



资本货物/工业

柳工 (000528)

收购 HSW 工程机械业务 布局欧美市场

——拟收购 HSW 工程机械业务点评

吕娟
021-38676139
lvjuan@gtjas.com
S0880209110640

本报告导读:

公司拟收购波兰 HSW 工程机械业务，布局欧美市场，海外扩张迈出一大步。

投资要点:

事件: 柳工公告与波兰 HSW 签订合作备忘录，收购 HSW 工程机械业务。
评论:

- **HSW 简介:** 成立于 1937 年，主要股东为波兰财政部和工业发展局，业务包括军工和工程机械产品，其中工程机械业务包括 74~515 马力全系列推土机产品线，120~427 马力的装载机产品线，以及吊管机、挖掘装载机等，主要市场在欧美。技术层面上，HSW 推土机的排名仅次于卡特和小松。
- **HSW 出售工程机械业务的原因:** 作为国有企业，其业务重点是军工，且其对市场经济理解不透彻，没能充分发挥工程机械业务的优势。
- **收购价格、资金来源、进程:** 鉴于柳工在波兰很早就有销售，与当地政府关系较好，预计收购价格不会高于柳工 09 年净资产的 10%，即在 4.1 亿元以下，也不会高于收购标的净资产很多，收购资金来源自有资金，预计最快于 2011 年一季度完成收购。
- **收购 HSW 工程机械业务对柳工的影响:** 可以大幅节省海外建厂的费用和时间，以 HSW 为平台在欧洲建立高效的研发、采购、生产、营销及配件服务网络，将柳工推土机等产品推向欧美高端市场，对实现柳工国际化战略具有重要意义。
- **盈利预测与投资建议:** 柳工未来的增长体现在各个业务规模的增长和毛利率的提升。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 2.55、3.31、4.24 元，即使考虑公司的增发预案，2010-2012 年摊薄后的业绩分别不低于 2.08、2.70、3.47 元。维持目标价 37.5 元，增持！

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,268	10,183	15,391	18,688	22,339
(+/-)%	21%	10%	51%	21%	20%
经营利润 (EBIT)	490	1,008	1,942	2,523	3,241
(+/-)%	-30%	106%	297%	30%	28%
净利润	340	866	1,657	2,151	2,760
(+/-)%	-41%	155%	91%	30%	28%
每股净收益 (元)	0.52	1.33	2.55	3.31	4.24
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%	14%	15%	16%
净资产收益率(%)	13%	21%	30%	29%	28%
投入资本回报率(%)	11%	30%	35%	37%	38%
EV/EBITDA	24.9	13.0	7.1	5.4	4.2
市盈率	45.5	17.9	9.3	7.2	5.6
股息率 (%)	0.4%	1.3%	-	-	-

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: 37.50

上次预测: 37.50

当前价格: 28.10

2010.11.19

交易数据

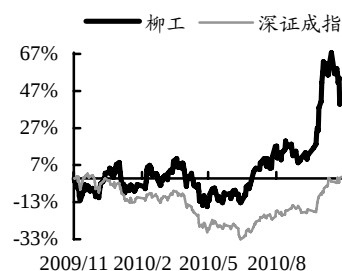
52 周内股价区间 (元)	17.58-36.48
总市值 (百万元)	18,270
总股本/流通 A 股 (百万股)	650/650
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	16
日均成交值 (百万元)	435

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,160
每股净资产	7.94
市净率	4.3
净负债率	44%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.23	0.60
Q2	0.34	0.81
Q3	0.24	0.53
Q4	0.52	0.61
全年	1.33	2.55

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	15%	38%
相对指数	4%	9%	50%

相关报告

《前三季业绩超预期 第4季度环比上升可》	2010.10.22
《收入盈利大增 费用控制得当》	2010.08.26
《行业竞争日趋激烈之下的必然选择》	2010.08.20
《行业复苏、重回快车道》	2009.10.29
《装载机业务逐步回暖》	2009.07.14

模型更新时间: 2010.11.18

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: 37.50

上次预测: 37.50

当前价格: 28.10

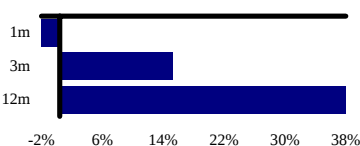
公司网址

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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

17.58-36.48

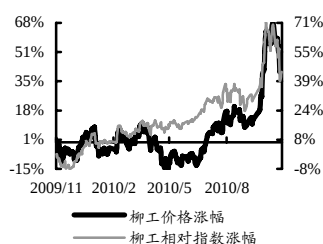
市值 (百万)

18,270

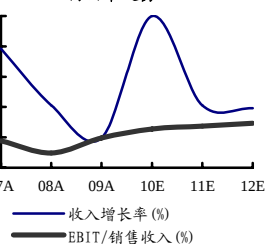
财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
营业收入	7,638	9,268	10,183	15,391	18,688	22,339
营业成本	6,147	7,785	8,032	11,974	14,382	16,964
税金及附加	25	23	48	85	93	112
营业费用	466	598	615	816	990	1,184
管理费用	297	391	435	539	654	782
EBIT	697	490	1,008	1,942	2,523	3,241
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	37	0	25	30	33
财务费用	27	108	36	-7	-6	-4
营业利润	670	382	972	1,948	2,529	3,245
所得税	101	70	165	321	417	535
少数股东损益	1	2	2	3	4	6
净利润	573	340	866	1,657	2,151	2,760
资产负债表						
货币资金、交易性金融资产	388	879	2,000	2,500	3,373	4,591
其他流动资产	2,818	3,597	4,882	6,508	8,200	10,374
长期投资	60	112	124	109	114	114
固定资产合计	790	1,264	1,489	1,804	2,063	2,266
无形资产及其他资产	226	420	1,071	876	945	988
资产合计	4,281	6,272	9,565	11,784	14,676	18,307
流动负债	1,916	2,956	5,051	5,496	6,348	7,520
长期负债	14	665	406	715	931	1,055
股东权益	2,352	2,652	4,108	5,573	7,397	9,732
投入资本(IC)	2,059	3,550	2,795	4,709	5,766	7,201
现金流量表						
NOPLAT	593	407	847	1,627	2,115	2,716
折旧与摊销	77	104	127	153	201	245
流动资金增量	196	894	(1,046)	1,679	859	1,268
资本支出	195	475	225	443	442	429
自由现金流	1,061	1,879	153	3,902	3,616	4,657
经营现金流	298	(583)	1,538	31	1,556	1,762
投资现金流	(279)	(554)	(494)	(64)	(511)	(457)
融资现金流	(64)	1,617	56	534	(173)	(87)
现金流净增加额	(44)	480	1,100	500	873	1,219
财务指标						
成长性						
收入增长率	40%	21%	10%	51%	21%	20%
EBIT 增长率	64%	-30%	106%	297%	30%	28%
净利润增长率	59%	-41%	155%	387%	30%	28%
利润率						
毛利率	20%	16%	21%	22%	23%	24%
EBIT 率	9%	5%	10%	13%	14%	15%
净利润率	8%	4%	9%	11%	12%	12%
收益率						
净资产收益率(ROE)	24%	13%	21%	30%	29%	28%
总资产收益率(ROA)	13%	5%	9%	14%	15%	15%
投入资本回报率(ROIC)	29%	11%	30%	35%	37%	38%
运营能力						
存货周转天数	87	96	105	86	95	96
应收账款周转天数	24	28	34	31	36	45
总资产周转天数	177	208	284	253	258	269
净利润现金含量	0.52	(1.71)	1.78	0.02	0.72	0.64
资本支出/收入	3%	5%	2%	3%	2%	2%
偿债能力						
资产负债率	45%	58%	57%	53%	50%	47%
净负债率	-8%	17%	-14%	-10%	-17%	-22%
估值比率						
PE	27.0	45.5	17.9	9.3	7.2	5.6
PB	6.6	5.8	3.8	2.8	2.1	1.6
EV/EBITDA	43.1	29.7	19.1	24.9	13.0	7.1
P/S	2.0	1.7	1.5	1.0	0.8	0.7
股息率	1.9%	0.4%	1.3%	2.1%	2.8%	3.6%

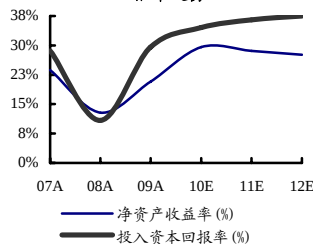
股票绝对涨幅和相对涨幅



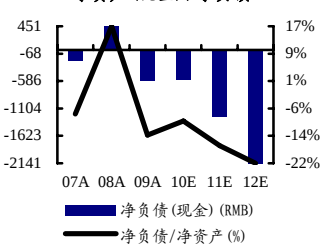
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



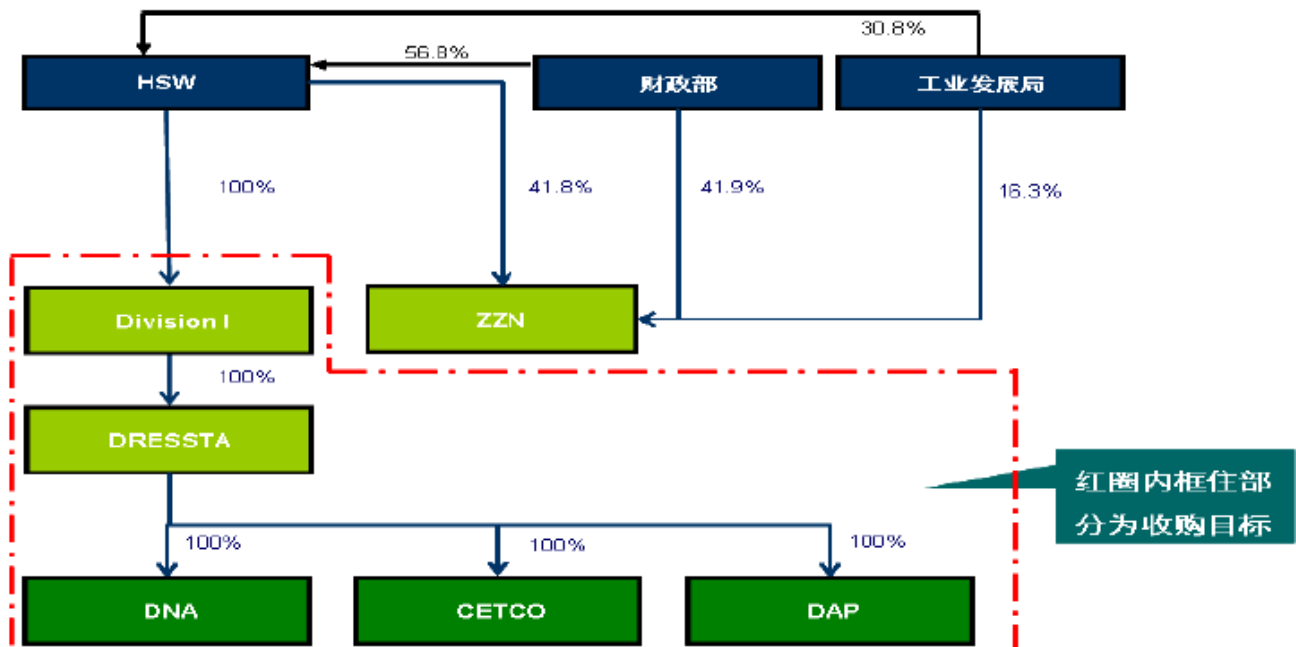
事件:

柳工公告与波兰 HSW 公司签订合作备忘录, 双方同意柳工收购 HSW 工程机械业务单元 (Division 1) 及其全资子公司 Dressta (含 Dressta 的三家子公司)100%的股权及资产, 并拥有其全部知识产权和 Dressta 商标, 预计收购价格低于柳工 2009 年经审计净资产 (41.08 亿元) 的 10%。

点评:

- **HSW 简介:** HSW 成立于 1937 年, 主要股东为波兰财政部和工业发展局, 业务包括军工产品和工程机械产品。具体来讲, HSW 工程机械业务包括 74~515 马力全系列推土机产品线, 120~427 马力的装载机产品线, 以及吊管机、挖掘装载机等产品, 主要市场在欧美。值得一提的是, HSW 推土机业务是全球产品线最全的三家著名制造商之一, 技术层面上的排名仅次于卡特和小松。
- **HSW 出售工程机械业务的主要原因:** 一方面, 作为国有企业, 其业务重点是军工产品; 另一方面, 其对市场经济的理解不够透彻, 没能充分发挥其工程机械业务的优势。
- **柳工收购 HSW 工程机械业务的价格、资金来源、进程:** 鉴于柳工在波兰很早就有销售, 与当地政府关系较好, 预计此次收购价格较收购标的的净资产不会高出很多, 收购价格也不会高于柳工 2009 年净资产的 10%, 即在 4.1 亿元以下, 收购资金来源自有资金, 预计最快将于 2011 年一季度完成收购。
- **柳工收购 HSW 工程机械业务的影响分析:** 最重要的是可以大幅节省海外建厂的费用和时间, 可以以 HSW 为平台在欧洲建立高效的研发、采购、生产、营销及配件服务网络, 快速将柳工推土机等产品推向欧美高端市场, 对实现柳工国际化战略具有重要意义。
- **盈利预测与投资建议:** 柳工未来的成长性, 一方面体现在各个业务规模的增长, 尤其是挖掘机和起重机; 另一方面体现在各个业务毛利率的提升空间, 尤其是逐步具有规模效应的挖掘机业务, 和自有底盘资质将发挥作用的起重机业务。基于最新总股本, 预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 2.55、3.31、4.24 元, 同比分别增长 91%、30%、28%。即使考虑公司的增发预案, 2010-2012 年摊薄后的业绩分别不低于 2.08、2.70、3.47 元。维持目标价 37.5 元, 增持!

图 1: HSW 股权结构图



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		