

柳工(000528)

装载机业务逐步回暖

柳工中期业绩快报点评

✍ 吴昊

☎ 137 6029 9379

✉

本报告导读:

- 深入分析了公司中期业绩快报,对装载机行业趋势进行了判断,得出公司是09年最具业绩弹性的工程机械品种的结论。

事件:

- 公司7月14日公布09年中期业绩快报。中期实现营业收入49.88亿元,同比下滑11.19%,净利润3.70亿元,同比增长0.8%,EPS为0.57元。

评级:

增持

上次评级: 增持

目标价格:

¥26.00

上次预测: ¥0.00

当前价格:

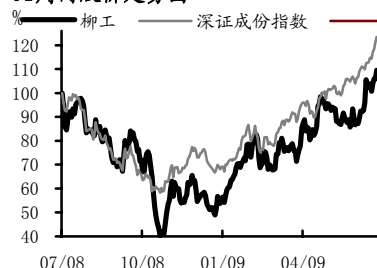
¥18.30

2009.07.14

交易数据

52周内股价区间(元)	7.66~20.95
总市值(百万元)	11,898
总股本/流通A股(百万股)	650/650
流通B股/H股	
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	11.2
日均成交值(百万元)	154.5

52周内股价走势图



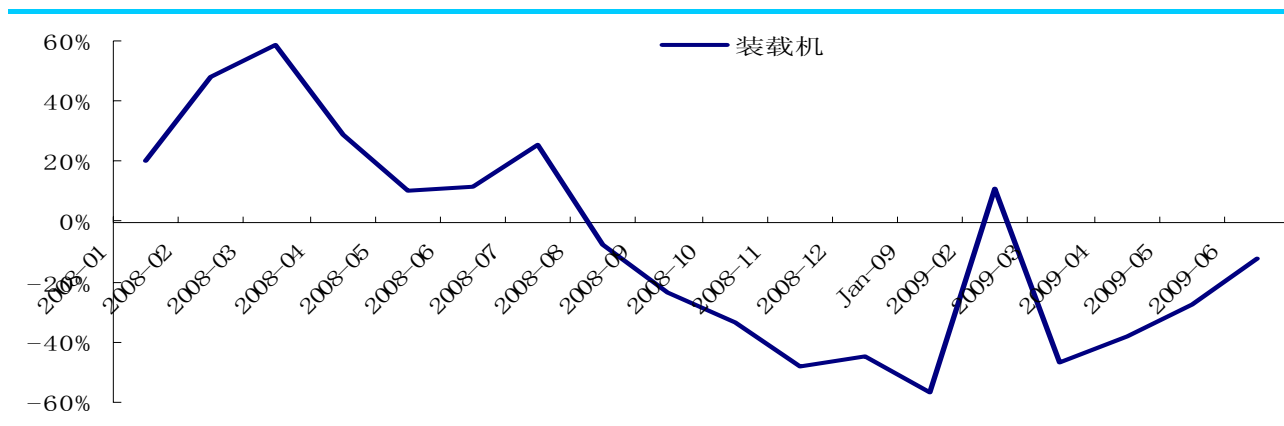
评论:

- 公司中期业绩符合我们预期,但高于市场预期。
- **主导产品装载机取得超越行业增长。**1-6月公司装载机实现销量1.47万台,同比下滑20.3%,好于行业32.7%的降幅,体现在市场份额上,公司占比不断提升,由去年17.9%提升至今年中期的20.5%。
- 挖掘机业务受益于行业增长,表现出色,但市场份额并没有显著提升,近四年挖掘机市场份额稳定在3%左右。
- **得益于低价原材料存货,公司盈利水平不断攀升。**公司二季度营业利润率达9.40%,高于一季度的8.15%,更远高于08年的4.12%。
- 我们维持“柳工”的增持评级,并认为公司可能是09年最近业绩弹性工程机械品种,主要基于:(1)09年PE仅为18倍左右,基于同类公司估值及公司成长潜力,其估值有望提升至25倍以上;(2)公司经营杠杆高,而且大量低价原材料存货使得其盈利弹性更高,因此,09年业绩超预期可能性大;(3)采矿投资维持高位,装载机销量将持续回暖。

1. 装载机业务正在逐步回暖

从行业来看，装载机销量在逐步回暖，同比增速逐渐收窄，6月份单月下滑幅度为12.52%（图1）。

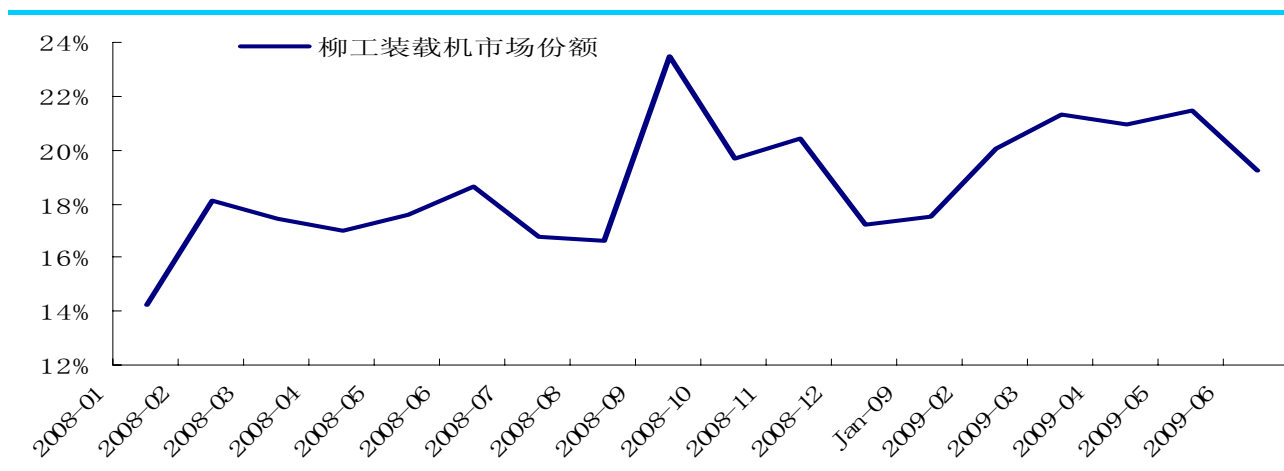
图1 装载机降幅逐步收窄



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

而对于装载机领先企业，柳工表现要好于行业，公司1-6月实现销量1.47万台，同比下滑20.3%，好于行业32.7%的降幅，体现在市场份额上，公司占比不断提升，由去年17.9%提升至今年中期的20.5%（图2）。

图2 柳工装载机市场份额稳步提升

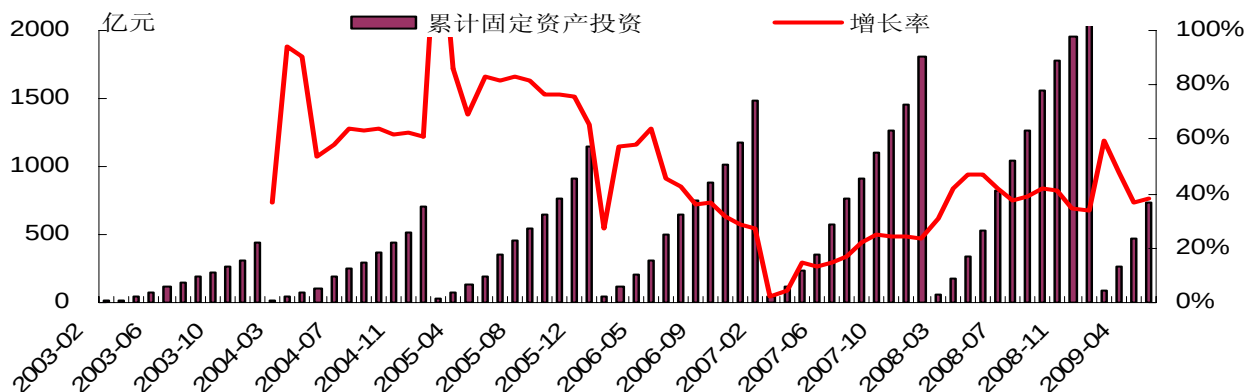


数据来源：国泰君安证券销售交易总部

我们认为，装载机行业或正在复苏过程中，主要是基于采矿投资逐步回暖，这里我们以煤炭行业为代表来说明（采矿投资中，煤炭行业占1/3，属第一大行业）。

根据国家统计局数据，今年1-5月，煤炭行业固定资产投资达728.5亿元，同比增长高达38.4%（图3），远超我们在去年年底投资策略报告中预期。

图 3 煤炭行业固定资产投资维持在 40% 的高位

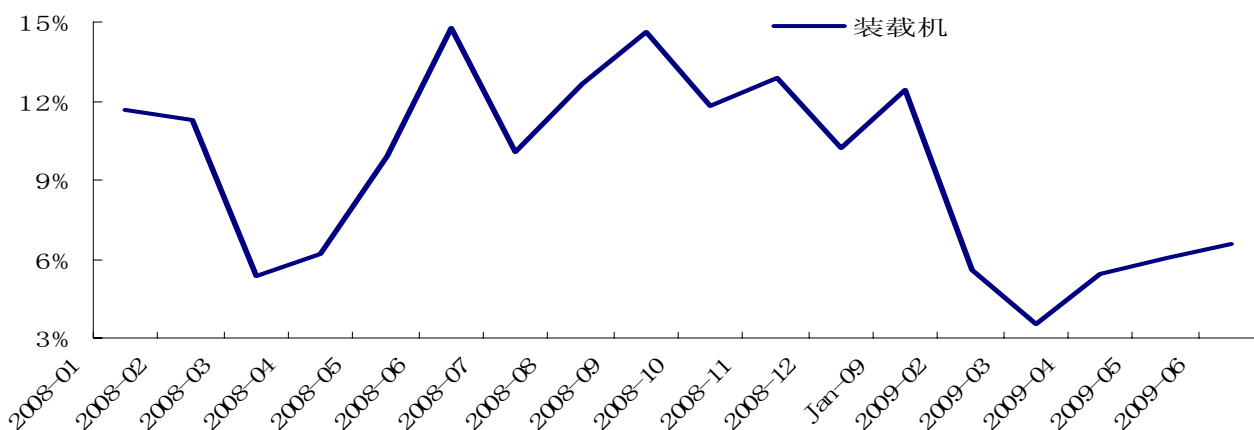


数据来源：国家统计局

我们认为，在信贷和投资大跃进背景下，煤炭投资仍将维持在高位，进而对装载机需求形成强大支撑。

另一大需求，出口情况也在逐步好转中。根据我们掌握数据，今年 6 月，出口量占行业销量达 6.54%，相对于今年 3 月份的 3.55%，呈逐步回升态势（图 4）。

图 4 装载机出口占比自 3 月开始逐步回升

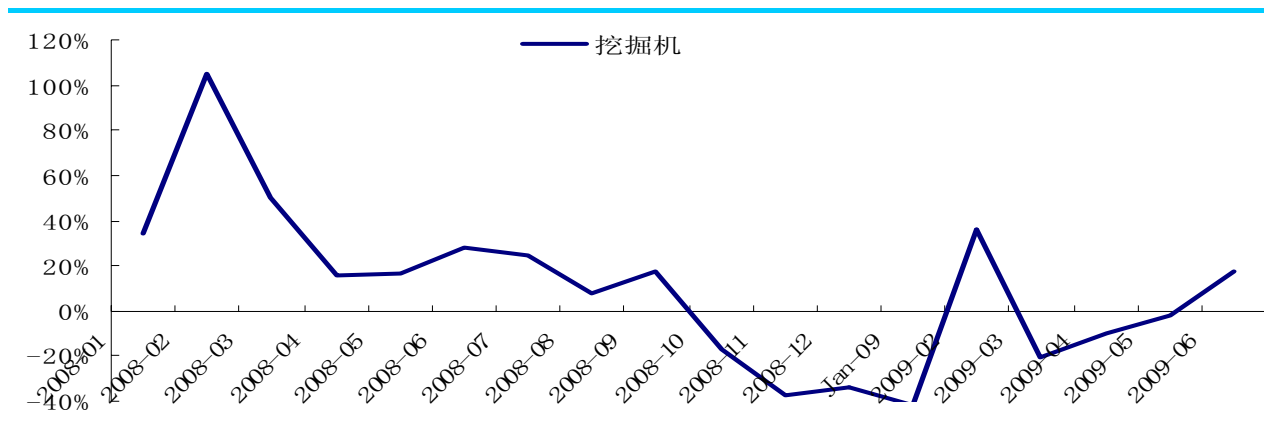


数据来源：国泰君安证券销售交易总部

期待挖掘机业务超越行业表现

得益于挖掘机行业较好表现，公司挖掘机销量也呈回暖态势。根据行业数据，挖掘机在 6 月份已经实现正增长，单月增速达 17.7% 左右，一举扭转前几个月的下滑态势（图 5）。

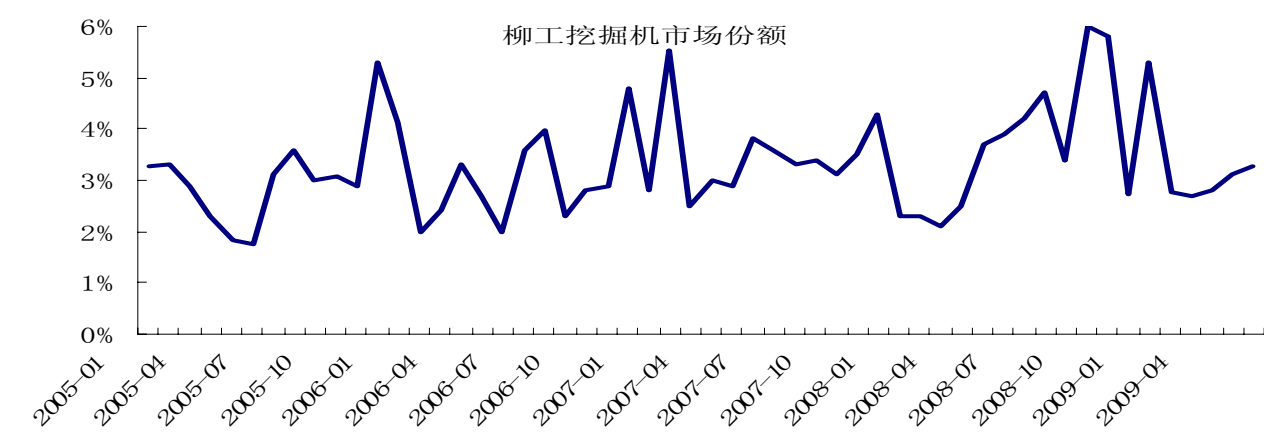
图 5 挖掘机销量 6 月份开始走向正增长



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

但值得指出的是，公司市场份额并没有显著提升，其近四年挖掘机市场份额稳定在 3% 左右（图 6）。

图 6 柳工挖掘机近几年市场份额徘徊在 3% 左右



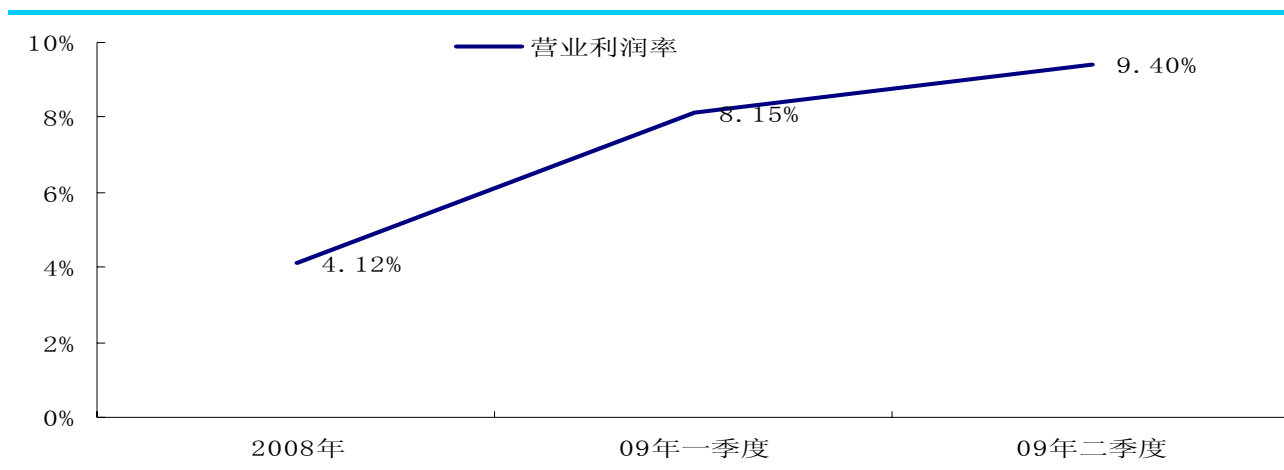
数据来源：国泰君安证券销售交易总部

尽管国产挖掘机份额在逐步提升，但柳工仍徘徊在 3% 左右，主要原因是公司销售渠道与激励机制尚待完善。

得益于低价原材料存货，盈利能力稳步提升

根据公司业绩快报，公司二季度营业利润率达 9.40%，高于一季度的 8.15%，更远高于 08 年的 4.12%（图 7）。

图 7 公司营业利润率不断提升



数据来源：公司公告

09 年最具业绩弹性的工程机械品种

我们维持“柳工”的增持评级，并认为公司可能是 09 年最具业绩弹性的工程机械品种，主要基于：

- (1) 公司 09 年 PE 仅为 18 倍左右，基于同类公司估值及公司成长潜力，其估值有望提升至 25 倍以上；
- (2) 公司经营杠杆高，而且大量低价原材料存货使得其盈利弹性更高，因此，09 年业绩超预期可能性大；
- (3) 采矿投资维持高位，装载机销量将持续回暖。

作者简介:

吴昊: 华中科技大学工学硕士, 曾就职于联合证券研究所, 三年机械行业研究经历。2009 年 7 月加入国泰君安证券, 现任国泰君安证券销售交易部机械行业研究员。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com