

2010年8月20日

广西柳工

中长期发展潜力被低估

柳工今日公告非公开发行 1.50 亿股 A 股股票。我们认为募集资金投资项目的实施将有利于提高公司核心竞争力，增强公司的盈利能力。我们相信未来几年大规模高速铁路建设以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。同时，保障性住房建设的全面推进和出口复苏也将为工程机械行业发展提供新动力。从中长期来看，我国工程机械行业仍然具有相当大的增长空间。我们将目标价格上调至 34.50 元，维持买入评级。

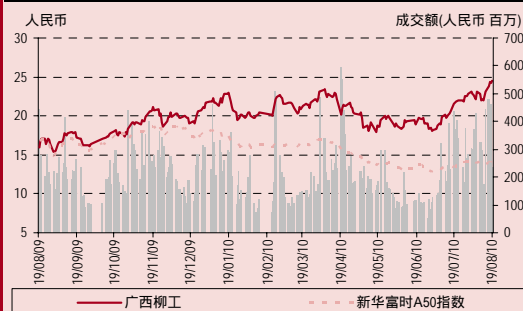
买入
 A 000528.SZ - 人民币 24.47
 目标价格: 人民币 34.50 (↑29.20)

胡文洲, CFA

 (8621) 6860 4866 分机 8520
 eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	13	13	31	53
相对新华富时A50指数(%)	35	8	28	64

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	650
流通股(%)	61
流通股市值(人民币 百万)	9,754
3个月日均交易额(人民币 百万)	218
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
柳工集团	39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 公司近日预告 2010 年上半年净利润将同比增长 143% 至 8.95 亿人民币左右。
- 2010 年行业景气度可能创历史新高。我们估计 7-8 月工程机械行业各主要产品仍将保持产销两旺的态势。虽然国家宏观紧缩政策可能会导致下半年工程机械产品销量增幅放缓, 但估计影响程度不会太大。
- 城镇化快速发展还将持续相当长时间, 工程机械行业中长期看好。李克强最近在《求是》撰文提出要把城镇化作为扩大内需的战略重点, 拓展持续发展空间。扩大内需包括扩大投资需求和消费需求。李克强指出最大的内需是城镇化, 最雄厚的内需潜力在城镇化。

评级面临的主要风险

- 钢材价格持续上涨; 国家宏观紧缩政策超预期。

估值

- 目前该股 2011 年市盈率为 9.2 倍, 我们认为估值比较便宜。我们将目标价由 29.20 元人民币上调至 34.50 元人民币, 相当于 13 倍 11 年市盈率。维持**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	9,246	10,134	13,457	15,821	17,917
变动(%)	21	10	33	18	13
净利润(人民币 百万)	340	866	1,503	1,727	1,916
全面摊薄每股收益(人民币)	0.599	1.332	2.311	2.657	2.947
变动(%)	(40.7)	122.1	73.6	14.9	10.9
先前预测每股收益(人民币)			1.621	1.837	1.986
调整幅度(%)			43	45	48
市盈率(倍)	40.8	18.4	10.6	9.2	8.3
每股现金流量(人民币)	(0.75)	2.38	1.18	2.00	2.26
价格/每股现金流量(倍)	(32.4)	10.3	20.7	12.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.6	13.6	8.0	6.8	5.9
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.521	0.599	0.664
股息率(%)	0.4	1.2	2.1	2.4	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

非公开发行 1.50 亿股 A 股股票

柳工今日公告非公开发行 A 股股票方案。具体内容包括：发行数量不超过 1.50 亿股；发行价格拟不低于 20.61 元/股；发行对象为不超过十名特定投资者（包括母公司柳工集团）；募集资金不超过 30.00 亿元。

募集资金将用于年产 10,000 台工程机械(挖掘机)项目，年产 5,000 台大吨位汽车、履带起重机项目，柳工工程机械液压元件研发制造基地项目，柳工北部工程机械研发制造基地项目（年产装载机 5,000 台、推土机 3,000 台），中恒国际租赁有限公司增资项目及补充流动资金等 6 个项目。

我们认为募集资金投资项目的实施将有利于提高公司研发能力、优化现有产品结构、进一步完善公司的销售和服务体系，从而提升公司的核心竞争力，增强公司的盈利能力。公司今后的战略重点是树立装载机、挖掘机和起重机三大核心业务的优势地位；同时，推动叉车和推土机等战略性业务的有效发展；并积极开展二手设备、融资租赁、再制造和物流等新兴业务，形成提供整体解决问题的能力。如果柳工顺利完成本次发行，公司的股本总额将扩大 23%至 8 亿股。

2010 年上半年净利润同比上升 143%

公司近日预告 2010 年上半年净利润将同比增长 143%至 8.95 亿人民币左右，好于我们预期。据中国工程机械信息网统计，柳工 2010 年 1-6 月装载机销量为 22,704 台，同比上升 55%，而整个行业销量同比上升 71%。1-6 月，公司的挖掘机业务表现也不错，在整个行业销量增长 98%的背景下公司销量同比上升 75%至 2,530 台。

2010 年行业景气度可能创历史新高

由于 4 万亿经济刺激计划效果持续显现以及区域振兴规划的不断出台，2010 年 1-6 月份，工程机械行业产品需求非常旺盛，工业产值增速持续加快。工程机械行业 1-6 月份的工业产值增速达到 63%，是所有机械子行业中反弹速度最快的。

据我们的分析，今年上半年工程机械热销的主要原因包括：一方面，去年“4万亿”投资项目处于实施高峰，各地方政府投资热情不减；同时，去年以来的宽松信贷政策导致买家购买成本低，原本准备租赁的设备可能还不如买来的合算，很多购买方可能本来是准备下半年使用的设备，但因为担心信贷政策收紧提前购买。此外，由于出口市场目前正处于恢复阶段，不少国际工程机械企业转战中国，国内外厂家纷纷出台力度较大的促销政策，客户得到更多的好处，产生了购买或提前购买的意愿。

我们估计 7-8 月工程机械行业各主要产品仍将保持产销两旺的态势。2010 年下半年，工程机械行业预计仍将保持平稳增长的趋势。我们相信国家将继续采取有保有压的调控政策，高铁、核电等基础性建设项目的推进，会在一定程度上保证对土石方机械的需求。虽然国家宏观紧缩政策可能会导致下半年工程机械产品销量增幅放缓，但估计影响程度不会太大。

城镇化快速发展还将持续相当长时间，工程机械行业中长期看好

中共中央政治局常委、国务院副总理李克强最近在《求是》撰文提出要把城镇化作为扩大内需的战略重点，拓展持续发展空间。扩大内需包括扩大投资需求和消费需求。在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。消费需求是最终需求，投资需求与消费需求密切相关。今后，应努力实现投资与消费之间的良性循环，以投资带消费，以消费促投资。促进投资消费的有机结合不是权宜之计，是优化投资结构、扩大内需的长效之策。

李克强指出最大的内需是城镇化，最雄厚的内需潜力在城镇化。当前和今后相当长一段时间，我国城镇化处于快速发展阶段。在这个历史阶段，应以加快城镇化为依托，调整优化城乡和区域结构，扩大消费需求和投资需求，促进经济长期平稳较快发展。

因此，我们相信未来几年大规模高速铁路建设以及区域振兴规划将掀起各地基础设施建设新高潮。基于我国现有的基础设施水平，大规模的铁路、公路、港口、机场建设热潮预计将至少持续 5 年左右的时间。在这段时间内，对高端的大型工程机械的需求将是主流。目前我国企业在大型高端工程机械领域的份额很低，这也意味着具有较大的增长潜力和空间。以挖掘机为例，自主品牌所占的市场份额不到 30%，并且大多集中在低端市场，20 吨以上的中型和大型挖掘机自主品牌份额非常少，未来发展潜力很大。根据行业发展规划，“十二五”期间挖掘机产品市场需求将以每年 20%至 30%的速度递增，到 2015 年市场需求将达到 15 至 20 万台。

同时，保障性住房建设的全面推进和出口复苏将为行业发展提供新动力。从中长期来看，我国工程机械行业仍然具有相当大的增长空间。

估值

由于公司上半年业绩好于预期，我们将柳工 2010 年盈利预测上调 43%。目前该股 2011 年市盈率为 9.2 倍，我们认为估值比较便宜。我们将目标价由 29.20 元人民币上调至 34.50 元人民币，相当于 13 倍 11 年市盈率。维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	9,246	10,134	13,457	15,821	17,917
销售成本	(7,786)	(8,032)	(10,257)	(12,150)	(13,846)
经营费用	(904)	(964)	(1,261)	(1,436)	(1,579)
息税折旧前利润	556	1,138	1,939	2,235	2,493
折旧及摊销	(104)	(130)	(162)	(194)	(233)
经营利润 (息税前利润)	452	1,009	1,778	2,041	2,260
净利息收入/(费用)	(71)	(33)	(45)	(40)	(31)
其他收益/(损失)	30	57	59	58	57
税前利润	411	1,032	1,792	2,060	2,285
所得税	(70)	(165)	(286)	(329)	(365)
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(3)	(4)
净利润	340	866	1,503	1,727	1,916
核心净利润	340	866	1,503	1,727	1,916
每股收益 (人民币)	0.599	1.332	2.311	2.657	2.947
核心每股收益(人民币)	0.599	1.332	2.311	2.657	2.947
每股股息(人民币)	0.100	0.300	0.521	0.599	0.664
收入增长(%)	21	10	33	18	13
息税前利润增长(%)	(34)	123	76	15	11
息税折旧前利润增长(%)	(28)	105	70	15	12
每股收益增长(%)	(41)	122	74	15	11
核心每股收益增长(%)	(41)	122	74	15	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	879	2,000	1,871	2,062	2,349
应收帐款	1,023	1,632	2,015	2,298	2,525
库存	2,437	2,228	2,620	2,949	3,259
其他流动资产	137	1,022	1,289	1,440	1,549
流动资产总计	4,476	6,881	7,796	8,749	9,682
固定资产	1,264	1,489	1,841	2,205	2,577
	0	0	0	0	0
其他长期资产	533	1,195	1,742	2,087	2,429
长期资产总计	1,797	2,684	3,583	4,292	5,007
总资产	6,272	9,565	11,380	13,041	14,689
应付帐款	1,171	2,981	3,540	3,900	4,089
短期债务	1,293	1,229	1,131	995	876
其他流动负债	492	841	883	927	974
流动负债总计	2,956	5,051	5,554	5,823	5,938
长期借款	665	406	407	408	409
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	472	650	650	650	650
储备	2,168	3,447	4,755	6,143	7,670
股东权益	2,640	4,097	5,405	6,793	8,320
少数股东权益	12	11	14	17	21
总负债及权益	6,272	9,565	11,380	13,041	14,689
每股帐面价值(人民币)	5.59	6.30	8.31	10.45	12.80
每股有形资产(人民币)	5.59	6.30	8.31	10.45	12.80
每股净负债/(现金) (人民币)	2.28	(0.56)	(0.51)	(1.01)	(1.64)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	411	1,032	1,792	2,060	2,285
折旧与摊销	104	130	162	194	233
净利息费用	71	33	45	40	31
运营资本变动	(944)	514	(942)	(658)	(711)
税金	(70)	(165)	(286)	(329)	(365)
其他经营现金流	0	3	(2)	(4)	(5)
经营活动产生的现金流	(428)	1,548	769	1,302	1,468
购买固定资产净值	(487)	(460)	(496)	(536)	(579)
投资减少/增加	(180)	(34)	(60)	(60)	(60)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(667)	(494)	(556)	(596)	(639)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,713	(321)	(97)	(135)	(118)
支付股息	(213)	(47)	(195)	(339)	(389)
其他融资现金流	61	435	(48)	(43)	(34)
融资活动产生的现金流	1,562	67	(340)	(516)	(542)
现金变动	467	1,121	(128)	190	287
期初现金	412	879	2,000	1,871	2,062
公司自由现金流	(1,077)	1,069	236	729	854
权益自由现金流	511	697	67	529	676

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.0	11.2	14.4	14.1	13.9
息税前利润率	4.9	10.0	13.2	12.9	12.6
税前利润率	4.4	10.2	13.3	13.0	12.8
净利率	3.7	8.5	11.2	10.9	10.7
流动性(倍)					
流动比率	1.5	1.4	1.4	1.5	1.6
利息覆盖率	5.1	20.9	25.8	32.8	40.2
净权益负债率(%)	40.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	40.8	18.4	10.6	9.2	8.3
核心业务市盈率	40.8	18.4	10.6	9.2	8.3
目标价对应核心业务市盈率	57.6	25.9	14.9	13.0	11.7
市净率	4.4	3.9	2.9	2.3	1.9
价格/现金流	(32.4)	10.3	20.7	12.2	10.8
企业价值/息税折旧前利润	22.6	13.6	8.0	6.8	5.9
周转率					
存货周转天数	99.1	106.0	86.3	83.6	81.8
应收帐款周转天数	37.9	47.8	49.5	49.8	49.1
应付帐款周转天数	50.0	74.8	88.4	85.8	81.4
回报率(%)					
股息支付率	13.9	22.5	22.5	22.5	22.5
净资产收益率	13.4	25.7	31.6	28.3	25.4
资产收益率	7.0	10.7	14.3	14.0	13.7
已运用资本收益率	12.9	19.8	28.4	27.2	25.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 18 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371