

柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

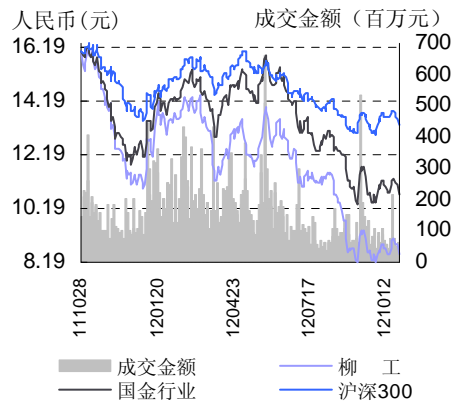
市价(人民币): 8.51元

需求低迷导致盈利大幅下滑

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)	95.76
年内股价最高最低(元)	16.21/8.19
沪深300指数	2247.91
深证成指	8414.85



相关报告

- 《毛利率回升, 股价已反映悲观预期》, 2012.8.28
- 《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

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	0.325	0.462	0.646
每股净资产(元)	11.25	8.28	8.51	8.84	9.36
每股经营性现金流(元)	0.92	-1.79	1.09	0.17	0.19
市盈率(倍)	15.58	9.94	26.18	18.43	13.17
行业优化市盈率(倍)	29.62	8.50	7.33	7.33	7.33
净利润增长率(%)	78.33%	-14.41%	-72.32%	42.04%	39.96%
净资产收益率(%)	18.29%	14.18%	3.82%	5.22%	6.90%
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

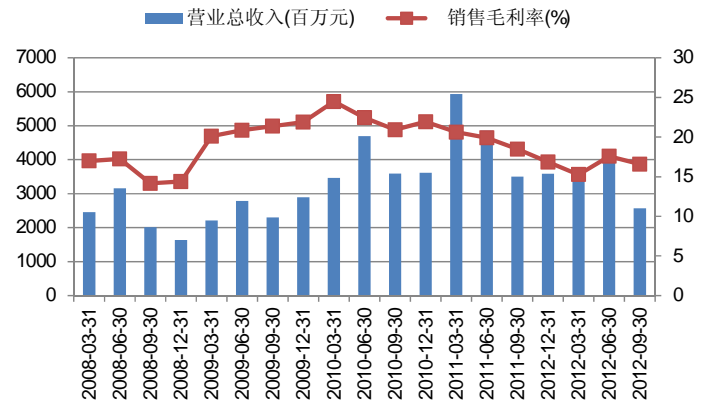
业绩简评

- 公司 12 年前 3 季度实现营业收入 9,959 百万元, 同比减少 30.31%; 归属上市公司股东的净利润 331 百万元, 同比减少 72.95%, EPS 为 0.29 元。公司预计全年净利润同比下降 70-90%, 对应 EPS 为 0.12-0.35 元。

经营分析

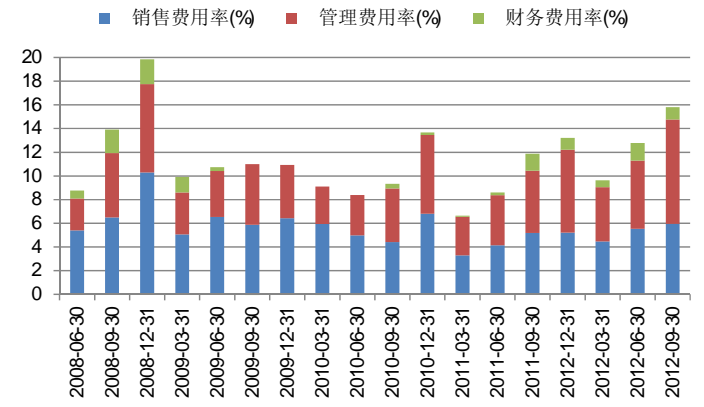
- 行业景气度低, 产品销量严重下滑:** 12 年前 3 季度, 受经济下滑影响, 多数工程机械产品需求出现明显下滑, 其中挖掘机、装载机、压路机行业销量分别同比下滑 35.9%, 28.07% 和 40.88%; 在行业景气度下滑的背景下, 公司的产品销量也均同比大幅减少:
 - 装载机: 估计实现销售近 20,000 台, 同比减少约 37%, 市场占有率较 11 年略有上升;
 - 挖掘机: 销量约 4,200 余台, 同比下滑 29%, 市占率为 4.44%, 与 11 年大体持平。
 - 汽车起重机: 销量超过 500 台, 同比下滑 59%, 市占率较 11 年下降 1 个百分点至 2.92%;
 - 压路机: 销量约 900 余台, 同比下滑 51%, 市占率较 11 年下降 2 个百分点至 8.47%。
- 毛利率保持平稳:** 前 3 季度, 公司综合毛利率为 16.52%, 与上半年平均毛利率持平, 较 11 年同期减少 3 个百分点, 其中第 3 季度的毛利率为 16.58%, 较第 2 季度环比下滑 1 个百分点。这主要是因为产品销量大幅下滑后所引起的规模效益下降, 抵消了原材料价格对降低成本的正面影响。
- 财务费用增加较多:** 公司当期费用为 1,243 百万元, 同比增加 1.16%, 由于收入下滑较多, 期间费用率同比提高约 4 个百分点至 12.48%。由于 11 年 7 月发行公司债 20 亿元, 以及本期新增发行公司债 13 亿元, 导致财务费用同比增长 58.11%, 达 106 百万元。但公司短期借款已由 2 季度末的 3,706 百万元下降至期末的 2,292 百万元, 预计此后财务费用增幅将放缓。管理费用则因人力成本推动而小幅增长 4.55% 至 611 百万元, 相比之下销售费用因销量下滑同比降低 8.88%, 为 526 百万元。

图表1: 公司单季度营业收入和毛利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司单季度三项费用率



- **第3季度出现经营性亏损:** 公司第3季度实现收入 2,566 百万元, 同比减少 26.70%, 实现净利润 21 百万元, 同比减少 85.20%; 当期营业利润为亏损 3 百万元, 净利润主要来源于包括政府补助等的营业外收入 (29 百万元)。这是公司自 08 年 4 季度以来再次出现经营性亏损, 最主要的原因是产品销量下滑幅度过大, 导致规模效益急剧下降。
- **加强了应收账款和存货管理:** 在第 3 季度销售依然不旺的局面下, 公司相应加强了应收账款和存货的管理, 期末公司应收账款和票据共 2,815 百万元, 存货为 4,855 百万元, 分别较上一季度末减少了 101 和 544 百万元。
- **经营性现金流表现良好:** 公司当期经营活动现金流为 1,294 百万元, 较 11 年同期净流出 2,319 百万元有大幅改善。但第 3 季度的公司经营现金流为净流出 32 百万元, 这主要是因为公司偿还了部分应付账款和票据。期末, 公司应付账款和票据分别为 1,453 百万元和 1,232 百万元, 分别较上季度末减少了 639 百万元和 115 百万元。

盈利预测与投资建议

- 由于市场需求未有好转, 12 年公司的规模效益下降明显, 但我们预计随着宏观经济下滑触底, 13 年公司经营有望开始回升, 同时公司也正在通过控制费用以提高效益。我们调低了对公司 2012~2014 年的盈利预测, 预计营业收入分别为 12,613、13,875 和 15,871 百万元, 净利润分别为 366、519 和 727 百万元, 同比增长-72.32%、42.04%和 39.96%; EPS 分别为 0.325、0.462 和 0.646 元。
- 公司当前股价对应 2012 年 26 倍 PE 和 1 倍 PB, 我们认为公司目前的盈利水平处于谷底, 未来有望好转, 同时公司的资产负债率为 59.73%, 经营性现金流较好, 财务风险不大, 目前 PB 估值已经反映了悲观预期, 维持“增持”评级。

风险提示

- 如果宏观经济下滑程度超预期, 则公司工程机械产品销量的复苏进度将会延缓, 盈利的恢复则低于预期。

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	26,343	28,450	30,727
增长率 (YOY)	33.00%	4.00%	-35.00%	8.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	9,057.42	9,419.72	6,122.82	6,612.64	7,141.65
增长率 (YOY)	34.45%	4.00%	-35.00%	8.00%	8.00%
毛利率	24.50%	21.50%	16.50%	17.50%	18.00%
销售成本 (百万元)	6,838.35	7,394.48	5,112.55	5,455.43	5,856.15
增长率 (YOY)	29.58%	8.13%	-30.86%	6.71%	7.35%
毛利 (百万元)	2,219.07	2,025.24	1,010.26	1,157.21	1,285.50
增长率 (YOY)	52.08%	-8.73%	-50.12%	14.55%	11.09%
占总销售额比重	58.94%	52.69%	48.54%	47.66%	45.00%
占主营业务利润比重	64.39%	59.58%	47.93%	48.14%	45.80%
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	5,763	6,455	7,746
增长率 (YOY)	89.19%	31.95%	-22.00%	12.00%	20.00%
销售收入 (百万元)	2,854.05	4,136.12	3,064.86	3,432.65	4,201.56
增长率 (YOY)	102.42%	44.92%	-25.90%	12.00%	22.40%
毛利率	22.00%	19.48%	17.00%	17.50%	18.00%
销售成本 (百万元)	2,226.16	3,330.41	2,543.84	2,831.94	3,445.28
增长率 (YOY)	107.39%	49.60%	-23.62%	11.33%	21.66%
毛利 (百万元)	627.89	805.71	521.02	600.71	756.28
增长率 (YOY)	86.56%	28.32%	-35.33%	15.29%	25.90%
占总销售额比重	18.57%	23.13%	24.30%	24.74%	26.47%
占主营业务利润比重	18.22%	23.70%	24.72%	24.99%	26.94%
路面机械					
销售收入 (百万元)	966.40	773.12	541.18	595.30	684.60
增长率 (YOY)	60.00%	-20.00%	-30.00%	10.00%	15.00%
毛利率	21.00%	16.00%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本 (百万元)	763.46	649.42	460.01	506.01	581.91
增长率 (YOY)	60.69%	-14.94%	-29.17%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	202.94	123.70	81.18	89.30	102.69
增长率 (YOY)	57.45%	-39.05%	-34.38%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	6.29%	4.32%	4.29%	4.29%	4.31%
占主营业务利润比重	5.89%	3.64%	3.85%	3.71%	3.66%
汽车起重机					
平均售价 (千元/台)	370.82	331.99	355.23	372.99	391.64
增长率 (YOY)	-2.00%	-10.47%	7.00%	5.00%	5.00%
销售数量 (台)	2,200	1,440	690	890	1,290
增长率 (YOY)	69.23%	-34.55%	-52.08%	28.99%	44.94%
销售收入 (百万元)	815.80	478.06	245.11	331.96	505.21
增长率 (YOY)	65.85%	-41.40%	-48.73%	35.43%	52.19%
毛利率	12.50%	8.00%	8.00%	10.00%	12.00%
销售成本 (百万元)	713.82	439.82	225.50	298.76	444.59
增长率 (YOY)	68.74%	-38.39%	-48.73%	32.49%	48.81%
毛利 (百万元)	101.97	38.25	19.61	33.20	60.63
增长率 (YOY)	48.08%	-62.50%	-48.73%	69.29%	82.63%
占总销售额比重	5.31%	2.67%	1.94%	2.39%	3.18%
占主营业务利润比重	2.96%	1.13%	0.93%	1.38%	2.16%
融资租赁					
销售收入 (百万元)	247.63	565.63	509.07	559.97	643.97
增长率 (YOY)	382.08%	128.42%	-10.00%	10.00%	15.00%
毛利率	64.46%	74.87%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本 (百万元)	88.01	142.12	203.63	223.99	257.59
增长率 (YOY)	732.15%	61.48%	43.28%	10.00%	15.00%
毛利 (百万元)	159.62	423.51	305.44	335.98	386.38
增长率 (YOY)	291.31%	165.33%	-27.88%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	1.61%	3.16%	4.04%	4.04%	4.06%
占主营业务利润比重	4.63%	12.46%	14.49%	13.98%	13.76%

配件及其它					
销售收入(百万元)	1,424.83	2,505.63	2,129.79	2,342.77	2,694.18
增长率(YOY)	60.26%	75.85%	-15.00%	10.00%	15.00%
毛利率	9.47%	-0.68%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本(百万元)	1,289.84	2,522.57	1,959.41	2,155.35	2,478.65
增长率(YOY)	66.91%	95.57%	-22.33%	10.00%	15.00%
毛利(百万元)	134.99	-16.94	170.38	187.42	215.53
增长率(YOY)	16.08%	-112.55%	-1105.77%	10.00%	15.00%
占总销售额比重	9.27%	14.01%	16.89%	16.88%	16.98%
占主营业务利润比重	3.92%	-0.50%	8.08%	7.80%	7.68%
销售总收入(百万元)	15,366.13	17,878.28	12,612.82	13,875.29	15,871.17
销售总成本(百万元)	11,919.64	14,478.81	10,504.93	11,471.47	13,064.17
毛利(百万元)	3,446.49	3,399.47	2,107.90	2,403.82	2,807.01
平均毛利率	22.43%	19.01%	16.71%	17.32%	17.69%

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	12,613	13,875	15,871
增长率		50.9%	16.3%	-29.5%	10.0%	14.4%
主营业务成本	-8,032	-11,920	-14,479	-10,505	-11,471	-13,064
%销售收入	78.9%	77.6%	81.0%	83.3%	82.7%	82.3%
毛利	2,151	3,446	3,399	2,108	2,404	2,807
%销售收入	21.1%	22.4%	19.0%	16.7%	17.3%	17.7%
营业税金及附加	-48	-62	-80	-57	-62	-71
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-615	-845	-764	-706	-749	-825
%销售收入	6.0%	5.5%	4.3%	5.6%	5.4%	5.2%
管理费用	-435	-673	-836	-814	-839	-897
%销售收入	4.3%	4.4%	4.7%	6.5%	6.1%	5.7%
息税前利润 (EBIT)	1,052	1,866	1,720	531	753	1,014
%销售收入	10.3%	12.1%	9.6%	4.2%	5.4%	6.4%
财务费用	-36	-17	-103	-142	-173	-196
%销售收入	0.4%	0.1%	0.6%	1.1%	1.2%	1.2%
资产减值损失	-44	-66	-94	-53	-40	-39
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	30	-11	30	35	45
%税前利润	n.a	1.6%	n.a	6.7%	5.6%	5.1%
营业利润	972	1,813	1,512	366	575	824
营业利润率	9.5%	11.8%	8.5%	2.9%	4.1%	5.2%
营业外收支	60	45	67	80	50	50
税前利润	1,032	1,857	1,579	446	625	874
利润率	10.1%	12.1%	8.8%	3.5%	4.5%	5.5%
所得税	-165	-308	-253	-80	-103	-144
所得税率	16.0%	16.6%	16.0%	18.0%	16.5%	16.5%
净利润	867	1,549	1,326	366	521	730
少数股东损益	2	5	5	0	2	3
归属于母公司的净利润	866	1,544	1,321	366	519	727
净利率	8.5%	10.0%	7.4%	2.9%	3.7%	4.6%

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	3,300	3,300	3,600
应收款项	1,703	1,859	2,950	2,669	2,863	3,206
存货	2,228	4,013	5,026	4,461	4,714	5,190
其他流动资产	951	2,906	4,556	4,511	4,730	4,962
流动资产	6,881	13,700	15,699	14,941	15,607	16,958
%总资产	71.9%	73.7%	69.0%	66.0%	66.5%	67.7%
长期投资	675	2,074	3,498	3,686	3,985	4,285
固定资产	1,489	2,106	2,607	3,190	3,075	3,040
%总资产	15.6%	11.3%	11.5%	14.1%	13.1%	12.1%
无形资产	427	573	734	802	792	782
非流动资产	2,684	4,895	7,052	7,680	7,854	8,109
%总资产	28.1%	26.3%	31.0%	34.0%	33.5%	32.3%
资产总计	9,565	18,595	22,751	22,620	23,461	25,067
短期借款	1,229	2,162	3,820	3,136	3,638	4,530
应付款项	3,724	7,047	5,606	4,969	4,931	5,054
其他流动负债	99	-9	-92	174	176	180
流动负债	5,051	9,199	9,333	8,279	8,745	9,765
长期贷款	199	616	1,763	1,456	1,456	1,457
其他长期负债	208	315	2,312	3,283	3,283	3,283
负债	5,457	10,130	13,409	13,017	13,483	14,504
普通股股东权益	4,097	8,443	9,316	9,576	9,950	10,530
少数股东权益	11	22	27	27	29	32
负债股东权益合计	9,565	18,595	22,751	22,620	23,461	25,067

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.332	2.375	1.174	0.325	0.462	0.646
每股净资产	6.302	11.255	8.279	8.510	8.842	9.358
每股经营现金净流	2.366	0.915	-1.795	1.089	0.168	0.191
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%	3.82%	5.22%	6.90%
总资产收益率	9.05%	8.30%	5.81%	1.62%	2.21%	2.90%
投入资本收益率	15.95%	13.83%	8.53%	2.49%	3.42%	4.27%
增长率						
主营业务收入增长率	9.87%	50.90%	16.35%	-29.45%	10.01%	14.38%
EBIT增长率	123.35%	77.36%	-7.84%	-69.11%	41.67%	34.66%
净利润增长率	154.58%	78.33%	-14.41%	-72.32%	42.04%	39.96%
总资产增长率	52.49%	94.40%	22.35%	-0.58%	3.72%	6.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	28.7	37.4	64.0	63.0	62.0
存货周转天数	106.0	95.6	113.9	155.0	150.0	145.0
应付账款周转天数	47.9	66.6	64.3	55.0	52.0	49.0
固定资产周转天数	46.4	42.0	44.5	71.2	67.5	61.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.92%	-25.33%	47.14%	47.63%	50.87%	53.68%
EBIT利息保障倍数	29.0	107.6	16.7	3.7	4.4	5.2
资产负债率	57.05%	54.48%	58.94%	57.55%	57.47%	57.86%

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	366	521	730
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	210	314	241	255	274
非经营收益	20	-59	50	298	156	172
营运资金变动	480	-1,017	-3,714	321	-743	-962
经营活动现金净流	1,538	683	-2,023	1,226	190	215
资本开支	-463	-899	-967	-761	-39	-140
投资	-11	-6	-71	-188	-300	-300
其他	-20	16	-3	30	35	45
投资活动现金净流	-494	-889	-1,041	-919	-304	-395
股权募资	0	3,007	0	0	0	0
债权募资	149	349	1,793	-7	502	894
其他	-94	-220	-491	-168	-387	-413
筹资活动现金净流	55	3,135	1,303	-175	114	480
现金净流量	1,098	2,929	-1,762	132	0	300

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
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	10	15	16
中性	0	0	3	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.14	2.17	2.18

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 2011-04-01	增持	25.97	N/A
2 2011-04-27	增持	23.40	N/A
3 2011-07-04	增持	22.41	N/A
4 2011-08-28	增持	19.07	N/A
5 2011-10-30	增持	15.99	N/A
6 2012-03-27	增持	11.78	N/A
7 2012-04-27	增持	12.99	N/A
8 2012-08-28	增持	8.72	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为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