

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年5月12日

柳工(000528.SZ)/18.99元

战略转变 完善布局

工业·机械

目标估值: 19-22元

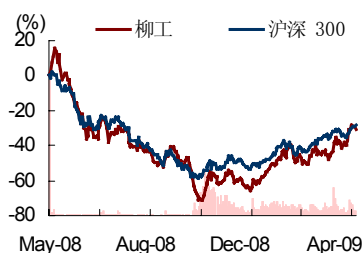
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2626
总股本(万股)	47432
已上市流通股(万股)	47431
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	61.8%
主要股东	广西柳工集团
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	140	-32
相对表现	13	74	-3



相关报告

- 1、柳工(000528)——挖掘机、配件及出口将成为增长引擎 20070402
- 2、柳工(000528)——稳健成长尽在掌握之中 20080220
- 3、柳工(000528)——期间费用增加导致净利润增长放缓 20080825
- 4、柳工(000528)——大幅下调转股价将影响股票估值 200811
- 5、柳工(000528)——四季度亏损, 全年业绩低于预期 20090319
- 6、柳工(000528)——一季度毛利率反弹得益于价格和存货管理 20090430

本次报告分析了柳工一季度业绩超预期的原因, 并对比分析了与竞争对手三一重工、中国龙工在企业机制、地域、发展战略的优劣势, 从长期来看我们认为柳工是一个稳步扩张的龙头企业, 随着新产品销售规模化, 盈利水平有望走出低谷。

- **一季度毛利率提升超预期, 受益于存货和价格管理。**2009年一季度, 柳工的综合毛利率达到20%, 同比提高了三个百分点, 我们分析原因主要有两个方面: (1) 去年从4月份开始装载机提价, 累计提价幅度在8%左右; (2) 去年一季度是钢材价格上涨最快的时候, 今年一季度中厚板价格已经同比下跌了约40%左右, 正是由于去年原材料价格的上涨, 虽然提高了产品价格, 公司综合毛利率仍下降了近4个百分点, 那么今年毛利率自然会回升。
- **预计2009年毛利率将明显提升。**由于产品价格同比上调和原材料价格的下降, 假设钢材维持现在的水平, 我们预计2009年柳工的装载机毛利率可以达到18%-20%。挖掘机的盈利情况喜忧参半, 一方面, 2009年国外挖掘机率先降价; 另一方面, 柳工一季度所用的挖掘机零部件是去年的高价库存, 因此到二季度挖掘机毛利率相对一季度会有所提高。
- **挖掘机竞争力稳步提升。**2008年以来国产品牌挖掘机市场份额上升明显, 规模效应开始显现。在国内市场柳工仍面临着来自竞争对手三一重工的压力, 销售差距拉开原因在于营销力度和企业机制。
- **战略转变, 完善生产与销售布局。**战略转变之一: 布局东部和北部地区, 计划建设天津项目; 战略转变之二: 稳步拓展国际市场, 金融危机对中东和俄罗斯市场造成很大冲击, 印度市场下滑也很快, 保护一些资质好的海外代理商, 无疑也增加了公司的成本。近两年柳工战略由保守转为战略扩张, 进入资本支出高峰期, 随着新项目达产公司盈利水平有望走出低谷。
- **新产品尚处培育阶段, 净利率仍处低谷。**一季度汽车起重机业务已经开始盈利, 全年销量有望达到1000台; 叉车业务内忧外患, 面临经营压力。
- **风险因素: 若触发提前赎回条款, 短期股价面临压力。**
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**我们考虑可转债全部转股, 股本扩大15%左右, 预计摊薄后的2009、2010年每股收益为0.94元、1.03元, 合理估值区间在19-22元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7593	9268	9586	10401	11441
同比增长	39%	22%	3%	9%	10%
营业利润(百万元)	418	382	617	676	775
同比增长	0%	-9%	62%	10%	15%
净利润(百万元)	566	340	511	559	640
同比增长	57%	-40%	50%	9%	14%
每股收益(元)	1.20	0.72	0.94	1.03	1.18
PE	14.3	23.8	18.1	16.6	14.5
PB	3.3	3.1	3.0	2.6	2.3

资料来源: 招商证券

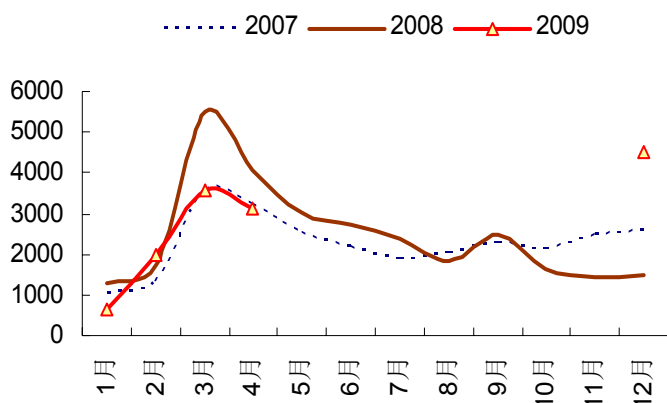
一、预计 2009 年毛利率将明显提升

1、一季度销售收入符合预期

2009 年一季度柳工实现销售收入 22 亿元，同比下降 10%，在预期之中。今年 2 月份开始工程机械需求开始回暖，2009 年一季度，柳工装载机销量 8545 台，同比下降 27%，环比增长 90%；挖掘机销量 660 台左右，同比增长 13.5%，环比基本持平。

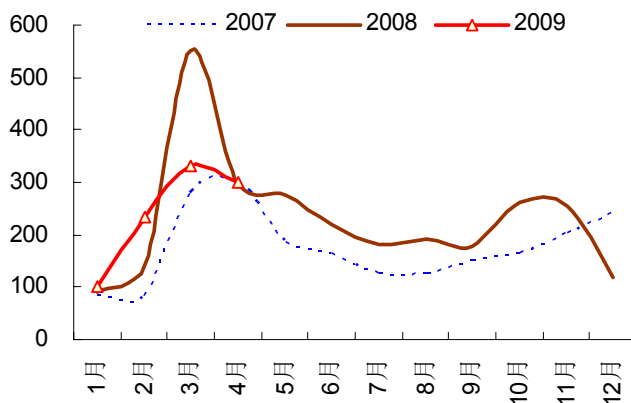
2009 年柳工装载机市场份额有所提高。行业数据显示，一季度装载机的市场份额从去年的 18.9% 提高到 22.3%，为行业第一位；压路机市场份额从 9.5% 提高到 9.6%，排在行业第三位。我们分析市场份额上升有两个原因：（1）2008 年柳工针对主要的竞争对手推出了轻便性的 CLG855 轮式装载机，该机型加强结构、具有高卸载、大卸距和大收斗角的特点，采用了自制的大模数驱动桥和变速器，主要用于矿山、采石场和水电站等场所。（2）柳工与龙工销售结构略有不同，龙工对矿山客户的销售比例较高，2009 年之前为 40% 左右，2009 年下降到 20%；柳工在 2007 年对矿山客户的销售比例已经下降到 25% 左右。2008 年装载机矿山需求下降最多，因此柳工受冲击相对较小。

图 1：2007-2009 年柳工装载机月度销量示意图



数据来源：工程机械协会，招商证券研发中心

图 2：2007-2009 年柳工挖掘机月度销量示意图



资料来源：工程机械协会，招商证券研发中心

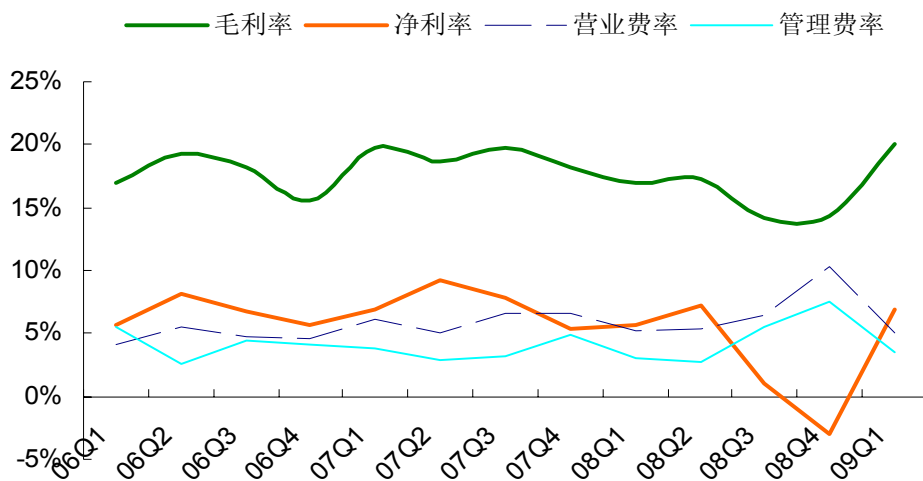
2、毛利率快速提高超出市场预期

2009 年一季度，柳工的综合毛利率达到 20%，同比提高了三个百分点，我们分析原因主要有两个方面：（1）去年从 4 月份开始装载机提价，累计提价幅度在 8% 左右；（2）去年一季度是钢材价格上涨最快的时候，今年一季度中厚板价格已经同比下跌了约 40% 左右，正是由于去年原材料价格的上涨，虽然提高了产品价格，公司综合毛利率仍下降了近 4 个百分点，今年装载机价格未下调，原材料价格下跌了近 40%，如果钢材价格不出现明显的上升，一季度的盈利水平可以持续。

一季度盈利能力反弹还受益于公司准确地判断了市场需求与钢材价格。2008 年三季度末公司存货约 28.6 亿元，2008 年末下降到 24.65 亿元，其中主要是商品存货，原材料的存货仅 5.1 亿元，我们判断高价格的原材料四季度已基本消化。一季度末存货恢复到 26 亿元，我们从现金流量表可以看出，一季度购买商品、接受劳务支付的现金仅为 9

亿元，较去年同期下降 40%，可见公司对原材料价格仍持有谨慎的态度，因此我们判断一季度末存货以低成本的产成品为主。

图3：2009年一季度盈利水平大幅提高



资料来源：WIND，招商证券

3、预计全年综合毛利率会有明显的提升

上调对 2009 年装载机的毛利率预测。通过我们对柳工和中国龙工的调研了解到，装载机行业经过几年的价格战毛利率处于工程机械行业的最低水平，目前刚恢复到正常水平，因此两个龙头企业均表示不会主动降价。由于产品价格同比上调和原材料价格的下降，假设钢材维持现在的水平，我们预计 2009 年柳工的装载机毛利率可以达到 18%-20%。

挖掘机的盈利情况喜忧参半。一方面，2009 年国外挖掘机率先降价，对国内挖掘机价格带来压力；另一方面，柳工一季度所用的挖掘机零部件都是去年的高价格采购进来的，因此到二季度挖掘机毛利率相对一季度会有所提高。综合分析，我们认为 2009 年挖掘机的毛利率与 2008 年基本持平。

二、新产品尚处培育阶段，净利率仍处低谷

1、挖掘机竞争力稳步提升

2008 年挖掘机销售规模突破 10 亿元，产品以中型挖掘机为主。全资子公司柳州柳工挖掘机有限公司成立于 2006 年 2 月，2008 年度累计实现营业收入 10.9 亿元，净利润 8800 万元（内部结算）。柳工挖掘机公司主要有三类机型：普通控制机型、全功率电控机型、低排放机型，主力机型是 CLG225C。柳工挖掘机价格分布在 23 万元-130 万元，年报显示 2008 年均价在 45 万元左右，销售结构以中挖为主，小挖占比在 30% 左右。

2008 年以来国产品牌挖掘机市场份额上升明显，规模效应开始显现。国产品牌挖掘机走的是引进技术和消化吸收的路线，首先是“泊来”——重要的液压零部件从日本德国进口，三一和柳工都是进口日本川崎的液压零部件，发动机采用的是康明斯大功率发动机，自产结构件进行系统集成。与韩系挖掘机品牌相比，国产品牌的液压挖掘机从配置上起点较高，需求条件、生产能力、技术进步造就了国产品牌挖掘机的崛起，2008 年韩系挖掘机在中国市场的份额下降很快。我们预计未来国产品牌挖掘机进口替代效应还会继续，竞争优势体现在产品销售战略、售后服务和规模效应上。2008 年挖掘机销售达到 2579 台，销售收入同比增长 22%，毛利率达到 22.75%，同比提高了两个百分点。我们认为 2009 年公司挖掘机销量超过 3000 台后，规模效应将体现。

在国内市场柳工仍面临着来自竞争对手三一重工的压力，销售差距拉开原因在于营销力度和企业机制。柳工挖掘机的研发生产早于三一重工，2007 年柳工挖掘机销量约 2100 台，高于三一重工 13%，但到了 2008 年销量低于三一重工约 30%，2009 年更是拉开了差距，三一重工一季度销量达到 1500 台左右，而柳工只有 660 台。2009 年三一重工挖掘机开展过多次促销活动，行业内称之为“666”，即六天搞一个促销活动，促销费用 60 万元。目前阶段柳工和三一仍以抢占韩系品牌挖掘机市场份额为目标，两个公司产品定位有交叉但并不完全相同，柳工管理层还曾在年初拜访过三一重机（昆山）进行交流。我们认为柳工的挖掘机业务虽然在成长性不敌三一重工，但经营稳健，经营风险小，分期付款销售比例较低，银行按揭销售的首付比例在 20%-30%，三年内还款。

2、叉车业务扩张短期面临困境

万台叉车项目尚处起步阶段。柳州柳工叉车有限公司坐落在柳州美丽的阳和工业新区，注册资本 1.6 亿元人民币，公司原计划“万台叉车项目”投资额为 6.5 亿元，现在已投入 1.6 亿元。按照年报披露，2008 年柳州柳工叉车有限公司实现营业收入 4475 亿元，净利润 311 万元（内部销售结算），我们预测叉车业务 2008-2009 年仍是亏损。

内忧外患，面临经营压力。叉车行业经历了两年的产能扩张，又逢国际金融危机，产能过剩，出口也受到金融危机的冲击。叉车行业的龙头企业在内忧外患的情况下也采取了降价促销的策略，行业盈利水平下降，尤其是对柳工叉车这样一个刚投产尚未达到盈亏平衡的企业来说，带来了很大的经营压力。

柳工叉车的零部件生产能力有限。柳州柳工叉车有限公司目前月销量仅 200 台左右，离 5000 台年销售目标相距甚远，并且 80% 零部件都是外购，目前尚不具备桥箱、液压件的配套生产能力。

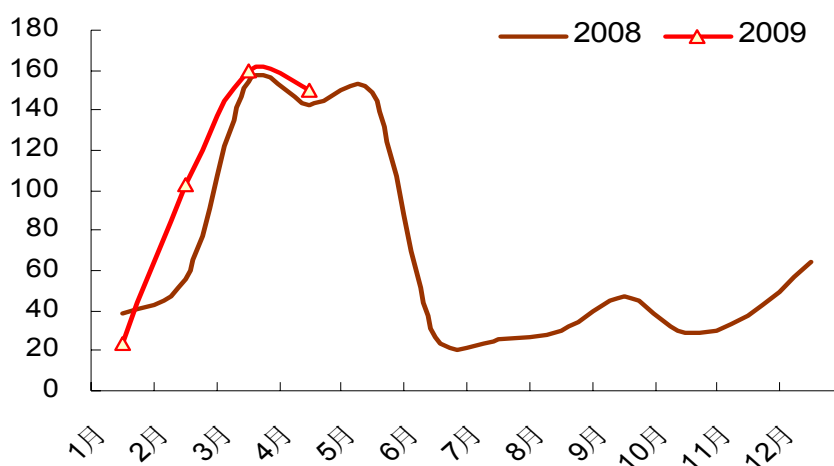
3、汽车起重机开始盈利

柳工起重机有限公司整合后将扩大产品系列。2008 年初柳工以 8900 万元的价格收购了安徽蚌埠市振冲安利工程机械有限公司 100% 的股权。振冲安利工程机械有限公司（以下简称“振冲安利”）是以职工承债购买蚌埠安利机器厂有效资产重新组建而成，而安利机器厂是 1995 年由蚌埠起重机厂和蚌埠装载机厂合并组建而成。合并组建后的安利机器厂由于负债过重连年亏损，2000 年，采取承担原企业债务购买企业等额有效资产，并在此基础上实行零资产改制成立了民有民营新的股份制企业——蚌埠振冲安利工程机械有限公司。振冲安利前身之一——蚌埠起重机厂是我国最早生产汽车起重机的企业之一，其市场占有率一直位列前五之内，振冲安利继承蚌埠起重机厂的业务，主要生产 32 吨以下的汽车起重机。2007 年产销量在 1000 台左右，市场占有率在 6% 左右，2008 年销量在 800 台。柳工收购振冲安利后将产品系列由 8-35 吨延伸至 60 吨，一期项目投资 2.5 亿元，投产规模可以达到 3000 台，履带吊起重机仍处于研发阶段，可以生产 100 吨以下的。

2009 年汽车起重机业务开始盈利。由于 2008 年搬迁，公司的销售目标订得并不高为 1000 台，同比增长 20% 左右。一季度柳工汽车起重机销量 287 台，同比增长 15%，2008 年 3-12 月柳工起重机有限公司实现收入 2.5 亿元，亏损 64 万元虽然对利润的贡献微薄，但已经实现扭亏。

柳工汽车起重机业务发展壮大受制于专用车底盘资质。振冲安利的汽车起重机底盘是外购的，而竞争对手徐重、中联浦沅和三一集团都拥有汽车底盘资质。

图4：2008-2009年柳工汽车起重机销量示意图



资料来源：工程机械协会，招商证券

三、战略转变，完善生产与销售布局

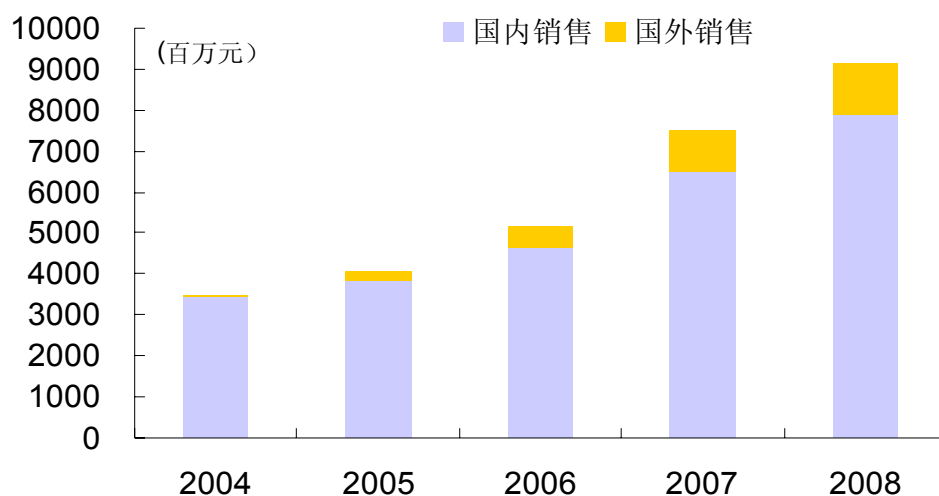
从公司的产品战略来看，装载机由于保有量较大面临增速下降，新产品挖掘机将是近两年主要的增长点；从地域布局来看，柳工地处经济和交通不甚发达的柳州，运输费用高，不利于东部、北部市场的开拓，因此近两年公司改变了原来的保守战略，进行战略调整。

战略转变之一：布局东部和北部地区。计划建设的天津项目固定资产投资 4.35 亿元，主要生成轻便型的装载机 G855，面向北方地区的矿山客户；另外建设推土机工厂联合厂房。该项目自 2008 年 5 月正式启动，到 2008 年底已累计投入 1 亿元，完成项目投资计划的 24.96%。

战略转变之二：稳步拓展国际市场。金融危机对中东和俄罗斯市场造成很大冲击，印度市场下滑也很快，保护一些资信好的代理商，无疑也增加了公司的费用。印度项目计划固定资产投资 1.36 亿元，2008 年 5 月正式启动，年底累计投入 4047 万元，2009 年 7 月印度工厂将投产。

近两年柳工战略由保守转为扩张，进入资本支出高峰期，随着新项目达产盈利水平有望走出低谷。新项目——叉车项目、起重机项目、天津项目和印度项目，投资额（包括收购）在 13 亿左右，挖掘机公司还需要补充流动资金，柳工正处于艰难的扩张阶段，目前盈利水平处于这几年的低点，见图 6、图 7。

图 5：2004-2008 柳工国内外销售示意图



资料来源：工程机械协会，招商证券

四、与中国龙工的比较分析

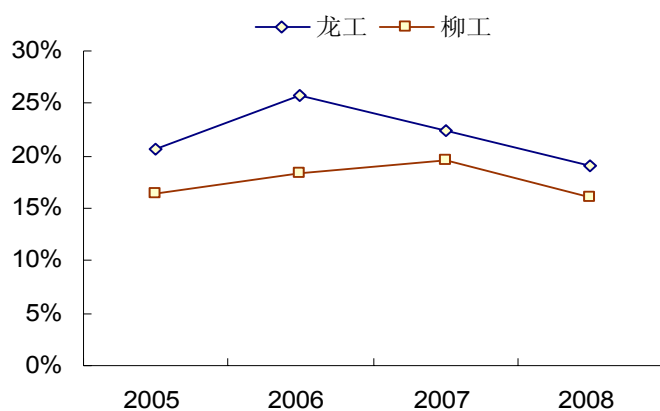
香港上市的中国龙工与柳工最具有可比性，在产品战略上如出一辙，定位于传统的装载机产品，进军新产品挖掘机和叉车；差异在于企业机制、销售模式、技术水平等方面。

中国龙工装载机销量与柳工接近，但是柳工仍是销售规模最大的装载机企业。2008 年柳工实现装载机的销售收入 66.5 亿元，中国龙工销售收入约为 52.8 亿元；均价相差幅度也较大，柳工 2008 年装载机均价为 23 万元，而龙工为 18.2 万元，高 26%；产品结构上中国龙工与柳工差异正在缩小，2008 年中国龙工 ZL50 的收入上升了 7.2%，ZL40 及 ZL30 收入则下降减少了 20%和 5%。

中国龙工毛利率高于柳工三个百分点。虽然柳工的均价高于龙工 26%，但是龙工的毛利率与净利率却遥遥领先。另外，出口产品的毛利率较高，而 2008 年柳工的出口比例为 13%，中国龙工仅为 5.7%。我们从产品结构、出口比例都很难解释盈利水平的差异，因此在我们判断是成本控制能力及两地上市公司会计政策差异所致。

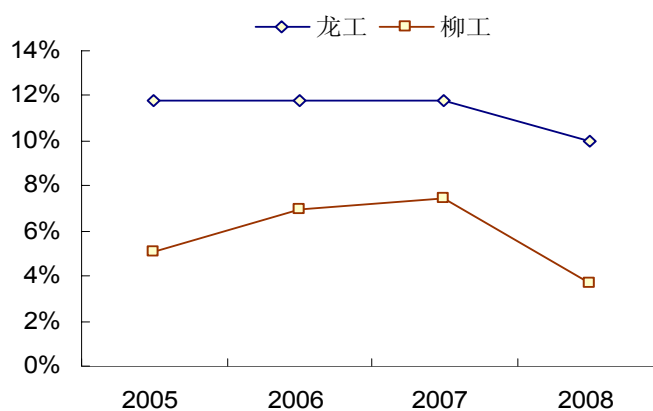
中国龙工在企业机制、地域上具有一定的竞争优势。中国龙工这两年存货周转率好于柳工，柳工地处广西柳州，与上海相比在运输成本和运输周期上具有劣势。

图 6：柳工与中国龙工毛利率比较



数据来源：公司财务报告，招商证券研发中心

图 7：柳工与中国龙工净利率比较



资料来源：公司财务报告，招商证券研发中心

五、业绩预测和投资建议

1、业绩预测重要假设

- 营业收入假设见表 1。
- 首先我们上调了 2009 年装载机的毛利率至 18.5%，挖掘机毛利率基本维持不变。
- 假设 2009 年可转债全部转股。公司提前赎回条件：转股期内第二年公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，公司有权提前赎回，提前赎回价格是 104 元。如果未来五个交易日柳工股价在 15 元以上，公司有可能会公告提前赎回，这样可转债将面临全部转股。
- 可转债转股，财务费用将大幅下降。

2、维持“审慎推荐-A”的投资评级

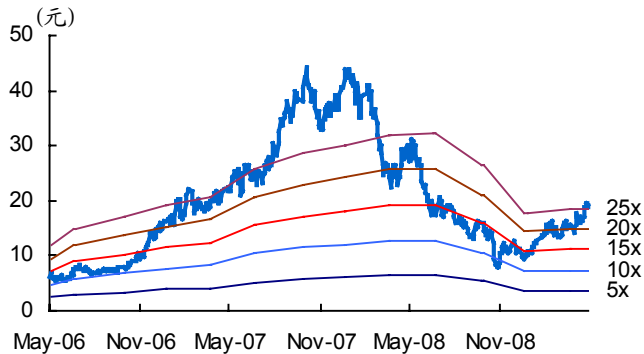
我们考虑可转债全部转股，股本扩大 15% 左右，预计摊薄后的 2009、2010 年每股收益为 0.94 元、1.03 元，合理估值区间在 19-22 元。

表 1：柳工收入及盈利假设

	2008	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		28923	6488	5515	15.00%	22.43	7.11%
挖掘机		2579	1170	904	22.75%	45.37	21.94%
其它工程机械及配件			1473	1248	15.29%		
合计			9131	7667	16.04%		20.75%
	2009E	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		27477	6182	5039	18.50%	22.5	-5%
挖掘机		3095	1486	1144	23.00%	48	20%
其它工程机械及配件			1768	1503	15.00%		20%
合计			9586	7817	18.45%		3.42%
	2010E	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		28851	6347	5205	18.00%	22	5%
挖掘机		3714	1783	1373	23.00%	48	20%
其它工程机械及配件			2121	1782	16.00%		20%
合计			10401	8491	18.36%		8.51%

资料来源：招商证券

图 8：柳工历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 9：柳工历史 PB Band



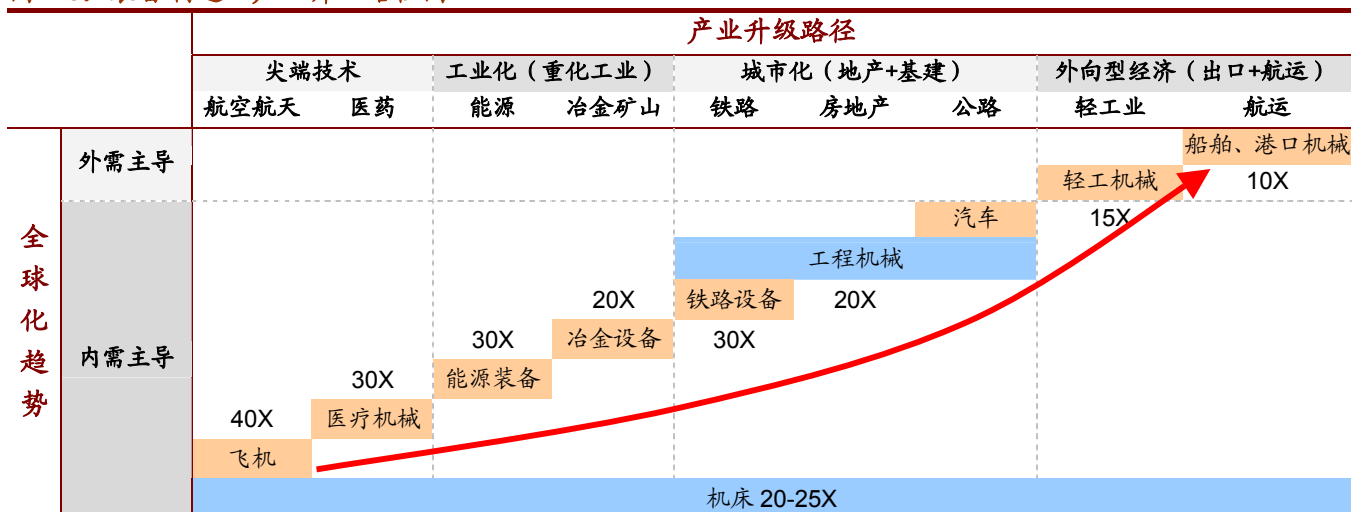
资料来源：招商证券研发中心

表 2：机械行业景气度评价体系

各子行业	产业集中度	供需状况	国产化率	提价能力	未来国际市场份额	毛利率趋势	未来景气度
铁路设备	提高	紧张	提高	有限	维持	维持	上升
新能源装备	提高	紧张	提高	较高	维持	维持	上升
重型数控机床	维持	平衡	维持	有限	维持	提高	维持
工程机械	提高	过剩	维持	有限	提高	提高	维持
航空航天	维持	平衡	维持	较高	维持	维持	维持
普通机床	维持	过剩	维持	有限	维持	维持	下降
港口机械	维持	平衡	维持	有限	维持	提高	下降
造船	提高	过剩	提高	有限	维持	维持	下降
集装箱	维持	过剩	维持	有限	维持	维持	下降

资料来源：招商证券研发中心

图 10：装备制造业产业升级路径图



资料来源：招商证券

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业—机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力—机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《高成本时代制造业转型迫在眉睫—机械行业 2008 年中期投资策略》2008.6.10

本报告从石油危机对美国、日本工业的影响入手，分析了各国制造业转型采取的对策，中国制造业也进入了高成本时代，成本压力将推动产业结构调整，构筑制造业长期竞争力。

5、《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

6、《工程机械行业点评——扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高速增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

7、《三一重工（600031）-品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略—危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3366	4476	4950	5208	5722
现金	412	879	1150	1248	1373
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	96	104	114
应收款项	322	234	314	341	375
其它应收款	24	38	48	52	57
存货	1793	2437	2464	2509	2755
其他	816	888	878	953	1047
非流动资产	1162	1797	2108	2330	2432
长期股权投资	65	109	100	100	100
固定资产	637	952	1126	1375	1503
无形资产	209	308	278	250	225
其他	251	427	604	605	604
资产总计	4528	6272	7058	7537	8154
流动负债	2057	2956	3858	3887	3988
短期借款	229	1293	2189	2123	2083
应付账款	974	542	625	679	746
预收账款	61	76	78	85	93
其他	793	1045	965	999	1066
长期负债	14	665	67	67	67
长期借款	0	34	57	57	57
其他	14	631	10	10	10
负债合计	2071	3621	3925	3954	4055
股本	472	472	541	541	541
资本公积金	502	574	574	574	574
留存收益	1463	1593	2002	2449	2961
少数股东权益	19	12	15	18	22
母公司所有者权益	2438	2640	3118	3565	4077
负债及权益合计	4528	6272	7058	7537	8154

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	329	(583)	575	755	665
净利润			511	559	640
折旧摊销			156	178	198
财务费用			108	103	101
投资收益			(20)	(24)	(29)
营运资金变动			(218)	(72)	(259)
其它			38	10	15
投资活动现金流	(287)	(554)	(487)	(400)	(300)
资本支出			(400)	(400)	(300)
其他投资			(87)	0	0
筹资活动现金流	(78)	1617	184	(257)	(240)
借款变动			919	(66)	(41)
普通股增加			69	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(102)	(112)	(128)
其他			(702)	(79)	(72)
现金净增加额	(35)	480	271	98	125

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7593	9268	9586	10401	11441
营业成本	6148	7785	7817	8491	9325
营业税金及附加	24	23	38	42	46
营业费用	455	598	623	676	744
管理费用	276	391	403	437	481
财务费用	23	108	108	103	101
资产减值损失	12	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	37	20	24	29
营业利润	418	382	617	676	775
营业外收入	10	39	20	20	20
营业外支出	8	9	10	10	10
利润总额	420	412	627	686	785
所得税	98	70	113	123	141
净利润	567	342	514	563	643
少数股东损益	1	2	3	3	4
母公司所有者净利润	566	340	511	559	640
EPS (元)	1.20	0.72	0.94	1.03	1.18

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	39%	22%	3%	9%	10%
营业利润	0%	-9%	62%	10%	15%
净利润	57%	-40%	50%	9%	14%
获利能力					
毛利率	19.0%	16.0%	18.5%	18.4%	18.5%
净利率	7.5%	3.7%	5.3%	5.4%	5.6%
ROE	23.2%	12.9%	16.4%	15.7%	15.7%
ROIC	12.6%	10.2%	11.0%	11.1%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	57.7%	55.6%	52.5%	49.7%
净负债比率	5.1%	21.2%	31.8%	28.9%	26.2%
流动比率	1.6	1.5	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
存货周转率	5.0	4.4	3.9	4.2	4.3
应收帐款周转率	26.0	33.3	34.9	31.7	31.9
应付帐款周转率	8.6	10.3	13.4	13.0	13.1
每股资料(元)					
每股收益	1.20	0.72	0.94	1.03	1.18
每股经营现金	0.70	-1.23	1.06	1.39	1.23
每股净资产	5.16	5.59	5.76	6.58	7.53
每股股利	0.45	0.10	0.19	0.21	0.24
估值比率					
PE	14.3	23.8	18.1	16.6	14.5
PB	3.3	3.1	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	18.0	15.9	10.5	9.6	8.6

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。