

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn

2009年3月20日

柳工(000528.SZ)/15.77元

四季度亏损，全年业绩低于预期

工业·机械

目标估值：16-18元

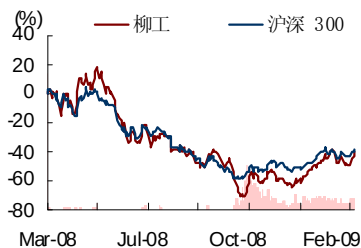
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2266
总股本(万股)	47432
已上市流通股(万股)	47431
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	75
每股净资产(MRQ)	5.7
ROE(TTM)	18.6
资产负债率	61.2%
主要股东	广西柳工集团司
主要股东持股比例	44.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	17	-40
相对表现	4	-6	-2



相关报告

- 1、柳工(000528)——挖掘机、配件及出口将成为增长引擎 20070402
- 2、柳工(000528)——稳健成长尽在掌握之中 20080220
- 3、柳工(000528)——期间费用增加导致净利润增长放缓 20080825
- 4、柳工(000528)——大幅下调转股价将影响股票估值 200811

柳工 2008 年实现收入 92.68 亿元，净利润 3.4 亿元，同比增长 21%和-40.6%；实现每股收益 0.72 元，低于预期，主要是因为四季度原材料价格大幅上涨和销量骤减，导致亏损，我们预计 2009 年盈利压力将大大缓解，环比业绩逐季改善。

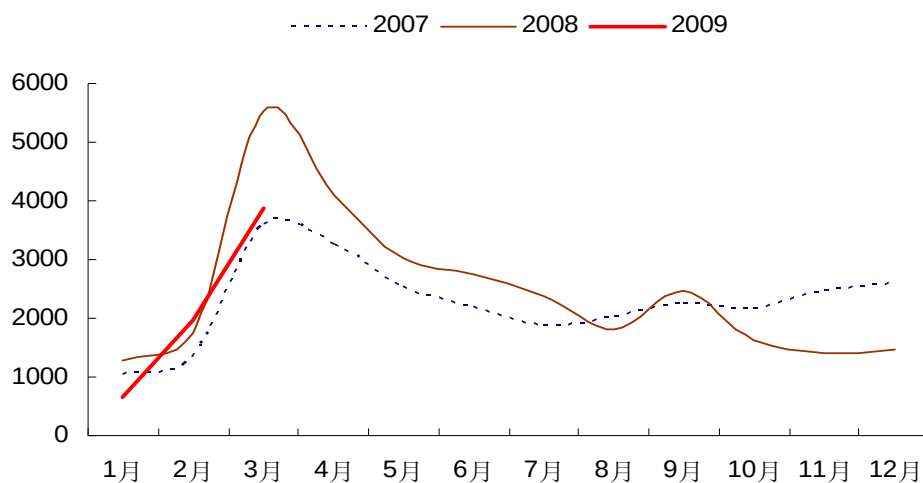
- **营业收入略低于预期。**柳工 2008 年实现主营业务收入 92.68 亿元，比上年增长 21.34%，低于公司年初计划 100 亿元经营目标的 7.32%，其中装载机销售收入 66.5 亿元，同比增长 18%，低于预期；挖掘机销售收入增长 22%，基本符合预测。营业收入略低于预期，主要是因为四季度销售收入出现跳水。
- **虽然提价但装载机毛利率仍大幅下降。**2008 年装载机销量 28923 台，同比增长 7%，均价从 20.65 提高到 22.43 万元/台，提高幅度为 7%，但是毛利率仍下降了 3.86 个百分点至 15%。今年 2 月份开始工程机械需求已出现回暖，加之成本的大幅回落，我们预测 2009 年装载机毛利率会有所提升。
- **挖掘机规模效应初显，毛利率上升两个百分点。**2008 年挖掘机销售达到 2579 台，销售收入同比增长 22%，毛利率达到 22.75%，销量增长比行业高出约 19 个百分点，符合我们对国产品牌挖掘机市场份额上升的预测。我们认为挖掘机在年销量超过 3000 台后，规模效应将体现，毛利率会有明显提升。
- **出口市场仍保持高增长。**尽管受到金融危机的冲击，2008 年出口整机近 4,300 台，同比增长 57%，出口占比 13%，与 2007 年相同。
- **资产周转率略有下降。**年末公司存货同比增长 42%，存货周转天数达到 96 天，只是略高于 2007 年，但低于上市以来的平均值，处于较合理水平。经过四季度停产消化库存，年末库存压力已有所缓解。
- **投资收益大幅增加。**2008 年公司实现投资收益 3729 万元，主要是由于参股子公司柳州采埃孚机械有限公司实现营业收入 3.7 亿元，净利润 8596 万元，同比增长 28%和 55%。
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**我们在二月份的《工程机械行业点评——扩张性财政政策下的局部复苏》曾上调了柳工评级，我们认为公司 2009 年盈利的增长主要来自于毛利率复苏，预计 2009、2010 年柳工 EPS 为 0.88、1 元（考虑转股摊薄），目前动态 PE 为 18 倍和 15 倍。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7593	9268	9448	10401	11233
同比增长	39%	22%	2%	10%	8%
营业利润(百万元)	418	382	509	598	696
同比增长	0%	-9%	33%	17%	16%
净利润(百万元)	566	340	423	495	575
同比增长	57%	-40%	24%	17%	16%
每股收益(元)	1.20	0.72	0.88	1.01	1.15
PE	13.2	21.9	18.0	15.6	13.7
PB	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0

资料来源：招商证券

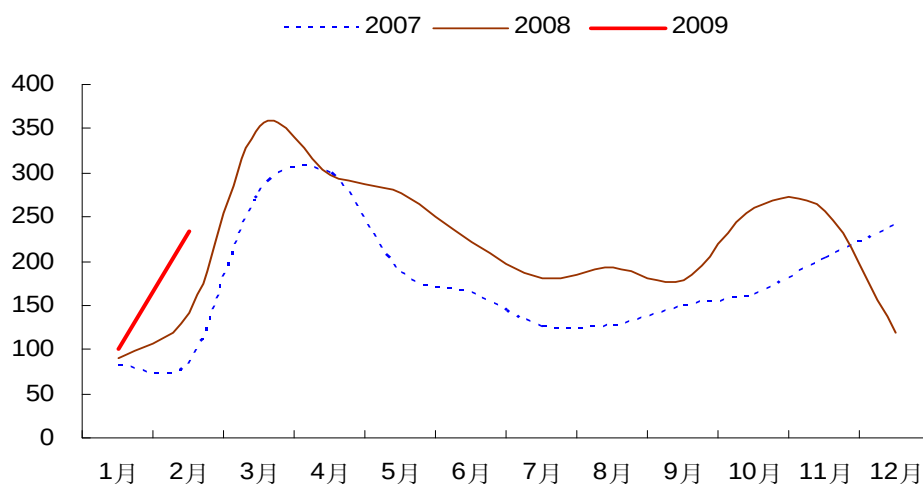
图1: 2007-2009年柳工装载机月度销量示意图



数据来源: 工程机械协会, 招商证券

注: 2009年3月份销量为预测值。

图2: 2007-2009年柳工挖掘机月度销量示意图



数据来源: 工程机械协会, 招商证券

表 1: 柳工各季度业绩回顾

(百万元)	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
营业收入	1524	2355	1664	2050	2458	3158	2018	1634
营业毛利	302	441	329	373	418	544	286	235
营业费用	93	117	110	135	128	171	131	168
管理费用	58	67	52	100	75	85	110	122
财务费用	2	3	3	15	12	21	40	34
投资收益	8	-2	5	-2	3	19	14	2
营业利润	130	251	156	126	170	270	25	-83
归属母公司净利润	106	219	130	111	139	228	22	-49
EPS(按最新股本)	0.22	0.46	0.27	0.24	0.30	0.48	0.05	-0.10
主要比率								
毛利率	19.8%	18.7%	19.8%	18.2%	17.0%	17.2%	14.2%	14.4%
营业费用率	6.1%	5.0%	6.6%	6.6%	5.2%	5.4%	6.5%	10.3%
管理费用率	3.8%	2.8%	3.1%	4.9%	3.0%	2.7%	5.4%	7.5%
营业利润率	8.5%	10.7%	9.4%	6.2%	6.9%	8.6%	1.2%	-5.1%
有效税率	21.3%	12.9%	16.8%	8.3%	18.2%	14.9%	17.6%	11.1%
净利率	6.9%	9.3%	7.8%	5.4%	5.7%	7.2%	1.1%	-3.0%
YoY								
收入	13.3%	52.5%	43.8%	44.7%	61.3%	34.1%	21.3%	-20.3%
归属母公司净利润	40.5%	72.6%	67.1%	37.0%	31.9%	4.0%	-83.1%	-144.0%

资料来源: WIND, 招商证券

表 2: 柳工收入及盈利假设

	2008	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		28923	6488	5515	15.00%	22.43	7.11%
挖掘机		2579	1170	904	22.75%	45.37	21.94%
其它工程机械及配件			1473	1248	15.29%		
合计			9131	7667	16.04%		
	2009E	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		27477	6045	5078	16.00%	22	-5%
挖掘机		3095	1486	1129	24.00%	48	20%
其它工程机械及配件			1768	1503	15.00%		20%
合计			9298	7709	17.09%		
	2010E	销量(台)	主营业务收入 (百万元)	主营业务成本 (百万元)	毛利率	均价(万元)	增长率
装载机		28851	6347	5332	16.00%	22	5%
挖掘机		3714	1783	1337	25.00%	48	20%
其它工程机械及配件			2121	1803	15.00%		20%
合计			10251	8472	17.36%		

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3366	4476	4824	5214	5438
现金	412	879	945	1040	1123
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	94	104	112
应收款项	322	234	310	341	368
其它应收款	24	38	47	52	56
存货	1793	2437	2549	2712	2739
其他	816	888	879	964	1039
非流动资产	1162	1797	2108	2330	2432
长期股权投资	65	109	100	100	100
固定资产	637	952	1126	1375	1503
无形资产	209	308	278	250	225
其他	251	427	604	605	604
资产总计	4528	6272	6932	7543	7870
流动负债	2057	2956	3361	3665	3619
短期借款	229	1293	1139	1280	1075
应付账款	974	542	1176	1291	1390
预收账款	61	76	78	86	93
其他	793	1045	967	1008	1061
长期负债	14	665	567	467	367
长期借款	0	34	57	57	57
其他	14	631	510	410	310
负债合计	2071	3621	3929	4132	3986
股本	472	472	483	491	500
资本公积金	502	574	574	574	574
留存收益	1463	1593	1932	2328	2788
少数股东权益	19	12	14	17	21
母公司所有者权益	2438	2640	2989	3394	3863
负债及权益合计	4528	6272	6932	7543	7870

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	329	(583)	921	590	818
净利润			423	495	575
折旧摊销			156	178	198
财务费用			89	89	72
投资收益			(40)	(44)	(48)
营运资金变动			256	(141)	12
其它			38	12	10
投资活动现金流	(287)	(554)	(487)	(400)	(300)
资本支出			(400)	(400)	(300)
其他投资			(87)	0	0
筹资活动现金流	(78)	1617	(368)	(95)	(435)
借款变动			(130)	141	(205)
普通股增加			10	9	9
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(85)	(99)	(115)
其他			(164)	(145)	(123)
现金净增加额	(35)	480	66	95	83

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7593	9268	9448	10401	11233
营业成本	6148	7785	7841	8604	9267
营业税金及附加	24	23	38	42	45
营业费用	455	598	614	676	730
管理费用	276	391	397	437	472
财务费用	23	108	89	89	72
资产减值损失	12	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	37	40	44	48
营业利润	418	382	509	598	696
营业外收入	10	39	20	20	20
营业外支出	8	9	10	10	10
利润总额	420	412	519	608	706
所得税	98	70	93	109	127
净利润	567	342	426	498	579
少数股东损益	1	2	3	3	3
母公司所有者净利润	566	340	423	495	575
EPS (元)	1.20	0.72	0.88	1.01	1.15

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	39%	22%	2%	10%	8%
营业利润	0%	-9%	33%	17%	16%
净利润	57%	-40%	24%	17%	16%
获利能力					
毛利率	19.0%	16.0%	17.0%	17.3%	17.5%
净利率	7.5%	3.7%	4.5%	4.8%	5.1%
ROE	23.2%	12.9%	14.2%	14.6%	14.9%
ROIC	12.6%	10.2%	11.7%	11.9%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	45.7%	57.7%	56.7%	54.8%	50.7%
净负债比率	5.1%	21.2%	17.3%	17.7%	14.4%
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
存货周转率	5.0	4.4	3.8	4.0	4.1
应收帐款周转率	26.0	33.3	34.7	32.0	31.7
应付帐款周转率	8.6	10.3	9.1	7.0	6.9
每股资料(元)					
每股收益	1.20	0.72	0.88	1.01	1.15
每股经营现金	0.70	-1.23	1.91	1.20	1.64
每股净资产	5.16	5.59	6.19	6.91	7.72
每股股利	0.45	0.10	0.18	0.20	0.23
估值比率					
PE	13.2	21.9	18.0	15.6	13.7
PB	3.1	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.2	12.5	9.7	8.4	7.6

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年上榜第二名，2008 年上榜第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。