



持有

0% ↑

目标价格: 人民币 8.59

原目标价格: 人民币 10.88

000528.CH

价格: 人民币 8.56

目标价格基础: 1倍12年市净率

板块评级: 中立

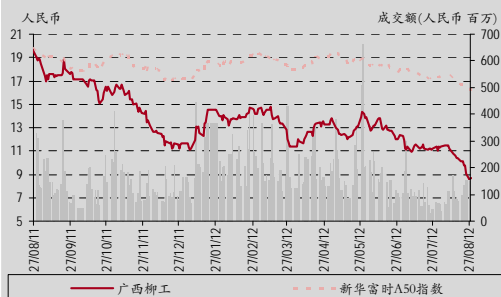
本报告要点

■ 维持谨慎观点

主要催化剂/事件

■ 固定资产投资超预期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(23)	(22)	(37)	(56)
相对新华富时A50指数	(19)	(17)	(24)	(38)

发行股数(百万)	1,125
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	9,504
3个月日均交易额(人民币 百万)	167
净负债比率(%) (2012E)	51
主要股东(%)	
柳工集团	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 机械

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

广西柳工

2 季度盈利同比大幅下降, 环比小幅上升

2012年2季度, 我国经济增长持续回落, 工程机械下游产业投资减缓。受此影响, 柳工2012年2季度实现净销售收入39.53亿人民币, 同比下降18%; 实现净利润1.62亿人民币, 同比下降66%, 环比上升10%。我们认为, 下半年影响我国经济平稳运行的不利因素依然较多, 稳增长难度仍然较大。我们相信, 我国政府今后将进一步加大预调微调力度, 坚持实施积极的财政政策, 着力提高政策的针对性、前瞻性和有效性。因此, 我们估计公司下半年有望实现销售收入同比正增长, 盈利情况也将有所改善。我们将目标价格下调至8.59元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 2012年上半年, 柳工实现净利润3.1亿人民币, 同比下降71%。
- 2012年上半年, 公司实现经营活动产生的现金流量净额13.26亿人民币, 远好于去年同期的-13.16亿人民币。
- 公司2012年2季度毛利率为17.3%, 低于去年同期的18.7%, 但高于1季度的15.0%。
- 柳工预计2012年1-9月公司将实现净利润约2.45-4.89亿人民币, 同比下降60-80%。

评级面临的主要风险

- 钢材价格持续上涨; 信贷政策紧缩程度超预期。

估值

- 由于公司2012年上半年业绩低于预期, 我们将柳工2012年盈利预测下调44%。目前该股2012年市盈率为14倍, 市净率1倍, 估值并不便宜。我们将目标价由10.88元人民币下调至8.59元人民币, 相当于1倍2012年市净率。维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	15,304	17,798	15,720	17,769	20,805
变动(%)	51	16	(12)	13	17
净利润(人民币 百万)	1,544	1,321	687	852	1,136
全面摊薄每股收益(人民币)	1.372	1.174	0.610	0.757	1.009
变动(%)	54.6	(14.4)	(48.0)	24.1	33.3
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.088	1.369	1.776
调整幅度(%)	-	-	(44)	(45)	(43)
核心每股收益(人民币)	1.372	1.174	0.610	0.757	1.009
变动(%)	54.6	(14.4)	(48.0)	24.1	33.3
全面摊薄市盈率(倍)	6.2	7.3	14.0	11.3	8.5
核心市盈率(倍)	6.2	7.3	14.0	11.3	8.5
每股现金流量(人民币)	0.63	(1.81)	0.56	0.62	0.71
价格/每股现金流量(倍)	13.6	(4.7)	15.2	13.8	12.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	7.4	12.1	10.2	8.2
每股股息(人民币)	0.333	0.300	0.156	0.193	0.258
股息率(%)	2.8	2.5	2.2	2.8	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2012 年上半年净利润同比下降 71%

2012 年 2 季度，我国经济增速持续回落，工程机械下游产业投资减缓，其中公路、铁路投资出现不同程度的下降。受此影响，今年 2 季度工程机械产品的需求继续出现较大幅度的下滑。柳工 2012 年 2 季度实现净销售收入 39.53 亿人民币，同比下降 18%；实现净利润 1.62 亿人民币，同比下降 66%，环比上升 10%。

同时，由于主要原材料价格下降及经营质量提高，公司毛利率环比有所上涨。公司 2012 年 2 季度毛利率为 17.3%，低于去年同期的 18.7%，但高于 1 季度的 15.0%。

2012 年上半年，柳工实现净销售收入 73.67 亿人民币，同比下降 32%；实现海外销售收入 14.9 亿人民币，同比增长 54%；实现各类工程机械整机销售约 2.5 万台，同比下降 34%；实现净利润 3.1 亿人民币，同比下降 71%；实现经营活动产生的现金流量净额 13.26 亿人民币，远好于去年同期的-13.16 亿人民币。

盈利前景

柳工预计 2012 年 1-9 月公司将实现净利润约 2.45-4.89 亿人民币，同比下降 60-80%。我们认为，下半年影响我国经济平稳运行的不利因素依然较多，稳增长难度仍然较大。我们相信，我国政府今后将进一步加大预调微调力度，坚持实施积极的财政政策，着力提高政策的针对性、前瞻性和有效性。我们估计 4 季度大量重大建设项目将逐步开工，基础设施投资有望提速。因此，我们估计公司下半年有望实现销售收入同比正增长，盈利情况也将有所改善。

长远而言，我们认为城镇化快速发展还将持续相当长时间，工程机械行业中长期前景仍然看好。基于我国现有的基础设施水平，我们估计大规模的铁路、水利、公路、港口、机场建设热潮预计将持续 5-10 年的时间。

估值

由于公司 2012 年上半年业绩低于预期，我们将柳工 2012 年盈利预测下调 44%。目前该股 2012 年市盈率为 14 倍，市净率 1 倍，估值并不便宜。我们将目标价由 10.88 元人民币下调至 8.59 元人民币，相当于 1 倍 2012 年市净率。维持**持有**评级。

图表 1.2012 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
净销售收入	10,764	7,367	(32)
销售成本	(8,642)	(6,173)	(29)
毛利	2,121	1,193	(44)
其他净收益/(费用)	22	43	94
销售费用	(396)	(373)	(6)
管理费用	(480)	(423)	(12)
经营利润	1,267	440	(65)
净利息收益/(费用)	(18)	(79)	346
投资收益	19	24	24
税前利润	1,269	385	(70)
税金	(181)	(75)	(59)
少数股东权益	(4)	(0)	(94)
净利润	1,084	310	(71)
利润率(%)			
毛利率	22.1	18.7	
经营利润率	12.1	9.5	
净利率	10.1	7.4	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,304	17,798	15,720	17,769	20,805
销售成本	(11,920)	(14,479)	(13,126)	(14,784)	(17,238)
经营费用	(1,435)	(1,474)	(1,416)	(1,545)	(1,711)
息税折旧前利润	1,949	1,846	1,178	1,440	1,856
折旧及摊销	(149)	(219)	(283)	(340)	(408)
经营利润(息税前利润)	1,800	1,626	895	1,100	1,448
净利息收入/(费用)	(14)	(56)	(174)	(184)	(192)
其他收益/(损失)	72	10	116	122	129
税前利润	1,857	1,579	837	1,039	1,384
所得税	(308)	(253)	(148)	(183)	(244)
少数股东权益	(5)	(5)	(2)	(3)	(4)
净利润	1,544	1,321	687	852	1,136
核心净利润	1,544	1,321	687	852	1,136
每股收益(人民币)	1.372	1.174	0.610	0.757	1.009
核心每股收益(人民币)	1.372	1.174	0.610	0.757	1.009
每股股息(人民币)	0.333	0.300	0.156	0.193	0.258
收入增长(%)	51	16	(12)	13	17
息税前利润增长(%)	78	(10)	(45)	23	32
息税折旧前利润增长(%)	72	(5)	(36)	22	29
每股收益增长(%)	55	(14)	(48)	24	33
核心每股收益增长(%)	55	(14)	(48)	24	33

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,857	1,579	837	1,039	1,384
折旧与摊销	149	219	283	340	408
净利息费用	14	56	174	184	192
运营资本变动	(979)	(3,694)	(465)	(631)	(891)
税金	(308)	(253)	(148)	(183)	(244)
其他经营现金流	(27)	58	(47)	(51)	(55)
经营活动产生的现金流	706	(2,034)	634	697	793
购买固定资产净值	(895)	(967)	(800)	(800)	(800)
投资减少/增加	(6)	(68)	(60)	(60)	(60)
其他投资现金流	0	0	0	0	1
投资活动产生的现金流	(901)	(1,034)	(860)	(860)	(859)
净增权益	2,967	0	0	0	0
净增债务	1,217	1,793	164	272	183
支付股息	(195)	(375)	(338)	(175)	(218)
其他融资现金流	(872)	(103)	(179)	(188)	(196)
融资活动产生的现金流	3,117	1,315	(353)	(91)	(230)
现金变动	2,922	(1,753)	(579)	(254)	(296)
期初现金	2,000	4,922	3,168	2,589	2,335
公司自由现金流	(155)	(2,997)	(195)	(134)	(41)
权益自由现金流	1,006	(1,378)	(239)	(77)	(78)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	4,922	3,168	2,589	2,335	2,039
应收帐款	1,713	2,786	2,830	2,943	3,032
库存	4,013	5,026	4,966	5,146	5,280
其他流动资产	3,051	4,719	4,377	4,749	5,338
流动资产总计	13,700	15,699	14,761	15,173	15,689
固定资产	2,106	2,607	2,949	3,239	3,468
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	2,789	4,445	5,032	5,617	6,199
长期资产总计	4,895	7,052	7,981	8,856	9,667
总资产	18,595	22,751	22,742	24,029	25,355
应付帐款	5,507	3,530	2,880	3,082	3,162
短期债务	1,921	3,227	3,388	3,660	3,843
其他流动负债	1,771	2,519	2,645	2,777	2,916
流动负债总计	9,199	9,276	8,914	9,519	9,921
长期借款	931	4,133	4,135	4,137	4,138
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	750	1,125	1,125	1,125	1,125
储备	7,693	8,190	8,540	9,217	10,135
股东权益	8,443	9,316	9,665	10,342	11,260
少数股东权益	22	27	29	32	36
总负债及权益	18,595	22,751	22,742	24,029	25,355
每股帐面价值(人民币)	7.50	8.28	8.59	9.19	10.01
每股有形资产(人民币)	7.50	8.28	8.59	9.19	10.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.84)	3.73	4.38	4.85	5.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.7	10.4	7.5	8.1	8.9
息税前利润率(%)	11.8	9.1	5.7	6.2	7.0
税前利润率(%)	12.1	8.9	5.3	5.8	6.7
净利率(%)	10.1	7.4	4.4	4.8	5.5
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	33.2	12.7	4.4	5.2	6.7
净权益负债率(%)	净现金	44.9	50.9	52.6	52.6
速动比率(倍)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
估值					
市盈率(倍)	6.2	7.3	14.0	11.3	8.5
核心业务市盈率(倍)	6.2	7.3	14.0	11.3	8.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.3	7.3	14.1	11.3	8.5
市净率(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	13.6	(4.7)	15.2	13.8	12.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	7.4	12.1	10.2	8.2
周转率					
存货周转天数	95.6	113.9	138.9	124.8	110.4
应收帐款周转天数	39.9	46.1	65.2	59.3	52.4
应付帐款周转天数	101.2	92.7	74.4	61.2	54.8
回报率					
股息支付率(%)	24.3	25.5	25.5	25.5	25.5
净资产收益率(%)	24.6	14.9	7.2	8.5	10.5
资产收益率(%)	10.7	6.6	3.2	3.9	4.8
已运用资本收益率(%)	21.6	12.1	5.5	6.4	7.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371