

业绩符合预期，PB 估值具有安全边际

■业绩基本符合预期。2012年公司实现营业收入126.3亿元，同比下降29.36%；实现归属母公司净利润2.78亿元，同比下降78.94%，对应的EPS为0.25元，业绩基本符合预期。年度分派预案：每10股派现金红利2.5元（含税）

■下游需求大幅萎缩，土石方机械业务收入下降37%。2012年，国内经济形势增速放缓，下游需求明显萎缩，公司各类整机销量超过4.2万台，比上年下降31%。其中，挖掘机、装载机销量分别同比下降28.8%、25.2%，降幅小于行业平均水平，市场占有率略有上升；汽车起重机销量同比下降55%，市场占有率下降1.3个百分点至2.8%。公司土石方机械业务收入下降37%，其他业务收入下降3.82%，由于销售规模远低于盈亏平衡，导致起重机业务收入下降50%，净利润亏损1.28亿元。

■融资租赁业务收入略有下降，净利润下降30.5%。2012年，公司对控股子公司中恒国际租赁公司增资3亿元，公司融资租赁业务收入达到5.53亿元，同比下降2.3%，净利润1.19亿元，同比下降30.5%。

■折旧及利息支出增加，毛利率下降2.39个百分点。公司主营业务毛利率为16.6%，同比下降2.39个百分点。其中，土石方机械业务毛利率16.5%，同比下降4.4个百分点，主要由于产品销售结构发生变化，小吨位挖掘机占比上升，以及折旧费用同比增长12.8%，规模效应降低。由于利息支出增加，融资租赁业务毛利率下降20.1个百分点至54.7%。

■管理费用控制良好，利息支出增加导致财务费用大幅增长88%。2012年，由于销售规模下降，公司销售费用同比下降8.79%；管理费用仅小幅增长0.94%，显示出良好的费用控制能力。年内公司新增发公司债13亿元，利息支出增长88%，导致财务费用率上升0.9个百分点至1.5%。

■经营风格稳健，加强回款管理导致现金流持续改善。2012年，公司经营活动产生的现金流净额5.77亿元，而去年经营现金净流出20.2亿元，现金流管理效果明显。同时，公司加大应收款回款管理，有效降低销售款风险，导致应收账款同比下降4.6%。存货控制比较好，下降了8%左右。

■上调评级至“增持-B”。工程机械行业经历2年的调整，2013年将触底弱复苏，我们预计公司2013-2015年收入增速为10.3%、10.5%、10.7%，净利润增速为51.8%、49.2%、36.2%，规模效应使净利润增速高于收入增长水平，公司经营稳健，PB估值具有安全边际，我们上调公司评级至“增持-B”。

■风险提示。基建、房地产投资增速大幅低于预期；海外市场需求弱于预期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,878.3	12,629.7	13,929.9	15,386.5	17,039.5
净利润	1,321.4	278.4	422.4	630.5	859.0
每股收益(元)	1.17	0.25	0.38	0.56	0.76
每股净资产(元)	8.28	8.26	8.57	9.05	9.74
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	7.1	33.6	22.2	14.8	10.9
市净率(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
净利润率	7.4%	2.2%	3.0%	4.1%	5.0%
净资产收益率	14.2%	3.0%	4.4%	6.2%	7.8%
股息收益率	3.6%	0.0%	0.7%	0.9%	0.9%
ROIC	76.6%	5.2%	6.7%	9.5%	12.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-B

调高评级

6个月目标价

9.40元

股价(2013-04-16)

8.32元

交易数据

总市值(百万元)	9,362.01
流通市值(百万元)	9,237.08
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	1,110.23
12个月价格区间	7.91/14.31元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.09	-12.32	-29.93
绝对收益	-7.25	-16.88	-34.38

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

张仲杰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020002
zhangzj@essence.com.cn
021-68767839

相关报告

柳工：产品销量大幅下降， 2012-10-29
净利率处历史低水平：柳工

2012年三季报点评

柳工：毛利率逐季改善，经 2012-08-28
营风格稳健：柳工2012半
年报点评

柳工：一季度业绩大幅下降， 2012-04-16
下调盈利预测：柳工

(000528) 一季度业绩预告
点评

财务报表预测和估值数据汇总(2013年04月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	17,878.3	12,629.7	13,929.9	15,386.5	17,039.5	成长性					
减:营业成本	14,478.8	10,531.4	11,585.7	12,674.0	13,956.7	营业收入增长率	16.3%	-29.4%	10.3%	10.5%	10.7%
营业税费	79.9	59.3	62.7	69.2	76.7	营业利润增长率	-16.6%	-87.0%	110.5%	57.2%	42.0%
销售费用	763.8	696.7	752.2	807.8	852.0	净利润增长率	-14.4%	-78.9%	51.8%	49.2%	36.2%
管理费用	835.8	843.7	905.4	961.7	1,047.9	EBITDA 增长率	-7.3%	-62.8%	26.5%	32.3%	24.0%
财务费用	102.9	193.5	134.4	145.2	122.5	EBIT 增长率	-11.7%	-75.8%	40.6%	45.1%	31.5%
资产减值损失	93.5	125.1	95.0	104.5	108.2	NOPLAT 增长率	-11.1%	-76.3%	44.9%	45.1%	31.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	250.2%	12.7%	2.1%	0.8%	5.8%
投资和汇兑收益	-11.0	17.0	20.1	27.6	49.5	净资产增长率	10.4%	-0.1%	3.8%	5.6%	7.6%
营业利润	1,512.4	197.0	414.7	651.7	925.1	利润率					
加:营业外净收支	67.1	141.1	83.7	92.0	87.8	毛利率	19.0%	16.6%	16.8%	17.6%	18.1%
利润总额	1,579.5	338.1	498.3	743.7	1,012.9	营业利润率	8.5%	1.6%	3.0%	4.2%	5.4%
减:所得税	253.5	59.3	74.8	111.5	151.9	净利率	7.4%	2.2%	3.0%	4.1%	5.0%
净利润	1,321.4	278.4	422.4	630.5	859.0	EBITDA/营业收入	10.3%	5.4%	6.2%	7.4%	8.3%
						EBIT/营业收入	9.0%	3.1%	3.9%	5.2%	6.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	40	68	70	65	58
						流动营业资本周转天数	22	84	78	75	78
						流动资产周转天数	296	431	390	377	372
						应收账款周转天数	40	68	60	56	57
						存货周转天数	91	138	129	128	129
						总资产周转天数	416	646	596	561	534
						投资资本周转天数	80	188	182	168	156
						投资回报率					
						ROE	14.2%	3.0%	4.4%	6.2%	7.8%
						ROA	5.8%	1.2%	1.8%	2.6%	3.3%
						ROIC	76.6%	5.2%	6.7%	9.5%	12.4%
						费用率					
						销售费用率	4.3%	5.5%	5.4%	5.3%	5.0%
						管理费用率	4.7%	6.7%	6.5%	6.3%	6.2%
						财务费用率	0.6%	1.5%	1.0%	0.9%	0.7%
						三费/营业收入	9.5%	13.7%	12.9%	12.4%	11.9%
						偿债能力					
						资产负债率	58.9%	58.7%	58.9%	58.2%	57.8%
						负债权益比	143.5%	142.1%	143.3%	139.0%	137.2%
						流动比率	1.69	1.76	1.70	1.69	1.69
						速动比率	1.15	1.20	1.11	1.12	1.10
						利息保障倍数	15.69	2.02	4.08	5.49	8.55
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	-	0.06	0.08	0.08
						分红比率	25.5%	0.0%	16.6%	14.1%	10.2%
						股息收益率	3.6%	0.0%	0.7%	0.9%	0.9%

资产负债表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	3,168.1	3,572.3	3,482.5	3,846.6	4,259.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,428.7	2,334.8	2,308.5	2,478.4	2,917.5
应收票据	521.1	452.4	402.2	546.1	684.5
预付帐款	452.8	89.5	232.4	356.3	496.6
存货	5,025.6	4,626.0	5,350.5	5,633.6	6,539.7
其他流动资产	4,102.8	3,498.1	3,800.4	3,800.4	3,699.7
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
长期股权投资	267.5	446.9	446.9	446.9	446.9
投资性房地产	2.7	-	-	-	-
固定资产	2,178.6	2,622.0	2,772.6	2,788.3	2,699.0
在建工程	428.5	825.7	615.4	459.2	335.5
无形资产	731.2	817.6	765.1	712.6	660.0
其他非流动资产	-	-	-	-	-
资产总额	22,751.3	22,583.9	23,548.8	24,437.6	26,080.1
短期债务	3,227.1	2,193.4	2,879.0	3,112.8	3,163.4
应付帐款	4,216.1	3,719.1	4,069.1	4,239.4	4,987.5
应付票据	1,210.3	809.6	1,185.7	1,349.1	1,597.3
其他流动负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,763.2	999.3	873.3	515.8	230.7
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	13,408.8	13,255.2	13,868.3	14,213.6	15,082.9
少数股东权益	26.8	33.4	34.6	36.3	38.3
股本	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2
留存收益	8,231.7	8,168.4	8,520.6	9,062.5	9,833.6
股东权益	9,342.5	9,328.7	9,680.5	10,224.0	10,997.2

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1,326.0	278.8	422.4	630.5	859.0
加:折旧和摊销	219.5	292.4	312.3	343.0	365.4
资产减值准备	95.0	125.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	117.1	284.5	134.4	145.2	122.5
投资损失	11.0	-17.0	-20.1	-27.6	-49.5
少数股东损益	4.6	0.5	1.2	1.7	2.0
营运资金的变动	-5,172.8	110.3	-331.8	-248.7	-651.4
经营活动产生现金流量	-2,019.8	577.5	518.4	844.1	648.0
投资活动产生现金流量	-1,041.1	-936.0	-482.2	-122.4	50.3
融资活动产生现金流量	1,319.7	804.1	-126.0	-357.5	-285.1

业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	1.17	0.25	0.38	0.56	0.76
BVPS(元)	8.28	8.26	8.57	9.05	9.74
PE(X)	7.1	33.6	22.2	14.8	10.9
PB(X)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
P/FCF	5.5	-167.6	26.2	20.9	25.3
P/S	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	5.5	13.1	8.0	5.6	4.3
CAGR(%)	-21.9%	45.6%	-35.1%	-21.9%	45.6%
PEG	-0.3	0.7	-0.6	-0.7	0.2
ROIC/WACC	7.0	0.5	0.6	0.9	1.1
REP	0.2	2.7	1.6	1.0	0.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

