



年报点评

2Mar2011 | 4pages

柳工(000528)

调高 11 年销售目标，高增长仍将延续

——柳工 2010 年年报点评

姓名：史海昇
86-21-64718888-1805
zsyj@stocke.com.cn

执业证书编号:S1230209120122

投资要点：

■ 2010 年业绩靓丽

2010 年公司分别实现营收、归属母公司净利润 153.66 亿元和 15.44 亿元，同比分别增长 50.9%和 78.3%，实现每股收益 2.06 元，每 10 股派现 5 元且转增 5 股，公司 2010 年业绩基本符合市场预期。

公司费用控制良好，盈利能力进一步增强。2010 年公司毛利率和净利率分别在 22.42%和 10.08%，分别比去年同期提升 1.31 和 1.56 个百分点。

■ 挖掘机、起重机和融资租赁业务发展强劲，多元化战略布局成效显著

2010 年公司传统产品装载机销量约在 3.9 万台，同比增长 30%以上。装载机市场份额小幅下滑至 20.3%，位居行业第二位。其主要竞争对手厦工、龙工等的市场份额提升明显。

但公司新兴业务挖掘机、起重机和融资租赁表现出色，公司多元化战略布局成效显著。2010 年挖掘机销量 5600 台以上，同比增长约 87%，市场份额位居本土企业第二位；起重机销量约 2200 台，同比增长约 70%；融资租赁业务收入同比增长 380%以上。同时，公司 2010 年海外收入实现营收 13 亿元，同比增长 49.7%，收入占比与 09 年持平。

■ 公司调高 2011 年销售目标至 230 亿元，对未来发展充满信心

根据公司之前的战略规划，2011-2015 年销售目标分别为 200 亿、260 亿、340 亿、420 亿和 500 亿。但公司在 10 年年报中将 11 年销售目标提升至 230 亿元，比 10 年的 154 亿元销售额增长约 50%，显示公司对未来发展的十足信心。

■ 国内、日本工程机械销量超预期，行业持续高景气

从国内、日本数据来看，工程机械仍表现出高增长。1 月国内挖掘机、装载机销量分别同比增长 35%和 27%；日本则实现销售额、出口同比 36.4%和 44.5%的增长。

从对国内经销商跟踪的数据来看，2 月份工程机械销量仍将高增长，行业景气持续上升，预计工程机械整体估值将从目前的 17 倍提升至 20 倍，建议关注低估值公司。

■ 投资建议：买入

我们暂维持 2011-2013 年 EPS 为 2.89、3.64 和 4.14 元的业绩预测，对应的 PE 在 14 倍、11 倍和 10 倍，给予公司 11 年 20 倍 PE，目标价 57.8 元，“买入”评级。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	15366	23065	28831	33155
(+/-)	50.9%	50.1%	25.0%	15.0%
净利润	1544	2170	2729	3105
(+/-)	78.3%	40.6%	25.7%	13.8%
每股收益 (元)	2.06	2.89	3.64	4.14
P/E	20	14	11	10

评级：买入

上次评级：买入

当前价格：¥ 41.79

单季度业绩 元/股

1Q/2010

2Q/2010

3Q/2010

4Q/2010

股价走势

相关报告

报告撰写人：史海昇

数据支持人：许光兵





资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	13699.72	13318.48	21180.13	17793.44
现金	4921.62	4805.35	11643.11	7759.03
应收账款	1403.44	2296.46	2442.55	2882.50
其它应收款	145.81	74.20	246.86	127.70
预付账款	416.86	390.96	627.07	599.26
存货	4013.47	3453.68	4023.08	3365.82
其他	2798.51	2297.82	2197.45	3059.13
非流动资产	4895.20	4720.57	5632.28	6171.99
长期投资	156.44	156.44	167.44	189.44
固定资产	1769.55	2518.08	2999.94	3246.80
无形资产	549.65	804.17	988.33	1111.48
其他	2419.56	1241.88	1476.57	1624.28
资产总计	18594.93	18039.05	26812.41	23965.44
流动负债	9199.24	7104.24	13651.12	8412.13
短期借款	1921.09	3106.10	1543.67	1648.56
应付账款	2785.54	1816.72	4628.23	3043.70
其他	4492.60	2181.42	7479.23	3719.87
非流动负债	930.63	669.08	598.19	486.22
长期借款	616.05	492.84	369.63	246.42
其他	314.59	176.25	228.56	239.80
负债合计	10129.87	7773.32	14249.31	8898.34
少数股东权益	22.17	27.88	35.88	44.52
股本	8442.88	10237.85	12527.22	15022.58
资本公积金	18594.93	18039.05	26812.41	23965.44
留存收益				
归属母公司股东权益			单位:百万元	
负债和股东权益	2010	2011E	2012E	2013E

现金流量表

单位: 百万元	149.04	232.27	295.64	342.50
经营活动现金流	17.35	22.00	5.00	2.00
净利润	-30.07	-0.99	-11.99	-22.99
折旧摊销	-693.32	-2897.83	7085.42	-5841.29
财务费用	-48.49	37.55	-9.97	-5.87
投资损失	-2281.37	-97.08	-1184.79	-852.78
营运资金变动	643.95	1089.92	568.20	317.87
其它	-36.03	0.00	-11.00	-22.00
投资活动现金流	-1673.45	992.83	-627.59	-556.92
资本支出	4250.32	-1213.12	-452.97	-619.63
长期投资	692.11	-440.18	62.75	104.89
其他	417.46	-123.21	-123.21	-123.21
筹资活动现金流	3140.75	-649.73	-392.51	-601.32
短期借款	2912.29	-1741.46	8462.95	-3884.09
长期借款				
普通股增加				
资本公积增加			单位:百万元	
其他	2010	2011E	2012E	2013E
现金净增加额	15366.13	23064.56	28830.70	33155.31

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15366.13	23064.56	28830.70	33155.31
营业成本	11919.64	17921.16	22430.29	25861.14
营业税金及附加	62.22	86.58	120.75	132.52
营业费用	845.06	1383.37	1685.35	1916.71
管理费用	673.07	1010.27	1262.84	1452.27
财务费用	17.35	22.00	5.00	2.00
资产减值损失	66.29	81.72	116.71	131.57
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	30.07	0.99	11.99	22.99
营业利润	1812.58	2560.44	3221.75	3682.09
营业外收入	51.95	51.28	55.33	52.86
营业外支出	7.27	6.38	5.39	6.35
利润总额	1857.27	2605.34	3271.69	3728.60
所得税	308.44	429.59	535.09	614.61
净利润	1548.82	2175.75	2736.60	3113.98
少数股东损益	5.00	5.70	8.00	8.64
归属母公司净利润	1543.82	2170.05	2728.60	3105.35
EBITDA	2015.74	2862.32	3475.72	3886.95
EPS (元)	2.06	2.89	3.64	4.14

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	50.90%	50.10%	25.00%	15.00%
营业利润	86.47%	41.26%	25.83%	14.29%
归属母公司净利润	78.33%	40.56%	25.74%	13.81%
获利能力				
毛利率	22.43%	22.30%	22.20%	22.00%
净利率	10.08%	9.43%	9.49%	9.39%
ROE	18.30%	21.19%	21.78%	20.67%
ROIC	13.51%	15.55%	18.00%	17.14%
偿债能力				
资产负债率	54.48%	43.09%	53.14%	37.13%
净负债比率	32.81%	36.26%	16.21%	13.39%
流动比率	1.49	1.87	1.55	2.12
速动比率	1.05	1.39	1.26	1.72
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.26	1.29	1.31
应收帐款周转率	12.72	12.47	12.17	12.45
应付帐款周转率	5.48	7.79	6.96	6.74
每股指标(元)				
每股收益	2.06	2.89	3.64	4.14
每股经营现金	1.26	-0.57	13.46	-3.21
每股净资产	11.28	13.68	16.75	20.09
估值比率				
P/E	3.71	14.45	11.49	10.10
P/B	0.68	3.06	2.50	2.09
EV/EBITDA	1.94	10.64	6.33	6.66





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%-10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

