开工建设，为公司未来的宏伟发展规划拔锚远航。
- 产品结构优化，盈利能力不断提升。**报告期内，公司综合毛利率为21.69%，同比提升2.33个百分点。主要源于公司积极调整产品结构，对外全力开拓国内、外市场，对内降本挖潜，各主要产品毛利率均有一定提升，未来随着重型化产品占比提升，公司综合盈利能力将会进一步增强；期间费用率为7.59%，同比下降1.33个百分点，管理费率4.25%，同比下降1.46个百分点。
- 未来规划“巩固主业、布局两厢、培育多元化”。**公司继续巩固提高工程机械行业的竞争优势，大力发展专用车和核心零部件，着力培育工程机械相关多元化产业和现代服务业，2011年计划实现营业收入352亿元。
- 预计公司2011-2013年全面摊薄EPS分别为3.64、4.77、5.85元，3月11日公司收盘价为60.7元，我们按照2011年20倍PE对其估值，合理股价为72元。维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示。**固定资产投资增速放缓；原材料价格波动以及行业竞争加剧。

总市值(百万元)	66,627.09
流通市值(百万元)	22,785.54
总股本(百万股)	1,031.38
流通股本(百万股)	352.72
12个月最低/最高	29.00/64.70
十大流通股股东(%)	39.56%
股东户数	28,326

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.80	18.08	85.15
绝对收益	17.16	17.88	86.07

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

报告联系人

王书伟
021-68763578
wangsw@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	20,699.1	25,213.9	35,169.1	44,712.5	54,375.4
Growth(%)	517.1%	21.8%	39.5%	27.1%	21.6%
净利润	1,741.3	2,926.1	4,352.7	5,704.7	6,997.6
Growth(%)	1476.6%	68.0%	48.8%	31.1%	22.7%
毛利率(%)	19.4%	21.7%	22.2%	22.1%	22.3%
净利润率(%)	8.4%	11.6%	12.4%	12.8%	12.9%
每股收益(元)	1.69	2.84	3.64	4.77	5.85
每股净资产(元)	4.27	11.69	17.55	21.84	27.11
市盈率	36.0	21.4	16.7	12.7	10.4
市净率	14.2	5.2	3.5	2.8	2.2
净资产收益率(%)	38.8%	24.2%	20.8%	21.9%	21.6%
ROIC(%)	122.6%	318.7%	99.2%	61.9%	62.2%
EV/EBITDA	22.1	15.5	11.2	8.4	6.3
股息收益率	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

前期研究成果

徐工机械: 运营态势良好, 上调盈利预测
2010-10-24

徐工机械: 行大道, 成就工程机械龙头基业
2010-10-14

财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间			2011/3/11	
					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表											
营业收入	20,699.1	25,213.9	35,169.1	44,712.5	54,375.4	成长性					
减: 营业成本	16,692.3	19,743.8	27,364.0	34,832.7	42,255.1	营业收入增长率	517.1%	21.8%	39.5%	27.1%	21.6%
营业税费	81.1	87.7	123.1	156.5	190.3	营业利润增长率	1472.6%	65.3%	52.7%	31.4%	22.9%
销售费用	630.4	847.2	1,055.1	1,252.0	1,576.9	净利润增长率	1476.6%	68.0%	48.8%	31.1%	22.7%
管理费用	1,184.3	1,071.4	1,512.3	1,900.3	2,324.5	EBITDA 增长率	1039.1%	58.9%	53.6%	26.3%	21.7%
财务费用	31.2	-3.9	20.0	-186.5	-250.1	EBIT 增长率	1351.1%	62.6%	53.4%	27.2%	22.6%
资产减值损失	82.8	184.8	54.4	127.7	127.2	NOPLAT 增长率	1420.4%	67.2%	49.9%	26.9%	22.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-35.7%	381.6%	103.5%	21.7%	13.4%
投资和汇兑收益	8.1	32.0	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	234.6%	173.5%	74.0%	24.5%	24.1%
营业利润	2,005.0	3,314.8	5,060.3	6,649.9	8,171.5	利润率					
加: 营业外净收支	70.0	81.5	60.5	61.5	61.0	毛利率	19.4%	21.7%	22.2%	22.1%	22.3%
利润总额	2,074.9	3,396.3	5,120.9	6,711.4	8,232.5	营业利润率	9.7%	13.1%	14.4%	14.9%	15.0%
减: 所得税	362.7	477.9	768.1	1,006.7	1,234.9	净利润率	8.4%	11.6%	12.4%	12.8%	12.9%
净利润	1,741.3	2,926.1	4,352.7	5,704.7	6,997.6	EBITDA/营业收入	10.7%	14.0%	15.4%	15.3%	15.4%
资产负债表											
货币资金	5,032.9	9,096.6	14,809.3	18,541.6	23,948.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	28	34	30	31	29
应收账款	2,066.4	4,122.8	5,434.4	6,909.0	8,402.1	流动营业资本周转天数	-23	-20	19	33	35
应收票据	136.4	911.6	1,156.2	1,470.0	1,787.7	流动资产周转天数	119	227	258	272	282
预付账款	461.0	706.7	1,035.1	1,453.1	1,960.1	应收帐款周转天数	20	41	45	44	45
存货	3,499.2	5,729.4	7,384.5	9,400.1	11,403.1	存货周转天数	41	67	68	69	70
其他流动资产	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	总资产周转天数	163	285	308	319	324
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	20	38	68	80	77
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	7.6	6.3	18.6	18.6	18.6	ROE	38.8%	24.2%	20.8%	21.9%	21.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.4%	11.8%	12.3%	13.0%	13.0%
固定资产	2,333.2	2,398.8	3,449.1	4,179.7	4,610.0	ROIC	122.6%	318.7%	99.2%	61.9%	62.2%
在建工程	302.5	521.3	791.5	832.9	737.7	费用率					
无形资产	1,037.5	1,144.3	1,068.0	996.8	930.3	销售费用率	3.0%	3.4%	3.0%	2.8%	2.9%
其他非流动资产	194.4	162.7	150.0	150.0	150.0	管理费用率	5.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
资产总额	15,072.2	24,801.1	35,297.4	43,952.4	53,948.4	财务费用率	0.2%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.5%
短期债务	1,334.3	1,225.6	800.0	800.0	800.0	三费/营业收入	8.9%	7.6%	7.4%	6.6%	6.7%
应付账款	3,292.0	4,605.2	5,247.9	6,680.3	8,103.7	偿债能力					
应付票据	3,647.7	4,631.0	5,997.6	7,634.6	9,261.4	资产负债率	70.8%	51.4%	40.6%	40.7%	40.0%
其他流动负债	781.2	974.3	1,285.3	1,732.5	2,276.2	负债权益比	241.9%	105.7%	68.3%	68.7%	66.7%
长期借款	70.0	190.0	240.0	310.0	400.0	流动比率	1.06	1.64	2.12	2.15	2.24
其他非流动负债	26.1	0.7	20.6	39.7	59.0	速动比率	0.72	1.17	1.59	1.61	1.70
负债总额	10,663.9	12,745.4	14,320.0	17,925.6	21,629.0	利息保障倍数	65.27	-858.59	254.02	-34.65	-31.67
少数股东权益	32.8	9.7	9.7	9.7	9.7	分红指标					
股本	867.4	1,031.4	1,195.3	1,195.3	1,195.3	DPS(元)	-	0.18	0.36	0.48	0.59
留存收益	3,508.1	11,014.7	19,768.1	24,902.4	31,200.2	分红比率	0.0%	6.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	4,408.3	12,055.8	20,973.1	26,107.3	32,405.2	股息收益率	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.0%
现金流量表											
净利润	1,712.3	2,918.4	4,352.7	5,704.7	6,997.6	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	212.5	270.8	349.9	395.0	428.0	EPS(元)	1.69	2.84	3.64	4.77	5.85
资产减值准备	82.8	184.8	54.4	127.7	127.2	BVPS(元)	4.27	11.69	17.55	21.84	27.11
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	36.0	21.4	16.7	12.7	10.4
财务费用	24.5	86.2	68.5	20.0	-186.5	PB(X)	14.2	5.2	3.5	2.8	2.2
投资收益	-8.1	-32.0	-20.0	-20.0	-20.0	P/FCF	19.4	-95.2	-118.1	18.6	12.9
少数股东损益	-29.0	-7.7	-	-	-	P/S	3.0	2.5	2.1	1.6	1.3
营运资金的变动	2,486.1	-3,242.0	-1,551.2	-811.2	-833.3	EV/EBITDA	22.1	15.5	11.2	8.4	6.3
经营活动产生现金流量	3,180.1	475.7	3,205.8	5,209.7	6,449.4	CAGR(%)	49.4%	33.8%	24.3%	21.0%	19.4%
投资活动产生现金流量	-217.0	-785.2	-1,579.7	-1,080.0	-680.0	PEG	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
融资活动产生现金流量	-949.6	4,391.0	4,139.0	-313.9	-359.7	ROIC/WACC	11.0	28.7	8.9	5.6	5.6
						REP	4.9	0.4	0.8	0.9	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034