

# 业绩符合预期，下半年难度加大

## 柳工(000528)上半年报点评

### 报告关键点:

- 上半年实现销售收入108亿元，占全年规划目标的46.9%，全年目标有难度
- 毛利率下降3.4个百分点至19.9%，下调盈利预测

### 报告摘要:

- 上半年经营稳健，业绩符合预期。**2011年上半年，公司实现营业收入107.9亿元，同比增长32%，完成2011年计划营业额目标(230亿元)的46.92%；归属母公司净利润10.9亿元，同比增长19%；每股收益0.97元，业绩符合预期，要完成全年规划目标，下半年营业收入将达到122亿元，存在较大难度。
- 公司主导产品销售保持较快增长。**一季度各厂商进行大力度促销，行业销售异常火爆，二季度受国家信贷紧缩及房地产调控政策影响，固定资产投资减缓，大量工程项目停建或缓建，行业大部分产品出现同比下降。上半年公司销售装载机、挖掘机2.18万台、7,451台，同比增长4%、58%，公司土石方机械销售收入83.17亿元，同比增长30%，其他工程机械及配件实现收入24.5亿元，同比增长39.8%。
- 综合毛利率同比下降3.4个百分点。**上半年，公司综合毛利率为19.9%，同比去年同期下降3.4个百分点，环比一季度下降0.7个百分点。钢材在公司原材料中占比50%左右，上半年国内原材料价格持续增长，同时用工成本持续上升，企业成本压力大增。由于公司目前处于扩张期，随着在建工程转固规模提升，预计今年的毛利率将保持降低水平。
- 海外需求强劲，出口盈利大幅提升。**上半年公司出口装载机2,287台，同比增长72%；出口挖掘机620台，约占行业出口总量的30%，位居行业首位，公司出口收入9.69亿元，同比增长53.63%，出口毛利率19.94%，同比增加6个百分点。
- 募投项目进展顺利，提升公司市场竞争力。**今年年初，公司成功非公开发行，募集资金主要投向提升现有产品产能、拓展产品链以及提升零部件配套能力，目前各项目建设稳步推进，大部分项目进度过半，明年随着募投项目达产，挖掘机产能将达到2万台，起重机产能将从目前的4000台提升至5000台，叉车产能将达到1万台，未来公司市场竞争力将不断提升。
- 信用销售力度加大，现金流承压。**报告期内，公司应收帐款23.97亿元，较期初余额增长70%，有融资租赁业务导致的长期应收款为31.07亿元，较期初余额增长62%，融资租赁业务收入2.7亿元，同比增长209%。同期经营现金流为-13.16亿元，去年同期为6.5亿元，公司现金流承压。
- 盈利预测及投资评级。**行业面临信贷紧缩及开工项目大量减少，二季度销售持续低迷，三季度行业仍将经历销售放缓，四季度可能会有所反弹但幅度有限。我们下调公司盈利预测，预计公司2011-2013年EPS分别为1.60元、2.02元和2.42元，分别下调11%、11.4%、10%。维持“买入-A”的投资评级。
- 风险提示。**国家信贷政策继续趋紧影响下游基建投资放缓的风险；通胀导致钢材等原材料价格持续上涨。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,183.0	15,366.1	19,917.6	24,197.5	28,941.3
Growth(%)	9.9%	50.9%	29.6%	21.5%	19.6%
净利润	865.7	1,543.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4
Growth(%)	154.6%	78.3%	16.5%	26.0%	20.0%
毛利率(%)	21.1%	22.4%	21.1%	20.9%	20.8%
净利润率(%)	8.5%	10.0%	9.0%	9.4%	9.4%
每股收益(元)	0.77	1.37	1.60	2.02	2.42
每股净资产(元)	3.64	7.50	9.20	10.91	12.97
市盈率	25.9	14.5	12.4	9.9	8.2

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 24.00元

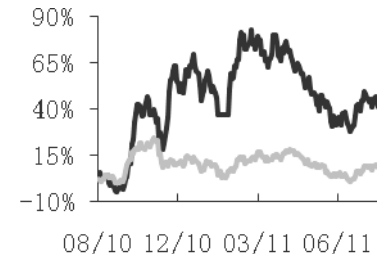
期限: 6个月 上次预测: 27.00元

现价(2011年08月29日): 19.00元

报告日期: 2011-08-30

总市值(百万元)	22,234.78
流通市值(百万元)	19,270.45
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	975.23
12个月最低/最高	18.11/44.23元
十大流通股股东(%)	50.01%
股东户数	95,154

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.60)	(2.94)	24.94
绝对收益	(3.89)	(5.04)	26.43

张仲杰

021-68767839  
执业证书编号

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn  
S1450511020002

### 报告联系人

王书伟

021-68763578

wangsw@essence.com.cn

### 前期研究成果

柳工: 发展战略清晰, 业务布局全面展开

2011-06-02

柳工: 经营稳健, 多产品、国际化战略明确

2010-09-15

柳工: 盈利能力双重受挤压的装载机企业

2008-10-28

**财务报表预测和估值数据汇总**

单位

百万元

模型更新时间

2011-8-25

利润表			2009			2010			2011E			2012E			2013E		
营业收入			10,183.0	15,366.1	19,917.6	24,197.5	28,941.3	财务指标									
减: 营业成本			8,032.4	11,919.6	15,705.8	19,146.8	22,924.4	成长性									
营业毛利			2,150.6	3,446.5	4,211.8	5,050.7	6,016.9	营业收入增长率									
加: 公允价值变动收益			-	-	-	-	-	营业利润增长率									
投资及汇兑收益			-0.3	30.1	30.0	30.0	30.0	净利润增长率									
营业利润			972.1	1,812.6	2,106.0	2,663.7	3,203.8	EBITDA 增长率									
加: 营业外净收支			60.2	44.7	43.9	44.2	45.5	EBIT 增长率									
利润总额			1,032.3	1,857.3	2,149.9	2,707.9	3,249.3	NOPLAT 增长率									
减: 所得税			164.8	308.4	344.0	433.3	519.9	投资资本增长率									
净利润			865.7	1,543.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4	净资产增长率									
资产负債表			2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率									
货币资金			1,999.5	4,921.6	3,929.6	4,630.5	4,992.2	固定资本周转天数									
交易性金融资产			-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数									
应收帐款			1,083.0	1,549.3	1,971.8	2,401.8	2,885.2	流动资产周转天数									
应收票据			619.8	309.8	545.7	662.9	792.9	应收帐款周转天数									
预付帐款			217.1	416.9	525.8	770.6	1,049.3	存货周转天数									
存货			2,227.9	4,013.5	5,111.9	6,012.7	7,459.8	总资产周转天数									
其他流动资产			734.1	2,488.7	-0.0	0.0	-	投资资本周转天数									
可供出售金融资产			-	-	-	-	-	投资回报率									
持有至到期投资			0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	ROE									
长期股权投资			120.4	156.4	156.0	156.0	156.0	ROA									
投资性房地产			3.0	2.8	2.9	2.9	2.9	ROIC									
固定资产			1,293.1	1,769.5	4,148.0	5,377.5	6,008.5	费用率									
在建工程			195.7	336.3	201.5	120.7	72.3	销售费用率									
无形资产			399.7	549.6	513.1	479.0	447.1	管理费用率									
其他非流动资产			671.6	2,080.3	3,341.9	4,540.3	5,850.1	财务费用率									
资产总额			9,565.1	18,594.9	20,448.4	25,155.1	29,716.4	三费/营业收入									
短期债务			1,229.0	1,921.1	1,916.8	1,916.2	1,916.2	偿债能力									
应付帐款			2,238.2	4,195.3	4,330.5	5,895.4	7,149.3	资产负债率									
应付票据			1,413.8	2,721.1	2,540.0	3,612.5	4,422.0	负债权益比									
其他流动负债			170.2	113.2	227.1	269.0	340.4	流动比率									
长期借款			198.6	616.0	616.0	616.0	616.0	速动比率									
其他非流动负债			207.5	314.6	395.0	480.6	575.3	利息保障倍数									
负债总额			5,457.3	10,129.9	10,069.5	12,842.3	15,083.0	分红指标									
少数股东权益			10.7	22.2	28.2	34.4	42.7	DPS(元)									
股本			650.2	750.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	分红比率									
留存收益			3,449.0	7,696.0	9,225.4	11,153.1	13,465.4	股息收益率									
股东权益			4,107.8	8,465.1	10,378.9	12,312.8	14,633.3	业绩和估值指标									
现金流量表			2009	2010	2011E	2012E	2013E	2009									
净利润			867.4	1,548.8	1,799.3	2,267.9	2,720.4	2010									
加: 折旧和摊销			126.6	149.0	287.6	385.2	449.3	2011E									
资产减值准备			43.0	61.4	28.8	-2.7	20.5	2012E									
公允价值变动损失			-	-	-	-	-	2013E									
财务费用			54.9	19.1	139.9	140.6	138.0	EPS(元)									
投资收益			0.3	-30.1	-30.0	-30.0	-30.0	BVPS(元)									
少数股东损益			1.7	5.0	6.6	6.8	9.0	PE(X)									
营运资金的变动			107.7	-2,314.0	-2,987.7	-115.0	-1,428.9	PB(X)									
经营活动产生现金流量			1,538.4	686.5	-755.5	2,652.8	1,878.3	P/FCF									
投资活动产生现金流量			-494.2	-889.2	19.0	-1,470.1	-970.1	P/S									
融资活动产生现金流量			56.0	3,141.0	-259.4	-481.5	-546.0	EV/EBITDA									
								CAGR(%)									
								PEG									
								ROIC/WACC									
								REP									

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获 2008 年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9 年机械行业工作经验，10 年证券从业经历，2009 年 8 月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034