

公司评级

推荐

股价走势图



主要数据

收盘价(元)	41.79
52周内高	44.23
52周内低	17.58
总市值(百万元)	32632.02
流通市值(百万元)	28281.56
总股本(百万股)	750.16
A股(百万股)	750.16
—已流通	650.15
—限售股	100.01

研发部

王博涛  
SAC 执业证书编号: S1340510120006  
联系电话: 010-68858136  
Email:wangbotao@cnpsec.com

均衡产能布局 细耕区域市场

——柳工(000528)年报点评

事件:

● 公司发布10年年报,全年实现营业收入153.66亿元,比上年增长50.9%;实现利润总额18.57亿元,比上年增长79.9%;实现净利润15.44亿元,比上年增长78.3%。2010年公司海外收入达到2.55亿美元,比上年增长52.9%,增速继续名列行业前茅。基本每股收益2.37元,同比增长68.09%。公司拟每10股转增5股,每10股派5元(含税)。

点评:

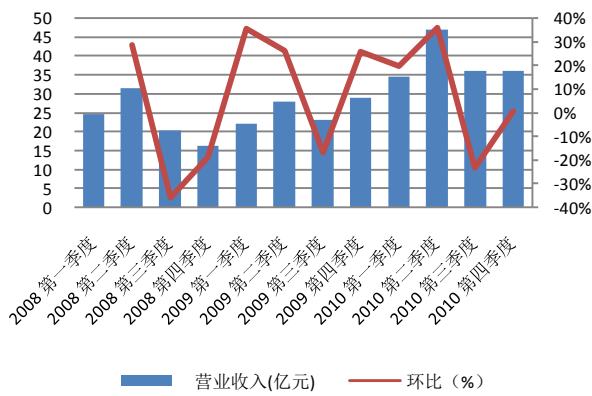
- 公司市场地位相对巩固。公司装载机、挖掘机、压路机及起重机市场份额分别为20.34%、3.81%、12.00%和6.08%,在行业内的市场份额稳定。随着整个市场需求的持续旺盛,公司有望继续分享行业快速发展的成果。
- 装载机扩产及挖掘机技术改造项目达产,产能释放助力公司业绩提升。随着部分扩产及技改项目的实施,相关产品的产能和质量均大幅提高。其中,公司装载机产能从2005年17,151台提升到2010年30,000台以上,挖掘机产能从2006年1,394台提升到2010年4,430台以上。产能的释放带动收入的大幅提升,增加的收入达14.66亿元。预期随着未来叉车、大吨位汽车、履带起重机项目产能的逐步释放,为公司的持续高速增长注入活力。
- 公司技术研发投入加大,产品竞争力有望提升。10年公司研发相关投入总计约6.17亿元,占全年主营业务收入的4%,较上年增加了2.22亿元。全年完成装载机、压路机、起重机、推土机等新产品开发有70多个。在强化新产品开发力度的同时,也加大工程机械关键零部件的开发及改进工作。公司实施了工程机械液压元件研发制造基地项目,未来液压件产品的突破,不仅有利于降低公司产品成本、规避采购风险、保证主机生产的计划性,也有助于打开进口液压件的进口替代空间,最终提升公司产品的竞争力。
- 实施柳工东部、北部基地建设,有助于均衡区域产能布局、发力多个区域市场。公司计划在江苏常州投资建设柳工东部基地,设立全资子公司柳工常州挖掘机有限公司,预计11年5月完成投资;同时,在天津实施柳工北部工程机械研发制造基地项目。东部及北部两大基地的实施,将有利于充分开发所在地区的市场、加强区域服务的同时,也有助于利用区域的配套能力和技术优势,实现快速的发展。
- 积极拓展海外战略继续推进,海外市场。受全球金融危机影响公司,使得公司实施的海外营销网络建设项目未达到预期收益,但是在国内工程机械行业整体实力增强的背景下,国际化战略将成为未来国内企业的必然选择。因此,随着世界经济和国际市场需求的恢复,未来公司海外业务将成为重要部分。而公司收购波兰HSW公司下属工程机械

业务的顺利实施，将推动海外市场业绩的提升。

● 盈利预测与估值：我们预计公司 2011 至 2013 年的营业收入分别为 231、281 和 325 亿元，归属母公司股东净利润分别为 21.31、26.48 和 31.05 亿元；摊薄后每股收益分别为 2.84、3.53 和 4.14 元，对应动态市盈率为 15、12 和 11 倍。给予“推荐”评级。

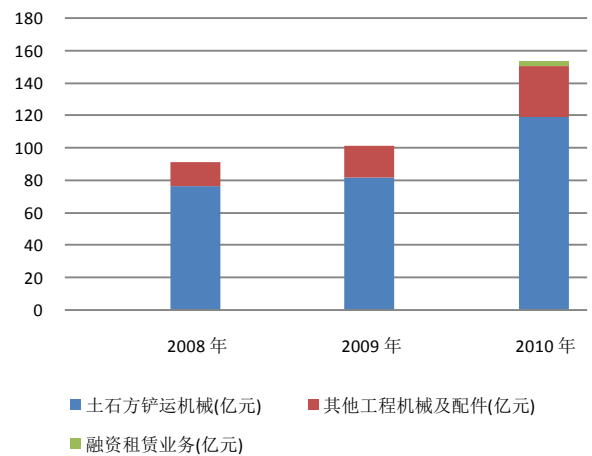
● 风险提示：1. 行业竞争加剧。2. 原材料价格上行。

图表 1：季度营业收入情况



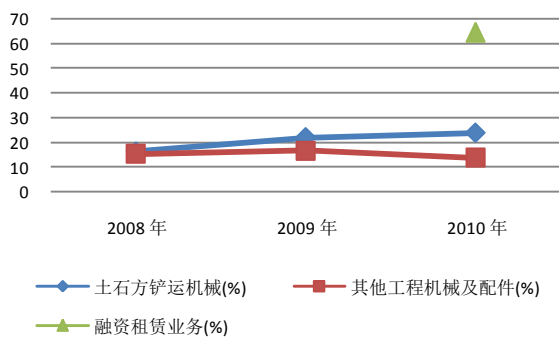
数据来源：公司公告、中邮证券研发部

图表 2：分产品收入情况



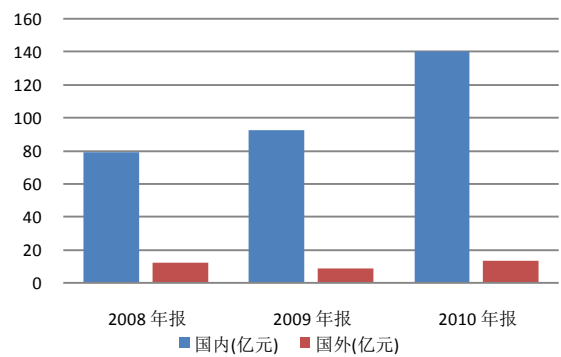
数据来源：公司公告、中邮证券研发部

图表 3：主要产品毛利率情况



数据来源：公司公告、中邮证券研发部

图表 4：国内外市场收入情况



数据来源：公司公告、中邮证券研发部

图表 5: 公司盈利预测表

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,366	23,111	28,098	32,547
减: 营业成本	11,920	18,181	22,105	25,620
营业税金及附加	62	87	105	122
营业费用	845	1,271	1,545	1,790
管理费用	673	991	1,205	1,396
财务费用	17	66	12	(45)
资产减值损失	66	0	0	0
加: 投资收益	30	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0
营业利润	1,813	2,515	3,125	3,665
加: 其他非经营损益	45	0	0	0
利润总额	1,857	2,515	3,125	3,665
减: 所得税	308	377	469	550
净利润	1,549	2,138	2,656	3,115
减: 少数股东损益	5	7	9	10
归属母公司股东净利润	1,544	2,131	2,648	3,105
每股收益 (EPS)	2.058	2.841	3.530	4.139

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 6: 资产负债表

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	5,071	231	5,331	1,860
应收和预付款项	2,276	4,039	3,639	5,256
存货	4,013	5,891	6,151	7,806
其他流动资产	2,489	2,489	2,489	2,489
长期股权投资	156	156	156	156
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产和在建工程	2,106	2,072	2,039	2,005
无形资产和开发支出	570	570	570	570
其他非流动资产	1,917	1,916	1,914	1,914
资产总计	18,601	17,367	22,292	22,059
短期借款	1,921	1,476	0	0
应付和预收款项	7,047	4,605	8,953	6,313
长期借款	616	616	616	616
其他负债	552	552	552	552
负债合计	10,136	7,250	10,122	7,481
股本	750	750	750	750

---

资本公积	3,935	3,935	3,935	3,935
留存收益	3,757	5,403	7,447	9,845
归属母公司股东权益	8,443	10,088	12,133	14,530
少数股东权益	22	29	38	48
股东权益合计	8,465	10,117	12,170	14,578
负债和股东权益合计	18,601	17,367	22,292	22,059

---

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

---

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

---

## 分析师声明

---

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

---

## 免责声明

---

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。