



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2009 年 4 月 20 日

机械行业

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209070098

wuhm@cicc.com.cn

王斌

联系人

wangbin@cicc.com.cn

审慎推荐

柳工(000528.CH)

2010 年一季度业绩略好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,638	9,268	10,183	12,582	14,847
(+/-%)	40%	21%	10%	24%	18%
毛利	1,467	1,460	2,102	2,514	2,984
(+/-%)	57%	0%	44%	20%	19%
归属母公司股东净利润	573	340	866	1,038	1,252
(+/-%)	59%	-41%	155%	20%	21%
每股盈利 (元)	0.88	0.52	1.33	1.60	1.93
(+/-%)	59%	-41%	155%	20%	21%
市盈率 (倍)	23.0	38.7	15.2	12.7	10.5
每股经营现金 (元)	0.46	-0.90	2.37	0.41	1.39
股价/经营现金 (倍)	44.1	-22.6	8.5	49.3	14.5
市净率 (倍)	5.6	5.0	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA (倍)	11.3	11.3	7.7	6.3	5.4
净资产收益率 (%)	24.6%	12.9%	21.1%	20.9%	20.8%
股息收益率 (%)	1.6%	0.4%	1.5%	2.4%	2.9%

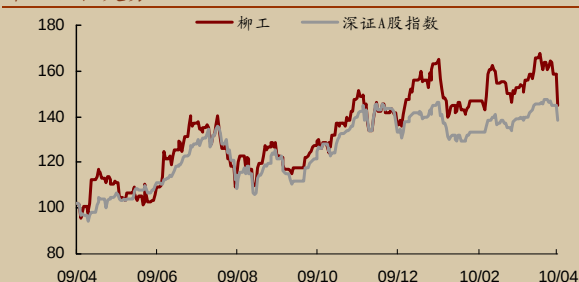
股票信息

	A股
当前股价	人民币 20.23
股票代码	000528.CH
日成交量 (百万股)	28.64
52周最高价/最低价	人民币 23.9/13.0
市值 (百万元)	13,153
发行股数 (百万股)	650
其中: 流通股 (百万股)	650
主要股东 (持股比例)	广西柳工集团有限公司 (38.69%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000528.CH	-8.67	-5.02	-12.04	-6.90
深证A股	-4.42	-0.49	-5.03	-2.17
机械行业指数	-5.15	+0.29	-2.38	+2.73

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 第一季度业绩略好于预期:

柳工 2010 年一季度实现营业收入 34.6 亿元, 同比增长 56.7%, 归属母公司净利润 3.89 亿元, 同比增长 157.0%, 对应每股收益 0.60 元。

正面:

- **各产品需求旺盛, 销售高增长:** 一季度, 公司核心产品装载机、挖掘机、起重机销量分别同比增长 48%、79% 和 46%, 充分体现年初至今基建及房地产投资高增长带来的旺盛需求;
- **毛利率继续回升:** 一季度公司毛利率达到 24.0%, 同比提升 4.2 个百分点, 环比提升 2.5 个百分点, 主要得益于: 1) 规模效应带来的改善; 2) 09 年底钢材库存成本较低; 3) 2010 年初公司装载机产品提价 3%-5%。

负面:

- **挖掘机市场份额仍略有下降:** 挖掘机行业一季度销量超过 46,000 台, 同比增长 94%, 公司同期销量同比增长 46%, 市场份额由 2009 年的 3.12% 进一步下降到 2.66%; 而国内主要竞争对手三一重工挖掘机市场份额则由 2009 年的 6.53% 进一步上升到 7.14%;

盈利预测

尽管一季度业绩超出我们的预期, 但考虑到下半年宏观调控带来的不确定性, 我们仍维持公司 2010、2011 年盈利预测不变, 分别为 10.4 和 12.5 亿元, 同比增长 20.0% 和 20.6%, 对应每股收益 1.60 和 1.93 元。

估值和投资建议

当前股价下, 公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 12.7 和 10.5 倍, 在工程机械板块中估值较低, 我们仍维持“审慎推荐”的投资评级。

投资风险

宏观调控带来下半年需求的不确定性 & 原材料价格上涨对公司毛利率可能带来的压力;

2010 年第一季度业绩超出预期

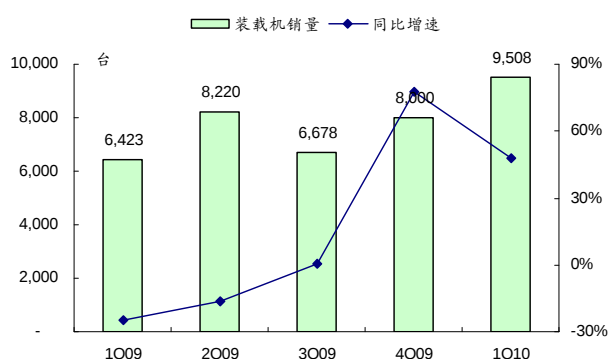
柳工 2010 年一季度实现营业收入 34.6 亿元，同比增长 56.7%，归属母公司净利润 3.89 亿元，同比增长 157.0%，对应每股收益 0.60 元。

公司收入稳步增长

2010 年一季度公司实现 34.6 亿元，同比增长 56.7%；

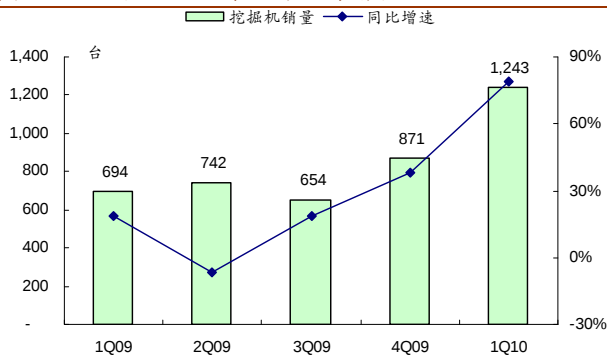
从各产品销量数据上看，一季度公司销售装载机 9,508 台，同比增长 48%；销售挖掘机 1,243 台，同比增长近 80%；销售起重机 425 台，同比增长 46%；

图表 1：公司一季度装载机销量稳步增长



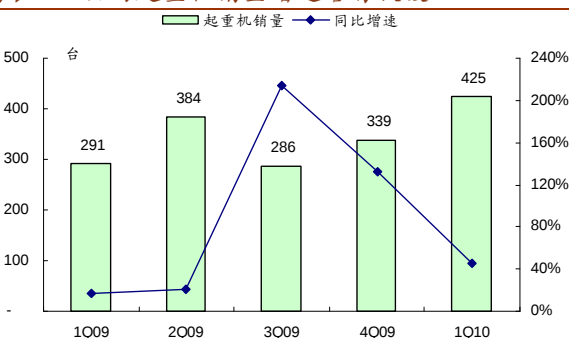
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：公司挖掘机销量实现高增长



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：公司起重机销量增速略有放缓



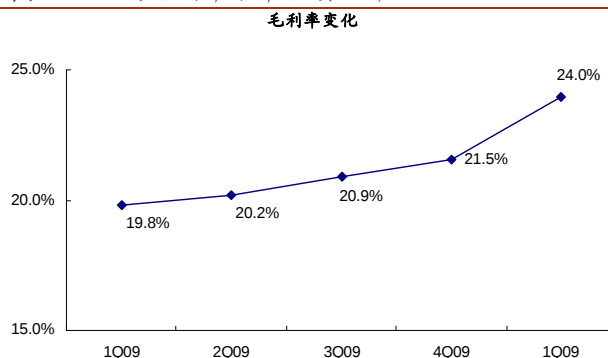
资料来源：公司资料，中金公司研究部

毛利率持续回升

第一季度公司毛利率达到 24.0%，同比大幅提升 4.2 个百分点，环比提高 2.5 个百分点，主要受益于去年钢材存货成本较低及 2010 年初公司部分装载机产品提价 3%-5%。

往前看，我们认为，公司毛利率趋势的变化仍将取决于规模效应带来改善及钢价成本上升所带来压力的平衡，出于保守考虑，我们预计仍维持 2010 年毛利率相比于 2009 年 20.6% 小幅下降至 20.0% 的假设；

图表 4：公司毛利率水平继续回升

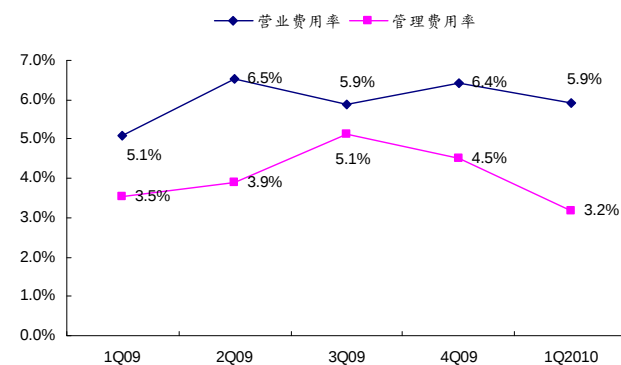


资料来源：公司资料，中金公司研究部

管理费用率略有下降

2010 年一季度公司营业费用率、管理费用率分别为 5.9% 和 3.2%，营业费用率上升 0.8 个百分点，管理费用率降低 0.3 个百分点，体现管理效率的提升；

图表 5：公司三项费用率



资料来源：公司资料，中金公司研究部

盈利预测

考虑到近期宏观调控可能带来的下半年需求的不确定性，我们仍维持 2010、2011 年盈利预测不变，分别为 10.4 和 12.5 亿元，同比增长 20.0% 和 20.6%，对应每股收益 1.60 和 1.93 元。

估值和投资建议

当前股价下，公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 12.7 和 10.5 倍，在工程机械板块中估值较低，我们仍维持“审慎推荐”的投资评级。

投资风险

宏观调控影响下半年需求；同时，原材料价格大幅上涨也可能会挤压公司毛利率。

图表 6：分季度财务数据及分析

(人民币百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q2010	业绩简评
营业收入	2,458	3,158	2,018	1,634	9,268	2,209	2,780	2,301	2,893	10,183	3,461	需求旺盛，销量高增长
(YoY growth)	61.3%	35.0%	16.6%	-20.0%	21.3%	-10.2%	-12.0%	14.0%	77.0%	9.9%	56.7%	
(QoQ growth)	20.3%	28.5%	-36.1%	-19.0%		35.2%	25.9%	-17.2%	25.7%		19.6%	
营业成本	-2,040	-2,614	-1,732	-1,399	-7,785	-1,764	-2,200	-1,809	-2,259	-8,032	-2,613	
毛利	411	538	282	229	1,460	437	561	481	623	2,102	830	
(YoY growth)	37.3%	18.9%	-20.5%	-36.2%	-0.4%	6.3%	4.4%	70.4%	171.6%	43.9%	90.0%	
(QoQ growth)	14.3%	30.7%	-47.6%	-18.6%		90.4%	28.4%	-14.4%	29.7%		33.2%	
销售费用	-128	-171	-131	-168	-598	-112	-181	-135	-186	-615	-205	
管理费用	-75	-85	-110	-122	-391	-78	-108	-118	-130	-435	-110	
财务费用	-12	-21	-40	-34	-108	-29	-9	2	0	-36	2	
营业利润	170	270	25	-83	382	180	261	185	347	972	467	
(YoY growth)	30.4%	4.5%	-83.9%	-167.0%	-43.0%	5.9%	-3.5%	634.1%	515.6%	154.6%	159.7%	
(QoQ growth)	36.4%	59.2%	-90.7%	-430.8%		n.a.	45.0%	-29.0%	87.3%		34.7%	
利润总额	171	267	25	-51	412	186	265	193	388	1,032	469	
归属于母公司所有者的净利润	139	228	22	-49	340	151	218	156	340	866	389	
(YoY growth)	31.8%	1.0%	-83.4%	-144.5%	-40.6%	8.6%	-4.3%	613.9%	794.4%	154.6%	157.0%	
(QoQ growth)	26.7%	63.3%	-90.4%	-324.4%		n.a.	44.0%	-28.5%	118.3%		14.3%	
摊薄每股收益	0.21	0.35	0.03	-0.08	0.52	0.23	0.34	0.24	0.52	1.33	0.60	
毛利率	16.7%	17.0%	14.0%	14.0%	15.8%	19.8%	20.2%	20.9%	21.5%	20.6%	24.0%	
销售费用率	5.2%	5.4%	6.5%	10.3%	6.5%	5.1%	6.5%	5.9%	6.4%	6.0%	5.9%	受益于09年钢材存货成本较低及2010年初公司装载机提价
管理费用率	3.0%	2.7%	5.4%	7.5%	4.2%	3.5%	3.9%	5.1%	4.5%	4.3%	3.2%	
财务费用率	0.5%	0.7%	2.0%	2.1%	1.2%	1.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.4%	-0.1%	
营业利润率	6.9%	8.6%	1.2%	-5.1%	4.1%	8.1%	9.4%	8.0%	12.0%	9.5%	13.5%	
净利率	5.7%	7.2%	1.1%	-3.0%	3.7%	6.9%	7.8%	6.8%	11.8%	8.5%	11.2%	
营业收入占全年比例	26.5%	34.1%	21.8%	17.6%	100.0%	21.7%	27.3%	22.6%	28.4%	100.0%	n.a.	规模效应带来管理效率的提升
归属于母公司所有者的净利润占全年比例	41.0%	67.0%	6.4%	-14.4%	100.0%	17.5%	25.2%	18.0%	39.3%	100.0%	n.a.	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	5,463	7,638	9,268	10,183	12,582	14,847
营业成本	-4,506	-6,147	-7,785	-8,032	-10,024	-11,811
营业税金及附加	-23	-25	-23	-48	-44	-52
主营业务利润	934	1,467	1,460	2,102	2,514	2,984
销售费用	-262	-466	-598	-615	-750	-873
管理费用	-226	-297	-391	-435	-528	-609
财务费用	-6	-27	-108	-36	-32	-58
资产减值损失	-21	-13	-19	-44	-20	-10
营业利润	419	670	382	972	1,194	1,449
营业外收入	9	14	39	63	40	30
营业外支出	-5	-9	-9	-3	-3	-3
利润总额	423	675	412	1,032	1,231	1,476
所得税费用	-61	-101	-70	-165	-191	-221
归属于母公司所有者净利润	361	573	340	866	1,038	1,252
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	290	329	-583	1,538	267	907
投资活动现金流净额	-164	-287	-554	-494	-814	-919
融资活动现金流净额	-96	-78	1,617	56	201	225
资产负债表 (百万元)						
货币资金	432	412	879	2,000	1,661	1,879
应收款项	599	944	1,060	1,920	2,202	2,598
存货	1,273	1,793	2,437	2,228	2,864	3,691
流动资产	2,401	3,366	4,476	6,881	7,607	9,226
固定资产	479	637	952	1,293	1,682	2,082
长期股权投资	51	65	109	120	144	173
资产总计	3,166	4,528	6,272	9,565	10,892	13,172
应付款项	1,098	1,718	1,654	3,822	3,827	4,513
流动负债	1,228	2,057	2,956	5,051	5,256	6,242
长期负债	13	14	674	406	648	897
总负债	1,241	2,071	3,620	5,457	5,904	7,139
归属于母公司所有者权益合计	1,908	2,438	2,652	4,097	4,975	6,018
负债和所有者权益总计	3,166	4,528	6,272	9,565	10,892	13,172
财务指标						
毛利率	17.1%	19.2%	15.8%	20.6%	20.0%	20.1%
净利润率	6.6%	7.5%	3.7%	8.5%	8.3%	8.4%
息税前利润率	8.2%	9.3%	5.4%	10.5%	10.0%	10.3%
净资产收益率	18.9%	23.5%	12.8%	21.1%	20.9%	20.8%
总资产收益率	11.4%	12.7%	5.4%	9.1%	9.5%	9.5%

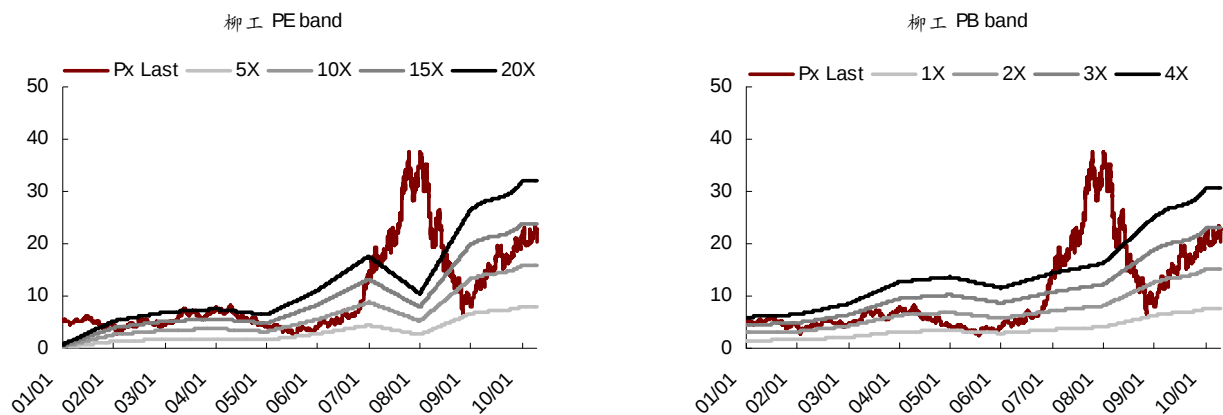
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8: 机械类上市公司估值表

公司名称	股票代码	Price 10-4-19	EPS			P/E ratio			P/B ratio		
			09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
工程机械											
三一重工	600031 CH Equity	30.51	1.40	2.20	2.70	21.7	13.9	11.3	5.0	4.0	3.1
中联重科	000157 CH Equity	21.70	1.35	1.68	2.10	16.1	12.9	10.3	6.0	4.4	3.2
厦工股份*	600815 CH Equity	8.68	0.19	0.38	0.54	44.8	22.9	16.0	3.2	2.9	2.6
山推股份*	000680 CH Equity	12.40	0.58	0.75	0.90	21.5	16.6	13.8	2.9	2.5	2.1
山河智能	002097 CH Equity	19.53	0.39	0.60	0.74	50.7	32.5	26.4	4.1	3.7	3.3
徐工机械*	000425 CH Equity	41.01	2.01	2.45	2.96	20.4	16.8	13.9	8.1	4.5	3.5
柳工	000528 CH Equity	20.23	1.33	1.60	1.93	15.2	12.7	10.5	3.2	2.6	2.2
安徽合力	600761 CH Equity	14.39	0.31	0.61	0.83	46.0	23.6	17.4	2.4	2.2	1.9
中国龙工*	3339 HK Equity	5.37	0.33	0.43	0.51	16.3	12.6	10.6	2.3	2.1	1.8
平均值						28.1	18.3	14.5	4.1	3.2	2.6
中值						21.5	16.6	13.8	3.2	2.9	2.6
船舶制造											
中国船舶	600150 CH Equity	66.46	3.77	4.17	4.19	17.6	15.9	15.9	3.2	2.6	2.3
中国重工	601989 CH Equity	6.70	0.22	0.27	0.32	30.0	25.2	21.3	2.2	2.1	1.9
广船国际	600685 CH Equity	22.97	1.04	1.06	1.07	22.1	21.6	21.5	3.6	3.1	2.7
广船国际-H	317 HK Equity	13.70	1.18	1.24	1.30	11.6	11.1	10.5	1.9	1.6	1.3
平均值						20.3	18.5	17.3	2.7	2.3	2.1
中值						19.8	18.8	18.6	2.7	2.4	2.1
其他											
中集集团	000039 CH Equity	12.91	0.36	0.42	0.74	35.8	31.1	17.4	2.4	2.2	2.2
中集集团-B	200039 CH Equity	9.85	0.41	0.48	0.90	24.1	20.4	10.9	1.6	1.5	1.3
振华重工	600320 CH Equity	8.30	0.19	0.36	0.51	43.4	22.8	16.3	2.3	2.2	2.0
振华重工-B	900947 CH Equity	0.69	0.03	0.05	0.08	24.7	12.6	8.7	1.3	1.2	1.1
中国南车	601766 CH Equity	5.22	0.15	0.21	0.29	34.6	24.9	18.0	3.6	3.2	2.8
中国南车-H	1766 HK Equity	5.62	0.17	0.24	0.35	32.8	23.0	15.9	3.4	3.0	2.5
中国北车	601299 CH Equity	5.32	0.16	0.24	0.37	33.9	22.4	14.3	2.1	2.0	1.8
平均值						32.8	22.4	14.5	2.4	2.2	2.0
中值						33.9	22.8	15.9	2.3	2.2	2.0

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部; 注: *表示盈利预测为市场一致预期

图表 9: 柳工 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。