

期待春来早

中性（维持）

柳工（000528）

公司研究

2009 年 1 月 8 日

投资要点

- **全年装载机销量增长 5%左右。**受国内经济下滑影响，预计柳工 2008 年 4 季度装载机销量为 4000 多台，同比下降 4 成以上。2008 年全年销量为 28000 多台，同比增长 5%左右。下调 2009 年销量增长预测值至 0%。
- **全年挖掘机销量增长 20%左右。**预计柳工 2008 年 4 季度挖掘机销量为 500 多台，同比略有下降。2008 年全年销量为 2500 多台，同比增长 20%左右。下调 2009 年销量增长预测值至 15%。
- **2008 年全年业绩下调 11.4%。**相对于前 3 季度的高增长，公司 4 季度两大主要产品装载机和挖掘机的销售增幅均明显下降，尤其是装载机同比出现了较大的负增长。据此，我们将公司 2008 年的收入增幅下调至 14%左右。尽管钢价下跌有利于公司毛利率的恢复，但销量下降又部分冲抵了钢价下跌的影响，鉴于 4 季度装载机销量降幅过大，我们将全年毛利率下调至 16%左右，全年盈利下调至 3.6 亿元左右，较之前下调了 11.4%左右。
- **销售好转待 2009 年 3 月。**考虑到每年 1-2 月为销售淡季，预计 2009 年前 2 个月公司装载机和挖掘机的销售情况仍难有提升，到 2009 年 3 月份，随着前期 4 万亿元投资效果的逐渐显现，预计公司销售情况将有所好转。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2008 年-2010 年每股收益分别为 0.76 元、0.77 元和 0.95 元。考虑到公司未来 2 个月销售情况仍难有好转，而 2009 年 3 月会好转到什么程度还存在较大的不确定性，因此维持中性评级。

存在风险

- 2009 年国内经济形势好于预期，使工程机械需求好于预期，则我们的预测将偏于保守。

分析师

符彩霞

Tel.: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

主要数据

总股本： 472.46 百万股
流通股本： 286.45 百万股
近 12 个月最高价： 46.28 元
近 12 个月最低价： 7.66 元
近 1 个月内涨幅： 16.08%
近 6 个月内涨幅： -36.92%

股价与沪深 300 指数对比



相关研究

《柳工动态点评：需求下行仍将延续》，2008 年 11 月 5 日

《柳工中报点评：经营环境趋紧》，2008 年 8 月 22 日

《柳工季报点评：销售增长高于预期》，2008 年 4 月 29 日

财务数据摘要

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	7592.57	8646.93	9160.52	10041.91
<i>Growth</i>	46.52%	13.89%	5.94%	9.62%
归属于母公司所有 者净利润（百万元）	565.71	360.71	362.63	449.01
<i>Growth</i>	68.20%	-36.24%	0.53%	23.82%
毛利率	19.02%	16.00%	15.50%	16.00%
净资产收益率	24.26%	13.40%	11.87%	12.79%
每股收益（元）	1.20	0.76	0.77	0.95
P/E（倍）	9.08	14.24	14.16	11.46

附表 1 公司盈利预测假设表

项 目	2006	2007	2008E	2009E	2010E
收入增长	27.35%	46.52%	13.89%	5.94%	9.62%
毛利率	18.39%	19.02%	16.00%	15.50%	16.00%
税金/收入	0.44%	0.31%	0.23%	0.23%	0.23%
销售费用/收入	5.06%	5.99%	5.80%	5.80%	5.80%
管理费用/收入	4.77%	3.64%	3.60%	3.60%	3.60%
财务费用/收入	0.12%	0.30%	0.90%	0.90%	0.90%
所得税率	16.16%	14.70%	16.00%	16.00%	16.00%
净利率	6.49%	7.45%	4.17%	3.96%	4.47%

数据来源：民族证券研发中心

附表 3 公司盈利预测表 单位：百万元

项 目	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	5182.00	7592.57	8646.93	9160.52	10041.9
二、营业总成本	4787.67	6938.31	8213.95	8725.24	9502.62
营业成本	4228.97	6148.43	7263.43	7740.64	8435.21
营业税金及附加	23.00	23.80	19.89	21.07	23.10
销售费用	262.00	454.91	501.52	531.31	582.43
管理费用	247.00	276.30	311.29	329.78	361.51
财务费用	6.00	23.01	77.82	82.44	90.38
资产减值损失	20.70	11.86	40.00	20.00	10.00
三、其他经营收益	4.00	8.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	8.93	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	398.33	663.19	432.99	435.28	539.29
营业外收支	-4	1.73	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	402.33	664.92	432.99	435.28	539.29
减：所得税	65	97.72	69.28	69.64	86.29
六、净利润	337.33	567.19	363.71	365.63	453.01
减：少数股东损益	1	1.48	3	3	4
归属于母公司所有者 的净利润	336.33	565.71	360.71	362.63	449.01
总股本	472.46	472.46	472.46	472.46	472.46
七、每股收益（元）	0.71	1.20	0.76	0.77	0.95

数据来源：民族证券研发中心

分析师简介

符彩霞：1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事机械行业及相关上市公司研究。

研究员负责公司举例：天威保变、许继电气、平高电气、东方电气、中国南车、时代新材、昆明机床和柳工等。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推荐	未来 6 个月内行业指数强于沪深 300 指数 10%以上
	谨慎推荐	未来 6 个月内行业指数强于沪深 300 指数 5%——10%
	中性	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-5%——5%之间波动
	回避	未来 6 个月内行业指数弱于沪深 300 指数 5%以上
股票投资评级	推荐	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	谨慎推荐	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%——20%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数波动幅度介于-5%——10%之间
	回避	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数跌幅介于 5%——10%之间
	严重回避	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数跌幅在 10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。

机构销售联系人

	总 部	北京地区	上海地区	深圳地区
	王 旭	衣学伟	张 骊	吴宝峰
电 话	010-59355906	010-84484152	021-62312472	0755-83781415
Email	wangx@chinans.com.cn	yixw@chinans.com.cn	zhangl@chinans.com.cn	wubf@chinans.com.cn