

产品销量大幅下降，净利率处历史低水平

柳工 2012 年三季报点评

报告关键点:

- 三季度净利润大幅下降73%，业绩表现低于市场预期
- 产能利用率较低，销售净利率仅为3.3%，盈利能力处于历史较低水平
- 下调全年业绩预测，下调公司评级至“中性-A”

报告摘要:

- 三季度净利润同比下降73%，业绩低于市场预期。前三季度，公司实现销售收入9,959.2百万元，同比下降30.3%；实现归属母公司净利润331.0百万元，同比下降73%，对应EPS为0.294元，业绩低于市场预期。其中，公司第三季度实现营业收入及净利润同比分别下降26.7%、85%，EPS为0.02元。
- 行业下游房地产、基建投资增速大幅下降，土石方机械需求萎缩。受国家宏观调控的影响，1-9月份，房地产开发投资增幅同比下降16.6个百分点至15.4%，铁路基建投资也大幅下降15%，受此不利影响，土石方机械下游需求呈现断崖式下降，前三季度，公司销售装载机、挖掘机、汽车起重机、压路机分别为25,891台、4,258台、528台、917台，同比下降20%、29.5%、58.5%、51%，四季度行业需求仍持续低迷，公司预计2012年净利润1.32亿元-3.96亿元，降幅为70%-90%。
- 市场竞争加剧及产能利用率处低水平导致盈利能力下滑。前三季度，公司综合毛利率16.5%，环比二季度已企稳，但较去年同期下降3.1个百分点；公司销售净利率仅为3.3%，处于历史最低的水平。究其原因，我们认为主要是由于（1）土石方机械市场需求下降幅度较大，公司产能利用率较低；（2）由于铁路基建、房地产项目新开工不足及社会保有量较大，目前市场需求结构以小吨位产品占比不断上升。（3）行业竞争加剧，公司加大市场销售力度，销售费用率同比增加1.3个百分点；（4）管理人员数量增加及成本上升，管理费用率上升2个百分点；（5）为了企业日常运营，公司去年7月发行20亿元公司债，今年再次发行了13亿元公司债，相应地利息支出增加，财务费用率上升0.6个百分点。
- 公司加强回款管理，注重消化库存，经营现金流状况稳健。报告期内，公司应收账款、应收票据余额为2,487百万元、328百万元，较一季度末下降5.7%、6.3%，而公司存货余额4,855百万元，较一季度下降了19.5%，当期公司经营现金流为1,294百万元，远好于去年同期的净流出2,319百万元，公司现金流管理明显好于行业其他竞争对手。
- 盈利预测及投资评级。受基建房地产投资增速持续下降，工程机械尚未看到转好迹象，因此我们下调公司未来三年业绩预测，预计2012-2014年实现净利润为3.45亿元、5.94亿元、8.55亿元，较之前预测分别下调45%、34%、21%，调整后净利润同比增长-73.9%、72.4%、43.8%，对应EPS0.31元、0.53元和0.76元，目前股价对应2012年动态PE为28倍，估值水平偏高，下调公司评级至“中性-A”。
- 风险提示。房地产/基建投资下滑超预期；行业产能利用率降低导致市场竞争加剧；设备利用率降低，客户还款能力下降，应收账款坏账风险上升。

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	12,425.6	14,892.6	17,268.8
Growth(%)	50.9%	16.3%	-30.5%	19.9%	16.0%
净利润	1,543.8	1,321.4	344.9	594.4	854.9
Growth(%)	78.3%	-14.4%	-73.9%	72.4%	43.8%
毛利率(%)	22.4%	19.0%	16.7%	17.1%	17.5%
净利润率(%)	10.0%	7.4%	2.8%	4.0%	5.0%
每股收益(元)	1.37	1.17	0.31	0.53	0.76
每股净资产(元)	7.50	8.28	8.59	9.07	9.75
市盈率	6.2	7.2	27.8	16.1	11.2

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级: 中性-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 8.51元

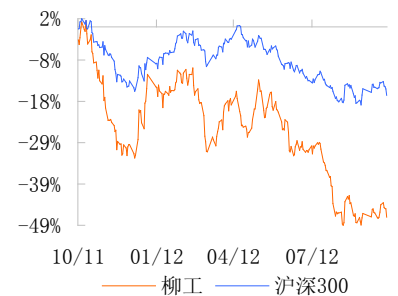
期限: 6个月 上次预测: 9.10元

现价(2012年10月26日): 8.51元

报告日期: 2012-10-29

总市值(百万元)	9,575.81
流通市值(百万元)	9,448.03
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	1,110.23
12个月最低/最高	8.10/16.81元
十大流通股东(%)	43.56%
股东户数	114,678

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.24	(19.77)	(30.19)
绝对收益	(1.73)	(24.08)	(47.21)

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

前期研究成果

柳工: 毛利率逐季改善, 经营风格稳健
2012-08-28

柳工: 一季度业绩大幅下降, 下调盈利预测
2012-04-16

柳工: 业绩不达预期, 盈利能力明显下降
2012-03-27

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-10-28
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	12,425.6	14,892.6	17,268.8	营业收入增长率	50.9%	16.3%	-30.5%	19.9%	16.0%
营业税金及附加	11,919.6	14,478.8	10,346.1	12,346.3	14,253.5	营业利润增长率	86.5%	-16.6%	-77.8%	89.1%	48.3%
销售费用	62.2	79.9	54.7	65.5	76.0	净利润增长率	78.3%	-14.4%	-73.9%	72.4%	43.8%
管理费用	845.1	763.8	658.6	759.5	844.6	EBITDA 增长率	74.4%	-7.3%	-58.7%	40.7%	30.6%
财务费用	673.1	835.8	726.9	841.4	931.1	EBIT 增长率	81.5%	-11.7%	-63.1%	48.2%	35.1%
资产减值损失	17.3	102.9	260.3	248.6	251.8	NOPLAT 增长率	73.3%	-8.8%	-60.3%	42.4%	32.7%
公允价值变动收益	66.3	93.5	69.5	28.3	8.4	投资资本增长率	9.7%	123.4%	-10.5%	-7.0%	0.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	106.1%	10.4%	3.8%	5.5%	7.5%
营业利润	30.1	-11.0	26.0	31.5	37.8	利润率					
营业外净收支	1,812.6	1,512.4	335.5	634.5	941.2	毛利率	22.4%	19.0%	16.7%	17.1%	17.5%
利润总额	44.7	67.1	71.4	67.1	67.7	营业利润率	11.8%	8.5%	2.7%	4.3%	5.5%
所得税	1,857.3	1,579.5	406.9	701.6	1,009.0	净利润率	10.0%	7.4%	2.8%	4.0%	5.0%
净利润	308.4	253.5	61.0	105.2	151.3	EBITDA/营业收入	12.9%	10.3%	6.1%	7.1%	8.1%
资产减值损失	1,543.8	1,321.4	344.9	594.4	854.9	EBIT/营业收入	11.9%	9.0%	4.8%	5.9%	6.9%
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	4,926.8	5,781.1	6,937.4	固定资产周转天数	36	40	65	58	54
应收账款	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	34	66	129	81	67
应收票据	1,549.3	2,428.7	2,716.1	3,075.7	3,340.0	流动资产周转天数	241	296	474	425	400
预付款项	309.8	521.1	442.6	530.4	615.1	应收帐款周转天数	28	37	70	66	64
存货	416.9	452.8	473.5	535.3	592.3	存货周转天数	74	92	132	94	82
其他流动资产	4,013.5	5,025.6	3,972.3	3,638.9	4,010.1	总资产周转天数	330	416	681	599	549
可供出售金融资产	2,488.7	4,102.8	4,500.0	4,600.0	4,700.0	投资资本周转天数	88	127	240	182	152
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%	3.6%	5.8%	7.8%
投资性房地产	156.4	267.5	460.0	460.0	460.0	ROA	8.3%	5.8%	1.4%	2.4%	3.1%
固定资产	2.8	2.7	-	-	-	ROIC	43.9%	36.6%	6.5%	10.3%	14.7%
在建工程	1,769.5	2,178.6	2,290.0	2,511.0	2,629.1	费用率					
无形资产	336.3	428.5	703.9	540.2	412.8	销售费用率	5.5%	4.3%	5.3%	5.1%	4.9%
其他非流动资产	549.6	730.4	805.6	763.8	724.2	管理费用率	4.4%	4.7%	5.9%	5.7%	5.4%
资产总额	2,080.3	3,443.5	2,962.9	2,900.5	2,922.9	财务费用率	0.1%	0.6%	2.1%	1.7%	1.5%
短期债务	18,594.9	22,751.3	24,256.4	25,339.2	27,345.7	三费/营业收入	10.0%	9.5%	13.2%	12.4%	11.7%
应付帐款	1,921.1	3,227.1	3,221.0	3,213.8	3,205.1	偿债能力					
应付票据	4,195.3	4,216.1	3,514.8	4,092.9	4,696.7	资产负债率	54.5%	58.9%	60.0%	59.6%	59.8%
其他流动负债	2,721.1	1,210.3	1,133.8	1,319.2	1,483.9	负债权益比	119.7%	143.5%	150.2%	147.6%	148.5%
长期借款	113.2	-70.7	304.0	353.9	388.0	流动比率	1.49	1.69	1.79	1.82	1.84
其他非流动负债	616.0	1,763.2	1,463.2	1,563.2	1,713.2	速动比率	1.05	1.15	1.36	1.44	1.46
负债总额	314.6	2,369.5	3,578.3	3,545.8	3,635.1	利息保障倍数	105.48	15.69	2.29	3.55	4.74
少数股东权益	10,129.9	13,408.8	14,561.3	15,107.2	16,341.7	分红指标					
股本	22.2	26.8	27.8	29.7	32.4	DPS(元)	0.17	0.33	0.03	0.05	0.08
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%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	7,696.0	8,231.7	8,542.0	9,077.0	9,846.4	股息收益率	2.0%	3.9%	0.4%	0.6%	0.9%
现金流量表	8,465.1	9,342.5	9,695.1	10,231.9	11,004.1	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	0.31	0.53	0.76
折旧和摊销	1,548.8	1,326.0	344.9	594.4	854.9	BVPS(元)	7.50	8.28	8.59	9.07	9.75
资产减值准备	149.0	219.5	160.8	181.6	197.1	PE(X)	6.2	7.2	27.8	16.1	11.2
公允价值变动损失	61.4	95.0	69.5	28.3	8.4	PB(X)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	3.8	7.4	3.2	12.0	8.3
投资收益	19.1	117.1	260.3	248.6	251.8	P/S	0.6	0.5	0.8	0.6	0.6
少数股东损益	-30.1	11.0	-26.0	-31.5	-37.8	EV/EBITDA	11.7	6.8	10.2	6.2	4.3
营运资金的变动	5.0	4.6	1.0	1.9	2.7	CAGR(%)	-27.3%	-13.5%	45.7%	33.9%	24.6%
经营活动产生现金流量	-2,314.0	-4,939.8	676.7	751.2	66.7	PEG	-0.2	-0.5	0.6	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	686.5	-2,019.8	1,487.2	1,774.5	1,343.8	ROIC/WACC	5.4	4.5	0.8	1.3	1.8
融资活动产生现金流量	-889.2	-1,041.1	-1,172.1	-269.6	-213.3	REP	1.1	0.3	1.2	0.7	0.4
融资产生现金流量	3,141.0	1,319.7	1,400.6	-651.9	22.3						

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

张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	cosskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@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