

年报业绩喜人，未来成长可期

—柳工年报点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件： 3月1日柳工公布了其2010年年报。

点评

➤ 此次公布的10年年报数据较为喜人，公司10年的营业收入、母公司净利润及每股收益分别为153.66亿元、15.44亿元和2.06元，同比分别增长50.9%、78.33%、54.89%。由于10年工程机械行业增长良好，市场之前对于公司10年的业绩也有较高的预期，此次公布的业绩数据也基本符合市场之前的预期。

➤ 公司是工程机械行业的龙头企业，按照09年报，和10年半年报数据，公司的营业收入在全行业排名第4，仅次于三一、中联、徐工这三个传统的巨头公司。根据公司2011年及至2015年的战略目标，公司未来将努力打造装载机、挖掘机和起重机三大核心业务，其2011-2015年的销售收入目标分别为200 亿、260亿元、340 亿、420 亿、500 亿。其中2015 年出口销售收入将达到100 亿人民币左右，占整体销售收入的20%。按此目标计算，公司2011-2015 年期间年均复合增长率将在25%以上。

我们认为，目前行业内主要的大型企业几乎都已能覆盖行业中主要产品的生产能力，行业现已进入产品同质化的竞争时代。未来日趋激烈的市场竞争将导致产业集中度逐渐提高，市场份额将进一步向具有产品创新、质量可靠、售后服务完善等优势的大型企业集中。未来行业内龙头企业的将能利用自身的规模优势及资本优势引领企业在竞争中占得先机。

其次，我们认为由于西部的基础建设与东部相比较为落后，而且西南地区是我国水利资源较丰富的地区。未来随着我国大力发展中西部地区与大力发展水利政策的逐步落实，中西部地区的工程机械需求将稳步提升。

综上所述，我们认为柳工作为地处西南的行业内龙头企业，未来将很有希望利用自身的优势及中西部地区的发展机遇，将公司做大做强，实现公司的战略目标。

柳工 000528

2011-3-1

评级 推荐（首次）

目标价格 -
当前价格 43.5

基础数据

总市值(百万): 32632.02
总股本/流通股本(百万): 750.16/650.15
流通市值(百万): 28281.56
每股净资产: 12.97
净资产收益率: 32.36

交易数据

52 周内股价区间: 17.94-43.5
市盈率(TTM): 20.91
市净率: 3.35

一年期走势图



行业研究员： 张欣

证书编号 S0820208030013

联系人： 孙霁光

电话 021-32229888-3507

Email sunjiguang@ajzq.com

相关报告

➤ 公司的定增募投项目将有利于公司未来战略目标的实现。

公司于近日定向增发了1亿股A股，募集资金30亿元，主要用于扩大公司现有产能的项目建设。项目达产后，柳工将拥有年产2万台挖掘机的生产能力，排名行业第二，仅次于三一。挖掘机作为工程机械之王，广泛应用于工程建设的各个领域。10年我国挖掘机市场产销两旺，同比达到74.5%的高增长，创全球历史的新高。11年，随着国家水利及保障住房的大规模建设，我们认为挖掘机市场还能保持较高速的增长，公司新募投的1万台挖掘机的生产能力已于10年12月开始投产，11年我们预计其产能将慢慢释放，这有利于公司11年业绩的增长。

公司此次的募投项目中59.3万套的工程机械液压元件研发制造也十分惹人注目。众所周知，目前我国挖掘机、路面机械、装载机等大型工程机械用的液压元件，尤其是关键元件基本上从国外进口。这些元件不仅价格高、周期长，而且数量也受到限制，在一定程度上制约了国内大型工程机械的发展。与此同时，我国核心液压元件的生产制造无论从规模还是水平无法与国外同行业竞争，核心液压元件的研发制造成为振兴我国装备制造业、发展大型工程机械的关键。此次项目完成后，将提升公司液压元件的研发制造水平，提高主机产品的技术水平，降低主机制造成本，提高公司装载机、挖掘机以及其他工程机械产品的核心竞争力。

表1 定增募投项目概要

单位：万元				
序号	项目名称	项目产能	截至 2010 年 12 月 末累计投资额	募集资金 拟投入额
1	年产 10,000 台工程机械项目	年产 10000 台挖掘机	32485.3	90000
2	大吨位汽车、履带起重机项目	年产 5000 台大吨位 汽车起重机	6315.2	35000
3	柳工工程机械液压元件研发制造基地项目	年产 59.3 万套液压 元件	4652.79	45000
4	柳工北部工程机械研发制造基地项目	年产装载机 5000 台，推土机 3000 台	11861.59	45000
5	中恒国际租赁有限公司增资项目	-	-	30000
6	补充流动资金	-	51660.52	51660.52
合计	-		106975.4	296660.52

资料来源：WIND，爱建证券

➤ 海外收购，加速公司国际化进程。

公司近日前宣布收购HSW 公司下属工程机械事业部（Division I）的全部资产，并且收购HSW 旗下全资子公司Dressta 的100%的股权。HSW 公司下属工程机械业务单元（Division 1），拥有74~515 马力全系列推土机产品线，是全球推土机产品线最全的三家著名制造商之一，此外还拥有120~427 马力的装载机产品线，以及吊管机、挖掘装载机等产品。其下属子公司 Dressta 负责其境外销售及境外零部件进口业务。我们认为，公司通过此次收购将直接获得HSW的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的第二本土市场，从而推动推土机等产品在整个欧洲和北美等高端市场的销售，这对促进柳工主要业务的快速发展以及实现公司国际化战略具有重要意义。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

➤ 盈利预测及投资建议：

公司未来将主要发展装载机、挖掘机及起重机这三项核心业务，我们预测了公司2011年、2012年装载机、挖掘机及起重机业务的销售收入及其他相关数据，并做了盈利计算。根据计算，我们预测公司2011、2012年的摊薄每股收益分别为2.67元和3.33元，对应2/28日的收盘股价的市盈率分别为16.32和13.05倍。我们认为公司目前股价估值较为合理，未来还有一定的上涨空间，给予公司“推荐”评级。

表2 盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入（亿元）				
装载机	66.00	90.00	112.00	125.00
挖掘机	13.00	25.00	40.00	55.00
起重机	5.00	6.00	15.00	30.00
其他	17.83	32.66	29.00	37.00
营业总收入（亿元）	101.83	153.66	196.00	247.00
增长率（%）	（-）	50.90	27.55	26.02
归属母公司股东净利润（亿元）	8.66	15.44	20.00	25.00
增长率（%）	（-）	78.29	29.53	25.00
摊薄每股收益（EPS）（元）	1.33	2.06	2.67	3.33
PE	（-）	21.13	16.32	13.05

资料来源：WIND，爱建证券

注：

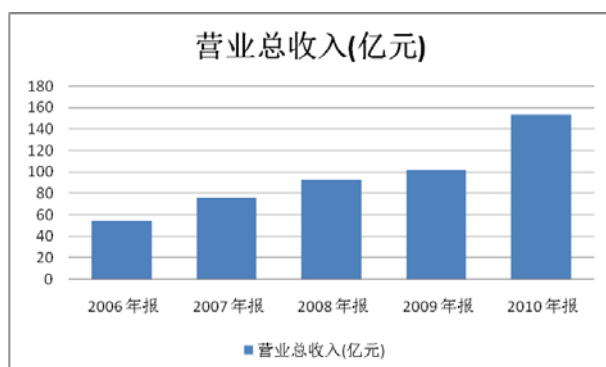
1. 2010年公司装载机，挖掘机及起重机的营业收入是根据公司公布的2010年1-11月相关业务的营业收入估算而来的，与实际可能有出入。

2. PE是根据公司2011年2月28日的收盘股价计算的。

➤ 风险提示：

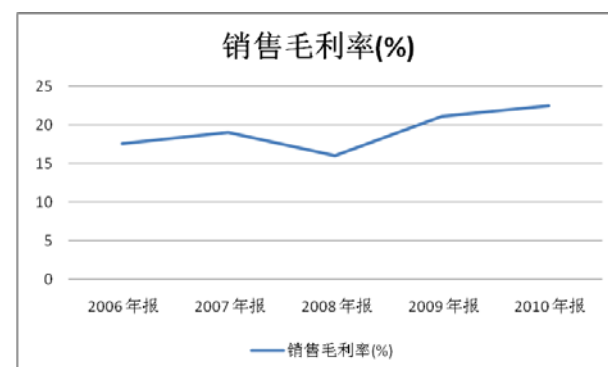
宏观经济出现较大变化，钢材等原材料价格大幅上升

图1 公司近5年营业收入变化



资料来源：wind

图2 公司近5年销售毛利率变化



资料来源：wind

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明