

2011年8月29日

# 广西柳工

## 感受信贷紧缩政策的阵痛

**买入**  
**A** 000528.SZ - 人民币 19.76  
 目标价格: 人民币 22.10 (↘34.13)

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	(3)	(11)	25
相对新华富时A50指数(%)	(14)	(1)	(7)	29

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	1,125
流通股(%)	87
流通股市值(人民币 百万)	19,340
3个月日均交易额(人民币 百万)	227
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
柳工集团	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

2011年1季度我国工程机械行业继续保持快速增长态势, 行业景气度创历史新高。但是随着我国信贷政策持续紧缩, 2季度工程机械产品的需求明显减弱。柳工2011年2季度实现净利润4.84亿人民币, 同比下降8%, 低于我们预期。长远而言, 我们认为城镇化快速发展还将持续相当长时间, 工程机械行业中长期仍然看好。我们将目标价格下调至22.10元, 维持买入评级。

### 中报要点

- 公司2011年上半年实现净销售收入107.6亿人民币, 同比上升33%。
- 公司2011年上半年毛利率为19.7%, 低于去年同期的22.9%。
- 公司2011年上半年净利润同比上升19%至10.94亿人民币。
- 估计公司2011年下半年各主要产品仍将保持稳定增长的态势, 毛利率维持在20%左右, 销售管理费用控制良好。

### 评级面临的主要风险

- 钢材价格持续上涨; 信贷政策紧缩程度超预期。

### 估值

- 由于公司2011年上半年业绩低于预期, 我们将柳工2011年盈利预测下调15%。目前该股2011年市盈率为11.6倍, 我们认为并不贵。我们将目标价由34.13元人民币下调至22.10元人民币, 相当于13倍11年市盈率。维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,134	15,304	19,450	22,478	28,851
变动(%)	10	51	27	16	28
净利润(人民币 百万)	866	1,544	1,913	2,200	3,063
全面摊薄每股收益(人民币)	0.888	1.372	1.700	1.955	2.722
变动(%)	48.1	54.6	23.9	15.0	39.2
先前预测每股收益(人民币)			2.01	2.6	-
调整幅度(%)			(15)	(25)	-
市盈率(倍)	22.3	14.4	11.6	10.1	7.3
每股现金流量(人民币)	1.59	0.62	0.72	1.09	1.15
价格/每股现金流量(倍)	12.5	32.0	27.4	18.1	17.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.2	10.3	8.8	7.8	5.7
每股股息(人民币)	0.173	0.333	0.413	0.475	0.661
股息率(%)	0.9	1.7	2.1	2.4	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2011 年上半年净利润同比上升 19%

2011 年 1 季度我国工程机械行业继续保持快速增长态势，行业景气度创历史新高。但是随着我国信贷政策持续紧缩，2 季度工程机械产品的需求明显减弱。柳工 2011 年 2 季度实现净销售收入 48.36 亿人民币，同比上升 4%；实现净利润 4.84 亿人民币，同比下降 8%，低于我们预期。

因此，柳工 2011 年上半年实现净销售收入 107.6 亿人民币，同比上升 33%；柳工 2011 年上半年各类整机销量超过 3.76 万台，比上年同期增长 25%。据中国工程机械信息网统计，公司 2011 年上半年装载机销量近 21,849 台，同比增长 4%；公司 2011 年上半年挖掘机销量近 4,749 台，同比增长 58%。

2011 年上半年，由于主要原材料价格上涨，公司毛利率有所下降。公司 2011 年上半年毛利率为 19.7%，低于去年同期的 22.9%。因此，公司 2011 年上半年净利润同比上升 19%至 10.94 亿人民币。

## 盈利前景

受我国信贷紧缩政策的影响，我们估计公司 2011 年下半年的经营情况不容乐观，销售收入增幅可能低于上半年。我们相信 2011 年下半年公司各主要产品仍将保持稳定增长的态势。估计 2011 年毛利率估计维持在 20%左右，销售管理费用控制良好，净利润可能同比上升 27%。

长远而言，我们认为城镇化快速发展还将持续相当长时间，工程机械行业中长期前景仍然看好。基于我国现有的基础设施水平，我们估计大规模的铁路、水利、公路、港口、机场建设热潮预计将持续 5-10 年的时间。在这段时间内，对高端的大型工程机械的需求将是主流。

## 估值

由于公司 2011 年上半年业绩低于预期，我们将柳工 2011 年盈利预测下调 15%。目前该股 2011 年市盈率为 11.6 倍，我们认为并不贵。我们将目标价由 34.13 元人民币下调至 22.10 元人民币，相当于 13 倍 11 年市盈率。维持**买入**评级。

图表 2. 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动(%)
<b>净销售收入</b>	8,113	10,764	33
销售成本	(6,256)	(8,642)	38
毛利	1,857	2,121	14
其他净收益/(费用)	11	22	109
销售费用	(439)	(396)	(10)
管理费用	(341)	(480)	41
<b>经营利润</b>	<b>1,087</b>	<b>1,267</b>	<b>17</b>
净利息收益/(费用)	5	(18)	(443)
投资收益	14	31	118
税前利润	1,107	1,281	16
税金	(187)	(183)	(2)
少数股东权益	(2)	(4)	140
<b>净利润</b>	<b>918</b>	<b>1,094</b>	<b>19</b>
<b>利润率(%)</b>			
毛利率	22.9	19.7	
经营利润率	13.4	11.8	
净利率	11.3	10.2	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,134	15,304	19,450	22,478	28,851
销售成本	(8,032)	(11,920)	(15,497)	(17,931)	(22,896)
经营费用	(967)	(1,435)	(1,562)	(1,758)	(2,096)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,135</b>	<b>1,949</b>	<b>2,391</b>	<b>2,788</b>	<b>3,859</b>
折旧及摊销	(127)	(149)	(199)	(257)	(308)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>1,009</b>	<b>1,800</b>	<b>2,192</b>	<b>2,532</b>	<b>3,551</b>
净利息收入(费用)	(33)	(14)	(32)	(39)	(46)
其他收益/(损失)	57	72	98	103	110
<b>税前利润</b>	<b>1,032</b>	<b>1,857</b>	<b>2,257</b>	<b>2,596</b>	<b>3,614</b>
所得税	(165)	(308)	(339)	(389)	(542)
少数股东权益	(2)	(5)	(6)	(7)	(10)
<b>净利润</b>	<b>866</b>	<b>1,544</b>	<b>1,913</b>	<b>2,200</b>	<b>3,063</b>
<b>核心净利润</b>	<b>866</b>	<b>1,544</b>	<b>1,913</b>	<b>2,200</b>	<b>3,063</b>
每股收益(人民币)	0.888	1.372	1.700	1.955	2.722
核心每股收益(人民币)	0.888	1.372	1.700	1.955	2.722
每股股息(人民币)	0.173	0.333	0.413	0.475	0.661
收入增长(%)	10	51	27	16	28
息税前利润增长(%)	123	78	22	16	40
息税折旧前利润增长(%)	104	72	23	17	38
每股收益增长(%)	48	55	24	15	39
核心每股收益增长(%)	48	55	24	15	39

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,000	4,922	3,604	3,103	2,558
应收帐款	1,632	1,713	2,221	2,490	3,100
库存	2,228	4,013	4,957	5,564	6,891
其他流动资产	1,022	3,051	3,684	4,087	5,036
<b>流动资产总计</b>	<b>6,881</b>	<b>13,700</b>	<b>14,466</b>	<b>15,244</b>	<b>17,585</b>
固定资产	1,489	2,106	3,224	3,988	4,704
	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,195	2,789	3,389	3,989	4,590
<b>长期资产总计</b>	<b>2,684</b>	<b>4,895</b>	<b>6,613</b>	<b>7,977</b>	<b>9,293</b>
<b>总资产</b>	<b>9,565</b>	<b>18,595</b>	<b>21,079</b>	<b>23,221</b>	<b>26,878</b>
应付帐款	2,981	5,507	6,515	6,785	7,797
短期债务	1,229	1,921	1,825	1,916	1,974
其他流动负债	841	1,771	1,860	1,953	2,051
<b>流动负债总计</b>	<b>5,051</b>	<b>9,199</b>	<b>10,200</b>	<b>10,654</b>	<b>11,821</b>
长期借款	406	931	871	817	768
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	650	750	750	1,125	1,125
储备	3,447	7,693	9,230	10,590	13,118
<b>股东权益</b>	<b>4,097</b>	<b>8,443</b>	<b>9,980</b>	<b>11,715</b>	<b>14,243</b>
少数股东权益	11	22	28	35	45
<b>总负债及权益</b>	<b>9,565</b>	<b>18,595</b>	<b>21,079</b>	<b>23,221</b>	<b>26,878</b>
每股帐面价值(人民币)	3.64	7.50	8.87	10.41	12.66
每股有形资产(人民币)	3.64	7.50	8.87	10.41	12.66
每股净负债(现金)	(0.32)	(1.84)	(0.81)	(0.33)	0.16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,032	1,857	2,257	2,596	3,614
折旧与摊销	127	149	199	257	308
净利息费用	33	14	32	39	46
运营资本变动	517	(990)	(1,287)	(1,216)	(2,075)
税金	(165)	(308)	(339)	(389)	(542)
其他经营现金流	3	(27)	(52)	(56)	(61)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,548</b>	<b>695</b>	<b>810</b>	<b>1,230</b>	<b>1,290</b>
购买固定资产净值	(460)	(895)	(1,500)	(1,200)	(1,200)
投资减少/增加	(34)	6	(60)	(60)	(60)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(494)</b>	<b>(889)</b>	<b>(1,560)</b>	<b>(1,260)</b>	<b>(1,260)</b>
净增权益	0	2,967	0	0	0
净增债务	(321)	1,217	(158)	38	9
支付股息	(47)	(195)	(375)	(465)	(534)
其他融资现金流	436	(872)	(35)	(45)	(50)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>67</b>	<b>3,117</b>	<b>(568)</b>	<b>(471)</b>	<b>(576)</b>
现金变动	1,121	2,922	(1,317)	(501)	(546)
期初现金	879	2,000	4,922	3,604	3,103
公司自由现金流	1,069	(155)	(706)	7	61
权益自由现金流	697	1,006	(942)	(34)	(10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	11.2	12.7	12.3	12.4	13.4
息税前利润率	10.0	11.8	11.3	11.3	12.3
税前利润率	10.2	12.1	11.6	11.5	12.5
净利率	8.5	10.1	9.8	9.8	10.6
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率	20.9	33.2	29.2	33.2	46.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	13
速动比率	0.9	1.1	0.9	0.9	0.9
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	22.3	14.4	11.6	10.1	7.3
核心业务市盈率	22.3	14.4	11.6	10.1	7.3
目标价对应核心业务市盈率	24.9	16.1	13.0	11.3	8.1
率					
市净率	5.4	2.6	2.2	1.9	1.6
价格/现金流	12.5	32.0	27.4	18.1	17.2
企业价值/息税折旧前利润	19.2	10.3	8.8	7.8	5.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	106.0	95.6	105.6	107.1	99.3
应收帐款周转天数	47.8	39.9	36.9	38.2	35.4
应付帐款周转天数	74.8	101.2	112.8	108.0	92.2
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	22.5	24.3	24.3	24.3	24.3
净资产收益率	25.7	24.6	20.8	20.3	23.6
资产收益率	10.7	10.7	9.4	9.7	12.0
已运用资本收益率	19.8	21.6	18.6	18.9	22.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371