

2010-09-27

建筑、农业机械与重型卡车

柳工 000528.SZ

从二线龙头向一线龙头迈进

分析师: 恽敏 (执业证书编号: S0930206110104)

021-22169162

yunmin@ebscn.com

◇事件: 公司公布获底盘生产许可

◆ 汽车起重机成为产业链拓展的重要增长点

公司今日公告获得国家工业和信息化部生产自用汽车起重机专用底盘产品。汽车起重机业务从毛利率和规模化都将促使该业务的快速增长。该业务主要增长点在于:

一是底盘自制资格的认证通过, 底盘自给将有效提升公司汽车起重机毛利率, 毛利率将从目前不到 15% 的水平提升到 20%;

二是产量的扩张, 2010 年公司汽车起重机增长率超过 70%。预计汽车起重机销售规模将从 2009 年 4.3 亿元扩大到 2010 年 7.4 亿元再到 2012 年 16.4 亿元, 三年的复合增速 57%, 增速可观。

◆ 挖掘机业务进入快速增长期

公司积极进行产业链布局, 巩固其在装载机领域的龙头地位, 同时积极向挖掘机、汽车起重机、路面机械以及核心零部件等业务板块延伸。挖掘机销售的高速增长、汽车起重机毛利率提升以及核心零部件业务发展成为主要增长点

公司挖掘机业务历史较长, 2001 年公司就开始挖掘机业务的尝试, 经历多年的经验积累, 2010 年上半年公司挖掘机销售突破 3000 台, 实现收入 20 亿元。公司挖掘机业务突破了积累阶段, 进入快速成长期。预计 2010 年公司挖掘机销售能突破 5000 台, 销量迈上更高台阶。

产能投产为挖掘机销售提供保障。目前公司挖掘机产能 6500-7000 台, 2011 年随着常州基地逐步建成, 挖掘机新增产能 1 万台。产能将达到 1.7 万台, 2015 年公司规划产能达 3 万台。

受益挖掘机行业的快速增长。主要增长来自:

第一, 挖掘机功能的多样性呈现的替代装载机的趋势日益推进, 在国外挖掘机和装载机的保有量的配比为 2:1, 而我国这一比例大约是 1:1.5, 挖掘机对装载机替代仍有较大空间;

第二, 挖掘机产品的更新换代在 2010 年至 2011 年进入新的高峰, 按 8 年的使用期限测算, 2002 年和 2003 年产品销售高速增长期的产品将相继进入更新换代期。2002 年国内消耗 2.26 万台 (含进口), 2003 年跃至 6.21 万台, 更新需求将成为 2010 年和 2011 年的重要部分;

第三, 国内挖掘机进口替代和技术升级, 国内挖掘机销售市场占有率从不到 5% 提高到 24.3%;

第四, 二手挖机进口配额限制下内销的需求提升, 这部分因素由于上半年挖掘需求旺盛, 二手挖掘进口又有抬头趋势。

◆ 装载机业务稳定增长

公司在装载机品质取胜, 公司在装载机领域的技术实力毋庸置疑。随着 D 系列产品推向市场, 以及 E 系列产品即将上市, 公司将进一步巩固在装载机行业的领先地位。

装载机行业竞争格局进入稳定期, 经历了前一轮行业洗牌, 市场集中度大大提升, 目前前八名市场占有率已达 95%。中国产量也占到全球的 60%。而柳工作为前三大主要装载机厂商, 2009 年装载机市场占有率 20%, 高于龙工的 17.5% 和厦工的 15.3%。

◆ 稳健经营，竞争优势突出

稳定的经销商团队是公司的一大特色

柳工拥有 120 多家经销商，柳工稳健的经营作风同样感染了经销商团队。即使在销售压力最大的全球金融危机背景下，柳工的经销商团队没有一家欠公司钱款，没有一家离开柳工转投其他产品，没有一家经销商破产倒闭，稳健的经销商团队为柳工获得客户认可提供基石。

海外布局优势是公司未来出口拓展的重要筹码

从海外的经验来看，全球知名的工程机械企业不超过 5 家，柳工立足跻身未来全球前五的工程机械企业。品牌对于海外市场销售至关重要，柳工用高品质产品定位来满足国外需求；同时积极进行海外人才储备，大量采用当地人才，提高柳工品牌的国际知名度。目前公司已经在 80 个国家和地区，拥有 120 多家经销商、8 个物流配件中心和 6 个海外子公司。

稳健的财务政策使得公司有更大提升空间

从应收账款增长率与销售收入增长率对比来看，柳工应收账款增长率与销售收入增长率基本同步。与一线龙头工程机械企业相比销售政策更稳健。在销售旺盛的 2010 年上半年，销售政策稳健似乎略显保守，但未雨绸缪长远布局，在行业需求景气下行压力时，意味着公司具有更多回旋余地，对应收账款的有效控制也更具有持续发展动力。

◆ 估值优势为股价提供良好的安全边际，“买入”评级

与其他工程机械企业一样，公司同样拥有较为积极的战略规划：2012 年公司目标实现收入 260 亿，2015 年更是 500 亿的收入规划，我们认为公司通过产品链拓展以及海外战略布局有望实现这一战略目标，公司的高成长也成为公司长期投资的价值所在。

我们对公司 2010 年、2011 年和 2012 年的盈利预测分别为 2.35 元、3.2 元和 4.2 元。目前股价对应 2010 年 PE 不到 10 倍，处于历史估值的底部，给予“买入”评级。

分析师介绍

恽敏，南京大学金融工程硕士，从业 6 年，曾从事投资银行业务，目前任机械行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。