

外延式发展，拓展现有产品链

柳工 (000528) 动态点评

公司动态:

公司发布公告，公司以8,246万元自有资金收购北京首钢重型汽车制造股份有限公司（以下简称“首钢重汽”）42%股权。

评论:

- **此次收购价格相对较为合理。**公司以8,246万元收购北京首钢重型汽车制造股份有限公司（以下简称“首钢重汽”）42%股权，此次收购价格分两部分支付：
 - 第一部分于股权转让协议完成交割且公司正式被工商部门登记为股东之日起届满30日内支付，金额6,800万元。
 - 第二部分是有条件性支付，即满足自交割日起至2014年底，首钢重汽累计实现归属该公司净利润超过6,800万元；且交易对方没有从事同首钢重汽相竞争业务及发生有损其利益行为的条件后30日内支付，金额1,446万元。
 - 此次收购价格以2010年业绩计算，对应2010年静态市盈率为10.6倍，按2011年上半年所有者权益计算，对应的市净率2倍，且未来有业绩保障（若未来几年业绩无法达到要求，公司实际以6800万元的价格完成收购），收购价格较为合理。
- **标的公司主营矿用汽车业务。**首钢重汽已拥有SGA3550 (32吨)、SGA3722 (42吨)、SGR50、SGE150、SGE170、SGE190等系列矿用汽车，及SGA5650矿用洒水车、SGA9650废钢车、SGA92150矿用拖车等系列产品，并率先研发的SGE150、SGE170、SGE190电动轮矿车，填补了国内大型电动轮矿车自主品牌的空白。凭借自主品牌的性价比优势，公司产品销往国内外40多个大中型矿山，遍布水泥、冶金、有色、煤炭、化工、水电等行业。
- **外延式发展，积极拓展产品链，涉足矿用汽车设备领域。**公司目前以装载机、挖掘机、压路机、起重机为主，装载机市场份额位居行业第一，压路机行业第二。公司此次收购，有利于获得较完善的矿用车产品线及其客户资源，缩短产品开发及市场开拓的时间，快速进入矿用车市场，以获取较强的竞争优势。
- **盈利预测及投资评级。**预计公司2011-2013年EPS分别为1.60元、2.02元和2.42元，对应动态市盈率分别为11倍、9倍、7倍，维持“买入-A”的投资评级。
- **风险提示。**国家信贷政策继续趋紧影响下游基建投资放缓的风险；通胀导致钢材等原材料价格持续上涨。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

24.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 24.00 元

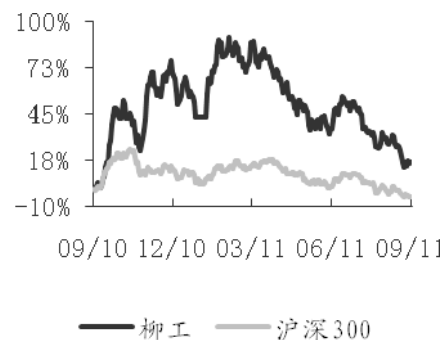
现价 (2011 年 09 月 15 日): 17.43 元

报告日期:

2011-09-16

总市值(百万元)	19,612.97
流通市值(百万元)	16,998.18
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	975.23
12 个月最低/最高	16.79/44.23 元
十大流通股东 (%)	50.01%
股东户数	95,154

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.75)	(9.05)	20.71
绝对收益	(11.57)	(15.51)	16.21

张仲杰
021-68767839
执业证书编号

高级行业分析师
zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,183.0	15,366.1	19,917.6	24,197.5	28,941.3
Growth(%)	9.9%	50.9%	29.6%	21.5%	19.6%
净利润	865.7	1,543.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4
Growth(%)	154.6%	78.3%	16.5%	26.0%	20.0%
毛利率(%)	21.1%	22.4%	21.1%	20.9%	20.8%
净利润率(%)	8.5%	10.0%	9.0%	9.4%	9.4%
每股收益(元)	0.77	1.37	1.60	2.02	2.42
每股净资产(元)	3.64	7.50	9.20	10.91	12.97
市盈率	22.7	12.7	10.9	8.6	7.2
市净率	4.8	2.3	1.9	1.6	1.3
净资产收益率(%)	21.1%	18.3%	17.4%	18.5%	18.7%
ROIC(%)	24.4%	69.9%	100.6%	32.4%	36.7%
EV/EBITDA	10.8	10.7	6.6	4.7	3.6
股息收益率	0.3%	1.0%	1.4%	1.7%	2.1%

报告联系人

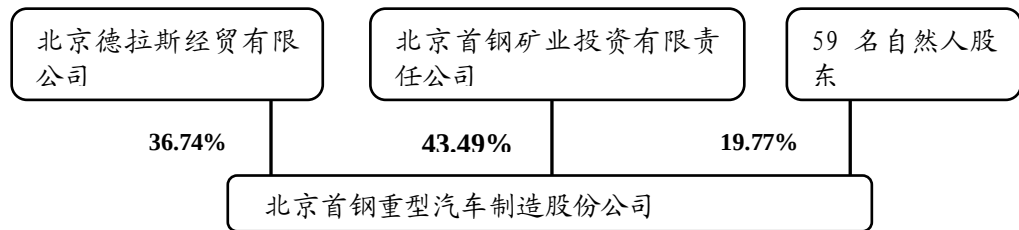
王书伟

021-68763578
wangsw@essence.com.cn

前期研究成果

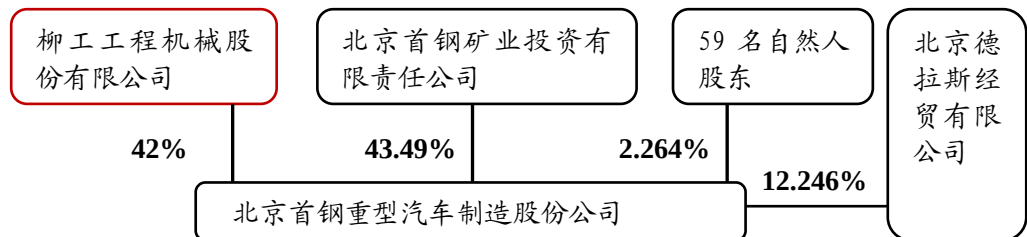
- 柳工：业绩符合预期，下半年难度加大
2011-08-30
- 柳工：发展战略清晰，业务布局全面展开
2011-06-02
- 柳工：经营稳健，多产品、国际化战略明确
2010-09-15

图 1 此次收购前首钢重汽股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2 收购完成后首钢重汽股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 首钢重汽资产负债表

资产负债表 (亿元)							
2010 年				2011H			
应收账款	0.5	负债	0.62	应收账款	0.34	负债	0.46
资产	1.59	所有者权益	0.97	资产	1.44	所有者权益	0.98

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4 首钢重汽利润表

利润表 (万元)			
2010 年		2011H	
营业收入	18,000	营业收入	3,151
营业利润	2,461	营业利润	-
净利润	1,851	净利润	55

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间		2011-9-15			
利润表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入		10,183.0	15,366.1	19,917.6	24,197.5	28,941.3	成长性						
减: 营业成本	8,032.4	11,919.6	15,705.8	19,146.8	22,924.4		营业收入增长率	9.9%	50.9%	29.6%	21.5%	19.6%	
营业税费	48.5	62.2	74.8	101.3	115.7		营业利润增长率	154.6%	86.5%	16.2%	26.5%	20.3%	
销售费用	615.0	845.1	995.9	1,149.4	1,302.4		净利润增长率	154.6%	78.3%	16.5%	26.0%	20.0%	
管理费用	434.8	673.1	896.3	1,028.4	1,266.7		EBITDA 增长率	91.1%	74.4%	28.2%	25.9%	18.9%	
财务费用	36.2	17.3	139.9	140.6	138.0		EBIT 增长率	105.9%	81.5%	22.7%	24.9%	19.2%	
资产减值损失	43.7	66.3	28.8	-2.7	20.5		NOPLAT 增长率	100.9%	73.3%	22.8%	24.4%	18.9%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-		投资资本增长率	-39.4%	-14.7%	285.8%	5.1%	13.3%	
投资和汇兑收益	-0.3	30.1	30.0	30.0	30.0		净资产增长率	54.9%	106.1%	22.6%	18.6%	18.8%	
营业利润		972.1	1,812.6	2,106.0	2,663.7	3,203.8	利润率						
加: 营业外净收支	60.2	44.7	43.9	44.2	45.5		毛利率	21.1%	22.4%	21.1%	20.9%	20.8%	
利润总额		1,032.3	1,857.3	2,149.9	2,707.9	3,249.3		营业利润率	9.5%	11.8%	10.6%	11.0%	11.1%
减: 所得税	164.8	308.4	344.0	433.3	519.9		净利润率	8.5%	10.0%	9.0%	9.4%	9.4%	
净利润		865.7	1,543.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4		EBITDA/营业收入	11.1%	12.9%	12.7%	13.2%	13.1%
资产负债表		2009	2010	2011E	2012E	2013E		EBIT/营业收入	9.9%	11.9%	11.3%	11.6%	11.5%
货币资金	1,999.5	4,921.6	3,929.6	4,630.5	4,992.2		运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-		固定资本周转天数	40	36	53	71	71	
应收帐款	1,083.0	1,549.3	1,971.8	2,401.8	2,885.2		流动营业资本周转天数	40	-5	17	34	28	
应收票据	619.8	309.8	545.7	662.9	792.9		流动资产周转天数	201	241	233	198	197	
预付帐款	217.1	416.9	525.8	770.6	1,049.3		应收帐款周转天数	33	28	29	30	30	
存货	2,227.9	4,013.5	5,111.9	6,012.7	7,459.8		存货周转天数	84	74	83	84	85	
其他流动资产	734.1	2,488.7	-0.0	0.0	-		总资产周转天数	280	330	353	339	341	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-		投资资本周转天数	105	49	84	113	103	
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		投资回报率						
长期股权投资	120.4	156.4	156.0	156.0	156.0		ROE	21.1%	18.3%	17.4%	18.5%	18.7%	
投资性房地产	3.0	2.8	2.9	2.9	2.9		ROA	9.1%	8.3%	8.8%	9.0%	9.2%	
固定资产	1,293.1	1,769.5	4,148.0	5,377.5	6,008.5		ROIC	24.4%	69.9%	100.6%	32.4%	36.7%	
在建工程	195.7	336.3	201.5	120.7	72.3		费用率						
无形资产	399.7	549.6	513.1	479.0	447.1		销售费用率	6.0%	5.5%	5.0%	4.8%	4.5%	
其他非流动资产	671.6	2,080.3	3,341.9	4,540.3	5,850.1		管理费用率	4.3%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	
资产总额		9,565.1	18,594.9	20,448.4	25,155.1	29,716.4		财务费用率	0.4%	0.1%	0.7%	0.6%	0.5%
短期债务	1,229.0	1,921.1	1,916.8	1,916.2	1,916.2		三费/营业收入	10.7%	10.0%	10.2%	9.6%	9.4%	
应付帐款	2,238.2	4,195.3	4,330.5	5,895.4	7,149.3		偿债能力						
应付票据	1,413.8	2,721.1	2,540.0	3,612.5	4,422.0		资产负债率	57.1%	54.5%	49.2%	51.1%	50.8%	
其他流动负债	170.2	113.2	227.1	269.0	340.4		负债权益比	132.9%	119.7%	97.0%	104.3%	103.1%	
长期借款	198.6	616.0	616.0	616.0	616.0		流动比率	1.36	1.49	1.33	1.23	1.24	
其他非流动负债	207.5	314.6	395.0	480.6	575.3		速动比率	0.91	1.05	0.76	0.72	0.69	
负债总额		5,457.3	10,129.9	10,069.5	12,842.3	15,083.0		利息保障倍数	27.83	105.48	16.05	19.94	24.22
少数股东权益		10.7	22.2	28.2	34.4	42.7	分红指标						
股本	650.2	750.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2		DPS(元)	0.04	0.17	0.24	0.30	0.36	
留存收益	3,449.0	7,696.0	9,225.4	11,153.1	13,465.4		分红比率	5.8%	12.6%	15.0%	15.0%	15.0%	
股东权益		4,107.8	8,465.1	10,378.9	12,312.8	14,633.3		股息收益率	0.3%	1.0%	1.4%	1.7%	2.1%
现金流量表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	867.4	1,548.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4		EPS(元)	0.77	1.37	1.60	2.02	2.42	
加: 折旧和摊销	126.6	149.0	287.6	385.2	449.3		BVPS(元)	3.64	7.50	9.20	10.91	12.97	
资产减值准备	43.0	61.4	28.8	-2.7	20.5		PE(X)	22.7	12.7	10.9	8.6	7.2	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-		PB(X)	4.8	2.3	1.9	1.6	1.3	
财务费用	54.9	19.1	139.9	140.6	138.0		P/FCF	10.9	6.1	-5.0	10.4	11.6	
投资收益	0.3	-30.1	-30.0	-30.0	-30.0		P/S	1.9	1.3	1.0	0.8	0.7	
少数股东损益	1.7	5.0	6.6	6.8	9.0		EV/EBITDA	10.8	10.7	6.6	4.7	3.6	
营运资金的变动	107.7	-2,314.0	-2,987.7	-115.0	-1,428.9		CAGR(%)	37.9%	20.8%	19.2%	16.0%	12.2%	
经营活动产生现金流量		1,538.4	686.5	-755.5	2,652.8	1,878.3	PEG	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	
投资活动产生现金流量		-494.2	-889.2	19.0	-1,470.1	-970.1	ROIC/WACC	2.6	7.4	10.6	3.4	3.9	
融资活动产生现金流量		56.0	3,141.0	-259.4	-481.5	-546.0	REP	2.1	1.5	0.2	0.6	0.4	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034