

机械/工程机械

柳工 (000528)

增持

2011年10月29日三季报点评

-----业绩符合预期，期间费用控制良好

2011年10月31日

公司研究/点评报告

市场数据

收盘价(元)	16.48
一年内最高/最低(元)	44.2/14.9
市净率	1.74
市盈率	10.24
流通A股市值(百万元)	16,071.71

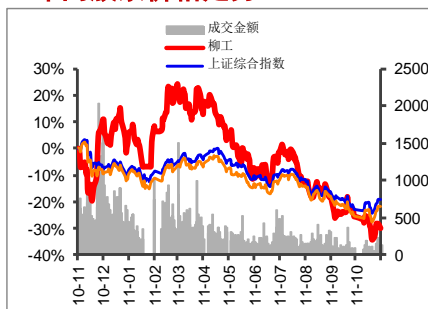
基础数据

每股净资产(元)	9.43
资产负债率%	52.95
总股本/流通A股(百万)	1125/975
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究:

工程机械行业发展趋势分析-行业兼并重组加速推进，技术竞争升级 (20101101)

一年内股票价格走势



分析师: 曹玲燕

执业证书编号: S0760511010002

电话: 0351-8686976

邮箱: caolingyan@sxzq.com

联系人: 李争东

电话: 0351-8686900

邮箱: lizhengdong@sxzq.com

联系人: 张小玲

电话: 0351-8686990

邮箱: zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件:

- 2011年1-9月，实现营业收入约142.91亿元，比上年增长21.61%；实现归属母公司股东净利润约12.8亿元，比上年增长1.49%；公司实现基本每股收益1.14元。

评论:

- 三季度销售收入下滑较大。由于三季度为销售淡季，导致公司第三季度销售收入下滑较快；公司第三季度累计实现销售收入35亿元，环比比下滑了2.58个百分点。
- 行业竞争激烈导致公司毛利率有所下滑。1-9月公司综合毛利率为19.56%，较去年同期下滑了3个百分点，其中土方机械毛利率由去年的24%下滑至目前的22%，其他工程机械及配件毛利率下滑了近5个百分点。
- 公司回款情况良好，库存高位徘徊。公司应收账款增速与主营业务收入增速保持同步，同比增长26%；公司现有存货约47.7亿元，同比增长76.19%，由于下游需求减缓，我们认为公司去库存有一定压力。
- 公司期间费用处在合理范围。1-9月，公司期间费用额为12.3亿元，期间费用率为8.6%；由于公司上半年新增短期借款约10亿元，导致第三季度财务费用增加近4000万元，除财务费用增幅较大其他费用都维持正常水平。
- 挖掘机销量情况优于行业。1-9月，公司累挖掘机计销量超过6000台，同比增长45.7%；贵州省销量较好，较去年同期销量增加一倍。挖掘机出口量约800多台，增速突破120%，挖掘机已然成为公司新的利润增长点。
- 装载机销量情况较好。1-9月，公司装载机销量超过3.2万台，比上年增长6.9%，装载机销量增速超出我们此前预期，这也充分反映出柳工装载机龙头的领先优势。
- 汽车起重机销量下滑较快。1-9月，公司汽车起重机销量约1300台，同比下滑约23%，由于汽车起重机行业竞争非常激烈，再加上三一重工和中联重科加大汽车起重机销售力度，柳工受到很大冲击。

投资评级:

由于行业下游需求减缓，业内竞争加剧，导致行业整体盈利预期下调，柳工为龙头企业，装载机和挖掘机销售额实现稳步增长，各项费用控制情况良好。我们预测公司2011年-2013年每股收益分别为1.61元、1.98元和2.37元，以2011年10月29日收盘价16.48元为基准，对应每股市盈率分别为10.24倍、8.33倍和6.96倍，维持公司“增持”评级。

简式财务报表

单位：百万

利润表					资产负债表				
	2010	2011	2012	2013		2010	2011	2012	2013
营业收入	15366.13	16702.29	18981.37	21664.32	货币资金	4921.62	5916.07	7236.59	9146.68
营业成本	11919.64	13281.55	14824.57	16794.58	金融资产	159.43	251.72	251.72	251.72
营业税金及附加	62.22	41.67	47.36	54.05	应收票据	309.84	556.74	632.71	722.14
期间费用	1535.47	1272.82	1458.22	1645.24	应收账款	1403.44	2386.04	2530.85	2708.04
EBITDA	1866.15	2147.54	2709.86	3218.29	其他应收款	145.81	167.02	179.69	194.98
折旧	134.73	247.02	261.27	267.61	预付款项	416.86	531.26	592.98	671.78
摊销	14.31	27.02	35.32	43.59	长期应收款	1914.15	3340.46	3796.27	4332.86
EBIT	1717.10	1873.50	2413.26	2907.10	存货	4013.47	5567.43	6327.12	7221.44
非业务性支出	66.29	0.00	0.00	0.00	非核心流动性资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非业务性收益	30.07	31.45	0.00	0.00	流动资产合计	13699.72	15124.57	17499.94	20665.07
营业利润	1812.58	2137.71	2651.21	3170.46	核心固定资产	2105.86	2272.53	2261.25	2043.65
营业外收支净额	44.69	23.09	0.00	0.00	核心无形资产	570.08	793.06	1006.74	1211.15
利润总额	1857.27	2160.80	2651.21	3170.46	非核心固定资产	145.69	45.94	55.74	66.13
所得税	308.44	345.73	424.19	507.27	非流动资产合计	4895.20	6703.70	7371.72	7905.51
净利润	1548.82	1815.07	2227.02	2663.19	资产总计	18594.93	21828.27	24871.67	28570.58
少数股东损益	5.00	4.34	0.00	0.00	短期负债	2161.50	531.27	531.27	531.27
归属母公司股东的净利润	1543.82	1810.74	2227.02	2663.19	经营性应付款	7029.60	7281.66	8098.04	9133.77
基本每股收益	2.37	1.61	1.98	2.37	经营性流动负债	9191.10	7812.93	8629.31	9665.03
稀释每股收益	2.37	0.00	0.00	0.00	其他经营性流动负债	8.14	8.14	8.14	8.14
现金流量表					流动负债合计				
净利润	1548.82	1810.74	2227.02	2663.19	非流动负债合计	9199.24	7821.06	8637.44	9673.17
经营性应收款(减少)	-3473.39	-302.75	-750.98	-897.30	负债合计	10129.87	11196.26	12012.64	13048.37
经营性应付款(增加)	3207.38	229.01	816.38	1035.73	实收资本(或股本)	750.16	1125.24	1125.24	1125.24
其他营运资产(减少)	-1785.59	-1553.96	-759.69	-894.32	资本公积金	3935.39	3935.39	3935.39	3935.39
经营性现金流量净额	-381.90	549.67	1878.16	2255.93	盈余公积金	608.86	608.86	608.86	608.86
投资性现金流量净额	-791.09	-700.98	-499.00	-298.00	未分配利润	3151.77	4962.50	7189.53	9852.71
融资性现金流量净额	5792.96	1145.75	-58.64	-47.83	少数股东权益	22.17	0.00	0.00	0.00
现金净变动	4619.96	994.44	1320.52	1910.10	归属母公司股东的权益	8442.88	10632.00	12859.02	15522.21
期初现金余额	1999.53	4921.62	5916.07	7236.59	所有者权益合计	8465.05	10632.00	12859.02	15522.21
期末现金余额	6619.49	5916.07	7236.59	9146.68	负债和股东权益总计	18594.93	21828.27	24871.67	28570.58

资料来源：山西证券研究所

行业估值比较

股票代码	股票名称	市值(亿)	收盘价		EPS			PE		PS	PB	ROE 2010
			1900/1/0	2010A	2011E	2012E	2011E	2012E				
								16.42	18.22	2.26	4.53	13.91
600031.SH	三一重工	1119.31	14.74	1.11	1.23	1.59	12.02	9.28	2.10	6.30	47.12	
000157.SZ	中联重科	732.84	9.51	0.97	0.98	1.28	9.68	7.46	1.57	2.28	16.98	
000425.SZ	徐工机械	338.91	16.43	3.22	1.82	2.33	9.01	7.04	1.00	2.42	24.27	
000528.SZ	柳工	185.55	16.49	2.37	1.63	2.00	10.11	8.26	0.95	2.03	18.24	
600815.SH	厦工股份	95.36	12.23	0.85	1.04	1.33	11.77	9.22	0.73	2.48	19.01	
000680.SZ	山推股份	95.20	12.54	1.11	1.11	1.45	11.29	8.63	0.58	1.95	19.22	
002006.SZ	精功科技	78.83	25.98	0.63	1.49	2.03	17.45	12.83	2.84	7.35	22.37	
002097.SZ	山河智能	47.76	11.36	0.49	0.64	0.85	17.71	13.43	1.26	2.75	12.91	
600761.SH	安徽合力	50.67	11.83	1.01	1.24	1.31	9.56	9.02	0.78	1.88	13.95	
002147.SZ	方圆支承	30.20	11.68	0.35	0.41	0.53	28.78	22.22	4.58	3.31	9.31	
000923.SZ	河北宣工	16.06	8.11	0.10	0.03	0.32	0.00	25.41	2.01	2.64	3.20	
600375.SH	星马汽车	59.04	14.55	1.43	1.67	2.02	8.69	7.19	0.69	5.96	32.75	
600710.SH	常林股份	45.62	8.55	0.58	0.69	0.84	12.44	10.22	1.68	2.17	19.17	

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。