

2011年01月20日

专用设备

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 32.61

# 柳工(000528)

目标价(元):

成功增发为后续增长奠定基础

投资评级: A--未评级(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

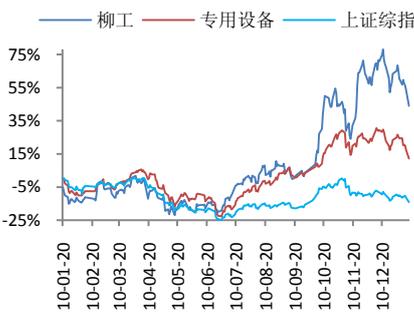
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

## 公司基本数据

总股本(万股)	75016.14
流通 A 股/B 股(万股)	65015.08/0.00
资产负债率(%)	62.78
每股净资产(元)	7.94
市净率(倍)	4.11
净资产收益率(加权)	24.43
12 个月内最高/最低价	40.85/17.58

## 股价走势图



## 相关研究报告

### ◎事项:

1月20日柳工公告柳工成功定向向柳工集团、中邮基金、南方基金和易方达基金等机构以每股30元发行1亿股,募集资金总额为30亿元,扣除发行费用3339万元,募集资金净额29.67亿元。

### ◎主要观点:

◆成功增发为未来增长奠定基础。柳工募集资金投资项目均是和柳工未来五年规划相互融合的,大部分项目已经开始建设,挖掘机2010年产量已经达到5500台,推土机和起重机项目一期已经开始投产,未来2年除液压件项目,其他项目都会贡献利润。增发的成功将为公司未来主营业务增长奠定基础。

◆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。

◆国际并购有望继续突破。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,李东辉曾先后任职晨宝马汽车、美国康明斯公司高级副总裁、财务总监等职务。我们可以合理猜测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,后续有望继续在国际并购中获得突破。

◆盈利预测与估值。增发前我们预测2010、2011、2012年每股收益分别为2.48元、3.02元和3.64元,以增发1亿股摊薄测算,2010、2011、2012年每股收益摊薄之后分别为2.16元、2.63元和3.28元。1月17日公司停牌前一天的收盘价是32.61元,对应2010、2011、2012年摊薄每股收益的市盈率分别是15.10X、12.40X和9.94X。

	2008A	2009A	2010Q3	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	9268.38	10182.96	3593.36	16292.74	19551.29	23461.55
同比增速(%)	21.34	9.87	-23.50	60.00	20.00	20.00
净利润(百万)	340.04	865.69	342.94	1614.52	1960.26	2365.73
同比增速(%)	-40.65	154.58	-35.13	86.50	21.41	20.68
毛利率(%)	16.00	21.12	20.92	23.31	23.31	23.31
每股盈利(元)	0.72	1.33	0.53	2.48	3.02	3.64
ROE(%)	12.90	21.12	6.62	29.28	27.69	26.14
PE(倍)	57.64	10.87		13.13	10.82	8.96

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	9565.13	12302.99	13994.10	18206.25
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	9565.13	12302.99	13994.10	18206.25

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	1121.27	-3068.92	4119.40	-2474.78

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	1032.29	1927.04	2349.75	2826.80
所得税	164.85	306.91	382.11	453.77
<b>净利润</b>	867.44	1620.13	1967.64	2373.03
少数股东损益	1.75	5.61	7.39	7.30
<b>归属母公司净利润</b>	865.69	1614.52	1960.26	2365.73
<b>EBITDA</b>	1201.76	2257.75	2722.72	3252.85
<b>EPS (元)</b>	1.33	2.48	3.02	3.64

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.29	1.49	1.49	1.46
应收帐款周转率	11.31	13.53	12.74	12.53
应付帐款周转率	7.62	8.47	8.79	8.29
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	9.25	13.13	10.82	8.96
P/B	1.95	3.84	2.99	2.34
EV/EBITDA	6.36	10.46	7.26	6.84

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

## 风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本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承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。