

柳工 (000528)

行业竞争日趋激烈之下的必然选择

——A 股非公开发行预案点评

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880209110640

本报告导读:

此次 A 股增发计划, 是明智之举, 也是必然选择。

投资要点:

- 公司20日公告非公开发行A股预案, 计划发行不超过1.5亿股, 发行底价20.61元/股, 募集不超过30亿元, 用于3个主机项目、1个零部件项目、1个融资租赁项目以及补充流动资金。
- 拟募集资金具体使用计划和产品纲领: 9亿元用于在柳工常州挖掘机公司形成10,000台挖掘机产能, 3.5亿元用于在安徽柳工起重机公司形成4,800台中大吨位汽车起重机和200台履带起重机产能, 4.5亿元用于在柳州柳工液压件公司形成59.3万套(件)液压元件产能, 4.5亿元用于在天津柳工5,000台装载机和3,000台推土机产能, 3亿元用于向中恒国际租赁公司单方增资, 5.5亿元用于补充公司流动资金。
- 目前工程机械格局未稳, 行业洗牌过程尚未开始, 竞争异常激烈, 各家企业都在积极扩产能、多元化业务, 力争在行业拼杀中, 成为最后的胜利者。我们认为, 柳工此时选择启动A股融资, 是明智之举, 也是要在竞争中获胜的必然选择。
- 此次增发, 一方面, 有利于公司迅速扩张产能, 形成装载机、挖掘机、起重机、液压件和推土机的多元化业务格局, 并且做大融资租赁业务规模; 另一方面, 有利于公司形成广西、江苏、安徽、天津多方位的地理布局, 更加接近市场。
- 公司上半年装载机、挖掘机销量同比分别增长44%、111%左右, 并且在钢材成本下降的情况下, 毛利率大幅提升, 预计中期EPS达1.38元。预计10-12年EPS分别为2.27、2.60、3.06元, 考虑此次增发, 10-12年EPS顶多被摊薄至1.86、2.12、2.50元, 目标价28元, 增持。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,268	10,183	14,257	17,056	20,180
(+/-)%	21%	10%	40%	20%	18%
经营利润 (EBIT)	490	1,008	1,729	1,982	2,338
(+/-)%	-30%	106%	253%	15%	18%
净利润	340	866	1,478	1,689	1,987
(+/-)%	-41%	155%	71%	14%	18%
每股净收益 (元)	0.52	1.33	2.27	2.60	3.06
每股股利 (元)	0.10	0.30	-	-	-

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	6%	11%	13%	12%	12%
净资产收益率(%)	13%	21%	27%	25%	24%
投入资本回报率(%)	11%	30%	32%	30%	28%
EV/EBITDA	25.7	13.4	8.4	7.3	6.1
市盈率	46.8	18.4	10.8	9.4	8.0
股息率 (%)	0.4%	1.2%	-	-	-

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 26.00

当前价格: 24.47

2010.08.20

交易数据

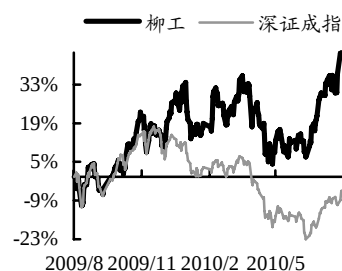
52 周内股价区间 (元)	15.05-24.84
总市值 (百万元)	15,909
总股本/流通 A 股 (百万股)	650/650
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交值 (百万元)	210

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,490
每股净资产	6.91
市净率	3.5
净负债率	-13.92%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.23	0.60
Q2	0.34	0.78
Q3	0.24	0.45
Q4	0.52	0.44
全年	1.33	2.27

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	13%	33%	48%
相对指数	1%	20%	51%

相关报告

《行业复苏、重回快车道》	2009.10.29
《装载机业务逐步回暖》	2009.07.14
《高价原材料库存低使盈利能力大幅提升》	2009.04.30
《盈利能力最差的时期正在过去》	2009.03.20
《销售高增难敌毛利率下降》	2008.08.22

模型更新时间: 2010.08.20

股票研究

工业
资本货物

柳工 (000528)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 26.00

当前价格: 24.47

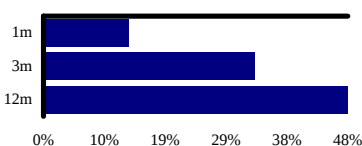
公司网址

www.liugong.com

公司简介

公司是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业,是中国工程机械第一家上市公司。公司的主导产品为1.5t-10t (额定载重) 轮式装载机、0.11-1.2 立方米 (斗容规格) 履带式液压挖掘机、10-25 吨 (工作质量) 压路机,以及全新系列的路面机械产品如沥青摊铺机和平地机,亦可根据用户需求进行工程机械产品及变形产品的设计、生产。公司具有年产超过 20000 台各类工程机械整机制造能力,有近 10 种型号的产品荣获机械部和国家级多项奖励和荣誉称号。其中轮式装载机系列处于国内领先地位,“柳工”牌装载机

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.05-24.84

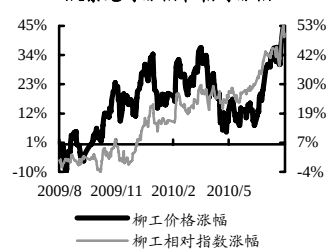
市值 (百万)

15,909

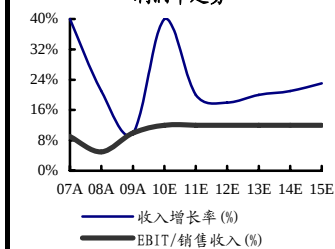
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	7,638	9,268	10,183	14,257	17,056	20,180	24,198	29,376	36,075
营业成本	6,147	7,785	8,032	10,829	13,041	15,436	18,516	22,483	27,614
税金及附加	25	23	48	71	85	101	121	147	180
营业费用	466	598	615	863	1,032	1,221	1,464	1,777	2,183
管理费用	297	391	435	609	728	862	1,033	1,254	1,540
EBIT	697	490	1,008	1,729	1,982	2,338	2,798	3,391	4,160
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	37	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	27	108	36	47	59	77	92	100	110
营业利润	670	382	972	1,682	1,922	2,261	2,706	3,291	4,050
所得税	101	70	165	282	322	379	454	552	679
少数股东损益	1	2	2	3	3	4	5	6	7
净利润	573	340	866	1,478	1,689	1,987	2,377	2,891	3,559
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	388	879	2,000	2,129	2,984	3,762	5,114	6,786	8,999
其他流动资产	2,818	3,597	4,882	5,974	7,495	9,451	11,202	13,521	16,506
长期投资	60	112	124	109	114	114	113	114	114
固定资产合计	790	1,264	1,489	1,866	2,210	2,516	2,807	3,074	3,317
无形资产及其他资产	226	420	1,071	876	945	988	990	1,017	1,038
资产合计	4,281	6,272	9,565	10,942	13,729	16,804	20,192	24,469	29,925
流动负债	1,916	2,956	5,051	4,633	5,608	6,656	7,649	9,105	11,175
长期负债	14	665	406	915	1,331	1,705	2,115	2,514	2,913
股东权益	2,352	2,652	4,108	5,393	6,790	8,443	10,428	12,849	15,837
投入资本(IC)	2,059	3,550	2,795	4,558	5,602	6,995	8,265	9,636	11,335
现金流量表									
NOPLAT	593	407	847	1,452	1,665	1,964	2,350	2,848	3,495
折旧与摊销	77	104	127	90	117	141	164	187	210
流动资金增量	196	894	(1,046)	1,449	753	1,116	1,025	1,168	1,542
资本支出	195	475	225	443	442	429	435	434	434
自由现金流	1,061	1,879	153	3,435	2,977	3,650	3,975	4,638	5,679
经营现金流	298	(583)	1,538	80	1,201	1,144	1,666	2,096	2,443
投资现金流	(279)	(554)	(494)	(89)	(541)	(490)	(440)	(473)	(465)
融资现金流	(64)	1,617	56	138	195	123	127	50	235
现金流净增加额	(44)	480	1,100	129	855	777	1,352	1,672	2,213
财务指标									
成长性									
收入增长率	40%	21%	10%	40%	20%	18%	20%	21%	23%
EBIT 增长率	64%	-30%	106%	253%	15%	18%	20%	21%	23%
净利润增长率	59%	-41%	155%	335%	14%	18%	20%	22%	23%
利润率									
毛利率	20%	16%	21%	24%	24%	24%	23%	23%	23%
EBIT 率	9%	5%	10%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
净利润率	8%	4%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
收益率									
净资产收益率(ROE)	24%	13%	21%	27%	25%	24%	23%	23%	22%
总资产收益率(ROA)	13%	5%	9%	14%	12%	12%	12%	12%	12%
投入资本回报率(ROIC)	29%	11%	30%	32%	30%	28%	28%	30%	31%
运营能力									
存货周转天数	87	96	105	89	95	96	95	95	94
应收账款周转天数	24	28	34	32	37	45	50	49	49
总资产周转天数	177	208	284	262	264	276	279	277	275
净利润现金含量	0.52	(1.71)	1.78	0.05	0.71	0.58	0.70	0.72	0.69
资本支出/收入	3%	5%	2%	3%	3%	2%	2%	1%	1%
偿债能力									
资产负债率	45%	58%	57%	51%	51%	50%	48%	47%	47%
净负债率	-8%	17%	-14%	-10%	-12%	-12%	-17%	-22%	-26%
估值比率									
PE	27.8	46.8	18.4	10.8	9.4	8.0	6.7	5.5	4.5
PB	6.8	6.0	3.9	2.9	2.3	1.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	44.3	30.6	19.7	25.7	13.4	8.4	7.3	6.1	5.1
P/S	2.1	1.7	1.6	1.1	0.9	0.8	0.7	0.5	0.4
股息率	1.8%	0.4%	1.2%	1.9%	2.1%	2.5%	3.0%	3.6%	4.5%

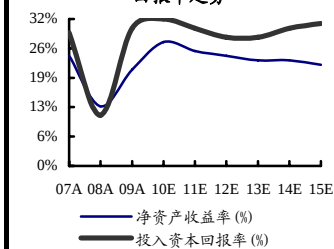
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

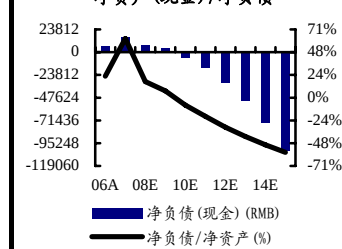


表 1: 募集资金使用计划

序号	项目名称	预计投资总额			截至 2010 年 6 月 30 日累计投资额	募集资金拟投入额
		固定资产投资	铺底流动资金	合计		
1	年产 10,000 台工程机械项目	10.92	4.92	15.84	0.20	9.00
2	大吨位汽车、履带起重机项目	5.31	2.80	8.11	2.78	3.50
3	柳工工程机械液压元件研发制造基地项目	10.18	0.89	11.07	0.38	4.50
4	柳工北部工程机械研发制造基地项目	6.60	2.54	9.14	2.92	4.50
5	中恒国际租赁有限公司增资项目	-	-	3.00	-	3.00
6	补充流动资金	-	-	5.50	-	5.50
合计		-	-	52.66	6.28	30.00

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 2: 募集资金实施主体和产品纲领

序号	项目名称	实施主体	产品纲领
1	年产 10,000 台工程机械项目	柳工常州挖掘机有限公司	实现 10,000 台挖掘机产能
2	大吨位汽车、履带起重机项目	安徽柳工起重机有限公司	形成年产汽车起重机 4,800 台(含全路面起重机 120 台), 履带起重机(55-260 吨) 200 台。
3	柳工工程机械液压元件研发制造基地项目	柳州柳工液压件有限公司	年产工程机械液压元件 59.3 万套(件)
4	柳工北部工程机械研发制造基地项目	天津柳工机械有限公司	年产装载机 5,000 台、推土机 3,000 台
5	中恒国际租赁有限公司增资项目	-	-
6	补充流动资金	-	-

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		