

规模效应使费用率持续下降

增持(持平)

投资要点:

- 📖 成本费用率下降驱动净利润增幅超预期;
- 📖 产能提升推动未来发展;
- 📖 需求强劲奠定未来收入基础。

报告摘要:

- **成本费用率下降驱动净利润增幅超预期。**柳工 1-9 月收入达到 117.5 亿元,同比增长 61%。归属母公司净利润达到 12.61 亿元,同比增长 122.79%。净利润的大幅攀升主要归结于收入的平稳增长以及成本费用率的下降。装载机核心制造能力项目和挖掘机技术改造项目将推动未来产能、销量及市场份额的提升。柳工 1-9 月的销售毛利率提升 1.78 个百分点至 2.58%, 产能扩张带来的规模效应以及改造项目带来的生产效率提升驱动成本费用率的下降。
- **技术改造对于主营产品产能的提升。**提升主要产品制造能力的五大投资项目对于柳工生产效率和未来市场份额的扩张具有提振作用,同时通过制造能力改造项目对于降低公司成本率亦具有积极作用,柳工无锡研发制造基地的投建有助提升公司研发能力。
- **“十二五”规划以及全球经济复苏带来的强劲需求。**“十二五”规划对于装备制造业的重视与扶持,同时提振内需的战略地位在本次规划中再次得到重视,旺盛的国内需求以及逐渐复苏的海外市场为柳工带来全产品线的强劲需求。
- **盈利预测。**上调 2010 和 2011 年的 EPS 至 2.35 元和 2.82 元。目前股价对应 2010 年近 14 倍 PE, 鉴于公司稳健经营实现增长的特征,我们认为其估值水平仍有提升空间,维持公司“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	1529	1835
同比增长率	-39.7%	153.6%	76.2%	20.0%
每股收益(元)	0.52	1.33	2.35	2.82
净资产收益率	12.9%	21.1%	29.6%	28.6%

分析师

杜朴、荀剑

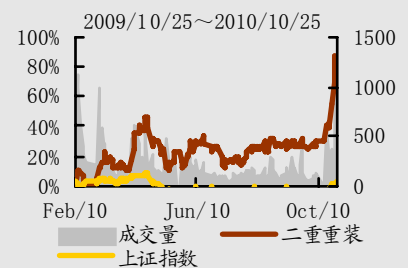
电话: 010-88085971

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	7.94
主要股东	广西柳工集团有限公司
主要股东持股比例	38.69%

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》, 2010.4

《宏源证券 * 公司中报点评 * 柳工: 扎实稳健, 步步为营 * 000528 * 机械行业 * 杜朴》, 2010.8

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	11929	14347
营业税金及附加	23	48	69	74
销售费用	598	615	811	975
管理费用	391	435	566	681
财务费用	108	36	18	28
资产减值损失	19	44	100	120
加: 投资收益	37	0	0	0
营业利润	382	972	1807	2181
加: 其他非经营损益	30	60	30	30
利润总额	412	1032	1837	2211
减: 所得税费用	70	165	309	376
净利润	342	867	1529	1835
减: 少数股东损益	2	2	3	4
归属母公司所有者的净利润	340	866	1525	1831
全面摊薄每股收益	0.52	1.33	2.35	2.82
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%	84.0%	20.4%
净利润	-39.7%	153.6%	76.2%	20.0%

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。

荀剑: 宏源证券研究所机械行业研究员, 清华大学机械工程学硕士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 成发科技、中航重机、航空动力、贵航股份、中国卫星、航天科技等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085096 sunliqun@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。