

柳工 (000528)

——多元化应对行业弱势、高盈利难言整体转暖

谨慎推荐

维持评级

工业/工程机械

2009 年 5 月 19 日

投资要点:

- 公司公布的 2009 年 1 季度报告显示,装载机销售情况好于同行业,产品市场占有率进一步提升,预计 2009 年全年销售量较 2008 年增速略有回落,但好于整体行业。
- 挖掘机销售同比增幅较大,同时作为公司重点拓展的增长点,市场前景乐观,同时,公司着力研发挖掘机的高端产品,企业盈利能力增厚。
- 08 年年末三项费用大量释放,为公司下一步轻装上阵提供较低的可比平台,有利于保持公司盈利的稳定。
- 产品提价,成本下降,公司的毛利水平将维持在相对较高的水平,在销售收入下降的情况下,仍能保持较高的盈利水平。
- 可转债已经触及赎回条款,存在可转债大量转换的风险,最大可稀释 10%的企业收益。
- 按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.90 元和 1.09 元,对应 18.74 元的市盈率分别为 21 倍和 17 倍。工程机械全行业整体估值偏低,短期给予公司谨慎推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	926,838	22.07	34,004	(40.65)	0.72		26	
2009E	954,551	2.99	41,788	22.89	0.90		21	
2010E	1,059,417	10.98	50,863	21.72	1.09		18	
2011E								

走势图



市场数据 2009-5-18

收盘价:	18.74 元
52 周最高价:	31.95 元
52 周最低价:	7.66 元
平均持仓成本:	16.32 元

基本数据 2009Q1

总股本 (万股):	47,432
流通 A 股 (万股):	47,432
每股收益 (元):	0.32
每股净资产 (元):	5.88
每股经营现金流 (元):	1.13
市净率:	3.19

分析师: 荀剑

TEL: (8621)6336 7000-273

FAX: (8621)6337 3209

Email: sylar.xun@gmail.com

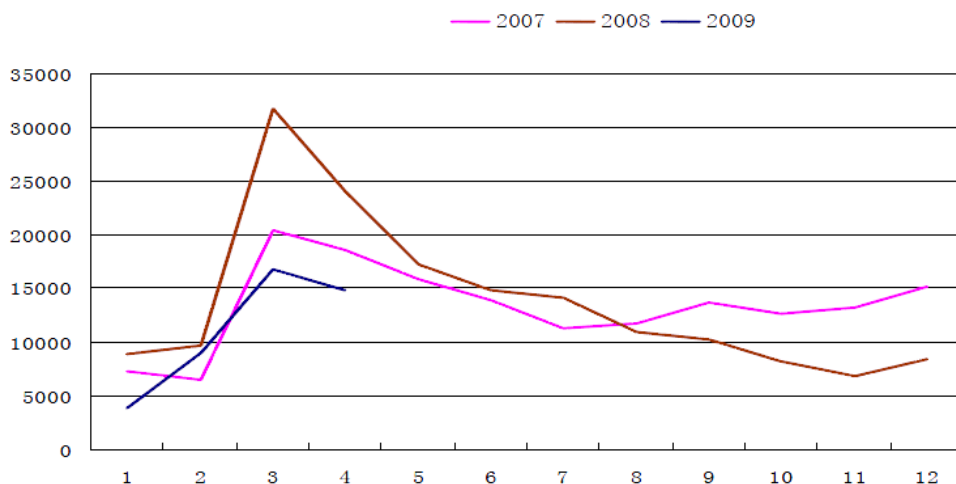
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

1. 行业受累严重，难言见底复苏

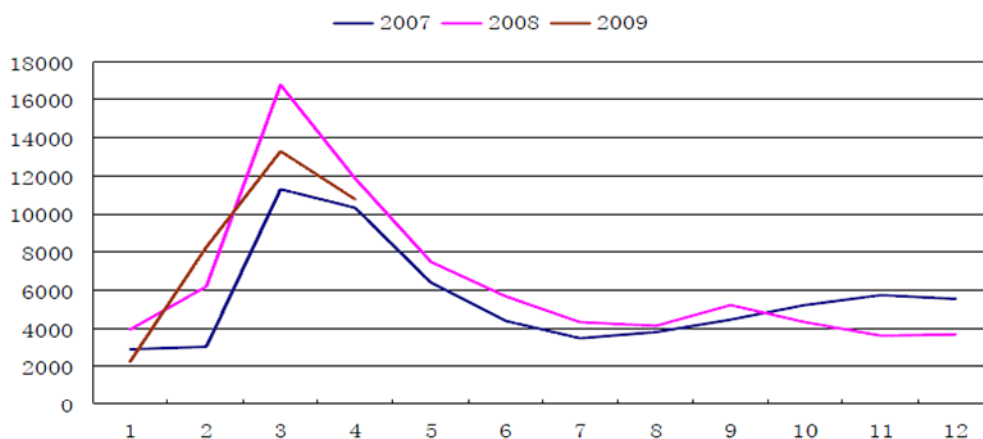
由于受到国际金融危机引起的全球经济衰退的影响，工程机械行业在 2008 年呈现出上半年需求过热，原材料大幅度涨价，下半年尤其是需求极度萎缩的剧烈变化，整个行业受到极大冲击。2009 年在国家“4 万亿”投资计划的拉东西下，工程机械的需求量出现一定的回升，但是同比还是出现了不同程度的下降。

图 1. 装载机国内企业销售量



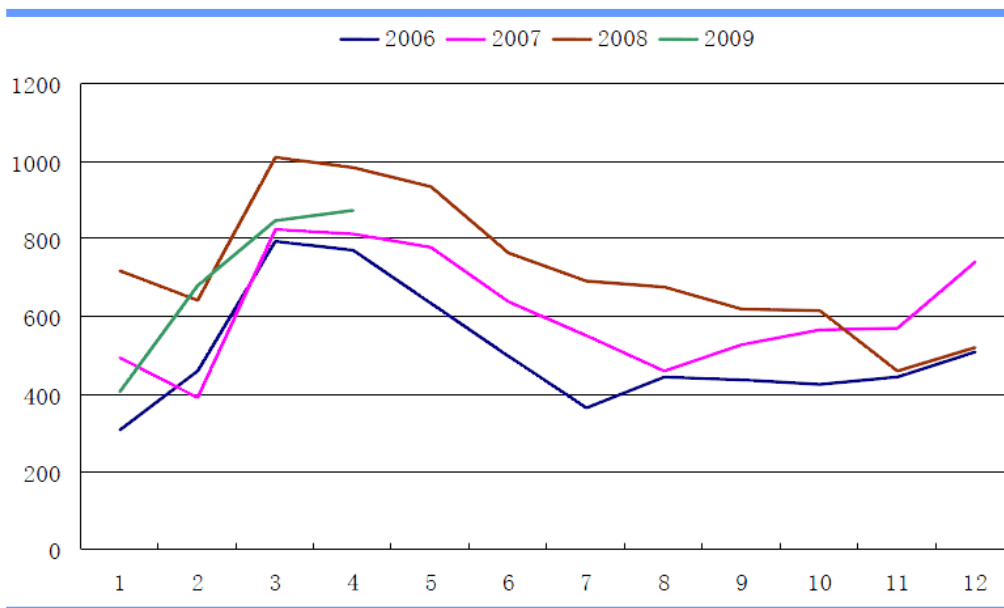
数据来源：机械工业协会、东北证券金融与产业研究所

图 2. 挖掘机国内企业销售量



数据来源：机械工业协会、东北证券金融与产业研究所

图 3. 推土机国内企业销售量



数据来源: 机械工业协会、东北证券金融与产业研究所

装载机是工程建设辅助机型,主要应用于基础设施建设,矿山等方面。装载机保有量较大,中小煤矿关停较多,而且部分为挖掘机所替代。挖掘机是土石方作业的主力机型,推土机是工程辅助机械,均被广泛使用在基础设施建设中。

2008 年,装载机子行业 14 家主要企业销量 14.5 万台,同比增长 6.3%;挖掘机子行业 14 家主要企业销量 6.38 万台,同比增长 18.8%;压路机子行业 18 家主要企业销量 1.04 万台,同比增长 9%;叉车子行业 12 家主要企业销量 9.16 万台,同比增长 0.7%;起重子行业 12 家主要企业销量 2.17 万台,同比增长 15.76%。虽然 2008 年整体销量好于 2007 年,但是 2008 年第四季度开始,各细分子行业销量环比全部出现下滑,同时由于工程机械制造的主要成本的钢材料价格在上半年持续走高,全年整体盈利能力还是出现一定的下滑趋势。

从目前销售情况看,2009 年 4 月份装载机国内厂商总销售量约 14832 台,环比下降 11.67%,同比下降 38%,装载机市场很不乐观。2009 年 3 月挖掘机份销量达到高峰,4 月份销售环比下降 19.11%,同比下降 9.7%,同比下滑幅度小于环比下降幅度,这主要因为 08 年 4 月份挖掘机销售下滑幅度较大所致。推土机总销量 873 台,同比下降 11%,环比上升 3.19%。同比下滑主要原因是出口下滑较快。08 年我国推土机出口占总销量 40%左右,09 年国内销量同比增长了 5%,但出口销量仅相当于上年同期的 1/3。09 年国内推土机市场趋向于中小马力,导致国内销售台数上升,但销售收入不增,单台价值和毛利率都有所下降。由于高铁等基建拉动及作业方式改进,起重机销售继续增长。

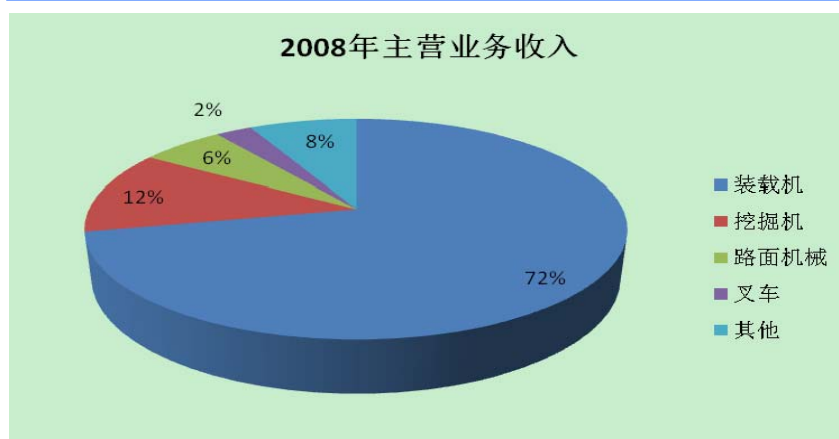
由于基础建设的投资拉动效应,工程机械的销售数量有所回暖,虽然部分细分

子行业的 4 月份销售数据同比降幅收债，但是 2008 年同期工程机械的销售数量已经出现一定的下滑，所以从目前形势尚未能判断工程机械行业整体出现复苏迹象。

2. 产品多元化，高附加值应对冲击

柳工目前销售的工程机械包括：装载机、挖掘机、压路机、平地机、滑移装载机、摊铺机、汽车起重机、叉车等产品。2008 年公司各类整机销量达到 36,374 台，比上年增长 19.9%。其中装载机销售续创新高，超过 28,900 台，销量增长稍高于行业增长水平；挖掘机业务快速发展，年销售超过 2,500 台，销量增长比行业高出约 19 个百分点；压路机销售超过 1,000 台，销量增长比行业高出约 14 个百分点；叉车 2,400 台，销量增长比行业高出 71 个百分点；起重机业务尚处于整合阶段，销售了 800 台，销量增长低于行业增长水平。另外，公司配件、平地机、挖掘装载机、滑移装载机等业务同比均有大幅度增长。

图 4. 2008 年主营业务收入



数据来源：机械工业协会、东北证券金融与产业研究所

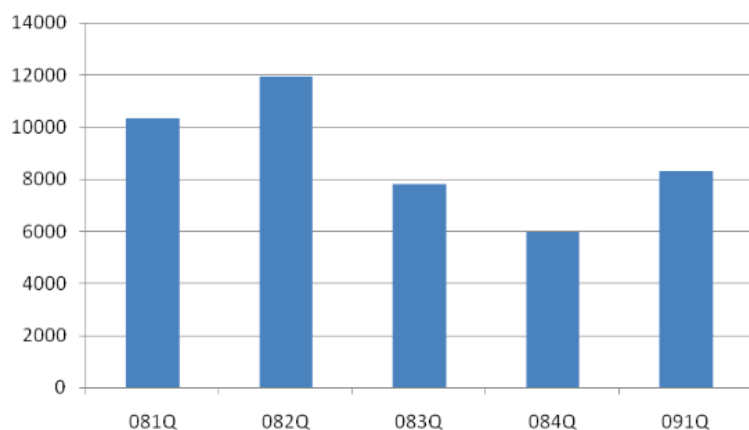
图 5. 2008 年主营业务净利润



数据来源：机械工业协会、东北证券金融与产业研究所

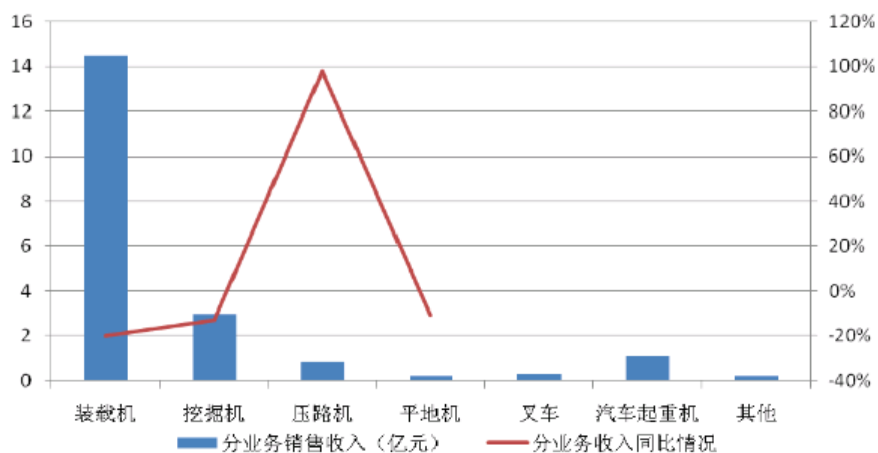
公司销售收入和净利润中，装载机的占比仍然较高，公司力图通过不断的产品研发以及资本运作，增加工程机械的种类，进而降低挖掘机在经营中的占比情况，增强企业自身的市场竞争能力，公司将在未来的市场中着力发展挖掘机、汽车起重机、叉车等产品。从公布的 2008 年全球工程机械销售的排行榜中，柳工排在全球的第 26 位，全国第 4 名，占据全球市场份额的 0.8%。

图 5. 整机销售量



数据来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

图 6. 2009 年 1 季度分产品销售额

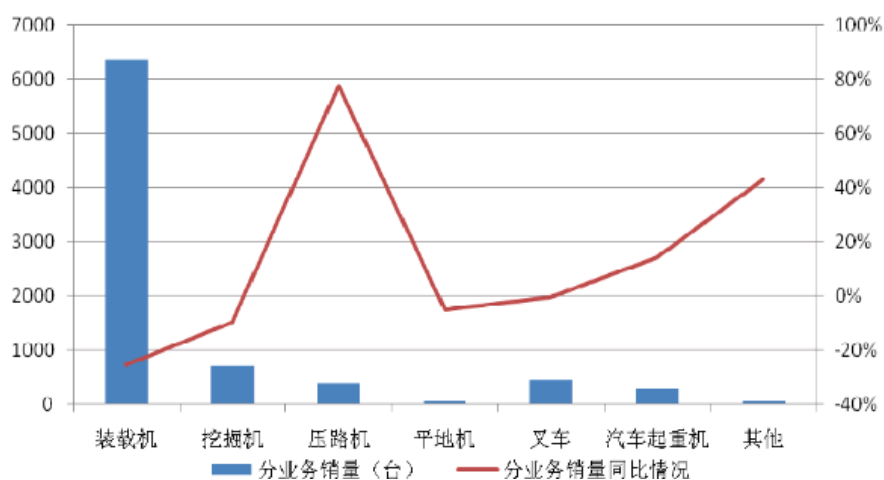


数据来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

从 1 季报的销售分产品情况看，装载机下降接近 20%，挖掘机和推土机也出现一定程度的下降，只有压路机的销售额出现增加，但是销售占比较小；汽车起重

机和压路机的销售数量增长明显，由此也不难判断，公司对于多元化业务发展模式的选择是有针对性和实效性的，也为公司 1 季度实现销售净利润增加提供了有力的支撑。同时从发展战略角度看，公司选择着力发展的产品具有较强的市场竞争力和开拓性。

图 7. 2009 年 1 季度分产品销售量



数据来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

从细分产品看，装载机产品的平均使用寿命为 10 年，但占总量的 25% 的产品用在矿山领域，由于矿山机械的工况条件差、工作强度大，矿山用装载机的使用寿命远远短于其他行业装载机的使用年限，一般不超过 3 年，这实际上增大了装载机的市场需求量，替代需求明显。但是，由于国家对于煤矿、铁矿等资源的治理工作日见成效，矿山机械的整体需求量出现一定程度的萎缩。目前国内装载机行业以龙工、柳工和厦工三大龙头为主，年销售量均在 2 万台以上（其中，2008 年柳工更是以 29387 台/套销售量居首位，市场占有率超过 18%），前 10 大销售量均在 3000 台以上，其余为小于 3000 台套企业，装在市场的 HHI 指数接近 1160，属于低寡占 II 型，竞争比较充分，比较接近竞争型。这也就意味着在产能不断扩张需求相对萎缩的 2009 年，全行业的竞争将更加激烈。装载机全行业的保有量在 70 万台套左右。

国内挖掘机市场主要被韩国和日本产品占领，其中斗山、小松和日立三家占据接近 60% 的市场份额。但是，近两年，以三一重工和柳工为代表的国内挖掘机生产企业迅速成长，市场份额目前各自接近 4%。挖掘机也成为公司新的业务增长点，预计 2009 年仍能保持 20% 的增长速度，向公司贡献利润。

有别于挖掘机市场，叉车市场一直是国内品牌占主导，其中传统两强安徽叉车集团公司和浙江杭叉工程机械集团，两者所占市场份额接近 50%，但是随着柳叉和龙叉等工程机械制造企业进军该市场，传统跟跑的市场份额也在逐步缩小。

汽车起重机和叉车市场相似，两强——徐重和中联重科占据市场份额查过

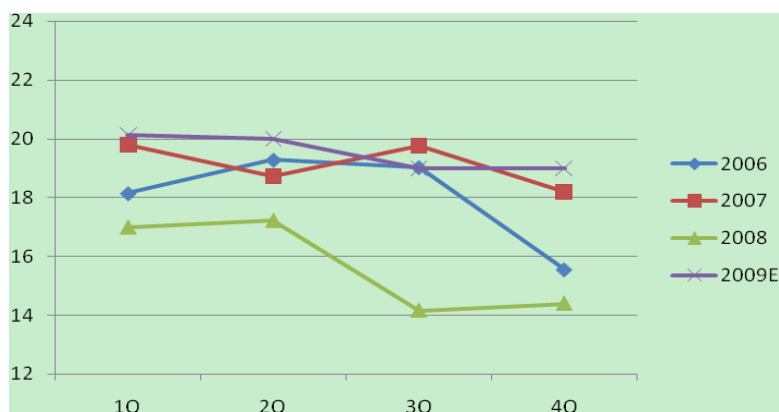
70%，柳工 2008 年市场份额接近 4%，全行业保持 25% 的复合增长率。可见，汽车起重机行业的发展前景仍然广阔。柳工在 08 年收购振冲安利工程机械有限公司。08 年销售量为 800 套，柳工将在“振冲安利”原有产品的基础上扩展产品系列，通过投资扩大产能，公司预计 2012 年，年生产能力达到 5000 套，争取进入市场三甲之列。预计，2009 年叉车的盈利暂不会出现快速提升局面。

公司将通过产品结构的调整来改变装载机一项产品独大的局面，挖掘机将成为公司近期盈利的重要增长点；从长期看，叉车和汽车起重机将成为公司保持持续增长的重要动力。

3. 原材料价格下降、费用降低，毛利率升高缓解危机

目前，公布的 2009 年 1 季报看，公司的工程机械销售收入为 22 亿元，同比下降-10%，但是净利润同比增长 8.6%，公司盈利能力明显增强，其主要原因在于原材料价格明显回落，加之公司的部分产品从低端向高端市场升级，价格提升。预计公司 2009 年的全年毛利率将呈现增长态势，接近 2007 年水平。

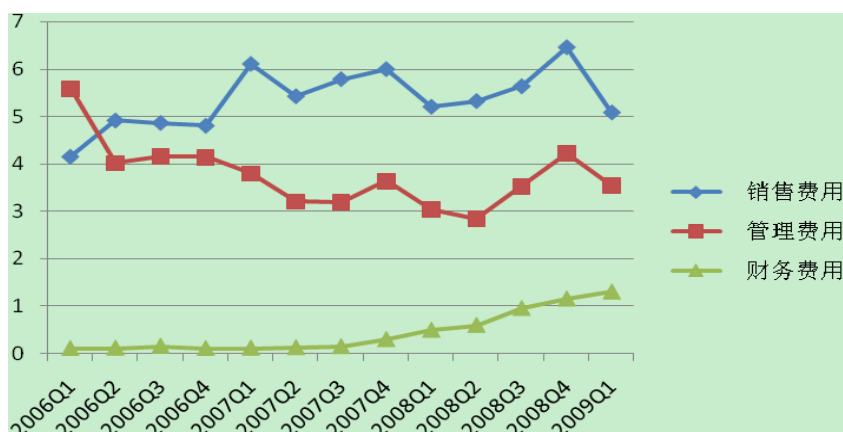
图 8. 销售毛利率



数据来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

毛利率同比升高 3 个百分点的原因包括：装载机价格的提升，2008 年 4 月开始装载机的销售价格提升 6-10%；原材料价格下降，2009 年 1 季度钢材料价格同比下降接近 40%。两项因素共同作用使得公司的毛利水平明显提升，如果刚才价格能够稳定，公司的整体盈利能力将可以维持在这个水平上。

图 8. 销售毛利率



数据来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所

由于 2008 年行业形势整体不好，公司在 2008 年年末对管理费用和销售费用进行大量释放，这样就为公司未来经营形成一个有力的底部，2009 年 1 季度管理费用和销售费用出现了一定程度的回落，符合预期。同时，公司在 2008 年发行的可转债增加了公司的财务费用，但是三项费用总量占比仍然出现一定的回落。公司资产盈利能力得以提升。

4. 可转债摊薄公司收益

公司发行可转债的提前赎回条件是转股期内第二年公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（即 15 元），公司有权提前赎回，赎回的价格是 104 元。目前可转债剩余总量占发行量的 70%，可转债转换价格为 11.58 元。目前现有可转债价格高于转换股价 2.3%，可转债规模 5.6 亿元，公司目前货币资金超过 10 亿元，所以存在转债大量转换成股票的风险。以目前可转债全部转换股票计算，股票增量为 4839 万股，相对于整体稀释约 10%，降低财务费用 672 万元。稀释影响占主导地位，所以公司目前存在一定转债压力。

5. 风险与估值

- 前期市场上涨的原因在与柳工的销售收入下降的同时净利润却出现 8% 的增长，主要原因在于毛利率的增长好于销售量的下降，但是未来销售数据能否好转尚难预测；
- 公司净利润的增长一部分来源于原材料价格下降，原材料价格的波动将直接对

公司的经营产生影响；

- 可转债如果触发提前赎回条款，短期股价将面临压力；
- 出口形势不容乐观，难于达到公司 08 年的年报预期。

按照公司现有主营预测 2009 年和 2010 年 EPS 为 0.90 元和 1.09 元，对应 18.74 元的市盈率分别为 21 倍和 17 倍。工程机械全行业整体估值偏低，短期给予公司谨慎推荐评级。

项目	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/12/31
一、营业收入	7592.57	9268.38	9545.51	10594.17
二、营业总成本	6938.31	8923.90	9075.15	10001.15
三、营业利润	663.19	381.76	470.36	593.03
四、利润总额	664.91	411.53	480.48	618.43
减：所得税	97.72	69.51	54.07	99.42
五、净利润	567.19	342.02	426.41	519.01
减：少数股东损益	1.48	1.98	8.53	10.38
归属于母公司所有者的净利润	565.71	340.04	417.88	508.63
六、基本每股收益 (元)	1.20	0.72	0.90	1.09

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209