

# 寅虎旧岁柳工交上喜人答卷

## 增持 (持平)

### 投资要点:

- 📖 四万亿政策拉动、成本费用率下降驱动净利润大幅攀升;
- 📖 高毛利新业务增长强盛, 拉高整体业绩;
- 📖 积极拓展海外市场, 国际布局有序进行。

### 报告摘要:

- **四万亿政策拉动、成本费用率下降驱动净利润大幅攀升。** 受益于国家四万亿刺激政策的拉动, 公司 2010 年营业收入 153.66 亿, 同比增长 50.90%, 归属母公司净利润 15.43 亿元, 同比增长 78.33%。净利润的大幅攀升归结于营业收入平稳增长及成本费用率的下降。未来产品结构优化将进一步提升公司竞争力。
- **高毛利新业务增长强势, 拉高整体业绩。** 公司重点开拓的新业务毛利率较高, 市场份额也同比扩大, 业绩增长强劲。其中起重机销量 2200 台, 同比增长约 70%; 挖掘机销量 5600 多台, 同比增长 87%; 2010 年公司积极发展融资租赁业务, 一年内到期的非流动资产 24.89 亿, 同比增长 239%。多元化的业务开拓一改过去依赖单一业务的缺陷, 公司整体业绩 2011 年有望继续上升强势。
- **积极拓展海外市场, 国际布局有序进行。** 2010 年出口整机超 5600 台, 出口收入 13 亿元, 同比增长 49.6%。2010 年出口收入占比为 8.7%, 计划 2015 年时提升到 20%。装载机和挖机出口量均居行业第一。此外收购波兰 HSW 工程机械业务正有序进行, 公司有意打造东欧为第二本土市场, 全球销售采购布局日益完善, 国际化战略布局加速。
- **给予公司增持评级。** 2011 年保障房、水利等基建投资将高速增长, 继续拉动以土石方机械为首的工程机械需求, 保障柳工的增长步伐。调整 2011 和 2012 年的 EPS 至 2.79 元和 3.36 元。目前股价对应 2011 年 15 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。

### 机械 (军工) 行业组

#### 分析师:

荀剑 (S1180511010009)

电话: 010-88085973

Email: xunjian@hysec.com

#### 联系人:

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	11.26
主要股东	广西柳工集团有限公司
主要股东持股比例	33.5%

### 市场表现



### 相关研究

《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

《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

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E
主营业务收入	10183	15366	21455	26642
同比增长率	9.9%	50.9%	39.6%	24.2%
净利润	867	1549	2096	2530
同比增长率	153.6%	78.6%	35.3%	20.7%
每股收益 (元)	1.15	2.06	2.79	3.36
净资产收益率	21.1%	18.3%	20.4%	20.4%

表 1: 柳工预测利润表

利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>10183</b>	<b>15366</b>	<b>21455</b>	<b>26642</b>
土石方机械	8146	11911	16607	20397
其他工程机械及配件	1978	3455	4848	6246
毛利率	21.1%	22.4%	22.3%	22.2%
土石方机械	22.0%	23.9%	24.3%	24.1%
其他工程机械及配件	16.5%	13.7%	15.5%	16.0%
减: 营业成本	8032	11920	16666	20726
营业税金及附加	48	62	87	108
销售费用	615	845	1202	1465
管理费用	435	673	912	1146
财务费用	36	17	59	127
资产减值损失	44	66	80	100
加: 投资收益	0	30	0	0
<b>营业利润</b>	<b>972</b>	<b>1813</b>	<b>2451</b>	<b>2970</b>
加: 其他非经营损益	60	45	60	60
<b>利润总额</b>	<b>1032</b>	<b>1857</b>	<b>2511</b>	<b>3030</b>
减: 所得税费用	165	308	414	500
<b>净利润</b>	<b>867</b>	<b>1549</b>	<b>2096</b>	<b>2530</b>
减: 少数股东损益	2	5	7	8
归属母公司所有者 的净利润	866	1544	2090	2522
全面摊薄每股收益	1.15	2.06	2.79	3.36
<b>增长率</b>	<b>2008A</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
营业收入	9.9%	50.9%	39.6%	24.2%
营业利润	185.4%	81.9%	37.7%	21.2%
净利润	153.6%	78.6%	35.3%	20.7%

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**表 2: 柳工预测资产负债表**

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1988	5071	2146	2664
应收和预付款项	1920	2276	2555	2811
存货	2228	4013	4995	5913
其他流动资产	734	2489	2489	2489
长期股权投资	120	156	156	156
投资性房地产	3	3	2	2
固定资产和在建工程	1489	2106	5847	7559
无形资产和开发支出	421	570	511	452
其他非流动资产	557	1917	1916	1914
<b>资产总计</b>	<b>9460</b>	<b>18601</b>	<b>20617</b>	<b>23961</b>
短期借款	1229	1921	2018	2541
应付和预收款项	3724	7047	7183	7852
长期借款	199	616	616	616
其他负债	201	552	552	552
<b>负债合计</b>	<b>5352</b>	<b>10136</b>	<b>10369</b>	<b>11561</b>
股本	650	750	750	750
资本公积	1037	3935	3935	3935
留存收益	2410	3757	5533	7677
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4097</b>	<b>8443</b>	<b>10219</b>	<b>12363</b>
少数股东权益	11	22	29	37
<b>股东权益合计</b>	<b>4108</b>	<b>8465</b>	<b>10248</b>	<b>12400</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9460</b>	<b>18601</b>	<b>20617</b>	<b>23961</b>

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**表 3: 柳工预测现金流量表**

现金流量表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营现金流	1575	20	1400	2926
投资现金流	-494	-889	-4050	-2450
融资现金流	56	3141	-276	42
现金及现金等价物净增加额	1135	2266	-2925	519

数据来源: Wind、宏源证券研究所

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张璐</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>崔秀红</b> 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@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。