

# 柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级：买入 维持评级

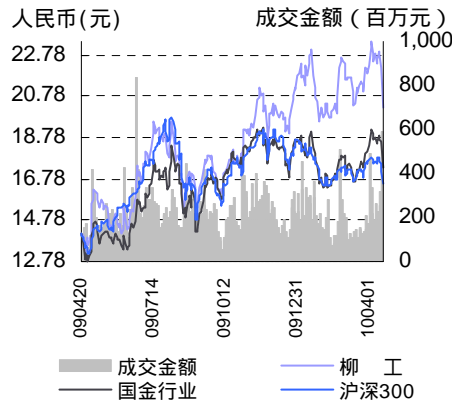
业绩点评

市价(人民币)：20.23元  
目标(人民币)：27.00-30.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	650.15
总市值(百万元)	13,152.77
年内股价最高最低(元)	23.42/13.25
沪深300指数	3176.42
深证成指	11644.58



## 相关报告

- 1.《经营已入佳境》，2010.3.26
- 2.《路遥知马力》，2009.12.29
- 3.《投资损失重复计算,3季度业绩调增6分》，2009.11.13

## 1 季度业绩超预期

### 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.523	1.332	1.802	2.118	2.491
每股净资产(元)	5.59	5.10	6.34	7.98	10.08
每股经营性现金流(元)	-1.24	3.87	1.40	1.57	2.05
市盈率(倍)	18.09	16.32	11.23	9.55	8.12
行业优化市盈率(倍)	31.82	9.62	16.76	16.76	16.76
净利润增长率(%)	-39.89%	154.58%	35.34%	17.53%	17.60%
净资产收益率(%)	12.88%	26.12%	25.92%	25.59%	24.80%
总股本(百万股)	472.46	650.16	650.16	650.16	650.16

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司公布 2010 年 1 季度业绩，实现营业收入 3,461 百万元，同比增长 56.71%；归属于母公司所有者的净利润为 389 百万元，同比增长 156.97%，每股 EPS 为 0.60 元，远好于市场预期。

### 经营分析

- **营收创出新高**：受益于工程机械产品的热销，公司 1 季度的营业收入创出历史新高，超出市场预期。据统计，公司的装载机 1 季度销量达到约 9,500 台，同比增长近 50%；挖掘机销量约 1,250 台，同比增长 80%；汽车起重机销量约 450 台，同比增长约 54%。
- **毛利率处于高位**：1 季度的毛利率为 24.49%，与 03 年 2 季度的历史峰值相当，这是导致业绩超预期的主要因素，应与销售旺盛但钢材价格还处于低位有关。而今年 4 月以来，在铁矿石协议价格上涨带动下，钢价相对于 09 年 4 季度已上涨 15~20%，考虑到钢材价格与需求的关联性，预计将对未来公司的毛利率产生不利影响。
- **各项费用控制较好**：公司 1 季度的销售费用率为 5.93%，仍处于正常波动范围；而管理费用率为 3.18%，由于销售增长明显，费用率比 09 年 1 季度的 3.54%和 4 季度的 4.50%均有所下降。
- **应收、应付账款增加较快**：1 季度末，公司的应收账款为 1,903 百万元，相比 09 年 1 季度的 1,094 百万元和 4 季度的 1,012 百万元均增加较快。1 季度末，公司的应付账款为 2,102 百万元，相比 09 年 1 季度的 1,445 百万元和 4 季度的 1,567 百万元也有明显增加。当期经营性现金流为 192 百万元，低于上年同期的 534 百万元。
- **风险提示**：目前国务院出台了严厉的房地产调控措施，可能对房地产投资产生较大负面影响，并影响地方固定资产投资，从而对公司产品的市场需求产生不利影响。

### 投资建议

- 虽然公司的装载机需求受房地产投资影响较小，1 季度业绩超预期较多，但从谨慎角度出发，我们仅将 10-11 年的 EPS 预测由原先的 1.64 和 2.04 元上调为 1.80 和 2.12 元，维持“买入”评级。

## 分项业务预测

图表1：分项业务预测

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>装载机</b>					
平均售价(千元/台)	224.20	229.92	234.52	234.52	234.52
增长率(YOY)	8.58%	2.55%	2.00%	0.00%	0.00%
销售数量(台)	28,923	29,300	33,109	35,758	37,546
增长率(YOY)	7.11%	1.30%	13.00%	8.00%	5.00%
销售收入(百万元)	6,484.40	6,736.60	7,764.61	8,385.77	8,805.06
增长率(YOY)	16.31%	3.89%	15.26%	8.00%	5.00%
毛利率	14.95%	21.66%	22.50%	22.50%	22.00%
销售成本(百万元)	5,514.98	5,277.45	6,017.57	6,498.97	6,867.95
增长率(YOY)	21.68%	-4.31%	14.02%	8.00%	5.68%
毛利(百万元)	969.42	1,459.15	1,747.04	1,886.80	1,937.11
增长率(YOY)	-7.03%	50.52%	19.73%	8.00%	2.67%
占总销售额比重	69.96%	66.16%	62.14%	58.13%	53.22%
占主营业务利润比重	65.36%	67.85%	63.80%	59.26%	53.07%
<b>挖掘机</b>					
平均售价(千元/台)	453.66	476.35	500.17	510.17	520.38
增长率(YOY)	-9.35%	5.00%	5.00%	2.00%	2.00%
销售数量(台)	2,579	2,960	4,000	4,800	6,240
增长率(YOY)	21.94%	14.77%	35.14%	20.00%	30.00%
销售收入(百万元)	1,170.00	1,410.00	2,000.68	2,448.83	3,247.14
增长率(YOY)	2.54%	20.51%	41.89%	22.40%	32.60%
毛利率	22.83%	23.87%	24.00%	24.00%	24.00%
销售成本(百万元)	902.89	1,073.43	1,520.51	1,861.11	2,467.83
增长率(YOY)	-0.21%	18.89%	41.65%	22.40%	32.60%
毛利(百万元)	267.11	336.57	480.16	587.72	779.31
增长率(YOY)	13.08%	26.00%	42.66%	22.40%	32.60%
占总销售额比重	12.62%	13.85%	16.01%	16.97%	19.63%
占主营业务利润比重	18.01%	15.65%	17.53%	18.46%	21.35%
<b>路面机械</b>					
销售收入(百万元)	472.21	604.00	724.80	797.28	797.28
增长率(YOY)	44.48%	27.91%	20.00%	10.00%	0.00%
毛利率	15.81%	21.34%	22.00%	22.00%	22.00%
销售成本(百万元)	397.55	475.11	565.34	621.88	621.88
增长率(YOY)	44.80%	19.51%	18.99%	10.00%	0.00%
毛利(百万元)	74.66	128.89	159.46	175.40	175.40
增长率(YOY)	42.79%	72.64%	23.71%	10.00%	0.00%
占总销售额比重	5.09%	5.93%	5.80%	5.53%	4.82%
占主营业务利润比重	5.03%	5.99%	5.82%	5.51%	4.81%
<b>汽车起重机</b>					
平均售价(千元/台)	339.80	378.38	461.63	553.96	664.75
增长率(YOY)	11.36%	11.36%	22.00%	20.00%	20.00%
销售数量(台)	800	1,300	2,000	2,800	3,500
增长率(YOY)		62.50%	53.85%	40.00%	25.00%
销售收入(百万元)	271.84	491.90	923.26	1,551.07	2,326.61
增长率(YOY)		80.95%	87.69%	68.00%	50.00%
毛利率	10.00%	14.00%	17.00%	20.00%	22.00%
销售成本(百万元)	244.65	423.03	766.30	1,240.86	1,814.76
增长率(YOY)		72.91%	81.14%	61.93%	46.25%
毛利(百万元)	27.18	68.87	156.95	310.21	511.85
增长率(YOY)		153.34%	127.91%	97.65%	65.00%
占总销售额比重	2.93%	4.83%	7.39%	10.75%	14.06%
占主营业务利润比重	1.83%	3.20%	5.73%	9.74%	14.02%
<b>配件及其它</b>					
销售收入(百万元)	869.93	940.46	1,081.53	1,243.76	1,368.13
增长率(YOY)	58.31%	8.11%	15.00%	15.00%	10.00%
毛利率	16.64%	16.70%	18.00%	18.00%	18.00%
销售成本(百万元)	725.20	783.37	886.82	1,019.84	1,121.83
增长率(YOY)	66.12%	8.02%	13.21%	15.00%	10.00%
毛利(百万元)	144.73	157.09	194.71	223.92	246.31
增长率(YOY)	28.12%	8.53%	23.95%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	9.39%	9.24%	8.66%	8.62%	8.27%
占主营业务利润比重	9.76%	7.30%	7.11%	7.03%	6.75%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	5	5	7	13
买入	0	4	5	5	13
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.44	1.47	1.45	1.53

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-20	买入	12.87	N/A
2 2009-04-30	买入	15.59	N/A
3 2009-06-23	买入	15.84	18.00 ~ 18.99
4 2009-08-18	买入	15.98	N/A
5 2009-10-30	买入	18.37	N/A
6 2009-11-13	买入	19.88	N/A
7 2009-12-29	买入	21.17	28.60 ~ 31.28
8 2010-03-26	买入	21.78	N/A

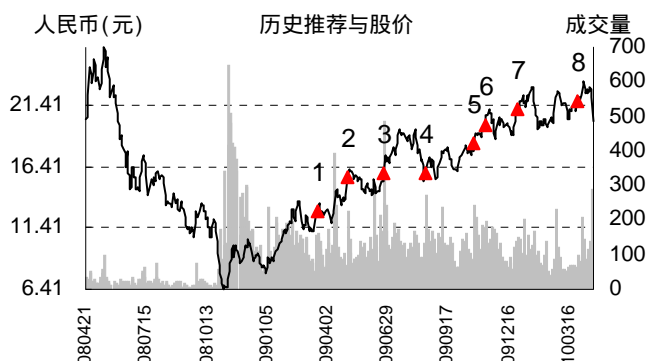
来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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、复印件或复制品，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室