

# 经营稳健，多产品、国际化战略明确

评级: **增持-A**

上次评级: 增持-B

目标价格: **29.50 元**

期限: 12 个月 上次预测: 15.00 元

现价: 23.40 元

报告日期: **2010-09-11**

## 报告关键点:

- 工程机械行业增速虽将回落，但未来两年仍将持续发展
- 公司战略明确、经营稳健，未来公司产品及产能均有可能进一步扩张
- 公司产品全面增长的同时结构也将优化，给予增持-A的投资评级

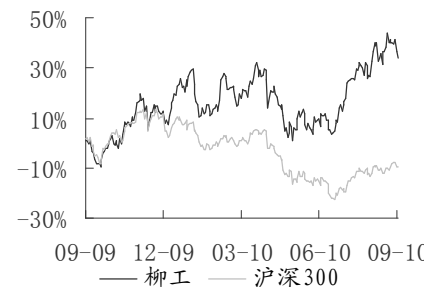
## 报告摘要:

- 工程机械行业增速虽将回落，但未来两年仍将持续发展。**我们认为固定资产投资对工程机械的后续拉动以及房地产行业的回暖是行业今年以来增长较快的主要驱动因素，预计下半年虽增速回落，但仍在25%-30%之间；明年开始国内需求增速虽有可能回落，但出口复苏以及城市化进程的影响下，未来两年的增速将维持在20%左右。
- 产品销量全面增长的同时结构也将优化。**截止8月底，公司收入超过110亿元，同比增长60%，其中装载机的占比降到60%以下。从发展趋势来看，产品结构优化的趋势十分明显，挖掘机、起重机的占比将提升。我们预计：公司装载机全年增长40%，未来两年则在10%左右；挖掘机今年增长100%，未来两年年均增幅在40%左右；起重机全年增长将在90%以上，虽然未来2年竞争将加大，但增幅在25-30%之间；压路机今年增长50%，而随后两年的增长在15%左右。
- 公司战略明确、经营稳健，未来公司产品及产能均有可能进一步扩张。**我们认为公司经营稳健，如果未来行业出现波动其对公司的影响相对较小。此外，公司战略明确、管理能力较强、营销网络体系完善，在未来竞争加大的环境中胜出的可能性较大。公司未来两年将继续以工程机械为主导产业，不太可能向其它行业扩张，但在此期间将通过募投项目扩大产能及配件制造能力，并进一步丰富工程机械产品系列，并且不排除在更长的时间里，公司通过收购等形式向其它机械产品扩张的可能性。
- 增持-A的投资评级。**假设公司今年底完成增发，预计公司2010-2012年完全摊薄后的EPS分别为1.96元、2.15元和2.68元，净利润的复合增长率在35%左右(明年这一增长率将降至19%)，按2010年15倍动态市盈率计算，公司合理股价大约在29.5元左右，给予增持-A的投资评级。
- 风险提示。**明年出口低于预期；房地产与基建行业景气下滑抑制需求；钢材及零部件价格上涨；紧缩导致购机资金面供给不足；集团资产注入和收购均存在不确定性；工程机械行业产能过剩的压力；西部大开发税率优惠如果取消。

## 市场数据

总市值(百万元)	15,213.78
流通市值(百万元)	15,213.41
总股本(百万股)	650.16
流通股本(百万股)	650.15
12个月最高/最低	15.70/25.20 元
十大流通股东(%)	50.02%
股东户数	71,871

## 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.51	16.61	43.52
绝对收益	5.40	22.91	34.08

## 研究员

**林晟** 行业分析师  
0755-82558022 linsheng@essence.com.cn  
证书编号 S1450209090270

## 前期研究成果

- 柳工：盈利能力双重受挤压的装载机企业 2008-10-28
- 柳工：公司面临较大的成本压力 2008-08-22
- 柳工：后续成本压力可能继续增大 2008-06-25

## 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,268.4	10,183.0	15,420.9	16,905.5	20,021.8
Growth(%)	22.1%	9.9%	51.4%	9.6%	18.4%
净利润	340.0	865.7	1,571.8	1,719.0	2,141.4
Growth(%)	-39.9%	154.6%	81.6%	9.4%	24.6%
毛利率(%)	16.0%	21.1%	22.8%	22.2%	22.9%
净利润率(%)	3.7%	8.5%	10.2%	10.2%	10.7%
每股收益(元)	0.52	1.33	1.96	2.15	2.68
每股净资产(元)	4.08	6.32	10.58	12.30	14.44
市盈率	44.7	17.6	11.9	10.9	8.7
市净率	5.7	3.7	2.2	1.9	1.6
净资产收益率(%)	12.9%	21.1%	18.6%	17.5%	18.6%
ROIC(%)	20.9%	24.4%	70.6%	42.4%	33.7%
EV/EBITDA	20.8	11.9	7.3	6.6	5.2
股息收益率	1.4%	0.3%	1.7%	1.8%	2.3%

## 1. 工程机械行业持续发展

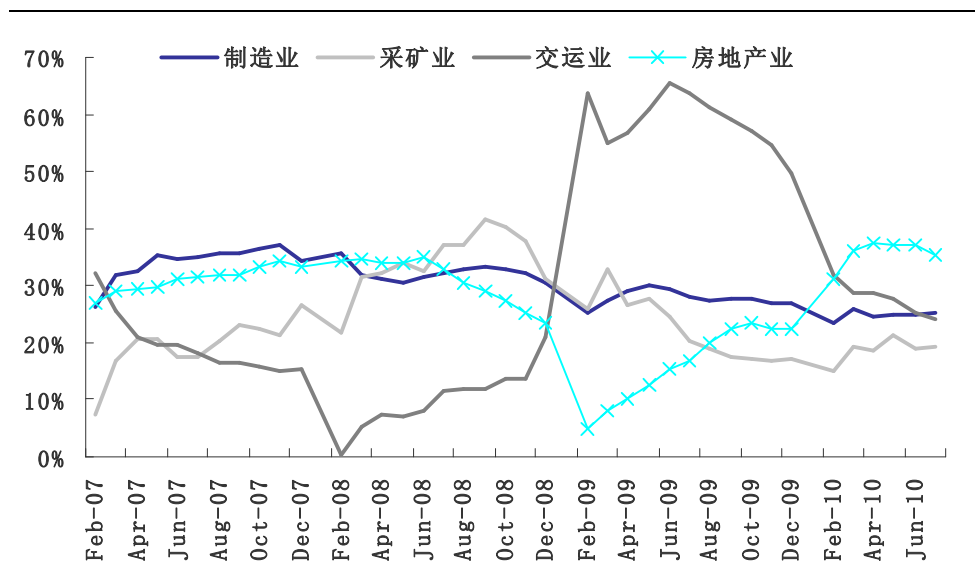
我们认为工程机械行业下半年虽增速回落，但在房地产等投资拉动下仍在 25%-30% 之间；明年开始国内需求增速虽有可能回落，但出口复苏以及城市化进程的影响下，整体仍将保持增长，我们预计未来两年的增速将保持在 20% 左右。

### 1.1. 国内需求——今年增长较快，未来两年仍将增长

#### 1.1.1. 国内需求来自房地产和基建。

我们选择工程机械的四大主要下游应用领域的固定资产投资增幅进行分析，认为正是交运业的固定资产投资增速对工程机械的后续拉动以及房地产行业的回暖成为工程机械今年以来增长较快的主要驱动因素。就这点来看，下半年国内工程机械的需求将放缓。

图 1 四大主要行业固定资产投资实际完成额累计同比增速



数据来源：WIND 安信证券研究中心

#### ➤ 基建的拉动今年仍有体现，后续将减弱

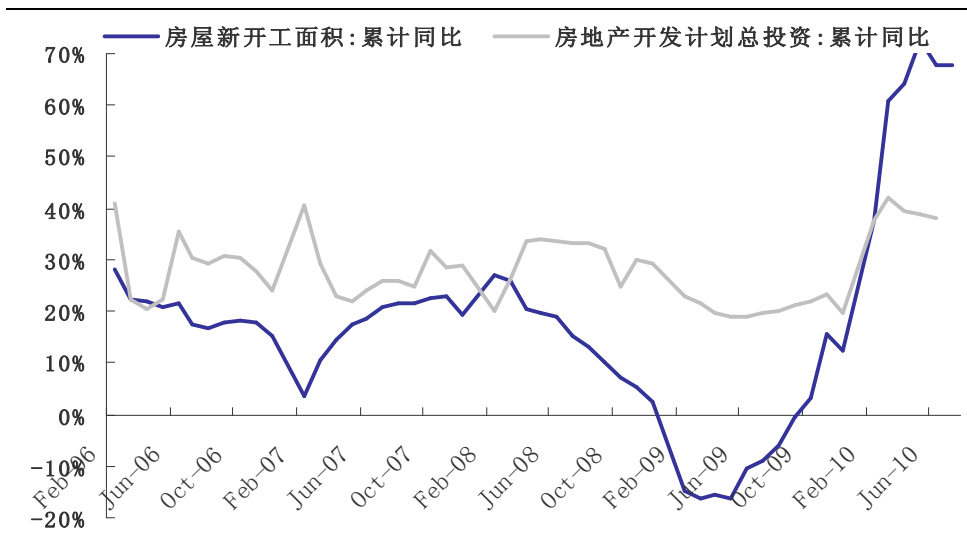
去年由于 4 万亿投资大量投入基础设施建设，导致交运行业的增速整体较高，个别月份接近 70%，今年以来回落至正常水平，目前增幅在 24% 左右，这反映出 4 万亿投资对基建的拉动正逐渐退出。

#### ➤ 房地产市场后市相对乐观

今年 1-7 月我国房屋新开工面积累计达 9.2 亿平方米，同比增幅大幅上升至 70% 左右，增速明显加大。可以看到即使是在调控严厉的 2009 年，其降幅也不超过 20%，目前较大增速反映出我国房地产市场需求较大，而政府调控的主要目的是过快上涨的房价，而不是供应量。从今年以来房地产计划投资总额的增幅来看（也明显上升至 40% 的历史高位），未来新开工面积的持续增长是可期的。

此外，根据住建部规划，今年将开工建设 600 万套保障性住房，预计其占房地产开发投资的比例将高于历史不足 5% 的水平，这有利于稳定未来两年房地产行业对工程机械的拉动。

图 2 商品房月度新开工面积同比大幅上升

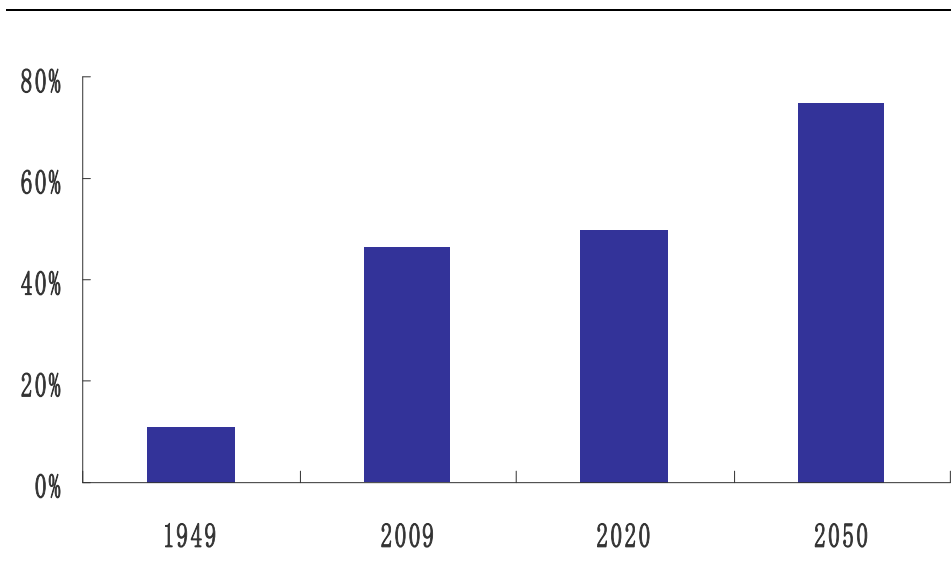


数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

### 1.1.2. 城市化率提升仍有空间

过去二十年,我国处于一个快速城镇化的过程,城镇人口比重从1989年的26.21%,快速上升到2009年的46.60%,但与全球平均超过50%、发达国家超过70%的平均水平相比,我国的城镇人口比例仍然处于一个较低的水平,仍有提升空间,而这是基础设施增量的重要来源。根据《中国城市发展报告》2009年卷,我国已进入城镇化加速时期,预计到2020年,将有50%的人口居住在城市,2050年则有75%的人口居住在城市。

图 3 我国城市化率仍有提升空间



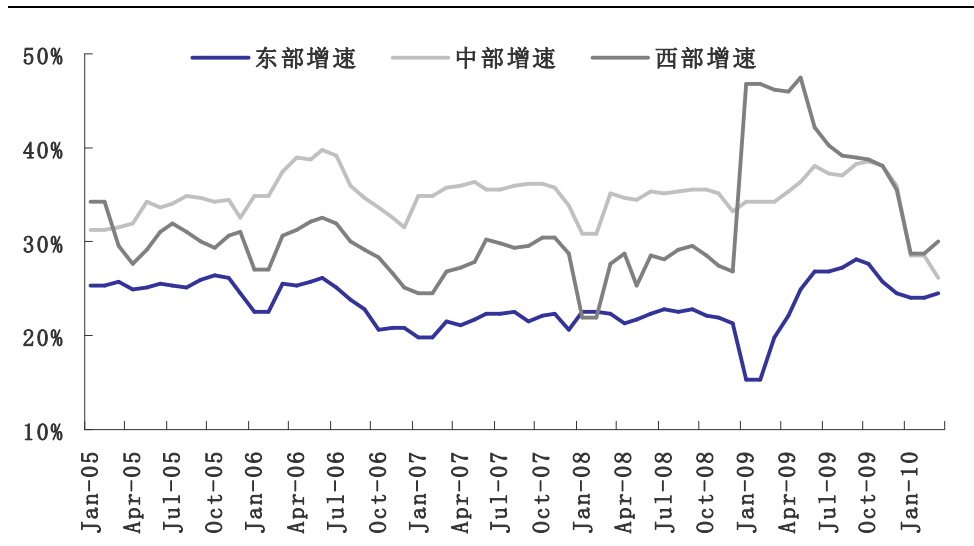
数据来源:《中国城市发展报告》,安信证券研究中心

### 1.1.3. 产业向中西部转移仍将继续

自我国实施西部大开发政策以来,中西部地区的固定资产投资增速始终快于东部地区。虽然从金额上看,中西部地区合计的固定资产投资已比较接近东部地区(2004年初仅为东部投资的一半左右),但由于这是一项系统工程,从基础设施项目的情况来看,这一进程仍未完成。而且随着劳动力成本的上升,产业再次出现自东部向中西部转移的趋势。

在这一趋势下,我国的中西部的基础设施建设的后续增长可期。

图 4 我国中西部固定资产投资增速长期高于东部



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

#### 1.1.4. 新 36 条鼓励民间资本投资

2010 年 5 月国务院发布新 36 条, 鼓励和引导民间资本进入基础产业和基础设施、市政公用事业和政策性住房建设、社会事业、金融服务、商贸流通和国防科技工业。这有利于民间资本进入未来政府投资可能降低的领域, 包括与工程机械密切相关的基建、住房建设等, 有利于行业的持续发展。

#### 1.1.5. 区域经济规划的兴起将带来新的增长点

去年以来, 为培育新的经济增长点, 保证经济的稳定增长和区域平衡, 国家集中出台了十多个区域规划, 而经济区的建立又离不开基础设施的配套建设。

表 1 2009 年国务院已批准的区域经济规模时间及主要内容

区域名称	批准时间	主要内容
黄河三角洲高效生态经济区	2009 年 12 月	将依托东营、滨州、潍坊、莱州四个港口,重点规划建设四大临港产业区。同时,将在区域内加快港口、公路等基础设施建设;重点发展循环经济,发展适宜盐城地区的养殖业、原盐业、滩海油田、风能和海水淡化。
中国图们江区域	2009 年 11 月	提出四大战略定位,即图们江区域成为中国沿边开放开发的重要区域,面向东北亚开放的重要门户,东北亚经济技术合作的重要平台,东北地区新的重要增长点。
调整天津市部分行政区划	2009 年 11 月	调整部分行政区划,撤销天津市塘沽区、汉沽区、大港区,设立天津市滨海新区,标志着滨海新区行政管理体制改革全面启动
西部地区	2009 年 9 月	扩大铁路网规模,加快干线公路网和水运、枢纽机场和支线机场建设;大力推进实施重点水利工程和能源基础设施建设,加快发展特色农业,推进工业优化升级,引导产业有序转移。力争用 2-3 年时间,基本解决西部地区农村人口饮水安全问题;继续增加扶贫资金投入。
进一步实施东北老工业基地	2009 年 9 月	优化经济结构,巩固农业基础地位,加快推进企业兼并重组,大力发展非公有制经济和中小企业,建立现代产业体系;加快企业技术进步,全面提升自主创新能力,积极推进资源型城市转型,大力发展绿色经济,着力解决民生问题等。
关中-天水经济区	2009 年 6 月	关中-天水经济区与成渝经济区、广西北部湾经济区并列成为中国西部大开发的三大重点区域,成为西部经济新增长极。
横琴	2009 年 6 月	将横琴岛纳入珠海经济特区范围,对口岸设置和通关制度实行分线管理。要通过重点发展商务服务、休闲旅游、科教研发和高新技术产业,加强生态环境保护,鼓励金融创新,实行更加开放的产业和信息化政策等。
海峡西岸	2009 年 5 月	要求福建省发挥其独特的对台优势,加强两岸产业合作和文化交流,努力构筑两岸交流合作的



经济区		前沿平台,发挥独特的对台优势,加强两岸产业合作和文化交流,努力构筑两岸交流合作的前沿平台;加快现代化基础设施建设,适应两岸直接"三通"的需要,提高发展保障能力等。
上海国际金融中心和国际航运中心	2009年4月	到2020年,基本建成与中国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心;基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高,交易、定价和信息功能兼备的多层次金融市场体系;基本建成航运资源高度集聚、航运服务功能健全、现代物流服务高效,具有全球航运资源配置能力的国际航运中心。
珠江三角洲地区	2009年1月	赋予珠三角发展更大的自主权,支持率先探索经济发展方式转变,城乡区域协调发展;继续承担全国改革"试验田"的历史使命,大胆探索,先行先试。
海南国际旅游岛	待定	从生态、文化、餐饮、住宿、交通、旅游、购物和文娱八个方面对海南进行国际化改造,中央政府将在投资项目资金安排、财政和相关政策方面,对海南国际旅游岛建设给予支持,以加快这一改革开放和体制机制等方面重大创新试验的进程。
新疆区域	待定	加大新疆基础设施建设力度,扶持地方企业发展,发展联系中亚地区的贸易和物流也发展等;或在目前对新疆企业部分免税的基础上扩大免税范围;增加对新疆的投资,具体投资额约为2,500亿-3,000亿元人民币

数据来源:发改委及政府网站,安信证券研究中心

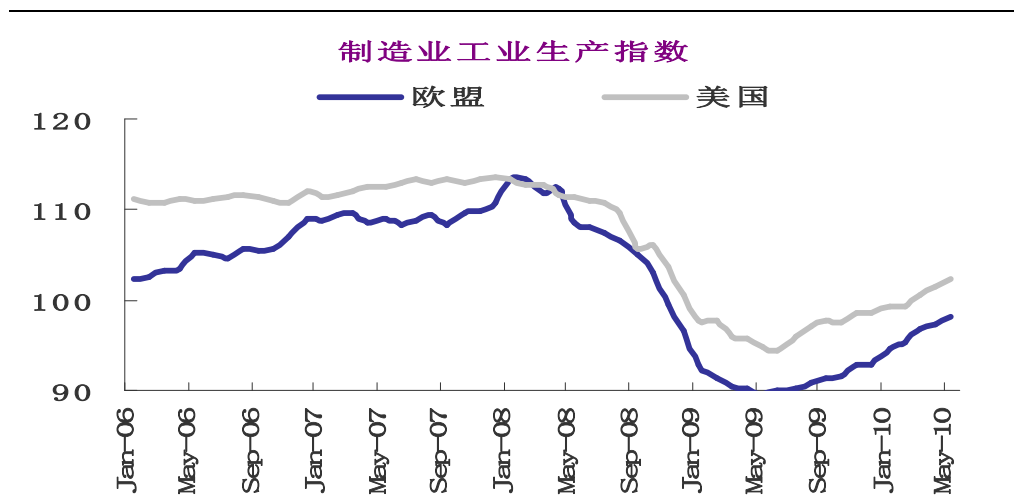
## 1.2. 国外需求增长带动出口复苏

工程机械的出口与海外经济的复苏关系密切,虽然欧美经济复苏缓慢,但新兴国家增长迅速,工程机械的出口开始正增长。综合来看,明年开始工程机械行业的出口复苏力度将进一步加大。

### 1.2.1. 欧美经济正缓慢复苏

IMF认为得益于前所未有的宏观和金融政策支持,世界经济正趋于稳定,其预计今年世界经济将增长4.6%。在发达国家中,加拿大和美国经济增长最高,而德国经济将温和增长1.5%左右,欧盟今年的增长预计仅在1%左右。从制造业工业生产指数的复苏程度来看,欧盟与美国虽然均已走出底部,但离危机前还有较大距离,从力度来看,预计明年虽然增长会加快,但幅度不会变化太大。

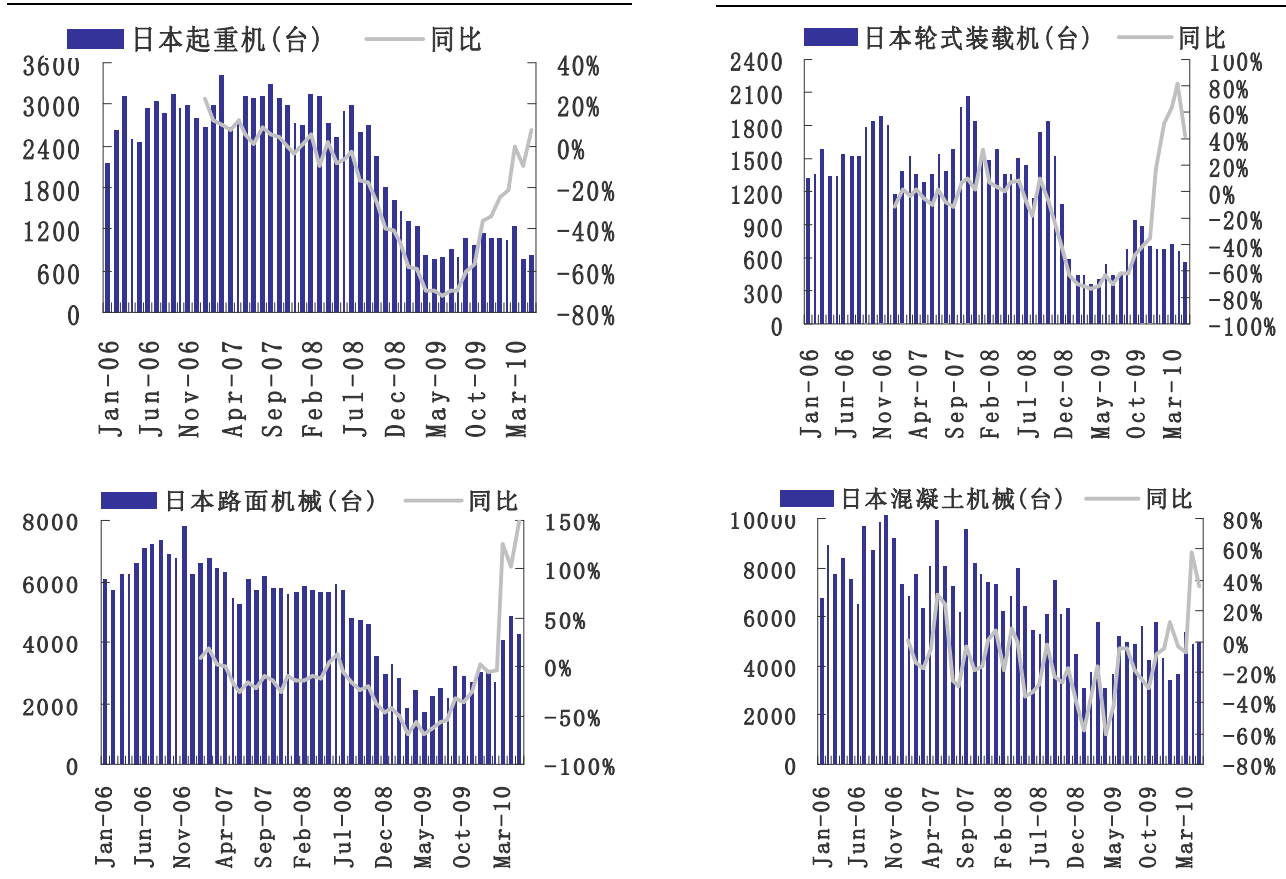
图5 海外主要工业国家的经济正在复苏



数据来源:CEIC,安信证券研究中心

从全球领先、出口占比较高的日本工程机械的销量数据来看,虽然海外经济有所复苏,但复苏力度并不明显。

图 6 日本各类工程机械销量显示国际需求复苏较缓



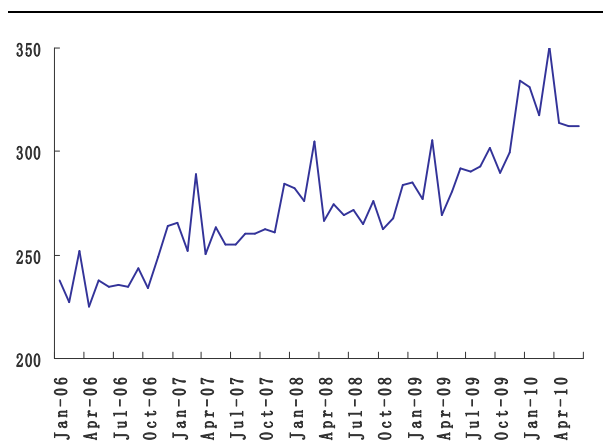
数据来源：日本工程机械协会，安信证券研究中心

### 1.2.2. 新兴国家增长相对较快，需求与我国产品匹配

#### 1.2.2.1. 新兴国家受危机影响相对较小

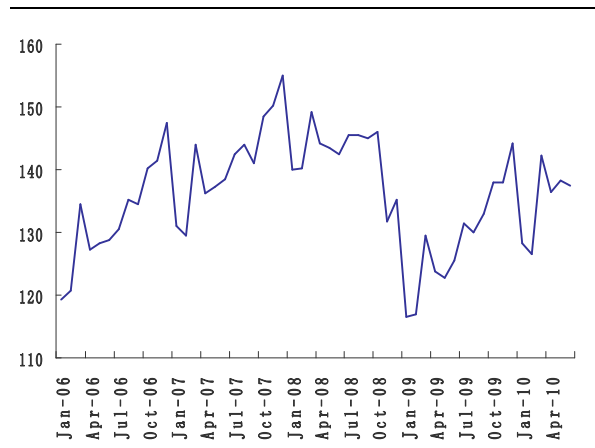
IMF 认为得益于前所未有的宏观和金融政策支持，世界经济正趋于稳定，其预计今年世界经济将增长 4.6%，但这一增长的动力主要来自中、印等新兴经济体（中印两国今年的经济增长率将分别达 10.5%和 8.4%）。就工业生产指数指标来看，中印基本没有影响，与欧美相比，其它新兴国家（如韩国、俄罗斯等）复苏相对较快，而这些国家将是未来两年我国工程机械出口复苏的主要源泉。

图 7 印度工业生产指数几乎不受影响



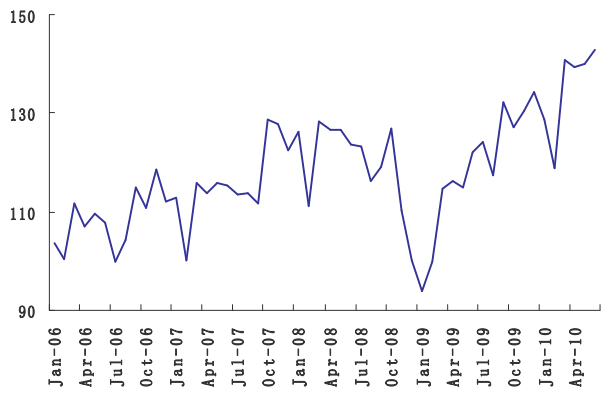
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 8 俄罗斯工业生产指数恢复较快



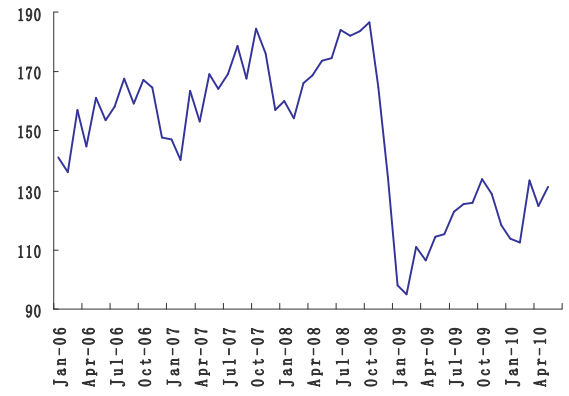
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 9 韩国工业生产指数已创新高



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 10 巴西工业生产指数表现较弱



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

### 1.2.2.2. 新兴国家需求较大

新兴国家正处于经济成长期, 其基础设施相对薄弱, 未来投入增长较快。

#### ➤ 印度

十一五计划中基建的投资金额就比十五计划增长 1.3 倍以上。

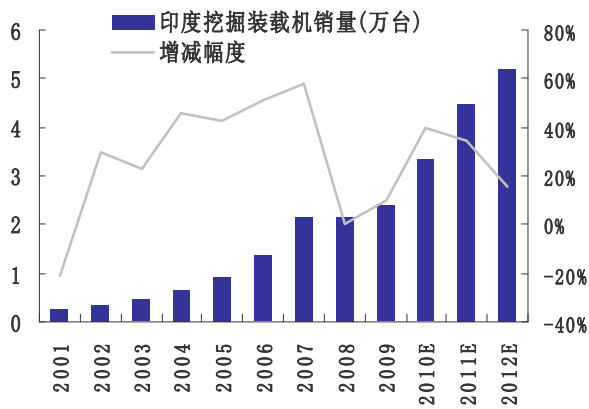
表 2 印度基础建设正处于高速增长期

产品	第十个五年计划 (2002-2006)		第十一个五年计划 (2007-2011)	
	投资额	比重%	投资额	比重%
单位: 十亿美元				
电力	71.18	33.1	150.37	30.4
路桥	35.34	16.5	76.05	15.4
电信	30.1	14	65.12	13.2
铁路	29.18	13.6	62.93	12.7
水利	27.2	12.7	54.42	11
供水	15.18	7.4	48.57	9.8
港口	1	0.5	18.03	3.6
机场	1.65	0.8	8.48	1.7
仓储	1.18	0.6	5.46	1.1
燃气	2.13	1	5	1
总计	214.14	100	494.43	100

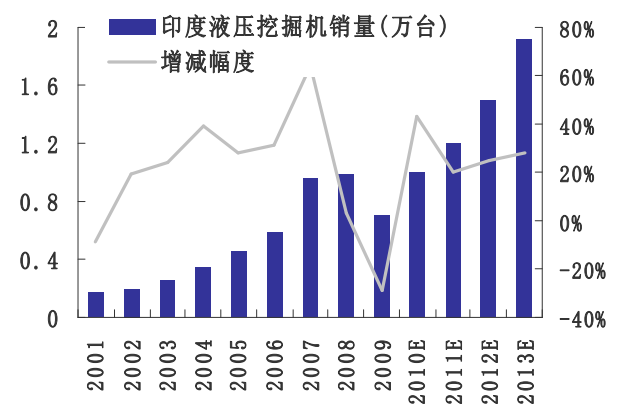
数据来源: 印度政府及相关部门, 安信证券研究中心

这导致印度工程机械的销售量自 2007 年以来出现明显增长, 销售额基本维持在 15 亿~20 亿美元的水平, 除 2009 年受经济危机影响增长率短期下降外, 其余年份的增长率均在 20% 以上。印度将投资 300 亿美元建造 12 条高速公路, 32 亿美元改造铁路, 20 亿美元修建港口, 投入 130 亿美元用于能源开采设备采购, 今后 5 年印度基础设施建设所需资金在 2000 亿美元以上, 遍及电力、通讯、港口、公路、铁路、石油等基础设施领域, 市场潜力巨大。

图 11 印度装载机 and 挖掘机的需求仍处于高速增长期，未来市场空间巨大



数据来源: Off-highway Research, 安信证券研究中心



数据来源: Off-highway Research, 安信证券研究中心

### ➤ 南非

南非采矿和选矿都是支持南非矿业出口的基础产业，同时带动了南非的铁、碳钢、不锈钢、铝工业等相关行业发展。因此采矿技术在南非的贸易中举足轻重。同时南非城市建设及国家基础建设的蓬勃发展，使得该国的工程机械和建筑设备供不应求，机械设备和电气设备等机电产品也是南非进口的主要商品。

### ➤ 巴西

巴西是南美大国，国土面积、人口和国内生产总值均居南美首位，是世界第八大经济体，同时也是最大的建筑投资市场，占据了南美市场近一半的份额，对周边国家有很强的辐射能力。同时巴西是 BRIC 金砖四国（巴西、俄罗斯、印度和中国）之一，被认为是世界上发展最为迅速的市场。巴西一直是中国在拉美最大的贸易伙伴，中国也已成为巴西第 5 大出口对象国之一。在过去的几年中巴西工业建筑以每年 20% 的速度递增，巴西的建筑支出总量将从 2004 年的 1055 亿美元达到 2010 年的 1771 亿美元。巴西是一个多元的经济体，在这次金融危机中也是复苏最快的一个国家。经济增长已经达到每年 5% 的速度并且还在增加。

根据预测，在未来 10 年，巴西可能超过英国和法国成为世界第五大经济体。此外，作为 2014 年世界杯和 2016 年奥运会的主办国，巴西的机场、公路、铁路以及体育竞技场需要大量改建或重建，巴西正在成为拉美地区未来建设活动的热点地区，也必将成为国际经济的新宠。据巴西工程机械行业协会的年度报告称，巴西工程机械市场经历了几年的连续高速增长后在 2008 年中期受全球金融危机影响开始下降，到 2009 年工程机械市场销售跌幅达 28%。在世界杯足球赛、奥运会等大型活动的刺激效应下，从 2009 年中期，巴西市场开始企稳并逐渐走向缓慢的复苏，预计 2010 年工程机械市场将有 18% 的增长。

#### 1.2.2.3. 新兴国家的需求相对低端，我国产品竞争力强

新兴国家的工程机械设备市场以低端产品为主（约占 70%），对高端产品需求正处于逐渐增加阶段，起重机、电梯、物料输送设备、重载运输工具的需求增长迅速，而其自身的机械设备的规模和技术相对落后，相当于我国八十年代末、九十年代初的水平。

我们认为，我国工程机械经过过去 10 年的高速发展，完全能满足新兴国家相对低端的需求，随着技术与发达国家的差距缩小，也能在未来 10 年满足其逐步升级的需求结构，在这一市场中，我国产品的竞争力较强。

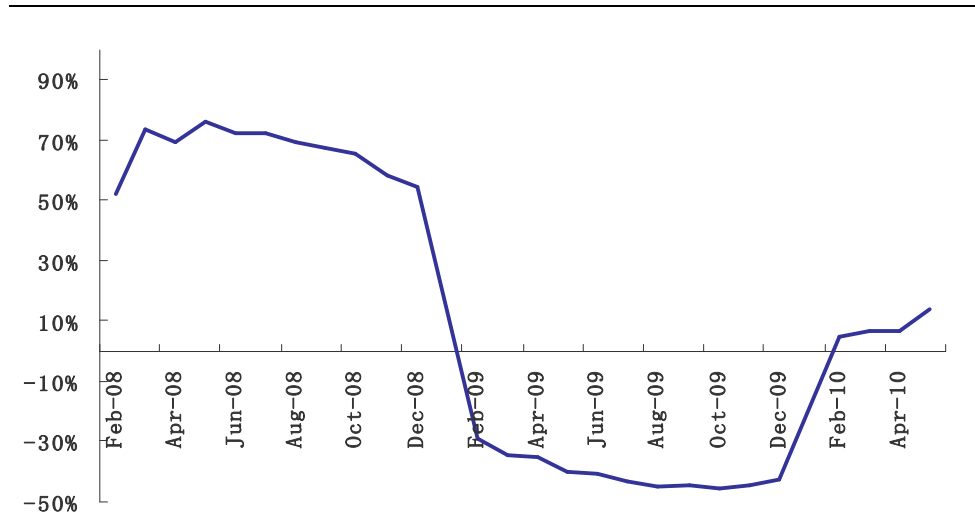
#### 1.2.2.4. 我国工程机械产品出口增长可期

我国工程机械出口地区分布亚洲、北美、欧洲、中东等地区，主要国家包括美国、俄罗斯、印度、沙特以及其他发展中国家。2008 年我国工程机械全年工业总产值为 2360 亿元，其中出口 134 亿美元，在销售总额的占比约 33%，但 2009 年受危机影响，虽然工程机械工业总产值上升至 2890 亿元，但出口额却大幅回落至 77 亿美元，同比下降



42.6%。今年以来欧美市场的缓慢复苏以及新兴国家的较快增长使得出口市场有明显企稳迹象，重现正增长，出口累计金额的增幅逐月上升。

图 12 工程机械行业出口重现正增长



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

从具体主要出口产品来看，虽然仍未恢复到 2008 年高峰期的水平，但今年以来同比增长已十分明显(虽然起重机出口数量增长不很明显，但出口金额增长达 23.86%，是今年上半年出口单价增长最明显的产品)。我们认为随着新兴国家的持续增长以及发达国家复苏力度的加大，出口将成为行业增长的主要动力源泉。

表 3 今年我国主要产品出口增长明显

单位: 台	2009 年上半年	2010 年上半年	同比增长
装载机	5626	10164	80.66%
挖掘机	1588	2145	35.08%
起重机	1282	1396	8.89%
压路机	2456	4813	95.97%
堆土机	1253	1435	14.53%

数据来源：中国工程机械协会，安信证券研究中心

### 1.3. 预计 2010-2012 年工程机械行业增速在 20%-30%之间

虽然工程机械下半年可能会受到地产和地方融资平台调控导致的景气下滑，但是这应该只会短期影响行业盈利。

从长期看，国内工资上涨导致的机器对人工的替代，以及建筑结构和容积率提升导致的施工方式升级，都将成为国内工程机械需求的长期动力。具体品种来看，挖掘机的外资品牌替代以及对装载机的替代空间仍十分巨大；起重机的中大型、履带吊的需求也将保持较快增长。

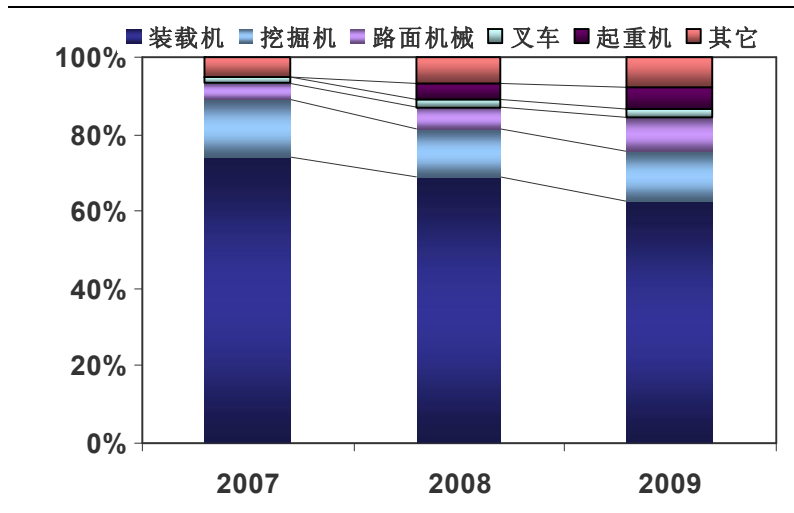
今年上半年，工程机械行业工业总产值达 2150 亿元左右，同比增长 60%左右。下半年增速虽然有所放缓，但预计今年国内工程机械行业整体增速估计在 25%-30%之间；随后两年国内需求虽有可能放缓，但出口复苏力度加大，行业增速预计也将在 20%左右。

## 2. 公司当前主要产品的下游需求分析与预测

公司以工程机械为主，从历史经营情况来看，装载机在公司收入的占比始终超过 60%，但逐年下降；挖掘机占比不足 15%；其余产品均不足 10%。从发展趋势来看，公司产品结构优化的趋势十分明显，预计未来装载机的占比将继续下降，而挖掘机、起重机

的占比将提升。

图 13 公司主营业务结构及其变化



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

### 2.1. 装载机——市场占有率第一, 稳居第一梯队

- 装载机广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程，受益于我国加快基础建设投资的政策以及这一刺激政策下的经济逐步复苏，我们认为装载机的需求将走出低谷，但由于该产品属于成熟产品，国内市场占有率已经很高，其未来两年的增长空间相对较小。
- 今年以来装载机增长较快，上半年的产量达 11.83 万台，同比增长 65%；出口 1 万台左右，同比增长 80%以上。
- 十一五以后，我国还要建设多个亿吨以上和 5 千万吨以上的大型煤炭企业，加上城市化进程的推进、世界经济的稳步复苏等因素，我们认为，2012 年前后可能会出现一个小高峰，预计届时我国装载机的销量在 22 万台左右。
- 装载机是售价较低的工程机械产品，目前已经过了早期的价格战时期，随着用户实力的增强、市场的成熟和综合人工成本的提高，用户对装载机的价格敏感度在下降，对产品品质和售后服务质量的要求越来越高，这意味着装载机市场正进入品质竞争阶段，制造商的综合实力决定了其竞争优势。
- 处于第一梯队的是柳工、龙工、厦工；处于第二梯队的是成工（与日本神钢合作）、山东临工、山东工程；目前，公司在 5 吨、6 吨、7 吨、13 吨等型号都实力很强，其中在 3 吨及 5 吨装载机比例超过 80%，一般公司的价格会高出对手 10%左右。

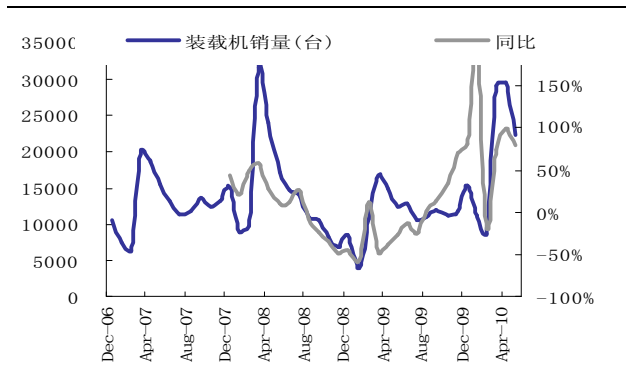
表 4 国内三大龙头企业虽然产品差异不太大，但整体来看各有特色

	技术水平	制造成本	分销渠道	促销方式	服务
厦工	技术	上世纪卡特技术，国产化率高	区域代理、二级代理分	区域促销、地	经销商、厂家
	特点	质量中等	网络复杂，有待完善	方广告	服务站
龙工	技术	厦工技术，自主研发革新	区域代理、厂家直销、	区域促销、地	经销商服务
	特点	质量较低	全部国产化	网点直销	方广告
柳工	技术	目前主要是国产成熟技术	区域代理、二级代理分	立体促销	经销商、厂家
	特点	质量较高	网络完善	费用低	服务站

数据来源：安信证券研究中心

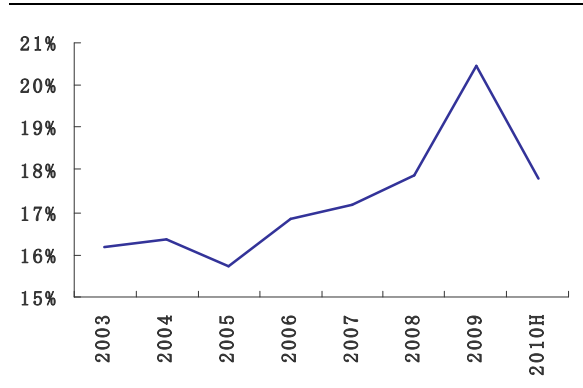
- 行业三大龙头的市场占有率合计在 45%左右。其中公司市场占有率略高，过往三年均在 17%以上，排名第一。2009 年受危机影响，行业出现 13%的负增长，而公司销量仅略降，因此市场占有率当年提升至 20%以上，这显示出公司较强的竞争力及抗风险能力。
- 公司 2009 年累计销售装载机 2.93 万台，与前年基本持平，明显优于行业-13.3%的增速。但今年上半年公司装载机销量的增幅 44%，低于行业 65%的平均水平。我们预计公司全年增幅在 40%左右，未来两年增速预计在 10%以内，市场占有率保持在 17%以上。
- 未来天津厂主要做非重载产品，目标定位于东部地区客户。
- 目前毛利率接近 24%，盈利能力处于历史最高水平。考虑到今年的特别环境以及未来产品的竞争格局，我们预计其毛利率回落，但不会太明显，降幅可能在 1 个百分点左右。

图 14 今年以来装载机销量增长迅速



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

图 15 公司装载机市场占有率第一



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

## 2.2. 起重机械——高调进入，份额上升趋势明显

- 为实现可持续发展与区域均衡发展，中国的风电、核电、新能源、大型石油化工、新型煤化工、大型钢铁基地以及城际高铁与城区地铁等大型工程进入批量建设阶段，再加上沿海区域产业向内地转移，中国起重机市场将呈现持续稳步增长的状态。另外，随着吊装设备向大型化，超重化方向发展，中国市场起重机产品吨位也向中大吨位转变。从与欧美国家的历史发展来看，随着产业升级的推进，预计全地面、履带起重机以及大型汽车起重机的市场增长会相对较快。

表 5 中国与欧美起重机产品变化阶段表

地区	第一阶段 1957~1966	第二阶段 1967~1976	第三阶段 1977~1986	第四阶段 1987~2000 年	第五阶段 2001 年至今
中国	以生产 5 t 机械式汽车起重机为主，主要引进和消化前苏联的汽车起重机技术	引进前苏联汽车起重机技术，生产 12 t 以下小型液压汽车起重机	80 年代初引进日本技术，16 t 以上的中大型液压起重机产品，产量上升较快	采用进口底盘和自行设计关键液压件而生产出 16 t、20 t 液压汽车起重机；90 年代初引进德国技术，25 t 以上中大型液压件技术走向成熟	自主研发，基本掌握大吨位汽车起重机和全地面起重机技术，实现了从经济总量到内在运营品质的高速发展，成为了一个发展稳定、市场化程度高的成熟产业
欧美	液压式汽车起重机技术基本成熟	液压汽车起重机销量上升，全地面和履带起重机起步	汽车起重机成为起重机行业的主导产品	市场出现全地面、履带式、越野轮胎起重机与汽车起重机各占一半市场的局面	全地面起重机的需求量日益增大，并取代了汽车起重机，拥有全球 80% 以上的市场份额

数据来源：安信证券研究中心

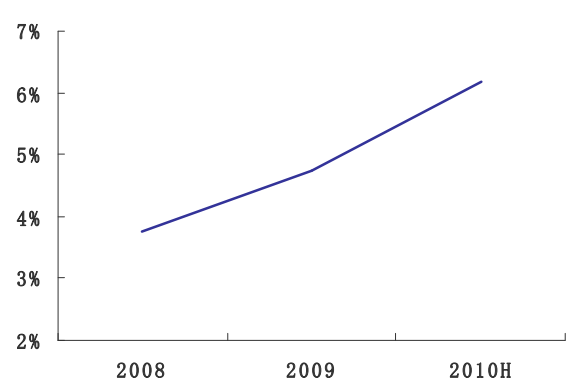
- 随着起重机产品的推广和应用，起重机的下游客户不断扩展，由最初的基建项目扩展到石油开采、发电企业、露天矿建设等领域，是工程机械各产品中下游应用面较广的。
- 我国目前以汽车起重机为主，这一结构短期内不会改变。2009 年我国汽车起重机销量为 27360 台，同比增长 27.74%；履带式起重机销量为 1185 台，同比下滑 30%；随车起重机销量为 4735 台，同比增长 3%；2010 年上半年，汽车起重机的销量增长 53%。
- 2008 年 2 月，公司以近 9000 万的价格全资收购了安徽振冲安利工程机械公司 100% 股权，进入汽车起重机市场。安徽振冲安利作为我国最早的汽车起重机生产企业之一，行业市场占有率排名基本都在前五。
- 该子公司原来以生产 8t-35t 的汽车吊为主，公司投资 3 亿元扩大产能，通过完善现有产品系列，开发 50 吨以上大吨位汽车起重机、履带起重机、全路面起重机等产品，力争用三年时间进入国内起重机行业前三名，实现年产销量各类起重机整机 5000 台，销售收入 30 亿元，市场占有率达 15% 以上。
- 该子公司 2008 年 800 台，2009 年 1300 台，收入超过 5 亿元，今年预计销量在 2400 台左右，增幅在 90% 左右；未来两年的增幅在 25%-30% 之间，预计 2013 年将达到近 5000 台的产量。
- 公司目前不具备汽车起重机底盘生产资质，所需底盘主要来自一汽、东风和江淮，采取联合开发的方式研制新产品。但公司现正在申报汽车底盘生产资质，近期可能获得批准。但相关生产准备工作仍需较长时间，预计明年底前可完成。由于底盘占成本的比重在 20% 左右且盈利空间较大，因此我们预计随着规模的上升以及自制率的提升，公司汽车起重机产品的毛利率将在后年开始出现明显提升（目前不足 15%，届时将提升至行业平均水平 24% 左右）。

图 16 今年以来汽车起重机销量增长较快



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 17 公司汽车起重机市场占有率逐年提升



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

- **国内企业开始参与全球竞争，但竞争力有限。**2009 年我国汽车起重机出口仅略超 1000 台，同比下降超过 70%，在总销量的占比不足 4%；2009 年我国汽车起重机的出口，还主要依靠价格优势、交货期优势，并且集中在欠发达市场，进入欧美市场的较少。而且，据海关统计，约 70% 出口是依靠对外承包项目和外贸公司买卖交易拉动。2010 年前 5 月，汽车起重机的销量增长 46%，但工程用起重机的出口数量进一步下滑 64%。出口占比低一方面是因为技术还存在一定差距，另一方面也与国外需求结构差异有关(后者汽车起重机占比较小)。这也是该产品目前是公司出口比重最小的主要原因。

### 2.3. 挖掘机——未来两年增长最快，公司国内第二

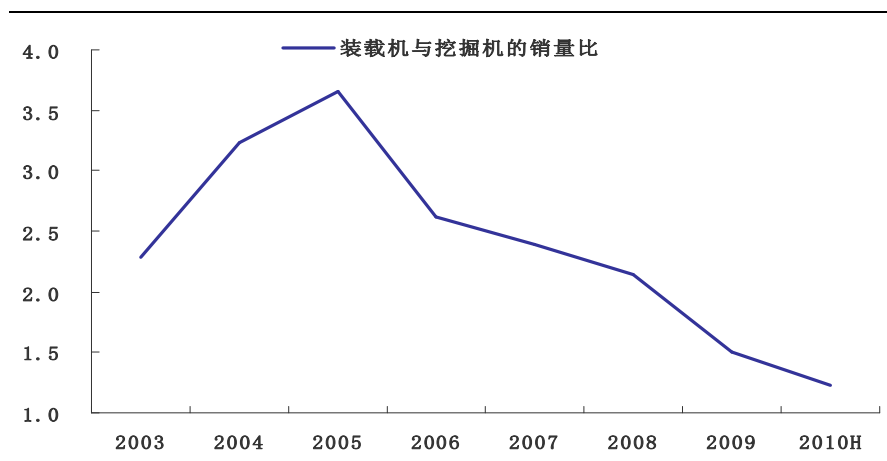
- 我们认为我国挖掘机属于成长性产品，其未来空间较大，增速会明显快于装载机。



这主要是因为其产品的需求上升的同时还进行着外资品牌替代进程。

- 在我国以外的多数市场，装载机的销售规模小于挖掘机。例如在美国，装载机和挖掘机的比例基本保持在 1:2.7，西欧则基本保持在 1:4.5，日本则保持 1:4.9 的比例。而在我国市场，装载机是销售规模最大的子行业，如下图所示 2008 年以前二者之比为超过 2:1，但今年前上半年这一比例降至 1.22 左右。
- 由于我国装载机行业早已经进入成熟期，存量较多，从用户角度出发，适当增加购买挖掘机将有利于生产效率的提升，一般将挖掘机与装载机的配比按 1:2 配备。但我国挖掘机的存量较少，因此未来较长时间内我国挖掘机的销量将增长较快并且与装载机的销量比较高，直到存量匹配比例上升到合理水平后才会改变。因此，三年内我国装载机与挖掘机的销量比将维持在 1 左右是完全可以期待的。

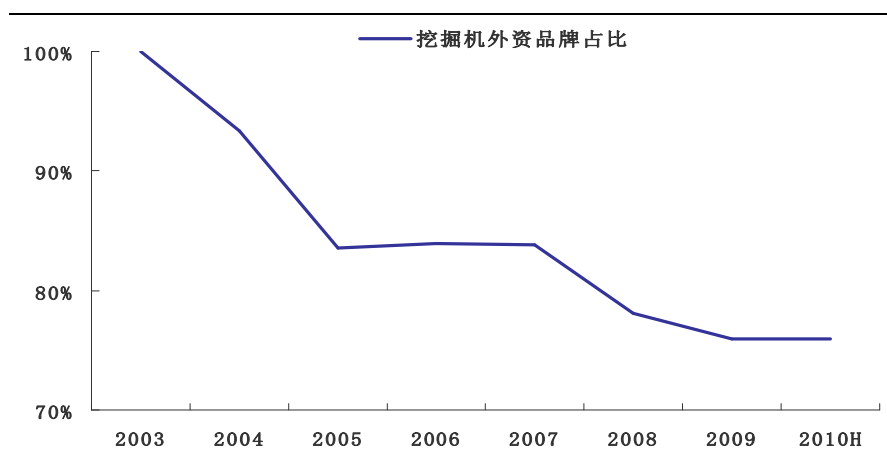
图 18 我国挖掘机正在逐步替代装载机



数据来源：中国工程机械行业协会，安信证券研究中心

- 挖掘机的两个主要系统即动力系统和液压系统的配套主要靠国际采购。发动机主要集中在康明斯、五十铃、洋马等品牌，液压件主要集中在川崎、力士乐、东芝等品牌。对于标配挖掘机，除小型挖掘机的发动机有国内配套外，其他挖掘机的发动机、液压件完全靠国外配套。
- 2003 年以前外资品牌几乎垄断了我国的挖掘机市场，但这几年来国内品牌的崛起使得外资品牌的市场占有率持续下降，目前已降至 75% 左右。从发展趋势来看，我们预计未来三年这一比例将进一步下降至 50% 左右。
- 房地产行业是挖掘机的主力市场之一，而这个领域的施工难度要远低于矿山，因此自主品牌的挖掘机具有很强竞争力。但是，今年下半年，房地产投资如果回落，将影响自主品牌对外资品牌的替代进程。

图 19 我国挖掘机外资品牌市场占有率下降趋势明显

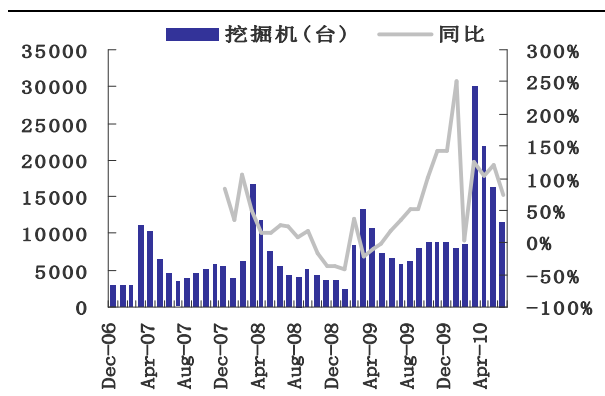


数据来源：中国工程机械行业协会，安信证券研究中心



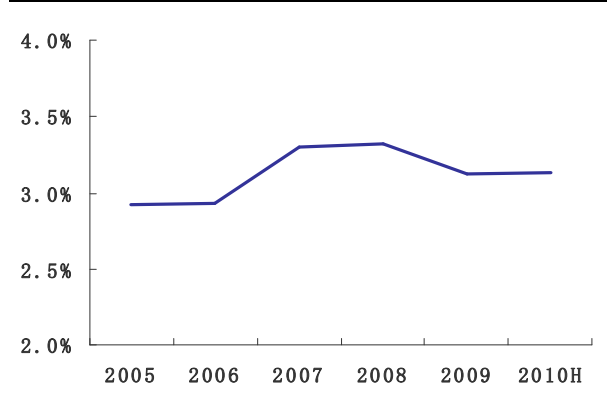
- 公司把挖掘机业务定位于可持续发展的战略业务，针对这两年发展中出现的问题，公司已加强内部管理，进一步完善事业部制，加快销售网络建设和新产品推广，并将采取更积极的销售策略，提高激励力度。并且定位于中挖市场，避开竞争激烈的小挖市场
- 公司挖掘机目前在国内品牌中仅次于三一重工，市场占有率较为稳定，2009年2961台，今年上半年已过3000台，同比增长1.1倍，市场份额略超过3%，与国内品牌第一名7%的市占率仍有差距。
- 预计2015年挖掘机的市场容量将上升至20万台左右，而届时公司市场占有率也将上升至10%左右，对应的销量可能在2万台左右。我们预计公司今年的增长在100%左右，而未来两年的增长也将相对较快，年均增幅在40%左右。

图 20 挖掘机销量保持较快增长



数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

图 21 公司挖掘机市场占有率相对稳定



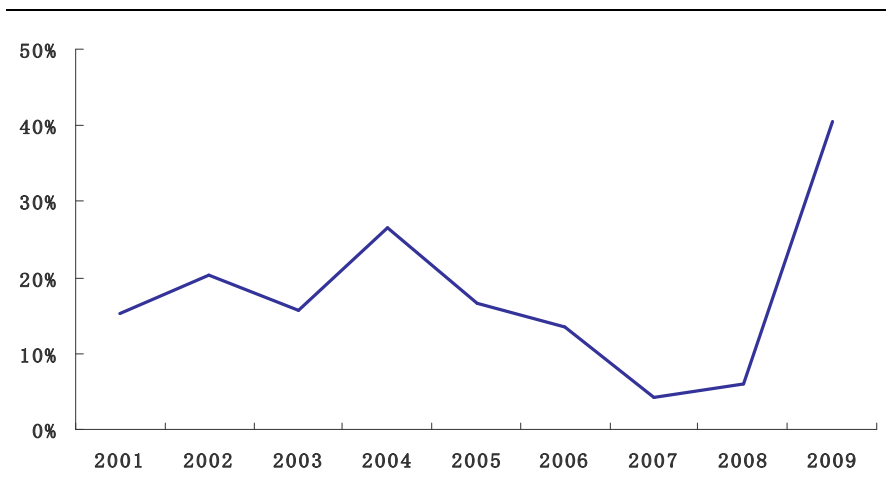
数据来源：工程机械协会，安信证券研究中心

- 该产品目前毛利率23%左右，未来规模、配套能力提升后，毛利率仍有一定提升空间，但竞争的加大也使得这一空间并不会太明显，我们预计也就在24%-25%之间。

#### 2.4. 压路机——行业集中度相对较高，公司稳列前三

- 国家4万亿拉动内需政策对压路机影响尤其显著，全年较2008年实现56%以上的大幅度逆势增长，并创下历史新高，达16715台（不含轻型和特种压路机为15316台，历史最高记录的2003年同口径为12372台），56%的增幅为历年之最。
- 为了应对从2008年开始的世界金融危机，我国启动4万亿元人民币的投入措施。据了解，交通运输部出台的包括在建公路和规划公路项目、农村公路和可能提前开工的公路建设项目总投资额为4.8亿元人民币，2009年全年我国公路建设投资规模达到9,669亿元以上，2010年预计突破11,000亿元。与2008年相比，2009年公路固定资产投资增速大幅增长，我们认为公路建设特别是高速公路建设必将迎来新一轮高潮，这将给我国路面机械工业提供新的发展机遇（目前高速公路里程达6.5万公里左右，而目标是8.5万公里左右，所以仍有一定空间）。

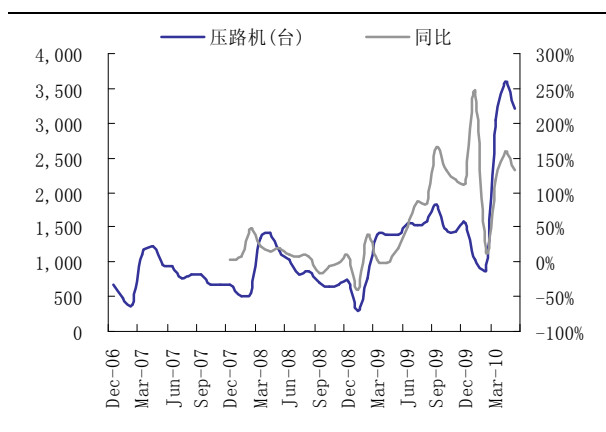
图 22 受益于 4 万亿投资拉动，公路固定资产投资 2009 年以来增长强劲



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

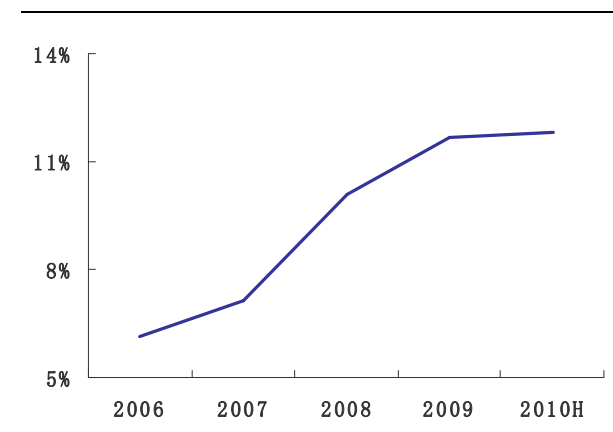
- 产品向超重型和轻型两端延伸，重型机型仍唱主角，中型机逐步回升；光轮静碾压路机市场迅速下降；轮胎压路机市场需求旺盛；振动压路机的比例进一步提升，达到 80% 以上；机械驱动单钢轮呈萎缩趋势，黄金时期已经过去，正走在“下坡路”上；全液压单钢轮止住颓势，增长迅速，其中：中端的液压单驱动机型正在异军突起，大面积推广应用将指日可待；高端的液压双驱动机型正在收复失地；全液压双钢轮比重大幅提升。
- 按高、中、低档次可以将单钢轮振动压路机分为全液压双驱动、全液压单驱动、机械单驱动，这三种产品目前市场比例大约为 1：0.1：2.5，结合国外情况及我国现实来看，更合适的比例应该是 1.5：1：2；将双钢轮振动压路机按进口、国产新机型、国产老机型区别为高、中、低档次，目前市场比例为 1.5：3：1，比例达到 1：5：1 将更适合各方面的要求。
- 我国已经成为世界上名副其实的压实机械生产大国—2008 年全系列产品占世界总产量的比重为 13.0%，其中 5t 以上压路机占 33.2%，三分天下有其一，而且出口比率超过 30%。
- 国内国外品牌之间的差距越来越大：国产品牌稳步提高，进口品牌持续下降。2009 年进口品牌只占到 4% 多一点，无论是整体、还是个体，似乎看不出有“翻盘”的迹象。自 2007 年以来，国内产品市场份额的上升主要表现在二三线厂商上，徐工稳居第一，但市场份额略有下降（2009 年又回升至 28% 以上），而公司市场占有率逐年上升。

图 23 去年以来压路机销量增长迅速



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

图 24 公司压路机市场占有率逐年上升



数据来源：工程机械协会 安信证券研究中心

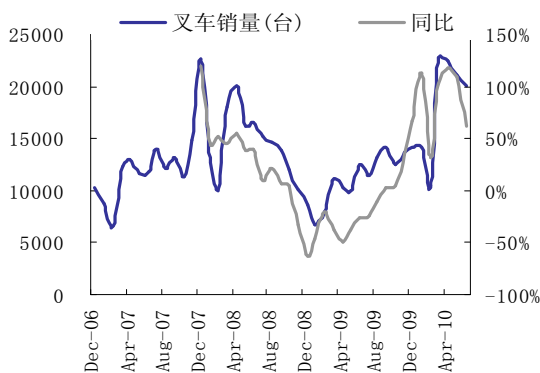
- 公司压路机市场占有率 11% 以上，国内排名第三，这一比率逐年上升，并且出口

比例超过 40% (高于行业平均水平 10 个百分点左右), 这都反映出公司产品具有较强竞争力, 我们预计公司压路机产品今年增长在 50% 左右, 而随后两年的增长在 15% 左右。

### 2.5. 叉车——后起之秀，定位中高端

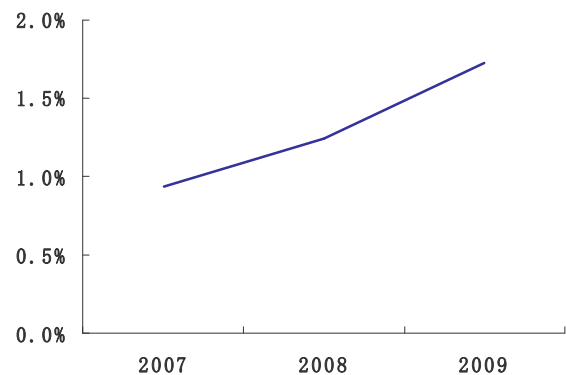
- 随着我国工业化进程的加快和国际地位的提高, 我国将成为世界的制造和物流中心, 国内的叉车业务刚刚起步。
- 除林德叉车外, 行业前两名为安叉和杭叉, 其市场份额合计超过 50%, 其余厂家均不足 4%。
- 由于 2008 年的金融危机, 2009 年上半年全球的叉车行业均受到了严重影响, 其中金砖四国中, 俄罗斯的叉车销售量下跌幅度达到 90%, 印度和巴西也出现了超过 50% 的大幅度下跌, 只有我国取得了 4% 的增长。而今年以来, 由于中国经济的稳定发展, 加上全球市场的复苏, 我国的叉车销售量出现了“井喷”式增长, 上半年取得了超过 100% 的增幅。今年上半年中国叉车销售量同比增长超过 100%。
- 2007 年 8 月公司通过设立“柳州柳工叉车有限公司”, 承接了大股东柳工集团的叉车项目, 2008 年 6 月又收购了集团公司全资拥有的上海柳工叉车公司。作为叉车行业的后入者, 公司定位于中高端。
- 为了缩短产品运输时间和成本, 2008 年公司叉车阳和基地建成投产, 实现分区域供货。阳和基地生产的产品主要流向华南和西部区域, 上海基地主要供应北部和华东区域。
- 今年叉车需求增长较快, 预计公司全年销量超过 6000 台, 同比增长超 100%。同时公司今年推出电叉等新产品来满足客户更高的需求
- 公司未来目标是具备 1.5~45 吨完善的产品系列, 主导产品达到国内先进、国际第二梯队企业产品的技术水平; 发展大吨位叉车、仓储叉车、高品质的电瓶叉车、液化石油气等环保型叉车、集装箱叉车、特种叉车以及正面吊运机等高水平叉车, 同时拥有价格、供货期、性能上的良好竞争力。到 2015 年实现 3 万台、销售收入 25 亿元。

图 25 叉车市场增长相对平稳



数据来源: 工程机械协会, 安信证券研究中心

图 26 公司叉车市场占有率目前较低



数据来源: 工程机械协会, 安信证券研究中心

### 3. 公司竞争优势在于战略明确、经营稳健

我们认为公司经营稳健, 如果未来行业出现波动可以减小对公司的影响。此外, 公司战略明确、管理能力较强、营销网络体系完善, 在未来竞争加大的环境中胜出的可能性较大。

### 3.1. 公司战略明确，且符合行业发展方向

行业未来竞争将是全方位的，包括不同产品以及不同市场(海内外)，从价格转向质量与服务，而公司的发展战略十分明确，并且与这一行业发展方向相符。

#### 3.1.1. 完整的产品系列，重点明确

- 公司目前产品已初步成体系，除混凝土机械资产还在集团公司外，其余主要产品均已覆盖，具体包括：装载机、挖掘机、起重机、压路机、叉车、平地机、推土机、铣刨机、摊铺机、滑移装载机、挖掘装载机等。我们认为未来行业的发展趋势是全系列、竞争大，公司完整的产品系列布局有利于公司适应行业未来的发展。
- 公司目前产品线丰富，并且主要产品的市场占有率大多靠前，这也反映出公司的综合实力较强(挖掘机排名靠后主要是前面目前大多是外资品牌)。

表 6 2009 年公司主要产品的市场占有率

产品	市场占有率	行业排名
装载机械	22.6%	1
起重机械	4.8%	3
挖掘机械	15.95%	13
压路机械	4.30%	3

数据来源：工程机械行业协会，安信证券研究中心

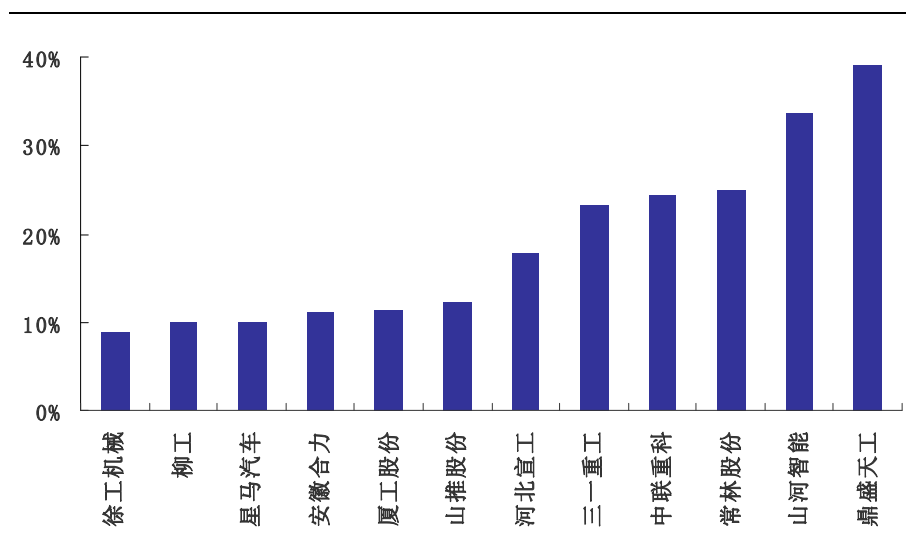
- 战略重点是树立装载机、挖掘机和起重机三大核心业务的优势地位；同时，推动叉车和推土机等战略性业务的有效发展；并积极开展二手设备、融资租赁、再制造和物流等新兴业务

#### 3.1.2. 相对稳健的经营模式

##### 3.1.2.1. 应收帐款占比较低

公司作为国有企业，经营相对稳健，虽然这使得行业景气时增长相对较慢，但在目前行业增速放缓时也会降低面临的风险。比如，相较竞争对手，公司的销售方式相当稳健，去年应收帐款占营业收入的比重是上市公司中相对较低(只有徐工更低)，这反映出公司在一些促销手段的应用上相对谨慎，未来出现较多坏帐的可能性也较低。

图 27 2009 年公司应收帐款占营业收入比重相对较低



数据来源：WIND 安信证券研究中心

##### 3.1.2.2. 靠技术及管理竞争，不打价格战

公司一直致力于在新产品、核心技术等方面打造自己的核心竞争力，为客户提供品质

优良的中高端产品，不依靠价格战来占领市场的。

比如，2007年公司一次检验合格率在93%左右，但这几年逐年提升，目前已超过95%。

### 3.2. 营销布局基本完成，国际化方向是重点

公司在国内有60多个经销商，虽然数目不是很多，但基本上是过去多年合作培养、精选的有实力或专业的经销商，又方建立起长期合作的战略关系。

未来公司将重点向国际化转变。公司国际化分为三个阶段：一是海外营销阶段，二是国际制造阶段，三是投资收购阶段。从产品出口出发，公司目前已经处于第二阶段，以印度公司的投产为标志，公司国际化已经进入深水区。

公司是行业中最先实行代理制的公司之一，经过多年的艰苦努力，已经搭建起一个比较完善的营销网络和服务体系。其中，截至2010年6月末，公司在海外设立5个子公司、17个办事处（维修中心）、99家海外经销商，覆盖全球六大洲，包括北美、欧洲、拉美、澳洲、印度等87个地区和国家。

我们认为今年公司的国际营销网点布局将基本成型是，未来除增设代理商外将重点布局海外制造网点及物流中心。比如目前公司在拉美已有10个代理商，40多个销售点，未来计划将分别增加至15和100个。

随着海外营销及制造网点的布局完成以及海外经济的进一步复苏，预计公司的海外业务占比将明显上升，目前海外业务占公司总销售额的10%左右。目标是2012年达到15%，2015年升至20%。

### 3.3. 规模优势明显，盈利能力较强

受世界市场需求骤减影响，2009年全球工程机械TOP50陷入了历史冰点。全年，50强企业销售额仅为1131.13亿美元，较上一年陡降30.20%。营业利润由上年的125.82亿美元，俯冲至-2.29亿美元，跌幅更是高达101.82%。但中国企业受益于经济刺激政策，相关工程机械企业的收入、盈利均保持了较快增长。

公司2009年营业收入排名为第20名，2008年为第25名，相对位次上升明显，但其销售额与第一名相比仍有一定差距。



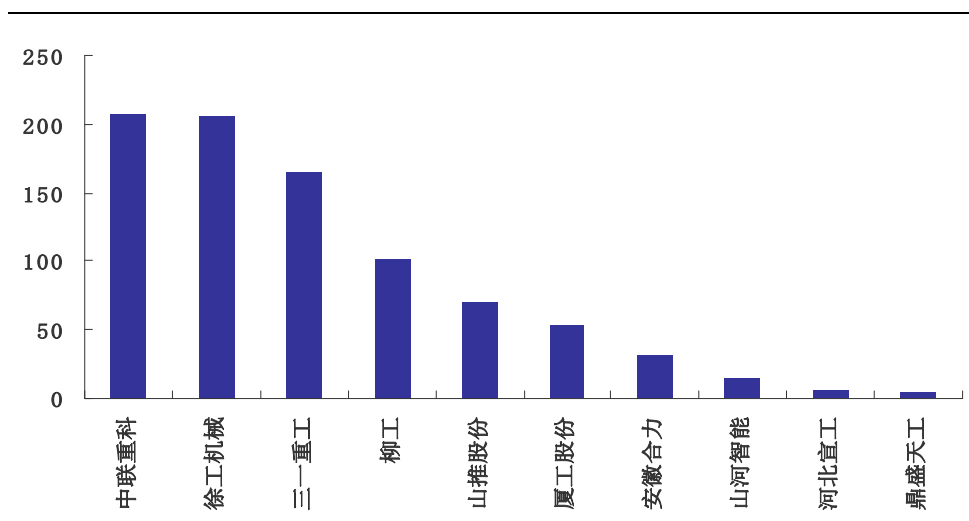
表 7 2009 年全球工程机械 50 强收入排名

排名	公司名称	公司英文名称	排名变化	国别	成立日期	销售额 (亿美元)	销售额增幅 (%)	营业利润 (亿美元)	营业利润增幅 (%)	营业利润率 (%)
1	卡特彼勒	Caterpillar Inc.	1→	美国	1925年	181.48	-42.94	-10.07	-155.85	-5.55
2	小松制作所	Komatsu Ltd.	2→	日本	1921年	137.43	-28.49	9.00	-54.72	6.55
3	日立建机	Hitachi Construction Machinery Co., Ltd.	4↑1	日本	1970年	59.82	-17.76	2.17	-59.67	3.62
4	利勃海尔	Liebherr Group	5↑1	德国	1949年	59.15	-24.27			
5	沃尔沃建筑设备	VOLVO CE	6↑1	瑞典	1927年	50.11	-29.61	-5.63	-345.32	-11.23
6	山特维克	Sandvik	7↑1	瑞典	1862年	45.84	-6.58	0.65	-89.75	1.43
7	特雷克斯	TEREX Corporation	3↓4	美国	1925年	40.43	-51.79	-4.60	-214.26	-11.38
8	阿特拉斯·科普柯	Atlas Copco	11↑3	瑞典	1873年	36.41	-9.41	4.88	-31.38	13.39
9	徐工集团	XCMG	15↑6	中国	1989年	34.85	32.36	3.38	14.97	9.69
10	中联重科	Zoomlion Heavy Industry	20↑10	中国	1992年	30.41	53.12	4.00	64.61	13.15
11	美卓	Metso	14↑3	芬兰	1871年	29.89	-16.95	2.66	-42.67	9.58
12	三一集团	Sany Group	18↑6	中国	1989年	29.73	26.40	4.72	97.49	15.88
13	神户制钢所	Kobe Steel, Ltd.	13→	日本	1911年	28.16	-23.19	0.86	-30.65	3.06
14	约翰迪尔	Deere & Company	8↓6	美国	1837年	26.34	-45.33	-0.83	-117.81	-3.15
15	斗山INFRACORE	Doosan Infracore Co., Ltd.	10↓5	韩国	1937年	25.12	-33.91	-1.94	-252.76	-7.72
16	马尼托瓦克	Manitowoc Cranes	12↓4	美国	1925年	22.85	-41.15	1.45	-73.90	6.35
17	JCB	J C Bamford Excavators Co., Ltd.	17→	英国	1945年	22.71	-22.33			
18	CNH	CNH Global	9↓9	美国	1999年	21.20	-52.51	-3.39	-392.24	-15.99
19	维特根集团	Wirtgen Group	19→	德国	1961年	17.00	-18.58			
20	柳工机械	Liugong Machinery Co., Ltd.	25↑5	中国	1958年	14.92	9.79	1.42	153.57	9.55
21	比塞洛斯国际公司	Bucyrus International Inc.	新进入	美国	1880年	12.85	0.19	2.93	15.94	22.78
22	豪士科(JLG)	Oshkosh Corporation(JLG)	16↓6	美国	1969年	11.39	-63.09	-11.06	-407.22	-97.03
23	多田野	Tadano Ltd.	21↓2	日本	1948年	11.29	-37.03	0.07	-93.87	0.59
24	住友重机械	Sumitomo Heavy Industries, Ltd.	23↓1	日本	1934年	11.12	-36.57	0.06	-92.78	0.56
25	现代重工	Hyundai Heavy Industries Co., Ltd.	24↓1	韩国	1973年	10.29	-26.57	-0.26	-128.93	-2.49

数据来源：CCM 安信证券研究中心

公司在国内的经营规模处于中游地位，2009 年达到 100 亿元的销售总额，净资产收益率超过 21%。有可能问鼎前三甲。

图 28 2009 年公司营业收入在业内处于领先水平（单位：亿元）



数据来源：WIND 安信证券研究中心

## 4. 未来公司产品及产能均有可能进一步扩张

公司未来两年将继续以工程机械为主导产业，不太可能向其它行业扩张，但在此期间将通过募投项目扩大产能及配件制造能力，并进一步丰富工程机械产品。并且不排除在更长的时间里，公司通过收购等形式向其它机械产品扩张的可能性。

### 4.1. 募投项目提升公司整体实力

募集项目投产后带来的相关产品产能增长，使公司增长空间得到拓展；堆土机产品也将形成一定产能；配套液压元件的产能提升则有利于提升盈利空间；租赁业务的推广将加快公司产品走向市场。

表 8 募集资金项目及所需资金明细 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	至今年年中已投入	新增产能
年产 10,000 台工程机械	15.84	0.20	年产 1 万台挖掘机
大吨位汽车、履带起重机	8.11	2.78	年产 5000 台中大吨位汽车起重机、履带起重机
柳工工程机械液压元件研发制造基地	11.07	0.38	年产工程机械液压元件 59.3 万套
柳工北部工程机械研发制造基地	9.14	2.92	年产装载机 5000 台、推土机 3000 台
中恒国际租赁有限公司增资	3.00	0	每年新增收入 1.38 亿元、净利润 0.37 亿元
补充流动资金	5.50	0	
<b>合计</b>	<b>52.66</b>	<b>6.28</b>	

数据来源：公司增发公告，安信证券研究中心

集团此次将认购 30 亿元，这虽然有尽量保证股权控制比例的原因，但也体现出集团对此次募投项目以及公司未来发展的信心。

### 4.2. 集团存在后续资产注入的可能

就目前资产来看，2012 年实现 250 亿元收入有一定难度，而未来 2015 年实现 500 亿元更是要靠并购或资产注入来完成。

#### 4.2.1. 集团目前还有经营混凝土机械的扬州柳工，但仍在培育期。

2003 年，柳工成功收购扬州机械厂，开始进军建设机械行业，但是受到其他诸多方面的因素制约，扬州柳工混凝土机械的系列产品，包括搅拌运输车、混凝土输送泵、搅拌站等产品的年销量一直在几十台之间徘徊。扬州柳工也一时陷入困局。

从 2008 年开始，这种困局逐渐被打破。公司不仅投入 1000 多万元进行技改和生产线的改造，还成立混凝土搅拌运输车和混凝土输送泵等研发项目组，到下半年，扬州柳工开发了大方量的新品种搅拌运输车，并完成样机的性能测试。2009 年，扬州柳工高水平的新产品开始批量生产并进入市场，目前已经拥有 8 立方、9 立方、10 立方、12 立方、14 立方共 18 种型号的系列产品。混凝土输送泵、搅拌站、泵车等产品正在研发中。

进入 2010 年之后，集团对战略布局进行了重大调整，将建设机械明确作为柳工四大战略核心产品之一。目前混凝土搅拌运输车的月产销量已经达到 120 台，而 2009 年扬州柳工一年的销量也不过近百台。

公司预计 2010 年混凝土搅拌运输车将销售 1000 台；2012 年实现销售收入 20 亿元以上；2015 年实现销售收入 50 亿元以上，进入行业前三。如果这一目标能够实现，我

们认为在 2012 年该资产就具备注入的可能性。

#### 4.2.2. 集团收购其它资产，做大做强的方针基本确立

根据广西壮族自治区人民政府“打造千亿元工业产业”的要求，以柳工集团为主组建广西柳工机械集团，发展战略中规划集团整机业务板块为工程机械、混凝土机械、建筑机械、矿山机械、农业机械等，而方式我们认为很可能是走兼并重组路线。

集团今年收购了柳州欧维姆机械股份有限公司，该公司前身是成立于 1966 年的柳州市建筑机械总厂，2009 年销售额近 11 亿元，企业总资产达 8.3 亿多元，是国内规模最大的预应力产品专业生产厂家，不论产品销量还是影响力，在行业都是排名靠前的民族品牌。

### 5. 未来三年的复合增长率 35%左右，给予增持-A 的评级

我们预计公司未来三年的净利润复合增长率在 35%左右。这一较快增长主要是今年业绩增长较快所致，明年这一增长率将降至 19%以下，而公司的合理股价大概在 29.5 元左右，给予增持-A 的投资评级。

#### 5.1. 未来三年的复合增长率 35%左右

- 主要业务收入预测前面已经分产品论述：装载机预计全年增幅在 40%左右，未来两年则在 10%左右；挖掘机预计今年增长 100%左右，未来两年的增长也将相对较快，年均增幅在 40%左右；起重机全年销售收入的增长将在 90%以上，虽然未来 2 年竞争将加大，但公司仍然有望保持增长，幅度在 25-30%之间；公司压路机今年增长在 50%左右，而随后两年的增长在 15%左右；（截止 8 月底，公司 2010 年收入超过 110 亿元，同比增长 60%，相当于去年全年销售收入）

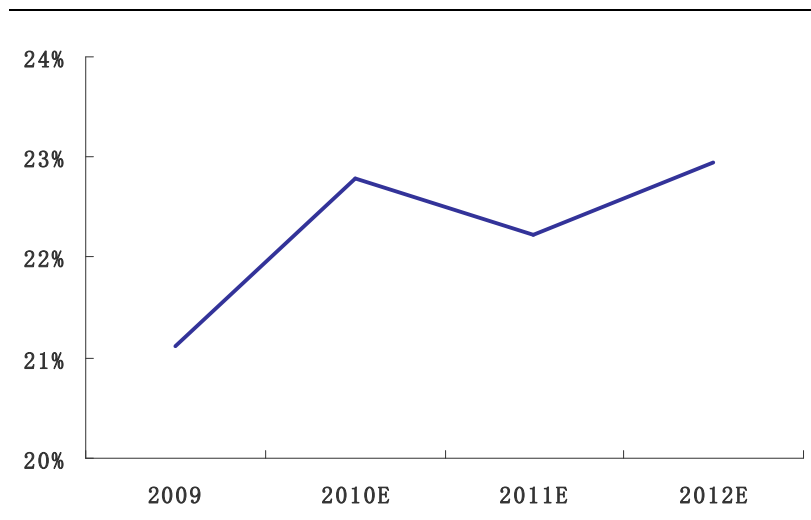
表 9 公司主要产品收入及毛利率预测表

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产品总收入	5,379.9	7,548.1	9,218.3	10,204.8	15,420.9	16,905.5	20,021.8
综合毛利率	18.3%	19.0%	16.0%	20.9%	22.8%	22.2%	22.9%
装载机	4,176.0	5,575.3	6,337.0	6,412.5	9,157.1	9,065.5	9,972.0
收入增速		33.5%	13.7%	1.2%	42.8%	-1.0%	10.0%
产品毛利率	19.2%	18.7%	15.1%	21.4%	23.6%	22.8%	22.8%
挖掘机	588.3	1,141.4	1,162.8	1,332.5	2,691.5	3,730.5	5,222.7
收入增速		94.0%	1.9%	14.6%	102.0%	38.6%	40.0%
产品毛利率	16.5%	20.7%	20.4%	23.5%	26.2%	25.5%	25.5%
起重机	-	-	369.8	552.0	1,048.8	1,324.1	1,721.3
收入增速				49.3%	90.0%	26.3%	30.0%
产品毛利率			13.0%	14.1%	14.1%	15.0%	22.4%
路面机械	115.6	326.9	542.5	875.4	1,313.1	1,494.9	1,719.2
收入增速		182.8%	66.0%	61.4%	50.0%	13.9%	15.0%
产品毛利率	8.6%	16.0%	15.8%	20.2%	20.2%	19.4%	19.4%
叉车		114.6	186.2	222.5	400.4	480.5	576.6
收入增速			62.5%	19.5%	80.0%	20.0%	20.0%
成本占比		1.5%	2.0%	2.3%	2.7%	3.0%	3.0%
产品毛利率		18.8%	17.5%	17.3%	18.8%	18.8%	18.8%

数据来源：公司定期报告，安信证券研究中心

- 我们预计行业明年下半年以后可能会出现更大的竞争，因此毛利率会有所回落，但随着公司的产品结构的优化、配套能力的提升以及整合效应的出现，我们预计未来几年公司的毛利率将回升，超过 23%。

图 29 公司综合毛利率预测



数据来源：公司年报 安信证券研究中心

- 公司财务费用率不高，上半年因有 1000 多万的汇兑收益，财务费用为-516 万元。下半年项目的提前投入将增加利息支出，但我们预计较好的管理能力使得其期间费用率未来两三年将稳定在 10% 左右，并且有一定下降空间。
- 过往三年公司投资收益波动较大，主要是因为柳州采埃孚的产品主要给出口产品做配套，而出口受 2008 年危机的影响较大，这使得公司 2009 年投资收益下降明显，但今年出口复苏使得投资收益又明显回升。我们预计出口的进一步复苏以及未来产品升级将使得公司的投资收益将保持稳定增长。
- 西部大开发的 15% 优惠所得税率将延续。
- 虽然今年增发完成的可能性不大，但我们出于谨慎原则，我们假设公司今年底完成增发，则预计公司完全摊薄后的 2010-2012 年 EPS 分别为 1.96 元、2.15 元和 2.68 元，净利润的复合增长率在 35% 左右。这一较快增长主要是今年业绩增长较快所至，明年这一增长率将降至 19% 以下。

## 5.2. 给予增持-A 的投资评级

综合公司的相对估值以及绝对估值情况来，我们认为公司的合理股价大概在 29.5 元左右，给予增持-A 的投资评级。

### 5.2.1. 相对估值

除公司外国内其余 8 家主要工程机械类上市公司如下表所示，按照 2010 年 9 月 10 日收盘价计算，其 2010 和 2011 年的动态市盈率均值为 17 倍和 14 倍。而公司对应的市盈率分别为 12 倍和 11 倍，低于行业平均水平。

根据我们的预测，公司 2010 年净利润增长率可能超过 80%，2011—2013 年仍然可能保持 15% 的年均复合增长率，公司作为一家优质的龙头企业，我们认为 2010 年合理动态市盈率为 15 倍，对应合理股价为 29.5 元左右。

表 10 国内 A 股工程机械类上市公司相对估值表 (2010-9-10)

代码	名称	股价	毛利率	净利润率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
600031	三一重工	26.49	32.34%	14.37%	14.98	11.99	3.87	8.48
000157	中联重科	10.85	25.72%	11.65%	14.37	11.81	2.58	7.16
600761	安徽合力	16.28	16.91%	4.14%	20.73	16.21	1.87	2.70
600815	厦工股份	10.91	14.47%	2.11%	13.63	11.10	1.44	3.98



002097	山河智能	15.93	26.62%	7.23%	29.73	23.07	4.52	5.03
000680	山推股份	13.70	14.68%	6.62%	12.99	10.70	1.50	3.22
600710	常林股份	10.61	8.56%	4.76%	18.41	15.54	3.51	4.41
000425	徐工机械	34.45	19.36%	8.27%	12.78	10.73	1.44	6.83

数据来源: wind, 安信证券研究中心

### 5.2.2. 绝对估值

- 我们采用公司自由现金流折现法, 主要前提假设: 无风险利率为 3.5%, 风险溢价为 7%, Beta 为 1.1, 永续增长率为 1%。对应的每股价值为 31.47 元左右, 高于相对估值法估算的合理股价。

表 11 权益 FCFE 估值

权益FCFE估值			主要假设			
显性预测	2,146.2	10.5%	无风险利率	3.50%		
半显性预测	8,828.0	43.2%	风险溢价	7.00%		
永续价值	9,484.0	46.4%	β 系数	1.10		
<b>权益价值</b>	<b>20,458.2</b>	<b>100.0%</b>	Rm	10.50%		
总股本	650.2		Ke	11.20%		
<b>每股权益价值</b>	<b>31.47</b>		半显性期增长	2.00%		
股价	23.40		永续增长率	1.00%		
Ke	永续增长率					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	27.41	28.57	29.95	31.64	33.75	36.47
11.00%	30.75	32.27	34.12	36.44	39.42	43.39
10.00%	34.81	36.85	39.39	42.66	47.02	53.13
9.00%	39.84	42.63	46.22	51.02	57.73	67.79
8.00%	46.20	50.15	55.42	62.79	73.86	92.30
7.00%	54.47	60.27	68.39	80.57	100.87	141.47
6.00%	65.63	74.58	87.99	110.35	155.08	289.24

数据来源: 安信证券研究中心

## 6. 风险提示

- 房地产与基建行业景气下滑抑制需求。**如前所述, 房地产和基础设施建设占工程机械的总需求比重较大, 作为国内经济的主要驱动因素, 我们认为二者在未来 2-3 年保持稳步发展, 但国内房地产业已经持续高速增长多年, 而基础设施建设也日益趋于完善, 如果这两个行业明显景气下滑, 工程机械用户购买产品的预期也会下降。
- 通胀导致钢材及零部件价格上涨。**作为中游产业, 工程机械厂商与上游原材料企业的议价能力相对有限, 以钢材为代表的原材料价格上涨, 一般下游用户可以承担大部分, 小部分尚需要公司自我消化。4 万亿投资导致国内资金投放大增, 存在未来通胀的隐忧, 有可能推动工程机械成本上行。
- 信贷规模紧缩导致购机资金面供给不足。**信贷资金规模不仅从源头上影响房地产的发展, 其对工程机械行业也有直接影响, 工程机械代理商信用销售的主要模式有三种, 分期付款、银行按揭和融资租赁。大约各占三分之一左右。分期付款和银行按揭与银行信贷政策直接相关, 融资租赁也需要银行的支持, 因此信贷规模紧缩将导致工程机械购买力下降。
- 工程机械行业产能过剩的压力。**由于目前各主要工程机械产商均有扩产计划, 如果未来需求下降, 行业将面临产能过剩的压力。



- **税率优惠可能取消。**公司目前享受西部大开发的优惠税率，今年该政策将到期。虽然我们认为目前西部仍然是国家重点鼓励投资的区域，这一优惠政策很可能延续，但如果取消，将给公司带来一定负面影响。
- **集团资产注入和收购均存在不确定性。**
- **明年出口未进一步复苏。**

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-9-10
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>9,268.4</b>	<b>10,183.0</b>	<b>15,420.9</b>	<b>16,905.5</b>	<b>20,021.8</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	7,785.3	8,032.4	11,906.6	13,148.4	15,429.2	营业收入增长率	22.1%	9.9%	51.4%	9.6%	18.4%
营业税费	22.7	48.5	75.6	82.8	98.1	营业利润增长率	-42.4%	154.6%	87.5%	9.5%	24.9%
销售费用	598.2	615.0	909.8	997.4	1,181.3	净利润增长率	-39.9%	154.6%	81.6%	9.4%	24.6%
管理费用	391.1	434.8	616.8	676.2	800.9	EBITDA 增长率	-23.0%	93.0%	76.2%	16.8%	25.7%
财务费用	107.8	36.2	10.0	10.0	10.0	EBIT 增长率	-28.7%	105.9%	81.8%	9.5%	24.8%
资产减值损失	18.8	43.7	99.2	14.3	28.0	NOPLAT 增长率	-23.8%	100.9%	75.2%	9.3%	24.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	71.4%	-39.4%	82.2%	56.6%	21.8%
投资和汇兑收益	37.3	-0.3	20.0	20.0	20.0	净资产增长率	12.8%	54.9%	106.0%	16.3%	17.5%
<b>营业利润</b>	<b>381.8</b>	<b>972.1</b>	<b>1,822.9</b>	<b>1,996.4</b>	<b>2,494.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	29.8	60.2	30.0	30.0	30.0	毛利率	16.0%	21.1%	22.8%	22.2%	22.9%
<b>利润总额</b>	<b>411.5</b>	<b>1,032.3</b>	<b>1,852.9</b>	<b>2,026.4</b>	<b>2,524.4</b>	营业利润率	4.1%	9.5%	11.8%	11.8%	12.5%
减: 所得税	69.5	164.8	277.9	304.0	378.7	净利润率	3.7%	8.5%	10.2%	10.2%	10.7%
<b>净利润</b>	<b>340.0</b>	<b>865.7</b>	<b>1,571.8</b>	<b>1,719.0</b>	<b>2,141.4</b>	EBITDA/营业收入	6.3%	11.0%	12.8%	13.7%	14.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	5.3%	9.9%	11.9%	11.9%	12.5%
货币资金	879.1	1,999.5	6,480.7	5,667.3	6,237.7	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	40	39	68	88
应收帐款	826.2	1,083.0	1,290.7	1,415.0	1,675.8	流动营业资本周转天数	59	40	21	33	32
应收票据	234.2	619.8	845.0	926.3	1,097.1	流动资产周转天数	149	201	221	253	226
预付帐款	99.4	217.1	217.1	217.1	217.1	应收帐款周转天数	28	33	27	28	27
存货	2,436.9	2,227.9	3,203.4	3,537.5	4,151.1	存货周转天数	82	84	65	73	70
其他流动资产	-	734.1	0.0	0.0	-	总资产周转天数	205	280	291	348	336
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	114	105	74	112	128
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	109.2	120.4	120.0	120.0	120.0	ROE	12.9%	21.1%	18.6%	17.5%	18.6%
投资性房地产	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	ROA	5.5%	9.1%	10.2%	10.0%	10.7%
固定资产	951.9	1,293.1	2,054.3	4,322.7	5,475.6	ROIC	20.9%	24.4%	70.6%	42.4%	33.7%
在建工程	312.3	195.7	117.4	70.5	42.3	<b>费用率</b>					
无形资产	308.4	399.7	373.1	348.4	325.2	销售费用率	6.5%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%
其他非流动资产	111.9	671.6	676.3	676.3	676.3	管理费用率	4.2%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>资产总额</b>	<b>6,272.5</b>	<b>9,565.1</b>	<b>15,381.2</b>	<b>17,304.2</b>	<b>20,021.4</b>	财务费用率	1.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	1,292.7	1,229.0	1,229.0	1,229.0	1,229.0	三费/营业收入	11.8%	10.7%	10.0%	10.0%	9.9%
应付帐款	897.0	2,238.2	3,262.1	3,602.3	4,227.2	<b>偿债能力</b>					
应付票据	629.7	1,413.8	1,957.2	2,161.4	2,536.3	资产负债率	57.7%	57.1%	45.0%	43.1%	42.3%
其他流动负债	121.5	170.2	171.5	171.5	171.5	负债权益比	136.5%	132.9%	81.8%	75.8%	73.2%
长期借款	34.2	198.6	198.6	198.6	198.6	流动比率	1.51	1.36	1.85	1.67	1.66
其他非流动负债	630.7	207.5	200.8	200.8	200.8	速动比率	0.68	0.91	1.35	1.16	1.13
<b>负债总额</b>	<b>3,620.7</b>	<b>5,457.3</b>	<b>6,919.3</b>	<b>7,463.6</b>	<b>8,463.4</b>	利息保障倍数	4.54	27.83	183.29	200.64	250.44
<b>少数股东权益</b>	<b>11.8</b>	<b>10.7</b>	<b>13.8</b>	<b>17.3</b>	<b>21.6</b>	<b>分红指标</b>					
股本	472.5	650.2	800.2	800.2	800.2	DPS(元)	0.33	0.08	0.39	0.43	0.54
留存收益	2,170.8	3,449.0	7,648.0	9,023.1	10,736.3	分红比率	62.5%	5.8%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>2,651.7</b>	<b>4,107.8</b>	<b>8,461.9</b>	<b>9,840.6</b>	<b>11,558.0</b>	股息收益率	1.4%	0.3%	1.7%	1.8%	2.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	342.0	867.4	1,571.8	1,719.0	2,141.4	EPS(元)	0.52	1.33	1.96	2.15	2.68
加: 折旧和摊销	103.8	126.6	143.7	303.2	398.4	BVPS(元)	4.08	6.32	10.58	12.30	14.44
资产减值准备	18.7	43.0	99.2	14.3	28.0	PE(X)	44.7	17.6	11.9	10.9	8.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.7	3.7	2.2	1.9	1.6
财务费用	10.0	95.8	54.9	10.0	10.0	P/FCF	27.5	8.4	-69.4	-31.6	25.1
投资收益	-37.3	0.3	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	1.6	1.5	1.2	1.1	0.9
少数股东损益	2.0	1.7	3.1	3.4	4.3	EV/EBITDA	20.8	11.9	7.3	6.6	5.2
营运资金的变动	-1,125.5	107.7	48.6	-9.4	-73.3	CAGR(%)	71.4%	35.2%	18.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-583.0</b>	<b>1,538.4</b>	<b>1,856.4</b>	<b>2,020.5</b>	<b>2,488.8</b>	PEG	0.6	0.5	0.6	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-554.2</b>	<b>-494.2</b>	<b>-45.6</b>	<b>-2,480.1</b>	<b>-1,480.1</b>	ROIC/WACC	2.0	2.3	6.7	4.0	3.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,617.1</b>	<b>56.0</b>	<b>2,767.1</b>	<b>-353.8</b>	<b>-438.3</b>	REP	1.7	2.6	0.5	0.6	0.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

林晟, CFA, 机械行业分析师。毕业于厦门大学, 经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律焱	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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: 200122

### 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