

柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

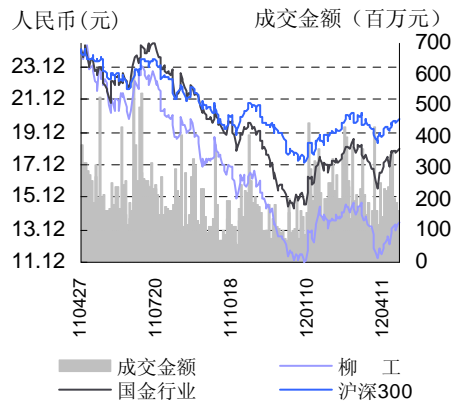
市价(人民币): 13.55元

毛利率明显下滑, 现金流有所改善

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)	15,247.03
年内股价最高最低(元)	24.51/11.12
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

- 《毛利率下滑导致业绩低于预期》, 2012.3.27
- 《毛利率下降, 业绩面临压力》, 2011.10.30
- 《挖掘机业务发展顺利》, 2011.8.28

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	0.902	1.126	1.404
每股净资产(元)	11.25	8.28	9.09	9.46	10.73
每股经营性现金流(元)	0.92	-1.79	1.08	0.80	0.95
市盈率(倍)	15.58	9.94	15.02	12.04	9.65
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%	-23.16%	24.75%	24.67%
净资产收益率(%)	18.29%	14.18%	9.93%	11.91%	13.08%
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

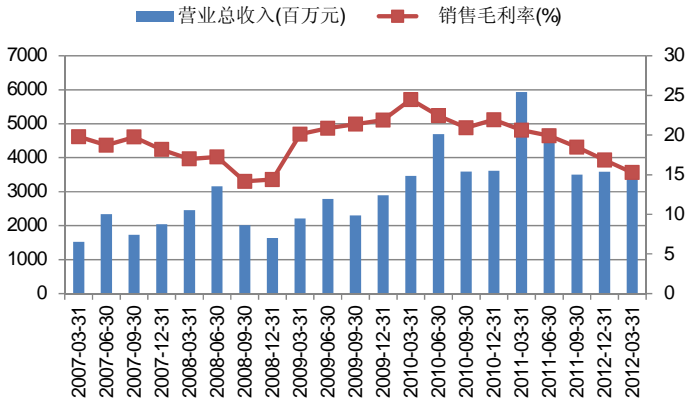
业绩简评

- 公司 12 年 1 季度实现营业收入 3,425 百万元, 同比减少 42.31%; 归属上市公司股东的净利润 148 百万元, 同比减少 75.80%, EPS 为 0.13 元, 低于我们预期。

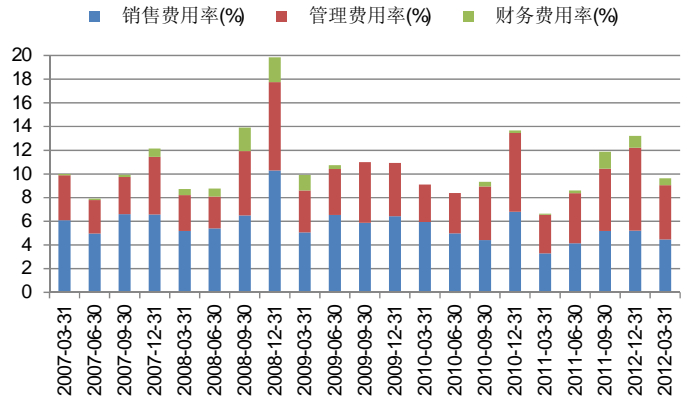
经营分析

- 产品销量大幅下滑:** 12 年 1 季度, 受宏观投资增速放缓影响, 公司主要工程机械产品销量均出现同比大幅下滑:
 - 装载机: 根据协会统计, 公司 1 季度装载机大概销售约 9,400 台, 同比减少 23.78%, 好于行业-27.23%的平均增速, 市占率为 18.33%, 较 11 年提高 0.6 个百分点。
 - 挖掘机: 实现销售 1,500 余台, 同比下滑 44.07%, 市占率为 3.43%, 较 11 年下降 0.8 个百分点。
 - 汽车起重机: 销量约 210 多台, 同比下滑 64.05%, 市占率较 11 年下降 0.9 个百分点至 3.15%;
 - 压路机: 销售约 330 台, 同比下滑 56.85%, 市占率下降 0.6 个百分点至 9.94%。
- 毛利率继续下滑:** 当季公司综合毛利率为 15.26%, 明显低于 11 年同期 20.62%的毛利率, 也低于 11 年全年 19.01%的水平, 毛利率依旧呈下滑趋势应与销量大幅下滑导致规模效益剧减有关, 但我们认为该毛利率水平已是底部, 后续随着原材料成本的同比下降, 有望逐渐回升。
- 销售和管理费用双降, 财务费用剧增:** 1 季度公司期间费用共 330 百万元, 同比减少 16.66%, 而期间费用率为 9.63%, 同比提高了 3 个百分点。其中, 销售费用和管理费用均同比减少约 20%, 显示在需求不足情况下, 公司有意识地控制了费用支出。但由于借款增加(期末公司短期借款和长期借款较 11 年同期分别增加 2,095 百万元和 1,246 百万元)导致利息支出剧增, 当期财务费用达 20 百万元, 超过 11 年同期的 3 倍。
- 存货压力增大:** 期末公司存货达 6,030 百万元, 较期初增加 1,005 百万元, 同比增加 25.79%, 占流动资产的 32.72%。由于收入下降, 存货周转率也随之下降, 公司面临较大的库存压力。

图表1: 公司单季度营业收入和毛利率



图表2: 公司单季度三项费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **经营现金流好转:** 当期公司经营活动现金流为净流入 322 百万元, 较 11 年同期的净流出 1,394 百万元大幅改善, 主要是由于应付账款较年初增加 527 百万元导致的。

盈利预测与投资建议

- 由于 1 季度业绩低于预期, 我们下调了对公司 2012~2014 年的收入和业绩预测, 预计营业收入分别为 16,404、18,623 和 21,699 百万元, 净利润分别为 1,015、1,267 和 1,579 百万元, 同比增长-23.16%、24.75%和 24.67%; EPS 分别为 0.902、1.126 和 1.404 元 (原先分别为 1.312、1.475 和 1.746 元, 下调幅度分别为 31%、30%和 20%)。
- 公司当前股价对应 2012 年 15.02 倍 PE 和 1.49 倍 PB, 由于政策正在进行微调, 铁路公路等基建投资正在恢复, 有利于公司产品需求, 我们维持“买入”评级。

风险提示

- 2012 年 3 月 23 日, 公司收到广州市中级人民法院的受理花旗银行 (中国) 有限公司广州分行诉本公司普通外汇远期买卖交易纠纷一案的法律文书。该案尚未开庭审理, 正按相关法律程序进行。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收益。
- 投资相关政策放松: 由于工程机械销量受宏观投资政策影响较大, 持续的政策微调和放松, 将会刺激工程机械销售。

图表3: 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	34,449	37,204	40,181
增长率 (YOY)	1.30%	33.00%	4.00%	-15.00%	8.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	6,736.60	9,057.42	9,419.72	8,006.76	8,647.30	9,339.08
增长率 (YOY)	3.89%	34.45%	4.00%	-15.00%	8.00%	8.00%
毛利率	21.66%	24.50%	21.50%	18.00%	19.00%	19.50%
销售成本 (百万元)	5,277.45	6,838.35	7,394.48	6,565.54	7,004.31	7,517.96
增长率 (YOY)	-4.31%	29.58%	8.13%	-11.21%	6.68%	7.33%
毛利 (百万元)	1,459.15	2,219.07	2,025.24	1,441.22	1,642.99	1,821.12
增长率 (YOY)	50.52%	52.08%	-8.73%	-28.84%	14.00%	10.84%
占总销售额比重	66.16%	58.94%	52.69%	48.81%	46.43%	43.04%
占主营业务利润比重	67.85%	64.39%	59.58%	50.75%	49.05%	45.41%
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	7,020	8,072	10,091
增长率 (YOY)	14.77%	89.19%	31.95%	-5.00%	15.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	1,410.00	2,854.05	4,136.12	3,929.31	4,518.71	5,761.36
增长率 (YOY)	20.51%	102.42%	44.92%	-5.00%	15.00%	27.50%
毛利率	23.87%	22.00%	19.48%	18.00%	19.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	1,073.43	2,226.16	3,330.41	3,222.04	3,660.16	4,609.09
增长率 (YOY)	18.89%	107.39%	49.60%	-3.25%	13.60%	25.93%
毛利 (百万元)	336.57	627.89	805.71	707.27	858.55	1,152.27
增长率 (YOY)	26.00%	86.56%	28.32%	-12.22%	21.39%	34.21%
占总销售额比重	13.85%	18.57%	23.13%	23.95%	24.26%	26.55%
占主营业务利润比重	15.65%	18.22%	23.70%	24.91%	25.63%	28.73%
路面机械						
销售收入 (百万元)	604.00	966.40	724.80	724.80	833.52	916.87
增长率 (YOY)	27.91%	60.00%	-25.00%	0.00%	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	608.83	700.16	770.17
增长率 (YOY)	19.51%	60.69%	-20.25%	0.00%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	128.89	202.94	115.97	115.97	133.36	146.70
增长率 (YOY)	72.64%	57.45%	-42.86%	0.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	5.93%	6.29%	4.05%	4.42%	4.48%	4.23%
占主营业务利润比重	5.99%	5.89%	3.41%	4.08%	3.98%	3.66%
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	1,340	1,840	2,440
增长率 (YOY)	62.50%	69.23%	-34.55%	-6.94%	37.31%	32.61%
销售收入 (百万元)	491.90	815.80	478.06	467.11	692.71	964.53
增长率 (YOY)	80.95%	65.85%	-41.40%	-2.29%	48.30%	39.24%
毛利率	14.00%	12.50%	8.00%	8.00%	10.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	423.03	713.82	439.82	429.74	623.44	848.79
增长率 (YOY)	72.91%	68.74%	-38.39%	-2.29%	45.07%	36.14%
毛利 (百万元)	68.87	101.97	38.25	37.37	69.27	115.74
增长率 (YOY)	153.34%	48.08%	-62.50%	-2.29%	85.37%	67.09%
占总销售额比重	4.83%	5.31%	2.67%	2.85%	3.72%	4.45%
占主营业务利润比重	3.20%	2.96%	1.13%	1.32%	2.07%	2.89%
融资租赁						
销售收入 (百万元)	51.37	247.63	565.63	593.91	712.69	855.23
增长率 (YOY)	-81.10%	382.08%	128.42%	5.00%	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	190.05	228.06	273.67
增长率 (YOY)	-95.68%	732.15%	61.48%	33.73%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	40.79	159.62	423.51	403.86	484.63	581.56
增长率 (YOY)	50.05%	291.31%	165.33%	-4.64%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	0.50%	1.61%	3.16%	3.62%	3.83%	3.94%
占主营业务利润比重	1.90%	4.63%	12.46%	14.22%	14.47%	14.50%

配件及其它							
销售收入 (百万元)	889.09	1,424.83	2,553.95	2,681.65	3,217.93	3,861.58	
增长率 (YOY)	2.20%	60.26%	79.25%	5.00%	20.00%	20.00%	
毛利率	13.08%	9.47%	-0.36%	5.00%	5.00%	5.00%	
销售成本 (百万元)	772.80	1,289.84	2,563.16	2,547.57	3,057.08	3,668.50	
增长率 (YOY)	6.56%	66.91%	98.72%	-0.61%	20.00%	20.00%	
毛利 (百万元)	116.30	134.99	-9.21	134.08	160.90	193.08	
增长率 (YOY)	-19.65%	16.08%	-106.82%	-1555.95%	20.00%	20.00%	
占总销售额比重	8.73%	9.27%	14.29%	16.35%	17.28%	17.80%	
占主营业务利润比重	5.41%	3.92%	-0.27%	4.72%	4.80%	4.81%	
销售总收入 (百万元)	10,182.96	15,366.13	17,878.28	16,403.54	18,622.92	21,698.65	
销售总成本 (百万元)	8,032.40	11,919.64	14,478.81	13,563.77	15,273.21	17,688.18	
毛利 (百万元)	2,150.56	3,446.49	3,399.47	2,839.77	3,349.70	4,010.47	
平均毛利率	21.12%	22.43%	19.01%	17.31%	17.99%	18.48%	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 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	16,404	18,623	21,699
增长率		50.9%	16.3%	-8.2%	13.5%	16.5%
主营业务成本	-8,032	-11,920	-14,479	-13,564	-15,273	-17,688
%销售收入	78.9%	77.6%	81.0%	82.7%	82.0%	81.5%
毛利	2,151	3,446	3,399	2,840	3,350	4,010
%销售收入	21.1%	22.4%	19.0%	17.3%	18.0%	18.5%
营业税金及附加	-48	-62	-80	-74	-84	-98
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-615	-845	-764	-689	-819	-955
%销售收入	6.0%	5.5%	4.3%	4.2%	4.4%	4.4%
管理费用	-435	-673	-836	-755	-838	-955
%销售收入	4.3%	4.4%	4.7%	4.6%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	1,052	1,866	1,720	1,322	1,608	2,003
%销售收入	10.3%	12.1%	9.6%	8.1%	8.6%	9.2%
财务费用	-36	-17	-103	-170	-185	-215
%销售收入	0.4%	0.1%	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-44	-66	-94	-34	-30	-40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	30	-11	60	80	100
%税前利润	n.a	1.6%	n.a	4.9%	5.3%	5.3%
营业利润	972	1,813	1,512	1,179	1,473	1,848
营业利润率	9.5%	11.8%	8.5%	7.2%	7.9%	8.5%
营业外收支	60	45	67	50	50	50
税前利润	1,032	1,857	1,579	1,229	1,523	1,898
利润率	10.1%	12.1%	8.8%	7.5%	8.2%	8.7%
所得税	-165	-308	-253	-209	-251	-313
所得税率	16.0%	16.6%	16.0%	17.0%	16.5%	16.5%
净利润	867	1,549	1,326	1,020	1,272	1,585
少数股东损益	2	5	5	5	5	6
归属于母公司的净利润	866	1,544	1,321	1,015	1,267	1,579
净利率	8.5%	10.0%	7.4%	6.2%	6.8%	7.3%

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	1,020	1,272	1,585
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	210	314	222	243	274
非经营收益	20	-59	50	323	125	144
营运资金变动	480	-1,017	-3,714	-355	-734	-938
经营活动现金净流	1,538	683	-2,023	1,211	905	1,065
资本开支	-463	-899	-967	-260	-279	-240
投资	-11	-6	-71	-301	-300	-300
其他	-20	16	-3	60	80	100
投资活动现金净流	-494	-889	-1,041	-501	-499	-440
股权募资	0	3,007	0	0	-706	0
债权募资	149	349	1,793	-585	1,201	316
其他	-94	-220	-491	-193	-401	-441
筹资活动现金净流	55	3,135	1,303	-778	94	-125
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	2,824	3,180	3,676
存货	2,228	4,013	5,026	4,831	5,440	6,300
其他流动资产	951	2,906	4,556	4,776	5,036	5,320
流动资产	6,881	13,700	15,699	15,531	17,256	19,396
%总资产	71.9%	73.7%	69.0%	68.1%	69.2%	70.7%
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%	12.0%	11.5%	10.7%
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%	31.9%	30.8%	29.3%
资产总计	9,565	18,595	22,751	22,791	24,933	27,429
短期借款	1,229	2,162	3,820	3,545	4,746	5,060
应付款项	3,724	7,047	5,606	5,054	5,570	6,306
其他流动负债	99	-9	-92	183	188	195
流动负债	5,051	9,199	9,333	8,782	10,504	11,561
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	12,534	14,256	15,314
普通股股东权益	4,097	8,443	9,316	10,226	10,641	12,074
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	22,791	24,933	27,429

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.332	2.375	1.174	0.902	1.126	1.404
每股净资产	6.302	11.255	8.279	9.088	9.456	10.730
每股经营现金净流	2.366	0.915	-1.795	1.076	0.804	0.946
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%	9.93%	11.91%	13.08%
总资产收益率	9.05%	8.30%	5.81%	4.46%	5.08%	5.76%
投入资本收益率	15.95%	13.83%	8.53%	6.25%	7.00%	7.99%
增长率						
主营业务收入增长率	9.87%	50.90%	16.35%	-8.25%	13.53%	16.52%
EBIT增长率	123.35%	77.36%	-7.84%	-23.11%	21.63%	24.55%
净利润增长率	154.58%	78.33%	-14.41%	-23.16%	24.75%	24.67%
总资产增长率	52.49%	94.40%	22.35%	0.17%	9.40%	10.01%
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	53.7	49.4	43.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.92%	-25.33%	47.14%	40.91%	45.87%	38.90%
EBIT利息保障倍数	29.0	107.6	16.7	7.8	8.7	9.3
资产负债率	57.05%	54.48%	58.94%	54.99%	57.18%	55.83%

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	2	5	5	8
买入	0	2	6	6	10
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.80	1.71	1.69	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-22	买入	22.22	N/A
2 2011-03-01	买入	27.36	49.50 ~ 55.00
3 2011-04-01	买入	26.95	N/A
4 2011-04-27	买入	24.27	N/A
5 2011-07-04	买入	23.31	N/A
6 2011-08-28	买入	19.76	N/A
7 2011-10-30	买入	16.48	N/A
8 2012-03-27	买入	12.01	N/A

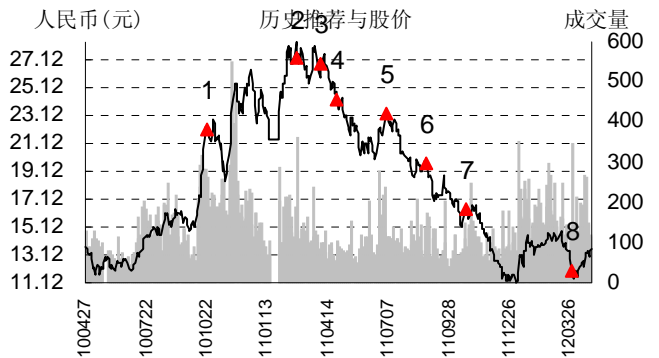
来源：国金证券研究所

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