

柳工 (000528.SZ)

下游需求回暖, 盈利能力提升

惠毓伦 研究员 王磊 研究助理
电话: 020-87555888-323 电话: 020-87555888-667
eMail: hyl6@gf.com.cn eMail: wl15@gf.com.cn

装载机龙头, 业务稳定

柳工是国内装载机行业龙头, 市场份额和产品质量居国内首位。以 2008 年业务数据看装载机产品占收入比 70%以上, 其次是挖掘机 12%左右。预计装载机业务将维持稳定, 挖掘机等业务因其总量较小将保持增长。公司目前的战略主要是加快叉车、起重机等新业务的快速发展以及进一步加快国际化步伐。

优势业务依然将小幅增长

目前, 装载机行业高增长时期已经过去, 正在步入成熟期。虽然保有量巨大, 但是年内基础设施投资陆续释放及采掘业回暖, 预计 2009 年装载机销量将仅有较小幅度的下滑, 同时成本下降给企业带来盈利能力的回升。行业中龙头企业如柳工的收入增长和盈利状况都将比较乐观。

新兴业务仍处于发展初期

预计挖掘机 2009 年产量超过 3000 台, 相对其他厂商市场占有率较小, 与其他国产品牌挖掘机竞争主要体现在产品销售战略、售后服务和渠道控制力上, 业务拓展主要受制于渠道; 起重机仍处于规模初步上升阶段, 目前产能在 1000 台左右, 2009 年上半年销量接近 600 台。叉车项目处于起步阶段, 业务发展仍有很长的过程。

盈利预测与估值

我们预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 94.2 亿元、107.2 亿元、122.5 亿元。EPS 分别为 0.950、1.132、1.270 元。合理的估值 23.0 元。给予“买入”的投资评级。

风险提示

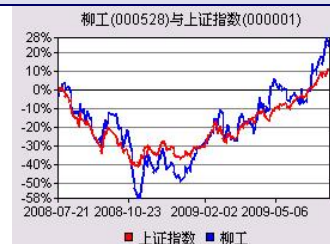
1、对下游行业依赖的风险; 2、销售模式引致的风险; 3、行业竞争加剧的风险; 4、主要原材料价格波动的风险; 5、汇率变动风险。

公司评级

买入

当前价格(元) 19.12
目标价格(元) 23.00
前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	25.54%	35.18%	29.85%
上证综指	14.86%	25.36%	31.46%

股票数据

总股本(万股) 60,597.83
流通 A 股(万股) 60,596.35
主要股东:
广西柳工集团有限公司
主要股东持股比例 34.59%
流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 12.88%
ROA 5.42%
资产负债率 57.72%
每股净资产(元) 5.59

2008 年报数据。

装载机龙头，业务稳定

装载机业务为主

柳工是国内装载机行业龙头，市场份额和产品质量居国内首位。国内有9大制造基地，分别位于柳州、上海、天津、镇江、江阴、蚌埠等地。目前产品线较为齐全，包括轮式装载机、履带式液压挖掘机、路面机械（压路机、平地机、摊铺机、铣刨机等）、小型工程机械（滑移装载机、挖掘装载机等）、叉车、起重机、推土机、混凝土机械等。以2008年业务数据看装载机产品占收入比70%以上，其次是挖掘机12%左右。预计装载机业务将维持稳定，挖掘机等业务因其总量较小将保持增长。

公司目前的战略主要是加快叉车、起重机、推土机、小型工程机械和路面机械等新业务的快速发展以及进一步加快国际化步伐在国际营销、国际制造和海外子公司的管理与支持方面取得更大进展。

图 1: 主要产品市场情况

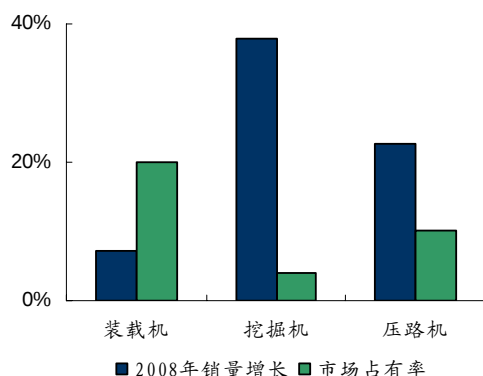


图 2: 营业收入、利润、毛利率近年的变动状况

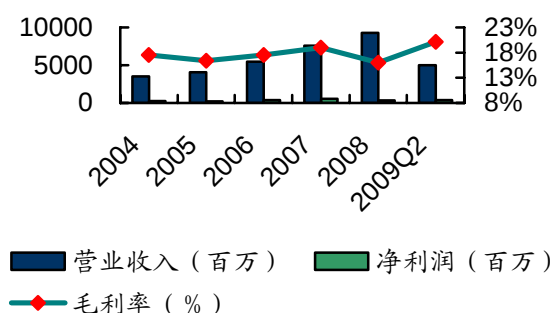


图 3: 2008 年营业收入结构

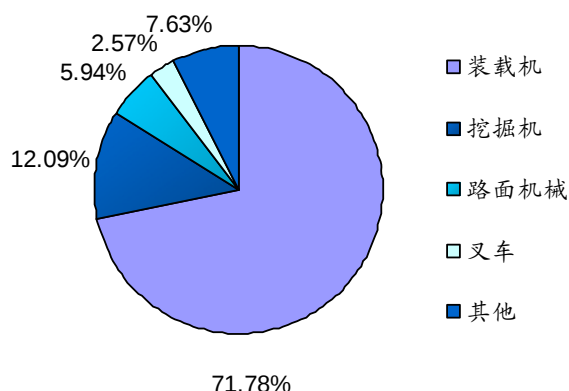
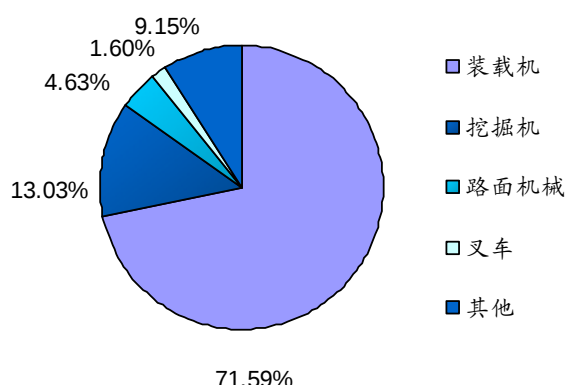


图 4: 2008 年毛利构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

多元化产品结构提高抗风险能力

公司是装载机行业规模最大、盈利能力领先的龙头企业，公司目前正在快速提升第二大主业挖掘机业务，进一步增强公司整体抗风险能力。同时，公司正致力于发展路面机械、特种小型工程机械、叉车、起重机、平地机、推土机等新产品，形成抗风险能力更强的多元化产品结构。另外加大对海外市场的投入和加快销售网络建设，开拓新的市场，也将形成抗风险能力较强的市场结构。

表 1: 柳工其他产品投资情况

项目	投资总额（万）	募集资金使用（万）	产能目标
年产 4430 台挖掘机	60,181	19,418	4,430
柳工建设路面机械	17,425.69	3,656.75	-
万台叉车建设项目	65,798	-	-
天津推土机项目	43,500	-	-
印度工厂	13,600	-	-

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

业务结构未来趋势：装载机龙头地位依然保持不变，品牌优势及差异化的竞争策略保证领先优势，在制造工艺、零部件配套能力、熟练装配工人等制造环节方面的经验明显高于同行业其他企业。装载机在我国的发展已经非常成熟，难以持续高速增长，未来这部分业务将平稳发展；挖掘机市场占有率处于较低水平，待产能扩张后，规模效应将带来成本的下降，进口替代效应还会继续，这部分业务将增长迅速；汽车起重机等业务将随着产能的扩张及销售网络的完善将得到比较大的飞跃。

图 5: 产品结构渐渐多元化

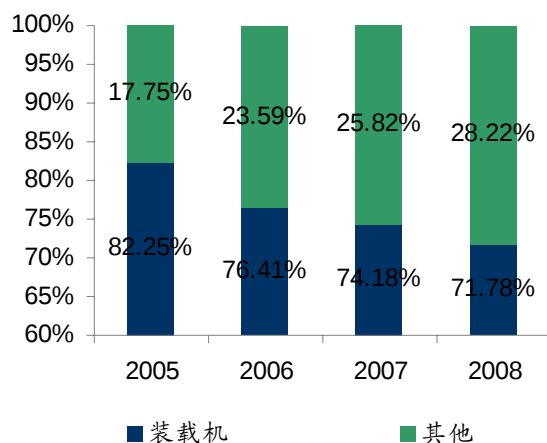
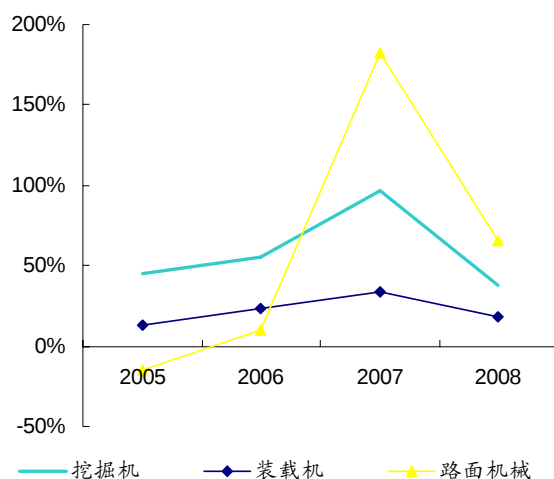


图 6: 非装载机业务收入增长速度



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

优势业务依然将小幅增长

目前，装载机行业高增长时期已经过去，正在步入成熟期。虽然保有量巨大，但是年内基础设施投资陆续释放及采掘业回暖，预计2009年装

载机销量将仅有较小幅度的下滑，同时成本下降给企业带来盈利能力的回升。行业中龙头企业如柳工的收入增长和盈利状况都将比较乐观。

装载机业务增长有保障

装载机业务增长得益于基础设施建设投资：柳工生产的起重机主要用于采矿及基础设施建设。自2008年四季度以来，2008年11月10号政府出台了刺激经济政策，到2010年底对保障性住房、农村基础设施、灾后重建、重大基础设施建设等工程投资将达到4万亿元，这4万亿投资中80%与基础设施建设相关，在很大程度上平抑房地产行业与煤炭矿山行业增速降低导致的需求下降，2008年四季度及2009上半年基础设施建设对于重型装载机的需求拉动无疑是相当明显的。柳工的装载机产品70%都是重载、中高档，主要用于基础设施建设的土石方作业，上半年的销量高于行业平均水平。

图 7：公司装载机产品下游客户分布

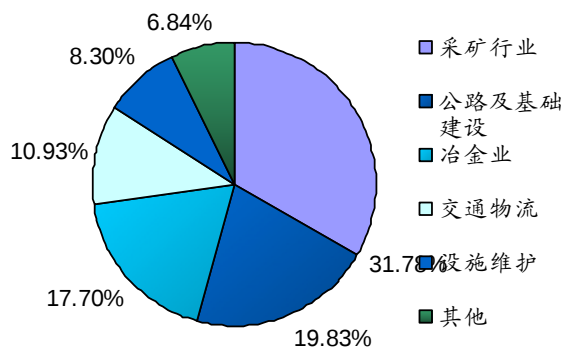


图 8：装载机销量情况

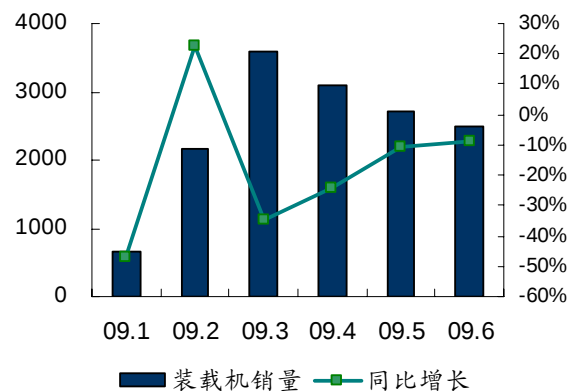


图 9：新增城市固定资产投资额同比增长

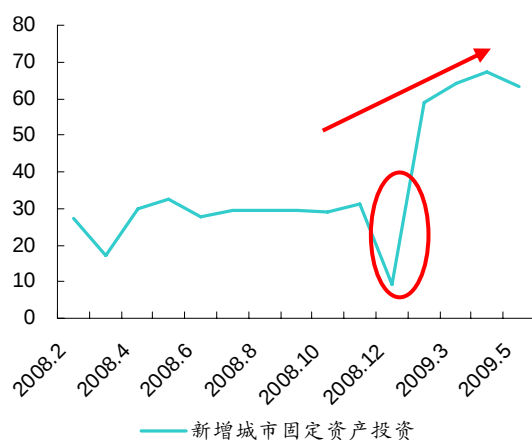
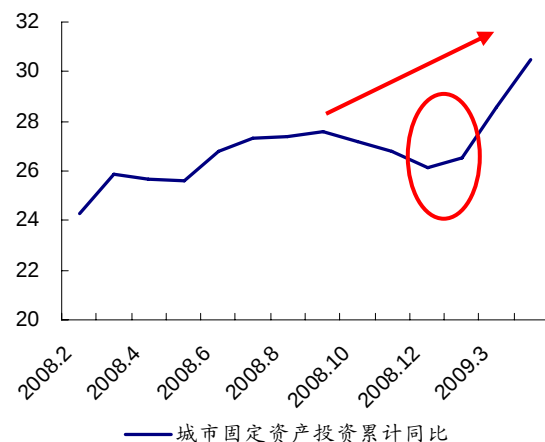


图 10：城市固定资产投资累计同比



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

表 2: 基础设施建设投资相继调整

	“十一五”期间规划投资 (亿元)	调整后
水利工程	4628	5152
电源建设	约 10000	12000
电网建设	12500	15165
公路建设	20000	未来 3-5 年追加至 50000
铁路建设	12500	20000
轨道交通	2000	5000

数据来源: 广发证券发展研究中心

未来销量趋势趋于乐观: 装载机主要用于煤炭、矿业、基础建设、地产等领域。通过对各主要下游行业的分析,我们认为2009年下半年装载机下游需求乐观因素居多。一是基础设施建设投资将陆续释放: 国家投资的公路、高铁项目建设周期长,一般在2-3年形成对装载机的持续需求;在国家投资的带动下,经济复苏的预期比较明朗,地方政府的投资迅速得到恢复,同样带动大量的基础设施项目投资。二是采掘业的回暖将带动一定需求: 装载机主要应用于煤炭行业的开采、洗煤和转运几个主要环节,其中转运环节装载机用量最大,占70%左右,开采占10%左右,洗煤占20%左右。根据广发煤炭行业研究的预测2009年煤炭产量将增长7%,煤炭行业的装载机需求将在下半年得以恢复;装载机在矿业的应用主要用于矿石开采,估计占80%左右。经济的复苏带动矿石采掘量的恢复对装载机需求影响较大。

图 11: 交通固定资产投资额同比增长

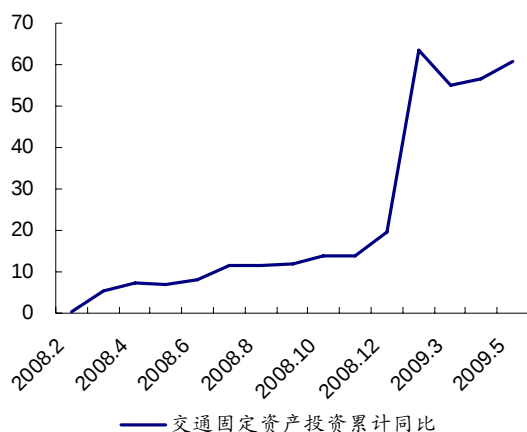
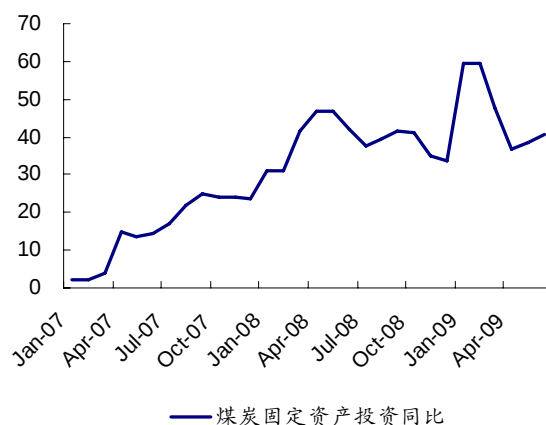


图 12: 煤炭固定资产投资额同比增长



数据来源: wind资讯, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

新兴业务仍处于发展初期

挖掘机业务仍受制于销售渠道建设

行业需求有保证: 挖掘机的用途比较广泛,需求主要来自于大型矿山、基础设施、房地产和市政施工等下游行业。国家的4万亿投资对挖掘机需求拉动较大,后续随着采矿和房地产行业的复苏,预计2009年销售总体

会有一定的增长幅度，大概在10%-15%，增长动力主要来自于进口替代。

图13: 挖掘机下游行业需求分布情况

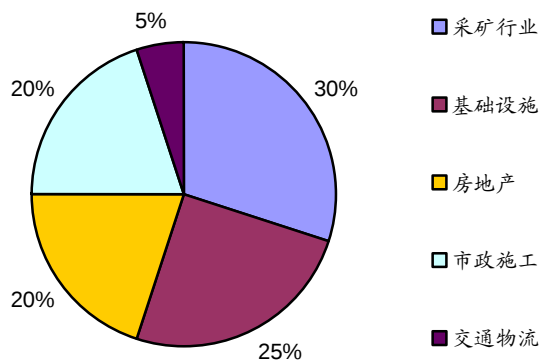
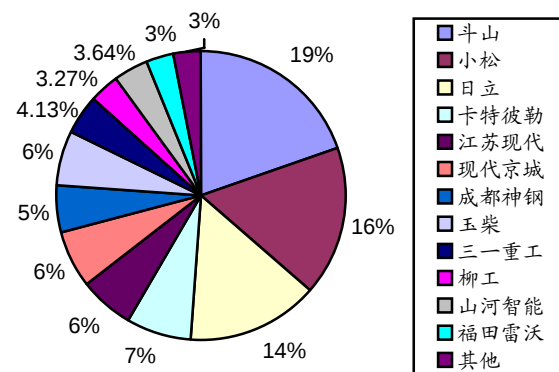


图14: 挖掘机市场竞争格局



数据来源: 广发证券发展研究中心

市场占有率较小，业务拓展主要受制于渠道：国产品牌挖掘机基本都是在消化国外技术上发展起来的，主要功能部件如液压器件等均采购自德国或者日本，结构件大多自制或者外协。柳工主要结构件如挖掘臂、回转装置、行走机构及转向机构基本可以自制。随着国外需求的下降，同时公司采购量有一定上升，零部件议价能力有一定上升，与其他国产品牌挖掘机竞争主要体现在产品销售战略、售后服务和渠道控制力上。公司在渠道拓展和销售策略上仍比较保守，这与机制及经营理念有很大关系，造成业务发展并不十分迅速，但同时公司需要承担的相应的风险比较小。

未来规模效应将进一步体现：公司的挖掘机产能达到4000台以上，预计2009年销量将超过3000台，挖掘机的销售模式原来主要采取分期付款，近日刚刚成立了融资租赁公司，虽然风险控制仍比较谨慎，但预计将会对销售量起一定的促进作用，随着销售规模的上升，预计盈利能力将增强，成本将随着规模效应的体现进一步下降。

图 15: 公司挖掘机产品下游客户分布

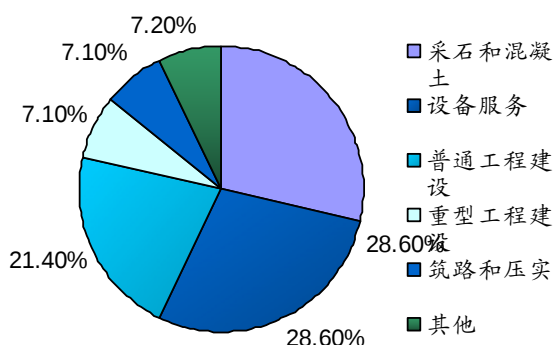
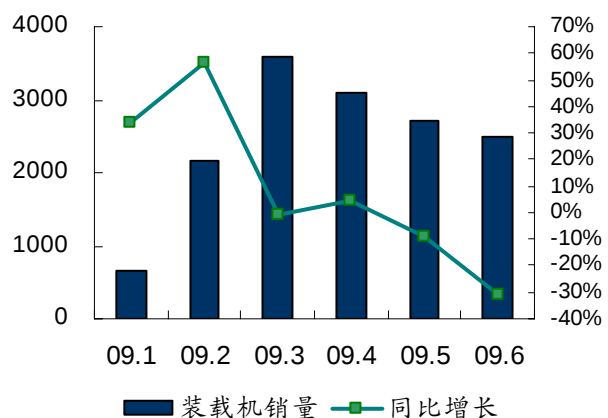


图 16: 挖掘机销量情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

起重机等业务规模较小

起重机仍处于规模初步上升阶段：汽车起重机为2008年收购的业务，目前产能在1000台左右，主要生产35吨以下的汽车起重机。2008年销量为800左右，2009年上半年销量接近600台，保持与2008年持平，预计2009年能实现盈利。目前安徽蚌埠生产基地正在扩张，预计2011年能达产，投产规模可以达到3000台。

叉车项目处于起步阶段：柳工的叉车零件生产能力有限，目前正在进行产能扩张，而叉车行业受产能过剩影响比较依赖出口，目前叉车业务发展仍有很长的过程。

盈利预测与估值

假设：1、由于钢材价格的下降并且产品价格有一定上升，各业务毛利率小幅度提升。

2、2009、2010、2011三年固定资产投资分别为7亿元、8亿元、8亿元。所得税实际税率为15%左右。

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为94.2亿元、107.2亿元、122.5亿元。EPS分别为0.950、1.132、1.270元。

表3：利润预测表（单位：万元）

项 目	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	759,257.33	926,837.82	942,802.88	1,072,288.29	1,224,633.16
营业成本	614,842.54	778,527.21	762,697.79	867,169.99	989,997.10
营业税金及附加	2,380.33	2,270.85	1,885.61	2,144.58	2,449.27
营业费用	45,491.29	59,820.08	56,568.17	64,337.30	73,477.99
管理费用	27,630.32	39,110.45	42,426.13	48,252.97	55,108.49
财务费用	2,300.80	10,781.14	3,145.93	1,168.33	3,648.93
营业利润	66,318.74	38,176.41	74,029.25	88,165.12	98,951.38
营业外收入	1,010.67	3,910.88	2,000.00	2,000.00	2,000.00
营业外支出	838.37	934.52	1,800.00	1,800.00	1,800.00
利润总额	66,491.04	41,152.77	74,229.25	88,365.12	99,151.38
所得税	9,771.98	6,950.49	12,247.83	14,580.25	16,359.98
少数股东损益	148.06	197.92	200.00	200.00	250.00
净利润	56,571.00	34,004.37	61,781.43	73,584.88	82,541.40
总股本（万股）	47,245.62	47,245.62	65,016.14	65,016.14	65,016.14
每股收益（元）	1.197	0.720	0.950	1.132	1.270
净利润增长率（%）	56.7%	-39.9%	32.0%	19.1%	12.2%

数据来源：广发证券发展研究中心

我们对公司总体判断是：国家大规模的基础设施建设投资对行业拉升效果将会持续，房地产和采掘业的投资将进一步拉动下游行业的需求；主要原材料价格维持在低位，成本压力较小。

我们认为给予公司2009年25倍市盈率是合适的，合理的估值**23元**。给予“买入”的投资评级。

表4: 工程机械类上市公司盈利预测与投资评级

公司名称	7月20日	EPS			P/E			投资评级
	收盘价	2008A	2009	2010	2008A	2009	2010	
三一重工	33.08	0.83	1.25	1.51	33.64	26.68	21.95	买入
中联重科	24.39	1.03	1.26	1.54	21.52	19.27	15.82	买入
山河智能	18.95	0.19	0.45	0.58	84.17	41.68	32.61	持有
徐工科技	34.22	0.20	2.24	2.67	205.42	15.29	12.81	买入
厦工股份	7.61	0.27	0.29	0.39	27.11	26.79	19.54	持有
山推股份	12.54	0.66	0.70	0.83	15.64	18.00	15.06	持有
安徽合力	11.99	0.53	0.45	0.55	18.79	26.44	21.74	持有

数据来源: 广发证券发展研究中心

风险提示

(一) 对下游行业依赖的风险

工程机械行业是为下游行业提供生产设备的行业,下游制造业的固定资产投资需求态势直接影响行业的供需状况,而固定资产投资需求直接受制于国家宏观经济发展形势和国民经济增长幅度的制约,周期性明显。如果下游行业需求不足,将带来行业周期调整带来的风险。

(二) 销售模式引致的风险

工程机械行业普遍采用代理商销售模式,按照行业惯例,本公司为部分实力较强的经销商销售按揭业务和承兑授信提供回购担保。不排除因客户违约,公司承担代偿责任的可能,存在因销售模式引致的风险。

(三) 行业竞争加剧的风险

中国装载机市场占据了世界2/3以上,其年生产能力已超20万台。但2008年全行业共销售装载机16.53万台,目前中国整个装载机行业产能已大大过剩,市场竞争必然更加激烈。公司在竞争中因其品牌优势始终保持着较高的价格,但不排除未来竞争激烈后调整价格带来的业绩风险。

(四) 主要原材料价格波动的风险

公司的主要原材料15-20%为钢材等材料,近年来钢材价格上下波动的幅度较大,主要原材料钢材价格的波动将给公司的生产经营和经济效益带来一定的影响。

(五) 汇率变动风险

由于采购零部件及出口原因,汇率的波动可能给公司的生产经营带来一定的风险。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

柳工(000528)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。