

柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

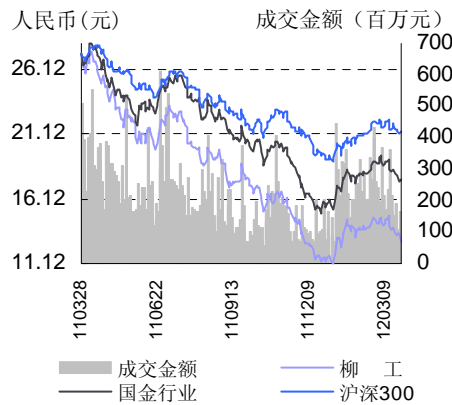
市价(人民币): 12.85元

毛利率下滑导致业绩低于预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,110.23
总市值(百万元)	14,459.36
年内股价最高最低(元)	27.54/11.12
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《毛利率下降,业绩面临压力》, 2011.10.30
2. 《挖掘机业务发展顺利》, 2011.8.28
3. 《11年上半年销售点评》, 2011.7.4

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
(8687)21485949
liuzj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.375	1.174	1.312	1.475	1.746
每股净资产(元)	11.25	8.28	9.50	10.21	11.83
每股经营性现金流(元)	0.92	-1.79	1.15	1.10	1.24
市盈率(倍)	15.58	9.94	9.79	8.71	7.36
行业优化市盈率(倍)	33.65	25.21	25.21	25.21	25.21
净利润增长率(%)	78.33%	-14.41%	11.74%	12.38%	18.42%
净资产收益率(%)	18.29%	14.18%	13.82%	14.44%	14.76%
总股本(百万股)	650.16	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

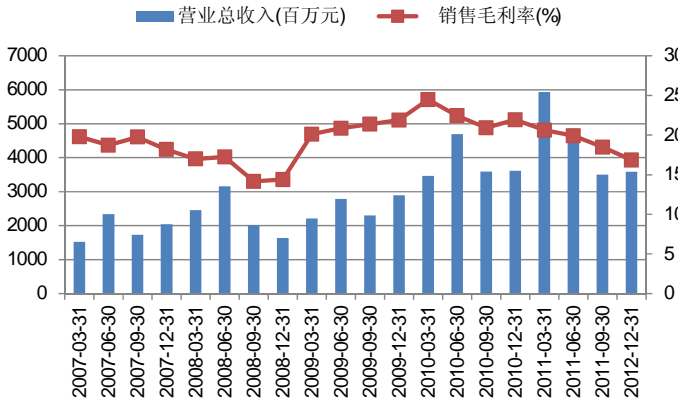
业绩简评

- 公司 11 年营业收入为 17,878 百万元, 同比增长 16.35%; 归属母公司股东的净利润为 1,321 百万元, 同比下滑 14.41%, EPS 为 1.17 元。收入和净利润均低于我们预期。公司利润分配预案为每 10 股派送现金红利 3 元。

经营分析

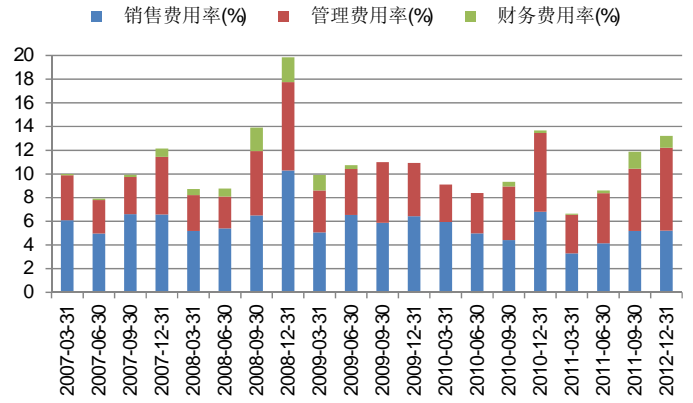
- **主要产品销量表现各异:** 11 年来, 受宏观调控和信贷紧缩的影响, 根据行业协会统计数据, 公司三大工程机械产品销量表现各异:
 - **装载机产品小幅增长:** 11 年公司的拳头产品装载机销量超过 40,000 台, 市占率为 17.1%, 较 10 年下降了 3.2 个百分点, 但依然保持了行业第二的市场地位。
 - **挖掘机业务保持快速增长:** 公司挖掘机全年销售近 7,400 台, 同比增长 31.5%, 远高于行业 5.5% 的增速; 市场份额从 10 年的 3.8% 提升至 4.3%。
 - **压路机、汽车起重机表现欠佳:** 由于受基建投资下滑影响较大, 11 年公司压路机实现销售 2,200 余台, 同比下滑 25.73%; 汽车起重机实现销售 1,400 余台, 同比下滑 34.9%。其市占率也有所下降, 分别为 10.6% 和 4.1% (去年同期为 12.1% 和 4.1%)。
 - **出口仍然迅速增长:** 2011 年公司出口整机 8,400 多台, 同比增长 48%, 海外销售收入达到 2,117 百万元, 同比增长 61%, 增速继续名列行业前茅。
- **毛利率明显下降:** 公司 11 年综合毛利率为 19.01%, 较 10 年下降了 3.42 个百分点, 并呈现了逐季下降的走势; 尤其是第 4 季度, 综合毛利率下滑更为明显, 仅为 16.85%。毛利率的下降应与销量下滑有较大关系, 11 年公司土石方机械的毛利率较 10 年下降了 3 个百分点, 降至 20.88%, 其它工程机械及配件业务的毛利率更是下降了 10 个百分点, 仅为 3.6%。
- **财务费用大幅上升:** 11 年公司财务费用是 10 年的 6 倍, 达到 103 百万元, 主要因为 20 亿元公司债券的发行和银行借款的增加, 11 年公司长期借款和短期借款分别较年初增加 1,147 和 1,306 百万元, 达到 1,763 和 3,227 百万元。但由于销售费用较 10 年下降了 9.6%, 为 764 百万元, 公司的期间费用总体仍控制良好, 期间费用率为 9.52%, 较 10 年下降 0.5 个百分点。

图表1: 公司单季度的营业收入和毛利率

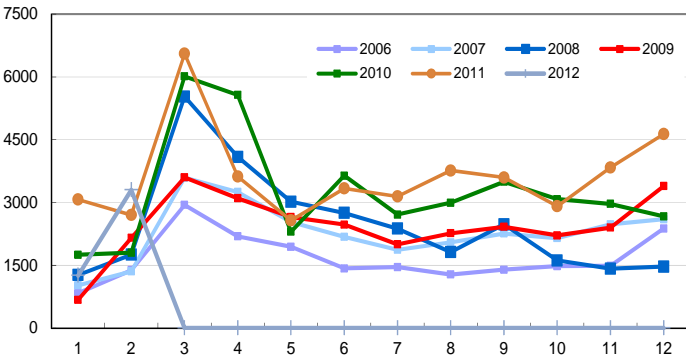


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度的三项费用率

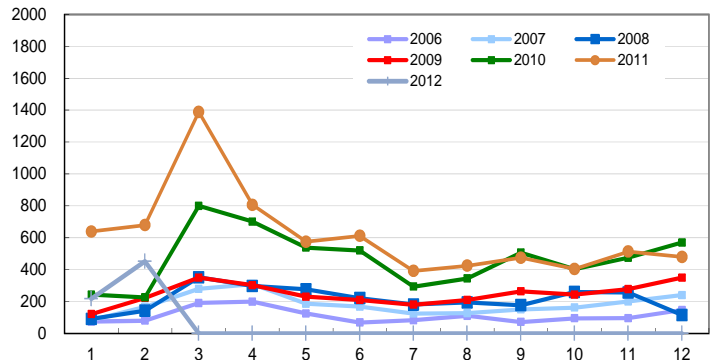


图表3: 公司装载机销量情况



来源: 工程机械工业协会, 工程机械商贸网, 国金证券研究所

图表4: 公司挖掘机销售情况



- **应收账款大幅增加:** 为促进销售放松了销售信用政策后刺激了应收账款的大幅增长, 期末公司应收账款同比增长 61.4%, 达 2,265 百万元; 应收票据同比增长 68.1%, 达 521 百万元。此外, 由于融资租赁业务的增加, 公司长期应收款达 3,227 百万元, 同比增加 68.6%。
- **经营现金流明显恶化:** 由于 11 年应收账款和存货分别较年初增加 862 百万元和 1,012 百万元, 而应付账款和应付票据较期初又分别减少 466 和 1,511 百万元, 导致公司经营现金流净流出 2,020 百万元, 较 10 年期末净流入 687 百万元大幅减少, 但较 3 季度末 (净流出 2,319 百万元) 已有所好转。由于经营现金流的恶化, 公司增加了银行借款, 期末资产负债率较期初上升了 4.5 个百分点, 达到 58.9%。
- **12 年经营目标稳健增长:** 公司设定的 2012 年经营目标为实现销售收入 210 亿元, 同比增长 17.5%, 低于 11 年 230 亿元的经营目标, 显示公司开始追求营收的稳健增长。

盈利预测与投资建议

- 根据目前需求形势, 我们调低了对公司 12~13 年的盈利预测, 预计公司 12-14 年营业收入分别为 18,605、21,226 和 24,650 百万元, 净利润分别

为 1,476、1,659 和 1,965 百万元，同比分别增长 11.74%，12.38%和 18.42%；EPS 分别为 1.312、1.475 和 1.746 元。

■ 公司当前股价对应 2012 年 9.79 倍 PE，维持“买入”评级。

图表5: 分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
装载机						
平均售价 (千元/台)	229.92	232.43	232.43	232.43	232.43	232.43
增长率 (YOY)	2.55%	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	29,300	38,969	40,528	40,528	43,770	48,147
增长率 (YOY)	1.30%	33.00%	4.00%	0.00%	8.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	6,736.60	9,057.42	9,419.72	9,419.72	10,173.29	11,190.62
增长率 (YOY)	3.89%	34.45%	4.00%	0.00%	8.00%	10.00%
毛利率	21.66%	24.50%	21.50%	21.50%	21.50%	21.50%
销售成本 (百万元)	5,277.45	6,838.35	7,394.48	7,394.48	7,986.04	8,784.64
增长率 (YOY)	-4.31%	29.58%	8.13%	0.00%	8.00%	10.00%
毛利 (百万元)	1,459.15	2,219.07	2,025.24	2,025.24	2,187.26	2,405.98
增长率 (YOY)	50.52%	52.08%	-8.73%	0.00%	8.00%	10.00%
占总销售额比重	66.16%	58.94%	52.69%	50.63%	47.93%	45.40%
占主营业务利润比重	67.85%	64.39%	59.58%	56.12%	53.04%	49.36%
挖掘机						
平均售价 (千元/台)	476.35	509.65	559.77	559.77	559.77	570.96
增长率 (YOY)	5.00%	6.99%	9.83%	0.00%	0.00%	2.00%
销售数量 (台)	2,960	5,600	7,389	7,389	8,497	10,622
增长率 (YOY)	14.77%	89.19%	31.95%	0.00%	15.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	1,410.00	2,854.05	4,136.12	4,136.12	4,756.54	6,064.59
增长率 (YOY)	20.51%	102.42%	44.92%	0.00%	15.00%	27.50%
毛利率	23.87%	22.00%	19.48%	19.50%	20.50%	21.50%
销售成本 (百万元)	1,073.43	2,226.16	3,330.41	3,329.58	3,781.45	4,760.70
增长率 (YOY)	18.89%	107.39%	49.60%	-0.02%	13.57%	25.90%
毛利 (百万元)	336.57	627.89	805.71	806.54	975.09	1,303.88
增长率 (YOY)	26.00%	86.56%	28.32%	0.10%	20.90%	33.72%
占总销售额比重	13.85%	18.57%	23.13%	22.23%	22.41%	24.60%
占主营业务利润比重	15.65%	18.22%	23.70%	22.35%	23.65%	26.75%
路面机械						
销售收入 (百万元)	604.00	966.40	724.80	797.28	916.87	1,008.56
增长率 (YOY)	27.91%	60.00%	-25.00%	10.00%	15.00%	10.00%
毛利率	21.34%	21.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	475.11	763.46	608.83	669.72	770.17	847.19
增长率 (YOY)	19.51%	60.69%	-20.25%	10.00%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	128.89	202.94	115.97	127.56	146.70	161.37
增长率 (YOY)	72.64%	57.45%	-42.86%	10.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	5.93%	6.29%	4.05%	4.29%	4.32%	4.09%
占主营业务利润比重	5.99%	5.89%	3.41%	3.54%	3.56%	3.31%
汽车起重机						
平均售价 (千元/台)	378.38	370.82	331.99	348.59	376.48	395.30
增长率 (YOY)	11.36%	-2.00%	-10.47%	5.00%	8.00%	5.00%
销售数量 (台)	1,300	2,200	1,440	1,540	2,040	2,640
增长率 (YOY)	62.50%	69.23%	-34.55%	6.94%	32.47%	29.41%
销售收入 (百万元)	491.90	815.80	478.06	536.83	768.01	1,043.59
增长率 (YOY)	80.95%	65.85%	-41.40%	12.29%	43.06%	35.88%
毛利率	14.00%	12.50%	8.00%	10.00%	12.00%	14.00%
销售成本 (百万元)	423.03	713.82	439.82	483.14	675.85	897.49
增长率 (YOY)	72.91%	68.74%	-38.39%	9.85%	39.89%	32.79%
毛利 (百万元)	68.87	101.97	38.25	53.68	92.16	146.10
增长率 (YOY)	153.34%	48.08%	-62.50%	40.36%	71.68%	58.53%
占总销售额比重	4.83%	5.31%	2.67%	2.89%	3.62%	4.23%
占主营业务利润比重	3.20%	2.96%	1.13%	1.49%	2.24%	3.00%
融资租赁						
销售收入 (百万元)	51.37	247.63	565.63	650.47	780.57	936.68
增长率 (YOY)	-81.10%	382.08%	128.42%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	79.41%	64.46%	74.87%	68.00%	68.00%	68.00%
销售成本 (百万元)	10.58	88.01	142.12	208.15	249.78	299.74
增长率 (YOY)	-95.68%	732.15%	61.48%	46.46%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	40.79	159.62	423.51	442.32	530.79	636.94
增长率 (YOY)	50.05%	291.31%	165.33%	4.44%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.50%	1.61%	3.16%	3.50%	3.68%	3.80%
占主营业务利润比重	1.90%	4.63%	12.46%	12.26%	12.87%	13.07%

配件及其他						
销售收入(百万)	889.09	1,424.83	2,553.95	3,064.74	3,830.99	4,405.57
增长率(YOY)	2.20%	60.28%	79.23%	20.00%	25.00%	15.00%
毛利率	13.08%	9.47%	-0.38%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本(百万)	772.80	1,289.84	2,553.16	2,911.51	3,639.38	4,185.29
增长率(YOY)	6.58%	66.91%	98.72%	13.59%	25.00%	15.00%
毛利(百万)	116.30	134.99	-9.21	153.24	191.55	220.28
增长率(YOY)	-19.65%	16.08%	-106.82%	-1763.94%	25.00%	15.00%
占总营收比重	8.73%	9.27%	14.29%	16.47%	18.03%	17.87%
占主营业务利润比重	5.41%	3.92%	-0.27%	4.23%	4.63%	4.52%

销售总收入(百万)	10,182.96	15,366.13	17,878.28	18,605.16	21,226.21	24,649.60
销售总成本(百万)	8,032.40	11,919.64	14,478.81	14,996.57	17,102.67	19,775.05
毛利(百万)	2,150.56	3,446.49	3,399.47	3,608.58	4,123.54	4,874.55
平均毛利率	21.12%	22.43%	19.01%	19.40%	19.43%	19.78%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 11 年公司因与花旗银行（中国）公司采取“普通远期+即期”的方式开展了一项远期外汇交易业务，产生诉讼，公司预提了 57 百万元的外汇事项损失，如果胜诉，该损失可能冲回，影响当期损益。
- 工程机械销量受宏观调控和货币政策影响较大，持续的货币紧缩政策仍会给工程机械销售带来不利影响。
- 原材料价格波动风险：钢材占公司装载机等产品的销售成本比重较大，如果钢价大幅波动，将对公司盈利能力造成影响。

图表6: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	10,183	15,366	17,878	18,605	21,226	24,650
增长率		50.9%	16.3%	4.1%	14.1%	16.1%
主营业务成本	-8,032	-11,920	-14,479	-14,997	-17,103	-19,775
%销售收入	78.9%	77.6%	81.0%	80.6%	80.6%	80.2%
毛利	2,151	3,446	3,399	3,609	4,124	4,875
%销售收入	21.1%	22.4%	19.0%	19.4%	19.4%	19.8%
营业税金及附加	-48	-62	-80	-84	-96	-111
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-615	-845	-764	-800	-955	-1,159
%销售收入	6.0%	5.5%	4.3%	4.3%	4.5%	4.7%
管理费用	-435	-673	-836	-856	-976	-1,134
%销售收入	4.3%	4.4%	4.7%	4.6%	4.6%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	1,052	1,866	1,720	1,869	2,096	2,471
%销售收入	10.3%	12.1%	9.6%	10.0%	9.9%	10.0%
财务费用	-36	-17	-103	-167	-190	-200
%销售收入	0.4%	0.1%	0.6%	0.9%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-44	-66	-94	-38	-34	-45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	30	-11	50	60	70
%税前利润	<i>na</i>	1.6%	<i>na</i>	2.8%	3.0%	3.0%
营业利润	972	1,813	1,512	1,713	1,931	2,296
营业利润率	9.5%	11.8%	8.5%	9.2%	9.1%	9.3%
营业外收支	60	45	67	50	50	50
税前利润	1,032	1,857	1,579	1,763	1,981	2,346
利润率	10.1%	12.1%	8.8%	9.5%	9.3%	9.5%
所得税	-165	-308	-253	-282	-317	-375
所得税率	16.0%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	867	1,549	1,326	1,481	1,664	1,971
少数股东损益	2	5	5	5	5	6
归属于母公司的净利润	865	1,544	1,321	1,477	1,659	1,965
净利率	8.5%	10.0%	7.4%	7.9%	7.8%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	867	1,549	1,326	1,481	1,664	1,971
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	210	314	227	247	279
非经营收益	20	-59	50	331	150	159
营运资金变动	480	-1,017	-3,714	-750	-825	-1,013
经营活动现金净流	1,538	683	-2,023	1,289	1,237	1,395
资本开支	-463	-899	-967	-260	-279	-240
投资	-11	-6	-71	-301	-300	-300
其他	-20	16	-3	50	60	70
投资活动现金净流	-494	-889	-1,041	-511	-519	-470
股权募资	0	3,007	0	0	-706	0
债权募资	149	349	1,793	-655	894	0
其他	-94	-220	-491	-191	-406	-425
筹资活动现金净流	55	3,135	1,303	-846	-218	-425
现金净流量	1,098	2,929	-1,762	-68	500	500

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,000	4,922	3,168	3,100	3,600	4,100
应收款项	1,703	1,859	2,950	3,203	3,625	4,176
存货	2,228	4,013	5,026	5,341	6,091	7,043
其他流动资产	951	2,906	4,556	4,826	5,100	5,393
流动资产	6,881	13,700	15,699	16,470	18,416	20,712
%总资产	71.9%	73.7%	69.0%	69.4%	70.6%	72.1%
长期投资	675	2,074	3,498	3,799	4,098	4,398
固定资产	1,489	2,106	2,607	2,742	2,871	2,939
%总资产	15.6%	11.3%	11.5%	11.6%	11.0%	10.2%
无形资产	427	573	734	718	707	695
非流动资产	2,684	4,895	7,052	7,261	7,677	8,033
%总资产	28.1%	26.3%	31.0%	30.6%	29.4%	27.9%
资产总计	9,565	18,595	22,751	23,731	26,093	28,746
短期借款	1,229	2,162	3,820	3,474	4,369	4,368
应付款项	3,724	7,047	5,606	5,598	6,248	7,069
其他流动负债	99	-9	-92	187	193	201
流动负债	5,051	9,199	9,333	9,260	10,810	11,637
长期贷款	199	616	1,763	1,763	1,763	1,764
其他长期负债	208	315	2,312	1,989	1,989	1,989
负债	5,457	10,130	13,409	13,012	14,562	15,390
普通股股东权益	4,097	8,443	9,316	10,687	11,494	13,313
少数股东权益	11	22	27	31	36	42
负债股东权益合计	9,565	18,595	22,751	23,731	26,093	28,746

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.332	2.375	1.174	1.312	1.475	1.746
每股净资产	6.302	11.255	8.279	9.498	10.215	11.831
每股经营现金净流	2.366	0.915	-1.795	1.145	1.099	1.240
每股股利	0.450	0.100	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	21.13%	18.29%	14.18%	13.82%	14.44%	14.76%
总资产收益率	9.05%	8.30%	5.81%	6.22%	6.36%	6.84%
投入资本收益率	15.95%	13.83%	8.53%	8.75%	8.96%	9.67%
增长率						
主营业务收入增长率	9.87%	50.90%	16.35%	4.07%	14.09%	16.13%
EBIT增长率	123.35%	77.36%	-7.84%	8.67%	12.17%	17.88%
净利润增长率	154.58%	78.33%	-14.41%	11.74%	12.38%	18.42%
总资产增长率	52.49%	94.40%	22.35%	4.30%	9.95%	10.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	28.7	37.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	106.0	95.6	113.9	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	47.9	66.6	64.3	62.0	59.0	56.0
固定资产周转天数	46.4	42.0	44.5	47.3	43.4	38.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.92%	-25.33%	47.14%	38.50%	39.20%	30.11%
EBIT利息保障倍数	29.0	107.6	16.7	11.2	11.0	12.4
资产负债率	57.05%	54.48%	58.94%	54.83%	55.81%	53.54%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	3
买入	0	0	0	0	5
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.78

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B