

2010年12月20日

专用设备

公司点评报告

收盘价(元): 39.61

目标价(元):

柳工(000528)

五年规划勾画稳定增长蓝图

投资评级: A--买入(首评)

装备制造: 王合绪

执业证书编号: S0890210020001

电话: 021 5012 2369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	65016.14
流通 A 股/B 股(万股)	65014.56/0.00
资产负债率(%)	62.78
每股净资产(元)	7.94
市净率(倍)	4.99
净资产收益率(加权)	24.43
12 个月内最高/最低价	40.0/17.58

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

柳工发布 2011-2015 年战略规划,规划 2011、2015 年收入分别达 200 亿、260 亿元、340 亿、420 亿、500 亿,复合增长率超过 30%,其中 2011 年增长 33%,装载机、挖掘机和汽车起重机分别增长 32%、74%和 168%。

◎主要观点:

◆**五年规划勾画稳定增长蓝图。**柳工一直是工程机械行业增长最为稳定的公司,柳工的稳定增长是由其领导团队强大的战略执行力和高水平的供应链和销售渠道控制能力保证的。柳工五年规划勾画出了其稳定增长的蓝图,五年复合增长率超过 30%,以史为镜,我们有理由相信柳工的五年规划可以实现。

◆**并购将成为重要的增长方式。**战略并购早已成为柳工在国内市场快速切入新产业链并扩大产业规模的捷径。柳工先后控股江苏江阴交通工程机械厂进入路面机械,并用十年不到的时间将压路机做到了行业前三。通过收购上海叉车有限公司进入叉车行业,并有望在明年将叉车销量做到 6000 台。通过并购蚌埠振冲安利进入起重机领域,并在两年内将汽车起重机销量由行业前五做到了行业前三。此外,柳工集团 2001 年通过并购扬州建设机械有限公司进入混凝土机械领域,2010 年又并购了国内第三大泵车和托泵制造企业上海鸿得利,未来两年混凝土机械可望做到行业前三。

◆**国际并购有望继续突破。**柳工董事长王晓华曾经表示,并购已经成为柳工的战略重点,目前公司在国内外正在紧密跟踪一批项目,2009 年底柳工从康明斯重金请来了首席财务总监(CFO)的李东辉,李东辉曾先后担任华晨宝马汽车公司董事、高级副总裁兼财务总监、美国康明斯公司新兴市场集团业务发展总监、康明斯发电机事业部中国区总经理兼执行董事等职务。根据李东辉的职业经历我们可以合理猜测李东辉的特长是并购投资,柳工重金聘请李东辉可能就是为未来国际的并购突破做准备。11 月 18 日柳工公告收购 HSW 公司的工程机械业务单元,收购完成后柳工将直接获得其全部知识产权和商标,并可以此为平台在欧洲市场建立高效的研发、采购、生产、营销及配件服务网络,大幅度节省海外建新工厂的费用与时间,快速把东欧市场建设成柳工第二本土市场,柳工后续有望继续在国际并购中获得突破。

	2008A	2009A	2008H	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	9268.38	10182.96		16292.74	19551.29	23461.55
同比增速(%)	21.34	9.87		60.00	20.00	20.00
净利润(百万)	340.04	865.69		1614.52	1960.26	2365.73
同比增速(%)	-40.65	154.58		86.50	21.41	20.68
毛利率(%)	16.00	21.12		23.31	23.31	23.31
每股盈利(元)	0.72	1.33		2.48	3.02	3.64
ROE(%)	12.90	21.12		29.28	27.69	26.14
PE(倍)	28.83	10.87		10.67	8.79	7.28

◆**国际化战略带来巨大增长潜力。**成功的国际化战略使得柳工在危机后的 2009 年出口逆势上升，全年实现出口 11.4 亿元人民币，整机出口 3782 台，主要产品市场份额大幅提升。2009 年，柳工装载机出口占有率达 22.4%，提升了 5.5 个百分点；挖掘机出口占有率为 20.3%，提升 10.9 个百分点；路面机械出口占有率提升了 9.1 个百分点，其中压路机出口逆势增长 40%，销量达 600 台。

◆**多元化战略进入收获期。**柳工的推土机和起重机由于 2010 年处于投入期，产能刚开始释放，折旧和费用较高造成盈利微薄，明年产量均呈现翻倍增长，也将开始进入利润快速增长期；挖掘机 2010 年销量 5500 台左右，2011 年将冲击 10000 台，利润也将翻倍，因此我们认为多元化进入收获期将使柳工的业绩进入快速增长期。

◆**盈利预测与估值。**我们预测 2010、2011、2012 年柳工的每股收益分为为 2.49 元、3.03 元和 3.66 元，暂“未评级”。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6881.48	8941.52	10098.80	13688.03
现金	1999.53	1874.49	3050.01	3494.44
应收账款	1012.11	1395.77	1674.06	2071.55
其它应收款	70.85	43.78	108.29	84.90
预付账款	217.13	352.86	298.84	476.69
存货	2227.88	4504.90	3796.80	6229.04
其他	1353.98	769.73	1170.81	1331.41
非流动资产	2683.65	3361.48	3895.30	4518.22
长期投资	120.41	135.28	152.13	162.42
固定资产	1293.12	1863.71	2132.78	2453.73
无形资产	399.70	582.30	672.36	783.15
其他	870.42	780.19	938.03	1118.91
资产总计	9565.13	12302.99	13994.10	18206.25
流动负债	5051.21	6422.87	6529.50	8734.55
短期借款	1228.98	3860.77	1146.18	4016.56
应付账款	1567.29	1382.32	2030.62	2309.19
其他	2254.93	1179.78	3352.69	2408.80
非流动负债	406.12	347.23	359.82	392.06
长期借款	198.59	266.93	257.44	261.98
其他	207.53	80.31	102.38	130.07
负债合计	5457.32	6770.11	6889.32	9126.60
少数股东权益	10.67	16.28	23.66	30.96
归属母公司股东权益	4097.13	5516.61	7081.12	9048.68
负债和股东权益	9565.13	12302.99	13994.10	18206.25

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1889.46	-1532.25	5155.54	-1034.60
净利润	867.44	1620.13	1967.64	2373.03
折旧摊销	126.61	214.87	266.57	329.51
财务费用	36.22	136.77	121.28	107.45
投资损失	0.27	-14.90	-17.31	-10.65
营运资金变动	883.22	-3511.94	2825.13	-3831.52
其它	-24.30	22.81	-7.78	-2.41
投资活动现金流	-990.84	-902.35	-774.38	-939.39
资本支出	132.57	1175.90	422.74	504.47
长期投资	-11.19	-14.87	-16.85	-10.29
其他	-869.46	258.69	-368.50	-445.21
筹资活动现金流	222.65	-634.32	-261.76	-500.78
短期借款	-63.69	-312.09	229.29	-48.83
长期借款	-456.42	68.34	-9.48	4.54
其他	742.75	-390.56	-481.57	-456.49
现金净增加额	1121.27	-3068.92	4119.40	-2474.78

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10182.96	16292.74	19551.29	23461.55
营业成本	8032.40	12494.90	14993.88	17992.66
营业税金及附加	48.49	56.95	69.78	92.49
营业费用	615.03	984.04	1180.85	1417.02
管理费用	434.84	695.74	834.89	1001.87
财务费用	36.22	136.77	121.28	107.45
资产减值损失	43.66	43.83	58.69	78.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.27	14.90	17.31	10.65
营业利润	972.05	1895.40	2309.20	2782.66
营业外收入	62.77	38.49	46.79	49.35
营业外支出	2.53	6.85	6.24	5.21
利润总额	1032.29	1927.04	2349.75	2826.80
所得税	164.85	306.91	382.11	453.77
净利润	867.44	1620.13	1967.64	2373.03
少数股东损益	1.75	5.61	7.39	7.30
归属母公司净利润	865.69	1614.52	1960.26	2365.73
EBITDA	1201.76	2257.75	2722.72	3252.85
EPS (元)	1.33	2.48	3.02	3.64

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.87%	60.00%	20.00%	20.00%
营业利润	154.62%	94.99%	21.83%	20.50%
归属母公司净利润	154.58%	86.50%	21.41%	20.68%
获利能力				
毛利率	21.12%	23.31%	23.31%	23.31%
净利率	8.52%	9.94%	10.06%	10.11%
ROE	21.12%	29.28%	27.69%	26.14%
ROIC	15.78%	17.55%	23.74%	18.11%
偿债能力				
资产负债率	57.05%	55.03%	49.23%	50.13%
净负债比率	26.16%	61.96%	21.55%	48.00%
流动比率	1.36	1.39	1.55	1.57
速动比率	0.92	0.69	0.97	0.85
营运能力				
总资产周转率	1.29	1.49	1.49	1.46
应收账款周转率	11.31	13.53	12.74	12.53
应付账款周转率	7.62	8.47	8.79	8.29
每股指标(元)				
每股收益	1.33	2.48	3.02	3.64
每股经营现金	2.91	-2.36	7.93	-1.59
每股净资产	6.30	8.48	10.89	13.92
估值比率				
P/E	10.87	10.67	8.79	7.28
P/B	2.30	3.12	2.43	1.90
EV/EBITDA	7.53	8.70	5.80	5.62

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。