



柳工 (000528)

公司评级：增持

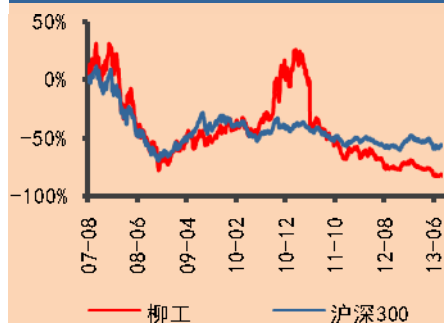
评级时间：2013-08-28

目标价格 (元)：7.65

当前价格 (元)：6.35

前次评级：首次评级

股价走势：



相关研究

联系人

华安证券研究所机械研究组

电话：021-60958361

Email: gyz802100@163.com

半年业绩喜忧参半，稳健经营志在长远

事件：

公司公布 2013 年半年度报告。报告期内公司实现营业收入 66.37 亿元，完成年度计划的 48%，比去年同期减少 10.23%；归属于上市公司股东的净利润 2.61 亿元，较去年同期减少 15.77%；EPS 为 0.23 元，同比减少 17.86%。

评论：

■ **一喜：国际化步伐取得新突破，成为公司中期业绩亮点，海外市场销售超出预期。**公司上半年海外市场实现销售收入 15.996 亿元，同比增长 35.57%；海外营收占比提升至 24.10%，比去年同期增长 3.98%；毛利率为 17.77%，比上年同期增长 3.75%。主要原因是公司加大了研发与销售投入，使得装载机、挖掘机等导入欧美高端成熟市场，D 系列 III 阶段小型挖掘机和 A 系列挖掘装载机全面进入海外市场；同时进入欧美市场的产品属于高端产品，具有较高的毛利率水平，使得海外市场销售的产品毛利率同比提高。随着欧美市场的逐渐企稳，对高性价比的工程机械需求将会增加，公司海外市场业务有望实现持续、稳定增长。

■ **二喜：产品毛利率提高至 20.45%，同比增长 3.95%，为自 2011 年 3 月以来的新高，上半年净利润虽然同比减少 15.77%，但第二季度实净利润 1.69 亿元，环比实现 3.05% 的涨幅，表明趋势正在转好。**得益于公司提高了海外高毛利率产品的输出和上半年钢材等原材料价格的降低，及其公司加强研发、制造工艺等流程过程中的成本管控（具体包括研发、工艺、采购、生产、财务等业务模块的成本控制，对成本费用实施动态监控，预警公司业务的生产成本和采购成本情况），使得公司的毛利率提高，二季度净利润同比实现正增长。

■ **一忧：期间费用率较大幅提升，降低公司利润。**上半年销售期间费用率为 13.69%，比去年同期增长 2.26%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.61%、6.0%、2.08%，同比分别增长 0.56%、0.79%、1.01%，主要原因为公司在拓展国外市场及在国内加强品牌宣传、产品促销使得销售、管理费用增加，财务费用增加的主要原因为汇兑损失增加所致。

■ **二忧：应收账款增加使公司经营风险增加。**由于公司加大国内信用销售比例及国际业务收款期限较长使得公司营收账款同比增长 41.42%，加大了公司的经营风险。

■ **稳健经营，志在长远。**公司加大计提坏账准备和加大存货的跌价准备力度，虽短期使净利润降低，但有利于公司长期发展。同时在职员工数增加，研发投入加大，公司志在稳健经营谋求发展。上半年公司计提资产减值准备 1.15 亿元，增加 0.77 亿元，同比增长 204.97%，主要是由于本期应受账款增加而相应减值增加，同时公司回购了二手机而做的跌价准备。公司员工人数为 13325 人，相比去年同期增长 1.64 倍。公司强化核心部件及高端产品的研发能力，上半年研发支出 2.44 亿元，同比增长 7.93%。

■ **风险因素。**（1）钢材等原材料价格上涨影响公司盈利能力；（2）房地产、铁路交通等基础设施建设恢复不及预期。

■ **盈利预测与估值。**我们预计公司 2013-2015 年实现营业收入分别为 122.51、132.31、148.85 亿元。同比增速为-3.0%、8.0%、12.50%，实现归属于母公司股东净利润 3.92、5.56、6.78 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 0.35、0.49、0.60 元，对应当前股价的 PE 为 18.23、12.85、10.54 倍，6 个月目标价 7.65 元。给予公司继续“增持”评级。

表 1: 资产负债表 (百万元)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	3566.35	4012.23	4608.41	3113.26	6377.63
应收和预付款项	3402.59	2876.61	1367.38	3208.89	1938.19
存货	5025.61	4626.05	4882.89	4978.98	5071.31
其他流动资产	4102.75	3498.13	3498.13	3498.13	3498.13
长期股权投资	267.55	446.92	446.92	446.92	446.92
投资性房地产	2.68	0.02	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2607.09	3447.71	2995.81	2543.90	2092.00
无形资产和开发支出	731.50	817.65	725.06	632.48	539.89
其他非流动资产	3229.60	3029.23	3023.90	3018.58	3018.58
资产总计	22935.73	22754.53	21548.51	21441.15	22982.65
短期借款	3227.11	2193.37	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5605.94	4719.79	5526.56	5163.06	6392.38
长期借款	3752.00	4282.67	4282.67	4282.67	4282.67
其他负债	1008.18	2230.01	2230.01	2230.01	2230.01
负债合计	13593.23	13425.84	12039.24	11675.74	12905.06
股本	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24
资本公积	3524.68	3520.61	3520.61	3520.61	3520.61
留存收益	4665.79	4649.42	4829.35	5084.58	5395.67
归属母公司股东权益	9315.72	9295.27	9475.20	9730.44	10041.52
少数股东权益	26.78	33.42	34.06	34.97	36.07
股东权益合计	9342.50	9328.69	9509.26	9765.41	10077.59
负债和股东权益合计	22935.73	22754.53	21548.51	21441.15	22982.65

表 3: 公司利润表 (百万元)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	17878.28	12629.7	12250.8	13230.8	14884.69
减: 营业成本	14478.81	10531.4	9984.38	10650.8	11959.85
营业税金及附加	79.90	59.30	57.52	62.12	69.88
营业费用	763.85	696.69	673.79	740.93	833.54
管理费用	835.85	843.69	790.18	860.00	960.06
财务费用	102.93	193.48	221.41	174.37	156.28
营业利润	1512.38	197.02	523.50	742.60	905.07
利润总额	1579.50	338.08	523.50	742.60	905.07
减: 所得税	253.46	59.27	130.87	185.65	226.27
净利润	1326.03	278.81	392.62	556.95	678.80
减: 少数股东损益	4.60	0.45	0.64	0.91	1.10
归属母公司股东净利润	1321.43	278.36	391.99	556.04	677.70

资料来源: wind、华安证券研究所

表 2: 主要财务比率

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率	19.01%	16.61%	18.50%	19.50%	19.65%
三费/销售收入	9.52%	13.73%	13.76%	13.42%	13.10%
EBIT/销售收入	9.08%	4.10%	5.97%	6.82%	7.02%
EBITDA/销售收入	10.31%	6.42%	10.46%	10.98%	10.68%
销售净利率	7.42%	2.21%	3.20%	4.21%	4.56%
ROE	14.18%	2.99%	4.14%	5.71%	6.75%
ROA	7.08%	2.28%	3.39%	4.21%	4.55%
ROIC	21.50%	2.38%	4.60%	7.27%	7.08%
销售收入增长率	16.35%	-29.36%	-3.00%	8.00%	12.50%
EBIT 增长率	-12.50%	-68.08%	41.17%	23.38%	15.80%
EBITDA 增长率	-8.06%	-56.01%	58.08%	13.34%	9.45%
净利润增长率	-14.38%	-78.97%	40.82%	41.85%	21.88%
总资产增长率	23.30%	-0.79%	-5.30%	-0.50%	7.19%
股东权益增长率	10.34%	-0.22%	1.94%	2.69%	3.20%
经营营运资本增长率	294.90%	-25.07%	-42.6%	83.16%	-46.98%
资产负债率	59.27%	59.00%	55.87%	54.45%	56.15%
投资资本/总资产	56.39%	52.38%	43.19%	51.62%	35.38%
带息债务/总负债	51.34%	48.24%	35.57%	36.68%	33.19%
流动比率	1.70	1.77	2.02	2.20	2.12
速动比率	0.74	0.81	0.84	0.94	1.04
股利支付率	28.38%	121.27%	54.10%	54.10%	54.10%
收益留存率	71.62%	-21.27%	45.90%	45.90%	45.90%
总资产周转率	0.78	0.56	0.57	0.62	0.65
固定资产周转率	8.21	4.82	4.09	5.20	7.12
应收账款周转率	6.42	4.83	16.18	4.59	12.28
存货周转率	2.88	2.28	2.04	2.14	2.36

表 4: 现金流量表 (百万元)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	-1960.5	590.92	3209.54	-1034.5	3770.90
投资性现金净流量	-1041.1	-935.95	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1319.68	804.11	-2613.35	-460.62	-506.53
现金流量净额	-1699.0	459.32	596.19	-1495.2	3264.37

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。