

一季度业绩大幅下降，下调盈利预测

柳工 (000528) 一季度业绩预告点评

报告关键点:

- 2012年一季度公司归属母公司净利润同比下降60-80%，降幅大幅超预期
- 土石方机械销售小型化趋势明显，预计毛利率将有所下降
- 下调盈利预测，预计EPS为1.07元、1.32元和1.57元

报告摘要:

- 公司近日发布一季报业绩预告，预计公司一季度归属上市公司净利润约122百万元-243.9百万元，同比下降60%-80%，对应的EPS为0.11-0.22元，业绩降幅超过我们的预期。
- 工程机械行业需求低迷，公司主导产品销售大幅下降。受房地产、基建项目新开工项目计划投资增速持续回落，春节过后各地新项目由于资金紧缺而开工一再推迟，一季度土石方机械需求异常惨淡，挖掘机、装载机、推土机累计销量同比大幅下降41.87%、27.23%、47.29%。而公司装载机、挖掘机、推土机销量分别为9,393台、1,514台、84台，同比下降23.8%、45%、38.7%。伴随着销量的大幅下降，公司营业收入将大幅下降。
- 产品销售结构变化，公司综合毛利率将有所下降。由于农村水利、市政小型项目需求较强，土石方机械销售小型化趋势明显。以挖掘机为例，公司销售的13-T以下的小挖占比由去年的29%上升至42.6%，13-30T的中挖占比由去年全年的67.4%降至51.7%，一般小挖的售价及毛利率要低于中挖和大挖，因此设备销售的小型化趋势将导致利润的增速低于销量、营业收入的增速，且毛利率也将有一定的下降。
- 盈利预测及投资评级。一季度行业持续低迷超出我们此前的预期，土石方机械销售的小型化趋势明显致使行业毛利率将有所下降，我们下调此前对公司的盈利预测，预计2012-2014年公司净利润分别为12.0亿元、14.9亿元、17.7亿元，分别下调幅度为15.5%、10.8%、9.2%，同比分别增长-9.0%、23.8%、18.7%，对应的EPS分别为1.07元、1.32元和1.57元，对应未来三年动态PE为12倍、9倍、8倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示。国家宏观调控政策导致下游固定资产投资持续回落超预期；原材料及进口关键零部件价格上涨；海外出口低于预期。

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

13.91元

期限: 6个月 上次预测: 14.26元

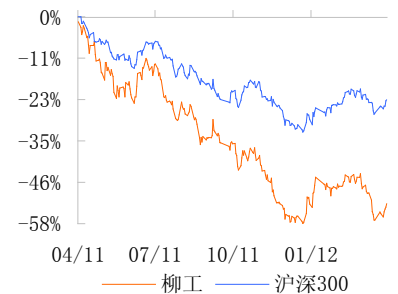
现价(2012年04月13日): 12.60元

报告日期:

2012-04-16

总市值(百万元)	14,178.05
流通市值(百万元)	13,988.85
总股本(百万股)	1,125.24
流通股(百万股)	1,110.23
12个月最低/最高	10.84/40.40元
十大流通股东(%)	39.67%
股东户数	116,418

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(9.62)	(7.45)	(29.10)
绝对收益	(10.57)	0.32	(52.15)

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,366.1	17,878.3	17,937.4	20,837.0	23,581.8
Growth(%)	50.9%	16.3%	0.3%	16.2%	13.2%
净利润	1,543.8	1,321.4	1,202.7	1,488.9	1,768.0
Growth(%)	78.3%	-14.4%	-9.0%	23.8%	18.7%
毛利率(%)	22.4%	19.0%	18.6%	18.8%	18.9%
净利率(%)	10.0%	7.4%	6.7%	7.1%	7.5%
每股收益(元)	1.37	1.17	1.07	1.32	1.57
每股净资产(元)	7.50	8.28	9.22	10.29	11.53
市盈率	9.2	10.7	11.8	9.5	8.0
市净率	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
净资产收益率(%)	18.3%	14.2%	11.6%	12.9%	13.6%
ROIC(%)	69.9%	74.7%	22.5%	24.9%	28.3%
EV/EBITDA	10.7	5.6	5.9	4.4	3.6
股息收益率	1.4%	2.6%	1.3%	2.0%	2.6%

前期研究成果

柳工: 业绩不达预期, 盈利能力明显下降

2012-03-27

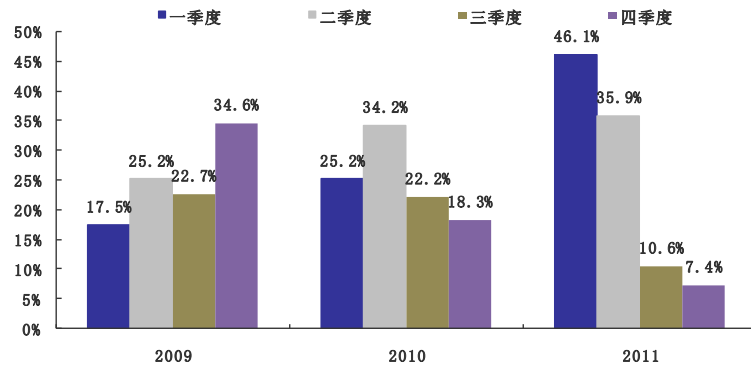
柳工: 毛利率下降, 三季度业绩低于预期

2011-12-30

柳工: 毛利率下降, 三季度业绩低于预期

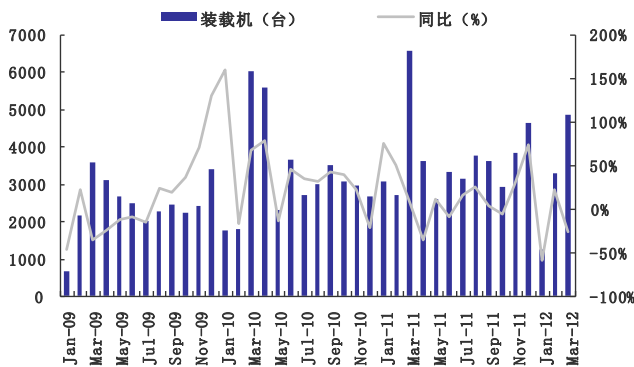
2011-10-31

图 1 近三年公司单季度净利润占全年的比重



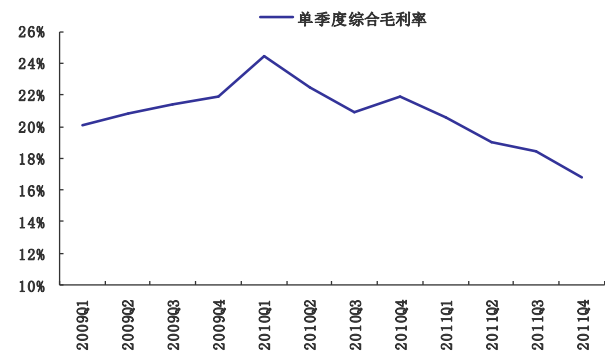
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2 3 月份公司装载机销售下降 26.1%



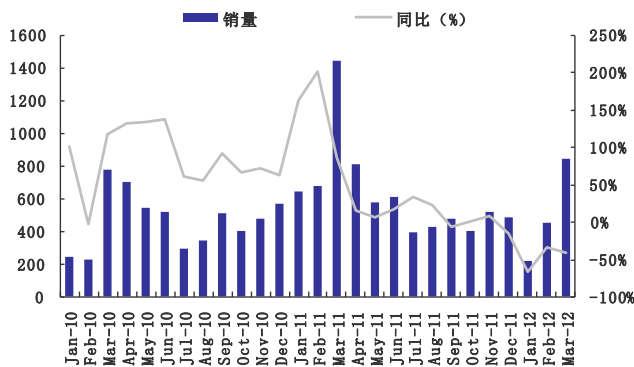
数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 3 公司单季度毛利率水平



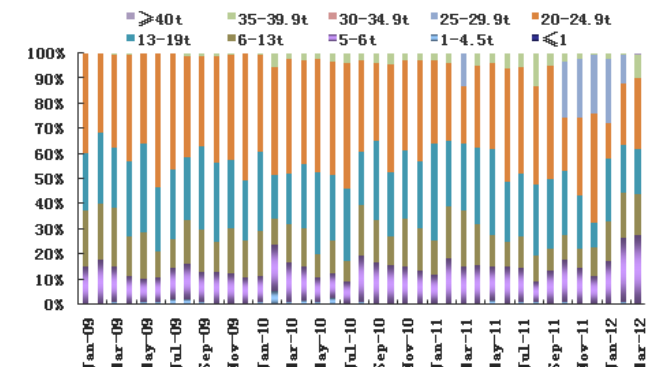
数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 4 3 月份公司挖掘机销售下降 41.2%



数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

图 5 2012 年公司挖机结构中小挖占比逐渐提升



数据来源：工程机械商贸网，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-4-13
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业成本	15,366.1	17,878.3	17,937.4	20,837.0	23,581.8	营业收入增长率	50.9%	16.3%	0.3%	16.2%	13.2%
营业税金及附加	11,919.6	14,478.8	14,606.8	16,909.7	19,120.7	营业利润增长率	86.5%	-16.6%	-9.7%	24.4%	19.5%
销售费用	62.2	79.9	80.7	93.8	106.1	净利润增长率	78.3%	-14.4%	-9.0%	23.8%	18.7%
管理费用	845.1	763.8	771.3	977.4	1,042.6	EBITDA 增长率	74.4%	-7.3%	0.0%	19.5%	16.1%
财务费用	673.1	835.8	796.8	937.5	1,070.3	EBIT 增长率	81.5%	-11.7%	1.7%	20.2%	17.0%
资产减值损失	17.3	102.9	276.9	274.5	277.9	NOPLAT 增长率	73.3%	-8.8%	0.9%	19.8%	16.4%
公允价值变动收益	66.3	93.5	81.7	-3.3	-5.3	投资资本增长率	-14.7%	235.3%	8.4%	2.2%	13.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	106.1%	10.4%	11.3%	11.7%	12.1%
营业利润	30.1	-11.0	42.6	51.8	61.7	利润率					
营业外净收支	1,812.6	1,512.4	1,365.7	1,699.2	2,031.3	毛利率	22.4%	19.0%	18.6%	18.8%	18.9%
利润总额	44.7	67.1	53.4	58.1	55.4	营业利润率	11.8%	8.5%	7.6%	8.2%	8.6%
所得税	1,857.3	1,579.5	1,419.1	1,757.3	2,086.6	净利润率	10.0%	7.4%	6.7%	7.1%	7.5%
净利润	308.4	253.5	212.9	263.6	313.0	EBITDA/营业收入	12.9%	10.3%	10.2%	10.5%	10.8%
资产负債表	1,543.8	1,321.4	1,202.7	1,488.9	1,768.0	EBIT/营业收入	11.9%	9.0%	9.2%	9.5%	9.8%
货币资金	2010	2011	2012E	2013E	2014E	运营效率					
交易性金融资产	4,921.6	3,168.1	4,778.7	5,097.8	4,449.1	固定资产周转天数	36	40	48	47	45
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-5	22	57	48	52
应收票据	1,549.3	2,428.7	2,248.5	2,493.6	2,993.0	流动资产周转天数	241	296	323	300	284
预付款项	309.8	521.1	658.8	597.6	743.2	应收账款周转天数	28	37	44	38	39
存货	416.9	452.8	504.0	632.2	718.6	存货周转天数	74	92	101	94	95
其他流动资产	4,013.5	5,025.6	4,979.3	5,774.3	6,561.3	总资产周转天数	330	416	472	447	433
可供出售金融资产	2,488.7	4,102.8	3,295.7	3,699.2	3,497.5	投资资本周转天数	49	84	134	121	116
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	ROE	18.3%	14.2%	11.6%	12.9%	13.6%
投资性房地产	156.4	267.5	216.9	249.8	229.5	ROA	8.3%	5.8%	5.0%	5.4%	6.1%
固定资产	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	ROIC	69.9%	74.7%	22.5%	24.9%	28.3%
在建工程	1,769.5	2,178.6	2,592.9	2,896.3	3,038.3	费用率					
无形资产	336.3	428.5	886.4	710.3	485.0	销售费用率	5.5%	4.3%	4.3%	4.7%	4.4%
其他非流动资产	549.6	730.4	681.8	636.5	594.1	管理费用率	4.4%	4.7%	4.4%	4.5%	4.5%
资产总额	2,080.3	3,443.5	3,451.0	4,663.6	5,931.3	财务费用率	0.1%	0.6%	1.5%	1.3%	1.2%
短期债务	18,594.9	22,751.3	24,297.3	27,454.7	29,244.4	三费/营业收入	10.0%	9.5%	10.3%	10.5%	10.1%
应付账款	1,921.1	3,227.1	3,221.0	3,214.9	3,210.5	偿债能力					
应付票据	4,195.3	4,216.1	4,488.2	5,357.1	5,833.5	资产负债率	54.5%	58.9%	57.2%	57.7%	55.5%
其他流动负债	2,721.1	1,210.3	2,375.5	2,674.6	2,577.4	负债权益比	119.7%	143.5%	133.6%	136.4%	124.6%
长期借款	113.2	-70.7	103.2	112.9	214.4	流动比率	1.49	1.69	1.54	1.52	1.51
其他非流动负债	616.0	1,763.2	1,813.2	1,863.2	1,913.2	速动比率	1.05	1.15	1.07	1.04	0.98
负债总额	314.6	2,369.5	1,374.8	1,938.9	1,755.0	利息保障倍数	105.48	15.69	5.93	7.19	8.31
少数股东权益	10,129.9	13,408.8	13,895.3	15,840.0	16,226.6	分红指标					
股本	22.2	26.8	30.3	35.1	40.7	DPS(元)	0.17	0.33	0.17	0.25	0.33
留存收益	750.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	分红比率	12.6%	28.4%	15.6%	18.9%	21.0%
股东权益	7,696.0	8,231.7	9,246.6	10,454.4	11,851.8	股息收益率	1.4%	2.6%	1.3%	2.0%	2.6%
现金流量表	8,465.1	9,342.5	10,402.1	11,614.7	13,017.8	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EPS(元)	1.37	1.17	1.07	1.32	1.57
折旧和摊销	1,548.8	1,326.0	1,202.7	1,488.9	1,768.0	BVPS(元)	7.50	8.28	9.22	10.29	11.53
资产减值准备	149.0	219.5	189.7	216.5	234.1	PE(X)	9.2	10.7	11.8	9.5	8.0
公允价值变动损失	61.4	95.0	81.7	-3.3	-5.3	PB(X)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	4.4	8.8	-30.8	7.2	25.0
投资收益	19.1	117.1	276.9	274.5	277.9	P/S	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-30.1	11.0	-42.6	-51.8	-61.7	EV/EBITDA	10.7	5.6	5.9	4.4	3.6
营运资金的变动	5.0	4.6	3.5	4.8	5.7	CAGR(%)	-1.2%	10.2%	17.4%	14.4%	10.2%
经营活动产生现金流量	-2,314.0	-4,939.8	1,593.8	-1,004.1	-2,149.8	PEG	-7.7	1.1	0.7	0.7	0.8
投资活动产生现金流量	686.5	-2,019.8	3,305.7	925.6	68.8	ROIC/WACC	8.3	8.9	2.7	2.9	3.4
融资活动产生现金流量	-889.2	-1,041.1	-135.8	-685.6	178.8	REP	1.3	0.2	0.6	0.5	0.3
融资产生现金流量	3,141.0	1,319.7	-1,591.4	73.6	-895.4						

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

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

王书伟、张仲杰分别声明，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

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