

柳 工 (000528.SZ)

工程机械行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

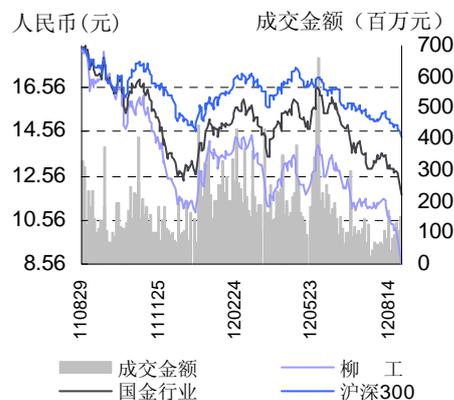
毛利率回升, 股价已反映悲观预期

市价(人民币): 8.56元

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)	96.32
年内股价最高最低(元)	18.36/8.56
沪深 300 指数	2228.20
深证成指	8402.15



相关报告

- 《毛利率明显下滑, 现金流有所改善》, 2012.4.27
- 《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

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	0.535	0.716	0.912
每股净资产(元)	11.25	8.28	8.72	9.31	10.09
每股经营性现金流(元)	0.92	-1.79	1.13	0.76	0.92
市盈率(倍)	15.58	9.94	15.99	11.95	9.39
行业优化市盈率(倍)	29.62	8.50	7.72	7.72	7.72
净利润增长率(%)	78.33%	-14.41%	-54.41%	33.80%	27.33%
净资产收益率(%)	18.29%	14.18%	6.14%	7.70%	9.04%
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

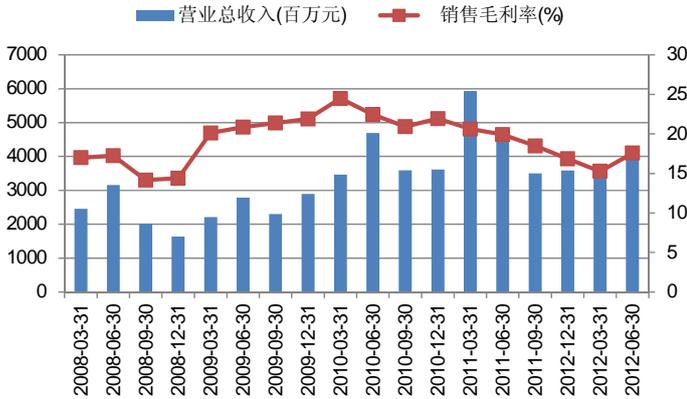
业绩简评

- 公司 12 年上半年实现营业收入 7,393 百万元, 同比减少 31.48%; 归属上市公司股东的净利润 310 百万元, 同比减少 71.40%, EPS 为 0.28 元。

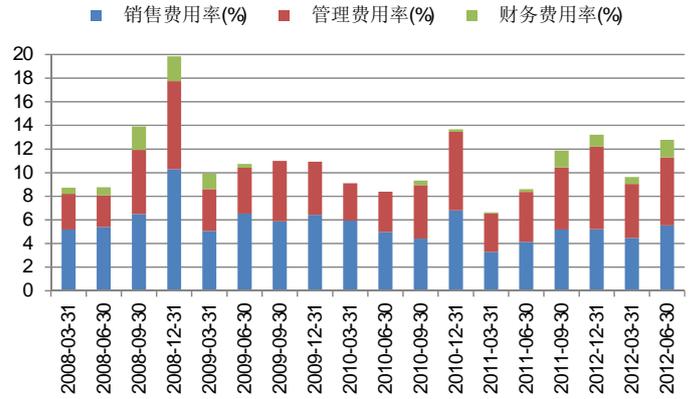
经营分析

- 行业需求减少导致销量下滑: 12 年上半年, 受信贷紧缩和投资增速放缓影响, 工程机械出现需求减少, 旺季不旺的局面。公司各类工程机械整机销量约 2.5 万台, 同比下降 34%; 整机出口近 4,700 台, 同比增长 19%:
 - 装载机: 公司实现销量约 15,000 台, 同比减少超过 30%, 公司市占率约为 18.85%, 较 11 年提高 1 个百分点;
 - 挖掘机: 据行业协会统计, 公司实现销售约 3,300 台, 同比下滑 28.8%, 市占率为 4.26%, 与 11 年持平;
 - 汽车起重机: 销量约为 427 台, 同比下滑 61.0%, 市占率较 11 年下降 0.9 个百分点至 3.14%;
 - 压路机: 销量约 693 台, 同比下滑 51.60%, 市占率下降 1.7 个百分点至 8.83%。
- 2 季度旺季不旺, 海外出口良好: 2 季度虽是传统销售旺季, 公司实现营业收入 3,968 百万元, 较 1 季度收入环比仅增长 15.85%, 增幅小于往年。上半年公司国内业务收入同比下滑 39.95%, 而海外业务则进展良好, 实现收入 1,488 百万元, 同比增长 53.56%, 出口占收入比重已达 20.19%。
- 毛利率有所回升: 上半年公司综合毛利率为 16.50%, 较 1 季度提高了 1.2 个百分点, 但仍低于 11 年全年 19.01% 的水平; 其中第 2 季度的毛利率为 17.57%, 环比提高了 2.3 个百分点。毛利率的环比改善符合我们之前预期, 即虽然产品销量大幅下滑降低规模效益, 但原材料成本的同比下滑仍有助于盈利能力回升。

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

- **财务费用大幅增加:** 1-6月公司共产生期间费用 837 百万元, 较 11 年同期增加 24 百万元, 其中管理费用和销售费用因收入规模下滑而分别减少 5.7% 和 3.6%, 分别为 373 百万元和 385 百万元; 而财务费用则大幅增加: 由于短期借款 (较 11 年同期增加 1,146 百万元) 和应付债券 (12 年 3 月募集 13 亿元公司债, 票面利率为 5.20%) 的增加, 公司当期财务费用达 79 百万元, 是 11 年同期的 4 倍之多。
- **经营现金流明显好转:** 由于公司加强回款和存货控制, 期末应收账款、预付账款和存货分别较 1 季度末减少 98 百万元、376 百万元和 631 百万元, 公司当期经营现金流为净流入 1,326 百万元, 明显好于 1 季度的 322 百万元, 也远好于 11 年同期的净流出 1,316 百万元。
- **新进业务开局良好:** 公司于 2012 年元月底收购的波兰 HSW 工程机械业务单元项目整合顺利, 5 月波兰公司的首台装载机、挖掘机成功下线, 当月份实现了项目扭亏为盈, 扭转了 HSW 公司该业务单元过去 5 年来一直亏损的局面。与此同时, 公司与康明斯合作成立的合资公司——广西康明斯工业动力有限公司也将于 2013 年一季度建成投产。
- **预计前三季度业绩依然下滑:** 由于国家宏观经济市场不景气, 国内工程机械市场需求疲软, 公司预计 12 年前 3 季度净利润为 245- 489 百万元, 同比下降 60%-80%。

盈利预测与投资建议

- 由于工程机械行业需求和公司装载机、挖掘机等产品销量的恢复低于我们预期, 我们调降了对公司的盈利预测, 预计公司 2012~2014 年营业收入分别为 13,842、15,576 和 17,838 百万元, 净利润分别为 602、806 和 1,011 百万元, 同比增长 -54.41%、33.80% 和 27.33%; EPS 分别为 0.535、0.716 和 0.912 元, 分别较前期预测值下调 41%、37% 和 35%。
- 公司当前股价对应 2012 年 16 倍 PE, PB 已接近 1 倍, 我们认为公司业绩处于谷底, 当前股价已反映了市场的悲观预期, 长期投资价值正在显现, 维持“增持”评级。

图表3: 分项业务预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
装载机					
平均售价 (千元/台)	232.43	232.43	232.43	232.43	232.43
增长率 (YOY)	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (台)	38,969	40,528	29,180	31,514	33,090
增长率 (YOY)	33.00%	4.00%	-28.00%	8.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	9,057.42	9,419.72	6,782.20	7,324.77	7,691.01
增长率 (YOY)	34.45%	4.00%	-28.00%	8.00%	5.00%
毛利率	24.50%	21.50%	17.00%	18.00%	18.50%
销售成本 (百万元)	6,838.35	7,394.48	5,629.22	6,006.31	6,268.17
增长率 (YOY)	29.58%	8.13%	-23.87%	6.70%	4.36%
毛利 (百万元)	2,219.07	2,025.24	1,152.97	1,318.46	1,422.84
增长率 (YOY)	52.08%	-8.73%	-43.07%	14.35%	7.92%
占总销售额比重	58.94%	52.69%	49.00%	47.03%	43.12%
占主营业务利润比重	64.39%	59.58%	48.18%	47.01%	43.41%
挖掘机					
平均售价 (千元/台)	509.65	559.77	531.78	531.78	542.41
增长率 (YOY)	6.99%	9.83%	-5.00%	0.00%	2.00%
销售数量 (台)	5,600	7,389	6,502	7,478	9,347
增长率 (YOY)	89.19%	31.95%	-12.00%	15.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	2,854.05	4,136.12	3,457.80	3,976.47	5,069.99
增长率 (YOY)	102.42%	44.92%	-16.40%	15.00%	27.50%
毛利率	22.00%	19.48%	17.50%	18.50%	19.00%
销售成本 (百万元)	2,226.16	3,330.41	2,852.68	3,240.82	4,106.70
增长率 (YOY)	107.39%	49.60%	-14.34%	13.61%	26.72%
毛利 (百万元)	627.89	805.71	605.11	735.64	963.29
增长率 (YOY)	86.56%	28.32%	-24.90%	21.57%	30.95%
占总销售额比重	18.57%	23.13%	24.98%	25.53%	28.42%
占主营业务利润比重	18.22%	23.70%	25.29%	26.23%	29.39%
路面机械					
销售收入 (百万元)	966.40	773.12	579.84	666.82	733.50
增长率 (YOY)	60.00%	-20.00%	-25.00%	15.00%	10.00%
毛利率	21.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本 (百万元)	763.46	649.42	487.07	560.13	616.14
增长率 (YOY)	60.69%	-14.94%	-25.00%	15.00%	10.00%
毛利 (百万元)	202.94	123.70	92.77	106.69	117.36
增长率 (YOY)	57.45%	-39.05%	-25.00%	15.00%	10.00%
占总销售额比重	6.29%	4.32%	4.19%	4.28%	4.11%
占主营业务利润比重	5.89%	3.64%	3.88%	3.80%	3.58%
汽车起重机					
平均售价 (千元/台)	370.82	331.99	355.23	383.65	402.83
增长率 (YOY)	-2.00%	-10.47%	7.00%	8.00%	5.00%
销售数量 (台)	2,200	1,440	840	1,240	1,840
增长率 (YOY)	69.23%	-34.55%	-41.67%	47.62%	48.39%
销售收入 (百万元)	815.80	478.06	298.39	475.72	741.20
增长率 (YOY)	65.85%	-41.40%	-37.58%	59.43%	55.81%
毛利率	12.50%	8.00%	8.00%	10.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	713.82	439.82	274.52	428.15	652.26
增长率 (YOY)	68.74%	-38.39%	-37.58%	55.96%	52.34%
毛利 (百万元)	101.97	38.25	23.87	47.57	88.94
增长率 (YOY)	48.08%	-62.50%	-37.58%	99.29%	86.97%
占总销售额比重	5.31%	2.67%	2.16%	3.05%	4.16%
占主营业务利润比重	2.96%	1.13%	1.00%	1.70%	2.71%
融资租赁					
销售收入 (百万元)	247.63	565.63	593.91	683.00	785.45
增长率 (YOY)	382.08%	128.42%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	64.46%	74.87%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	88.01	142.12	267.26	307.35	353.45
增长率 (YOY)	732.15%	61.48%	88.05%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	159.62	423.51	326.65	375.65	431.99
增长率 (YOY)	291.31%	165.33%	-22.87%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	1.61%	3.16%	4.29%	4.38%	4.40%
占主营业务利润比重	4.63%	12.46%	13.65%	13.39%	13.18%

配件及其它					
销售收入(百万元)	1,424.83	2,505.63	2,129.79	2,449.26	2,816.64
增长率(YOY)	60.26%	75.85%	-15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	9.47%	-0.68%	9.00%	9.00%	9.00%
销售成本(百万元)	1,289.84	2,522.57	1,938.11	2,228.82	2,563.15
增长率(YOY)	66.91%	95.57%	-23.17%	15.00%	15.00%
毛利(百万元)	134.99	-16.94	191.68	220.43	253.50
增长率(YOY)	16.08%	-112.55%	-1231.50%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	9.27%	14.01%	15.39%	15.72%	15.79%
占主营业务利润比重	3.92%	-0.50%	8.01%	7.86%	7.73%
销售总收入(百万元)	15,366.13	17,878.28	13,841.92	15,576.03	17,837.79
销售总成本(百万元)	11,919.64	14,478.81	11,448.86	12,771.58	14,559.87
毛利(百万元)	3,446.49	3,399.47	2,393.06	2,804.45	3,277.93
平均毛利率	22.43%	19.01%	17.29%	18.00%	18.38%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 工程机械行业受宏观调控和货币政策影响较大，持续的信贷紧缩政策会给销售带来不利影响。

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	13,842	15,576	17,838
增长率		50.9%	16.3%	-22.6%	12.5%	14.5%
主营业务成本	-8,032	-11,920	-14,479	-11,449	-12,772	-14,560
%销售收入	78.9%	77.6%	81.0%	82.7%	82.0%	81.6%
毛利	2,151	3,446	3,399	2,393	2,804	3,278
%销售收入	21.1%	22.4%	19.0%	17.3%	18.0%	18.4%
营业税金及附加	-48	-62	-80	-62	-70	-80
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-615	-845	-764	-706	-826	-945
%销售收入	6.0%	5.5%	4.3%	5.1%	5.3%	5.3%
管理费用	-435	-673	-836	-761	-841	-945
%销售收入	4.3%	4.4%	4.7%	5.5%	5.4%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	1,052	1,866	1,720	864	1,068	1,307
%销售收入	10.3%	12.1%	9.6%	6.2%	6.9%	7.3%
财务费用	-36	-17	-103	-170	-160	-158
%销售收入	0.4%	0.1%	0.6%	1.2%	1.0%	0.9%
资产减值损失	-44	-66	-94	-55	-40	-34
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	30	-11	40	52	72
%税前利润	n.a	1.6%	n.a	5.5%	5.4%	5.8%
营业利润	972	1,813	1,512	679	920	1,186
营业利润率	9.5%	11.8%	8.5%	4.9%	5.9%	6.6%
营业外收支	60	45	67	50	50	50
税前利润	1,032	1,857	1,579	729	970	1,236
利润率	10.1%	12.1%	8.8%	5.3%	6.2%	6.9%
所得税	-165	-308	-253	-124	-160	-204
所得税率	16.0%	16.6%	16.0%	17.0%	16.5%	16.5%
净利润	867	1,549	1,326	605	810	1,032
少数股东损益	2	5	5	3	4	6
归属于母公司的净利润	866	1,544	1,321	602	806	1,026
净利率	8.5%	10.0%	7.4%	4.4%	5.2%	5.8%

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	605	810	1,032
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	210	314	243	253	268
非经营收益	20	-59	50	345	127	112
营运资金变动	480	-1,017	-3,714	73	-329	-378
经营活动现金净流	1,538	683	-2,023	1,266	861	1,034
资本开支	-463	-899	-967	-261	-279	-240
投资	-11	-6	-71	-301	-300	-300
其他	-20	16	-3	40	52	72
投资活动现金净流	-494	-889	-1,041	-522	-527	-468
股权募资	0	3,007	0	0	0	0
债权募资	149	349	1,793	-517	341	114
其他	-94	-220	-491	-195	-375	-380
筹资活动现金净流	55	3,135	1,303	-712	-34	-266
现金净流量	1,098	2,929	-1,762	32	300	300

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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	3,200	3,500	3,800
应收款项	1,703	1,859	2,950	2,774	2,960	3,222
存货	2,228	4,013	5,026	5,019	5,424	5,984
其他流动资产	951	2,906	4,556	4,530	4,756	4,992
流动资产	6,881	13,700	15,699	15,523	16,640	17,998
%总资产	71.9%	73.7%	69.0%	68.1%	68.4%	69.1%
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%	12.0%	11.8%	11.3%
无形资产	427	573	734	720	708	697
非流动资产	2,684	4,895	7,052	7,262	7,678	8,035
%总资产	28.1%	26.3%	31.0%	31.9%	31.6%	30.9%
资产总计	9,565	18,595	22,751	22,784	24,318	26,033
短期借款	1,229	2,162	3,820	4,119	4,461	4,574
应付款项	3,724	7,047	5,606	5,401	5,926	6,636
其他流动负债	99	-9	-92	177	181	186
流动负债	5,051	9,199	9,333	9,697	10,567	11,396
长期贷款	199	616	1,763	1,256	1,256	1,257
其他长期负债	208	315	2,312	1,989	1,989	1,989
负债	5,457	10,130	13,409	12,942	13,812	14,641
普通股股东权益	4,097	8,443	9,316	9,813	10,473	11,353
少数股东权益	11	22	27	29	33	39
负债股东权益合计	9,565	18,595	22,751	22,784	24,318	26,033

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.332	2.375	1.174	0.535	0.716	0.912
每股净资产	6.302	11.255	8.279	8.721	9.307	10.089
每股经营现金净流	2.366	0.915	-1.795	1.125	0.765	0.919
每股股利	0.300	0.500	0.300	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	21.13%	18.29%	14.18%	6.14%	7.70%	9.04%
总资产收益率	9.05%	8.30%	5.81%	2.64%	3.31%	3.94%
投入资本收益率	15.95%	13.83%	8.53%	4.17%	4.90%	5.68%
增长率						
主营业务收入增长率	9.87%	50.90%	16.35%	-22.58%	12.53%	14.52%
EBIT增长率	123.35%	77.36%	-7.84%	-49.79%	23.65%	22.40%
净利润增长率	154.58%	78.33%	-14.41%	-54.41%	33.80%	27.33%
总资产增长率	52.49%	94.40%	22.35%	0.15%	6.73%	7.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	28.7	37.4	60.0	57.0	54.0
存货周转天数	106.0	95.6	113.9	160.0	155.0	150.0
应付账款周转天数	47.9	66.6	64.3	65.0	62.0	59.0
固定资产周转天数	46.4	42.0	44.5	63.6	59.1	53.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.92%	-25.33%	47.14%	42.30%	40.03%	35.28%
EBIT利息保障倍数	29.0	107.6	16.7	5.1	6.7	8.3
资产负债率	57.05%	54.48%	58.94%	56.80%	56.80%	56.24%

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
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.73

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 2011-03-01	增持	26.37	49.50 ~ 55.00
2 2011-04-01	增持	25.97	N/A
3 2011-04-27	增持	23.40	N/A
4 2011-07-04	增持	22.41	N/A
5 2011-08-28	增持	19.07	N/A
6 2011-10-30	增持	15.99	N/A
7 2012-03-27	增持	11.78	N/A
8 2012-04-27	增持	12.99	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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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