

扎实稳健，步步为营

增持(持平)

投资要点:

- 保持稳健经营策略，装载机表现稍逊行业，挖掘机如期放量；
- 由于销量大幅增长，规模效应显著，毛利率达到历史最高水平；
- 继续表现出口竞争力。

报告摘要:

- 保持稳健经营策略，装载机表现稍逊行业，挖掘机如期放量。时隔6年装载机销量增速再度出现超过50%的增长，达到65.3%。而柳工继续保持了稳健的经营策略，新增产能规划相对谨慎，再加上5月份停电的影响，上半年装载机销售增速稍逊于行业，达到44.9%。由于挖掘机技术改造项目达产，产能实现释放，上半年公司挖掘机销售增速略超行业达到105.3%。
- 由于销量大幅增长，规模效应显著，毛利率达到历史最高水平。在销量大幅度增长的情况下，相对低毛利率的产品会表现出更强的毛利率弹性。再加上盈利能力更强的挖掘机产品收入占比增加，上半年公司毛利率达到22.5%的历史最高水平。由于装载机行业竞争格局平稳，我们预期目前的毛利率水平可以保持。
- 继续表现出口竞争力。由于公司海外市场销售网络体系健全，公司2009年装载机出口表现明显优于行业，在高基数影响下今年上半年装载机出口量增速逊于行业，但从金额上看则与行业增长接近，体现公司出口结构继续优化，海外市场优势得到进一步加强。
- 扎实稳健的策略使我们看好公司的长远发展前景。扎实稳健是柳工留给我们的突出印象，尽管增速有可能略逊于行业，但是抗风险能力也更强，此前公司规划发展的新业务均如期实现了目标，国际市场开拓也稳步推进，我们继续看好公司的长远发展前景。
- 盈利预测。上调公司2010、2011年每股收益至2.24、2.56元。目前股价动态市盈率仅10.6倍，价格偏低，维持“增持”评级。

| 主要经营指标 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E |
|---------|--------|--------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 9268 | 10183 | 15300 | 18405 |
| 同比增长率 | 22.1% | 9.9% | 50.3% | 20.3% |
| 净利润 | 342 | 867 | 1462 | 1667 |
| 同比增长率 | -39.7% | 153.6% | 68.6% | 14.0% |
| 每股收益(元) | 0.52 | 1.33 | 2.24 | 2.56 |
| 净资产收益率 | 12.9% | 21.1% | 28.6% | 26.6% |

分析师

杜朴

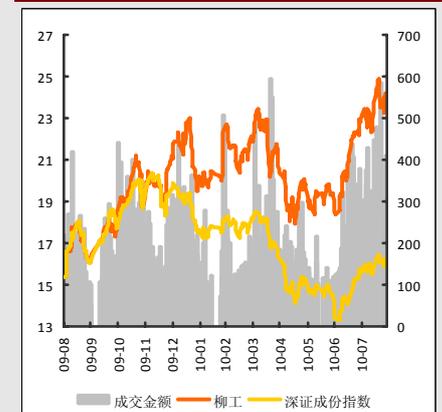
电话: 010-88085971

Email: dupu@hysec.com

公司数据

| | |
|----------|------------|
| 总股本(万股) | 65016 |
| 流通股(万股) | 65015 |
| 每股净资产 | 7.41 |
| 主要股东 | 广西柳工集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 38.7% |

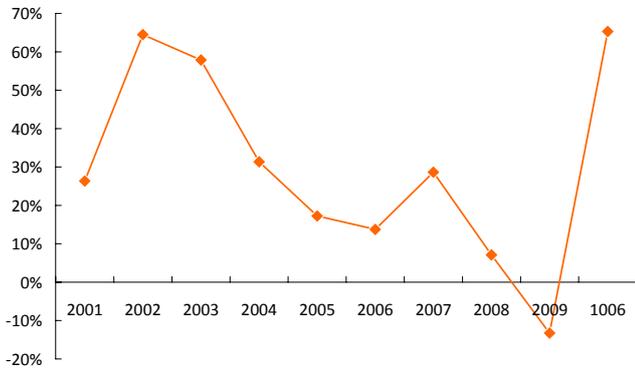
市场表现



相关研究

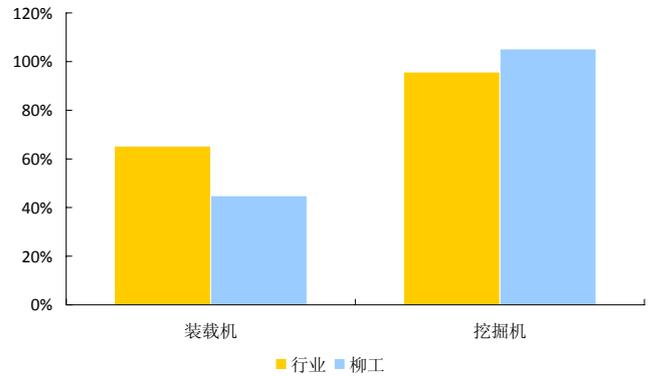
宏源证券 * 公司研究 * 柳工: 稳健发展、峥嵘初显 * 000528 * 机械行业 * 杜朴

图 1: 时隔 6 年装载机销量再现高速增长



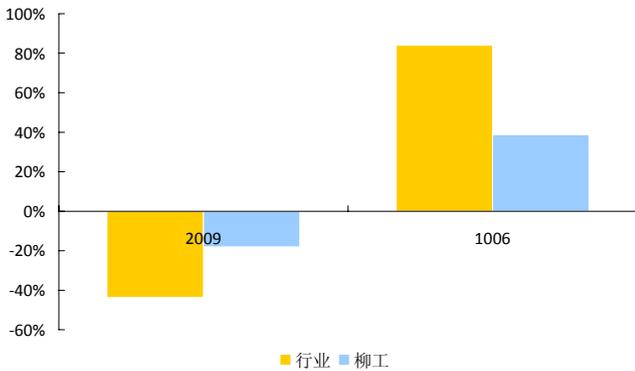
数据来源: 工程机械协会、宏源证券研究所

图 2: 上半年装载机销量增速逊于行业



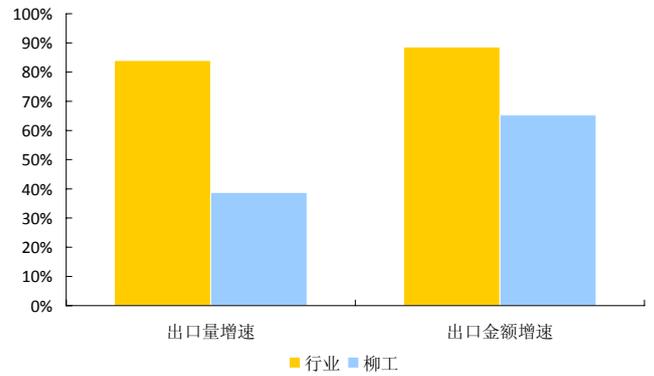
数据来源: 工程机械协会、宏源证券研究所

图 3: 柳工出口表现更加平稳



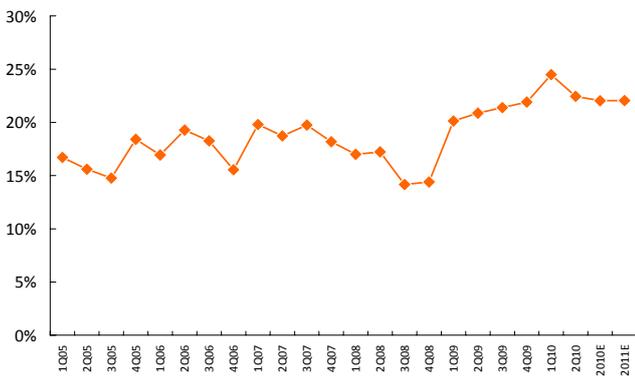
数据来源: 海关、宏源证券研究所

图 4: 上半年出口结构继续优化



数据来源: 海关、宏源证券研究所

图 5: 上半年季度毛利率创出新高



数据来源: 宏源证券研究所

表 1: 柳工预测利润表

| 利润表 (百万元) | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 9268 | 10183 | 15300 | 18405 |
| 土石方机械 | 7370 | 7955 | 11594 | 13838 |
| 其他工程机械及配件 | 1898 | 2228 | 3706 | 4568 |
| 毛利率 | 16.0% | 20.8% | 22.0% | 22.0% |
| 土石方机械 | 16.2% | 22.0% | 23.9% | 23.8% |
| 其他工程机械及配件 | 15.3% | 16.5% | 16.2% | 16.8% |
| 减: 营业成本 | 7785 | 8032 | 11894 | 14318 |
| 营业税金及附加 | 23 | 48 | 69 | 74 |
| 销售费用 | 598 | 615 | 918 | 1104 |
| 管理费用 | 391 | 435 | 597 | 764 |
| 财务费用 | 108 | 36 | 0 | 65 |
| 资产减值损失 | 19 | 44 | 80 | 90 |
| 加: 投资收益 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 382 | 972 | 1742 | 1990 |
| 加: 其他非经营损益 | 30 | 60 | 30 | 30 |
| 利润总额 | 412 | 1032 | 1772 | 2020 |
| 减: 所得税费用 | 70 | 165 | 310 | 354 |
| 净利润 | 342 | 867 | 1462 | 1667 |
| 减: 少数股东损益 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| 归属母公司所有者的净利润 | 340 | 866 | 1459 | 1663 |
| 全面摊薄每股收益 | 0.52 | 1.33 | 2.24 | 2.56 |
| 增长率 | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入 | 22.1% | 9.9% | 50.3% | 20.3% |
| 营业利润 | -48.7% | 185.4% | 75.9% | 14.2% |
| 净利润 | -39.7% | 153.6% | 68.6% | 14.0% |

数据来源: Wind、宏源证券研究所

分析师简介:

杜朴: 宏源证券研究所机械行业研究员, 天津大学工学硕士、管理学博士, 2009 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 中国一重、二重重装、三一重工、柳工、徐工机械、安徽合力、中国南车、巨力索具。

宏源证券机构销售团队

| 华北区域 | 华东区域 | 华南区域 |
|--|---|---|
| 李晔 010-88085956 liye@hysec.com | 曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com | 雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com |
| 牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com | 刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com | |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上 |
| | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20% |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上 |
| | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
| | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。