

一季度业绩超预期，维持推荐评级

推荐（维持）

柳工（000528）10年一季度点评

投资要点：

- ✧ **业绩超出我们预期。**2010年一季度公司实现营业收入34.61亿元，同比增长56.71%，归属母公司净利润3.89亿元，同比增长157.0%，对应每股收益0.60元，业绩再次超出我们预期。
- ✧ **主导产品的热销是主营收入增长的主因。**2010年一季度公司实现34.6亿元，同比增长56.7%，主要得益于公司主导产品销量的增长；分产品销量数据看，一季度公司销售装载机9,508台，同比增长48%；销售挖掘机1,243台，同比增长近80%；销售起重机425台，同比增长46%。公司产品销量的大幅增长同时体现了我们基建投资及房地产投资的持续旺盛。
- ✧ **毛利率水平创历史新高，管理费用略有下降。**第一季度公司毛利率达到24.0%，同比大幅提升4.2个百分点，环比提高2.5个百分点，主要受益于去年钢材存货成本较低及2010年初公司部分装载机产品提价3%-5%。2010年一季度公司营业费用率、管理费用率分别为5.9%和3.2%，营业费用率上升0.8个百分点，管理费用率降低0.3个百分点，体现管理效率的提升。
- ✧ **维持“推荐”投资评级。**尽管公司一季度业绩超出我们的预期，但考虑到下半年宏观调控带来的不确定性，特别是打压房价政策实施后可能会导致后期房地产投资减少，我们保守预计公司2010、2011每股收益分别为1.67元和1.90元，对应市盈率分别为10.62倍和9.32倍，估值优势明显，我们维持公司推荐投资评级。
- ✧ **风险提示：**产品销量低于预期；房地产行业景气度下降对工程机械行业的影响；出口业务低于预期。

公司主要财务指标预测表

（亿元）	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	92.68	101.83	122.20	146.63
同比%	22.07%	9.87%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润	3.40	8.66	10.83	12.34
同比%	-39.89%	154.58%	25.12%	13.95%
毛利率%	16.00%	21.12%	21.00%	20.50%
ROE%	13.00%	21.00%	20.00%	20.00%
每股收益(元)	0.52	1.33	1.67	1.90
每股净资产(元)	4.02	6.34	8.33	9.49
市净率(倍)	5.03	3.19	2.43	2.13
市盈率(倍)	33.84	13.29	10.62	9.32

2010年4月20日

莫景成

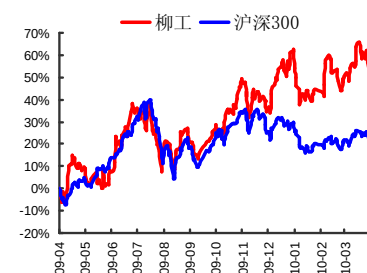
电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据 2009年10月28日

收盘价(元)	20.23
总股本(万股)	65016
流通A股股本(万股)	65014
12月最高价(元)	23.90
12月最低价(元)	15.70

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

表 1：公司盈利预测（百万元，%）

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	9,268.38	10,182.96	12,219.56	14,663.47
营业总成本	8,923.90	9,210.64	10,993.72	13,266.78
营业成本	7,785.27	8,032.40	9,653.45	11,657.46
营业税金及附加	22.71	48.49	36.66	43.99
销售费用	598.20	615.03	733.17	879.81
管理费用	391.10	434.84	525.44	630.53
财务费用	107.81	36.22	30.00	35.00
资产减值损失	18.80	43.66	15.00	20.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.29	-0.27	10.00	10.00
其中 对联营和合营投资	36.55	-0.85	0.00	0.00
营业利润	381.76	972.05	1,235.83	1,406.68
加 营业外收入	39.11	62.77	60.00	70.00
减 营业外支出	9.35	2.53	4.00	5.00
利润总额	411.53	1,032.29	1,291.83	1,471.68
减 所得税	69.50	164.85	206.69	235.47
实际所得税率	16.89%	15.97%	16.00%	16.00%
净利润	342.02	867.44	1,085.14	1,236.21
减 少数股东损益	1.98	1.75	2.00	2.00
归母公司所有者的净利润	340.04	865.69	1,083.14	1,234.21
最新总股本(万股)	65,016	65,016	65,016	65,016
基本每股收益(元)	0.52	1.33	1.67	1.90
市盈率（倍）	33.84	13.29	10.62	9.32

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 2：公司单季度利润表（百万元，%）

时间	1Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10
一、营业总收入	2458.22	2208.50	2780.39	2300.98	2893.09	3460.90
营业收入	2458.22	2208.50	2780.39	2300.98	2893.09	3460.90
同比增长率（%）	61.31%	-10.16%	-11.96%	14.03%	77.05%	56.71%
二、营业总成本	2291.01	2029.86	2520.97	2071.03	2588.78	2997.63
营业成本	2040.34	1764.04	2200.19	1808.83	2259.34	2613.39
毛利率（%）	17.00%	20.13%	20.87%	21.39%	21.91%	24.49%
营业税金及附加	6.61	7.48	18.96	11.60	10.45	17.44
销售费用	127.73	112.07	181.39	135.43	186.13	205.30
销售费用率（%）	5.20%	5.07%	6.52%	5.89%	6.43%	5.93%

管理费用	74.62	78.22	108.40	118.00	130.22	109.99
管理费用率 (%)	3.04%	3.54%	3.90%	5.13%	4.50%	3.18%
财务费用	12.31	28.98	9.40	(1.84)	(0.32)	(2.23)
财务费用率 (%)	0.50%	1.31%	0.34%	-0.08%	-0.01%	-0.06%
三项费用	214.66	219.27	299.20	251.59	316.03	313.06
三项费用率 (%)	8.73%	9.93%	10.76%	10.93%	10.92%	9.05%
资产减值损失	29.40	39.07	2.63	(1.00)	2.95	53.74
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.50	1.14	1.31	(4.38)	1.66	3.54
四、营业利润	169.71	179.78	260.73	225.57	305.98	466.81
同比增长率 (%)	30.35%	5.93%	-3.51%	794.87%	-466.95%	159.66%
加：营业外收入	1.48	5.88	4.76	8.75	43.38	4.02
减：营业外支出	0.69	0.07	0.19	0.53	1.74	1.72
五、利润总额	170.50	185.59	265.29	233.79	347.62	469.11
减：所得税	31.00	33.89	46.37	36.09	48.50	79.26
实际所得税率 (%)	18.18%	18.26%	17.48%	15.44%	13.95%	16.90%
六、净利润	139.50	151.70	218.93	197.70	299.11	389.85
同比增长率 (%)	31.22%	8.75%	-3.56%	846.52%	-759.20%	156.99%
减：少数股东损益	0.06	0.31	0.94	1.23	(0.73)	0.82
归属于母公司所有者的净利润	139.44	151.39	217.98	196.47	299.85	389.04
同比增长率 (%)	31.84%	8.57%	-4.30%	799.43%	-711.72%	156.97%

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 3：公司主要指标

	2007-3-31	2008-3-31	2009-3-31	2010-3-31
盈利能力与收益质量				
营业费用 (万元)	9,299.52	12,773.07	11,207.11	20,530.30
营业费用率 (%)	6.10	5.20	5.07	5.93
管理费用 (万元)	5,789.72	7,461.61	7,822.24	10,998.99
管理费用率 (%)	3.80	3.04	3.54	3.18
财务费用 (万元)	182.60	1,231.49	2,897.85	-223.39
财务费用率 (%)	0.12	0.50	1.31	-0.06
销售毛利率 (%)	19.80	17.00	20.13	24.49
资本结构与偿债能力				
短期借款 (万元)	22,496.39	87,418.25	110,330.89	124,727.70
长期借款 (万元)	31.17	31.57	3,417.00	19,857.71
资产负债率 (%)	47.04	59.31	61.84	59.21
流动比率	1.70	1.33	1.40	1.33
速动比率	0.85	0.69	0.72	0.94

营运能力

存货周转率 (次)	0.88	1.01	0.70	1.13
应收账款周转率 (次)	2.68	2.86	2.11	2.37
总资产周转率 (次)	0.44	0.47	0.32	0.34

现金流量

经营现金流量净额(万元)	-19765.84	-22844.07	53448.37	19225.39
同比增长率 (%)	-374.04	15.57	333.97	-64.03

成长能力

营业利润增长率 (%)	41.48	30.36	5.93	159.66
利润总额增长率 (%)	46.23	26.18	8.85	152.77
净利润增长率 (%)	40.52	31.84	8.57	156.97

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下,本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内,行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内,行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内,行业指数表现弱于市场指数 5%以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼