



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月27日

机械

研究部

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

审慎推荐

柳工 (000528.SZ)

1Q11 市场需求旺盛, 业绩高增长

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,638	9,268	10,183	15,366	22,560	28,807
(+/-%)	40%	21%	10%	51%	47%	28%
毛利	1,467	1,460	2,102	3,384	4,964	6,364
(+/-%)	57%	0%	44%	61%	47%	28%
净利润	573	340	866	1,544	2,246	2,850
(+/-%)	59%	-41%	155%	78%	45%	27%
每股盈利 (元)	0.76	0.45	1.15	2.06	2.99	3.80
(+/-%)	59%	-41%	155%	78%	45%	27%
市盈率 (倍)	49.7	83.8	32.9	18.5	12.7	10.0
市净率 (倍)	12.2	10.8	7.0	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA (倍)	13.3	13.2	9.2	4.5	2.4	2.9
净资产收益率 (%)	24.6%	12.9%	21.1%	18.3%	22.3%	23.5%
股息收益率 (%)	1.2%	0.3%	1.3%	2.1%	3.8%	4.8%

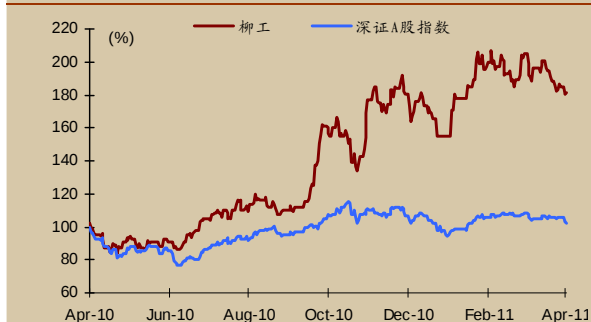
股票信息

当前股价	人民币 37.98
股票代码	000528.SZ
日成交量 (百万股)	10.40
52周最高价/最低价	人民币 44.23/17.58
市值 (百万元)	28,491
发行股数 (百万股)	750
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 (34.86%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000528.SZ	-0.50	-11.61	+16.47	+2.65
深证A指	-2.93	-5.84	+6.87	-4.58
机械行业指数	+0.72	-3.12	-1.58	-2.24

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

近来事件

4/01/2011 柳工 一季度产销两旺, 同比增长 100%
3/01/2011 柳工 业绩高增长, 预期再提升

1Q11 市场需求旺盛, 业绩高增长:

柳工一季度实现营业收入 59.4 亿元, 同比增长 71.5%, 归属母公司净利润 6.1 亿元, 同比增长 56.8%, 对应每股收 0.81 元; 与其业绩预告一致。

正面:

- 收入高增长, 核心产品市场份额进一步提升:** 受益于房地产和基建项目的拉动, 一季度公司产品销售仍维持高增长, 各类工程机械整机产销双超 2 万台, 同比增长 100%; 其中装载机和挖掘机一季度销量分别增长和 45.6% 和 120.8%, 高于行业平均增速 (43.7% 和 58.6%); 市场份额较 2010 年进一步提升 2.0、0.3 个百分点至 19.8% 和 3.7%, 装载机占有率高居行业首位, 挖掘机占有率位居内资品牌行业前三;
- 销售费用率同比显著下降:** 公司 2011 年一季度销售费用率同比下降 2.6 个百分点, 费用控制能力显著提升。

负面:

- 毛利率有所下降:** 受原材料价格上涨影响, 公司一季度毛利率同比下降 3.9 个百分点至 20.6%;
- 一季度现金净流出为 16.0 亿元:** 特别地, 经营活动现金净流出 13.9 亿元, 主要由购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加 139.0% 所致, 公司支付货款和租赁业务占用了大量现金; 同时应收账款大幅增加 142.7%。

盈利预测:

我们维持 2011、2012 年盈利预测不变, 分别为 22.5 和 28.5 亿元, 分别同比增长 45.5% 和 26.9%, 对应每股收益 2.99 和 3.80 元。

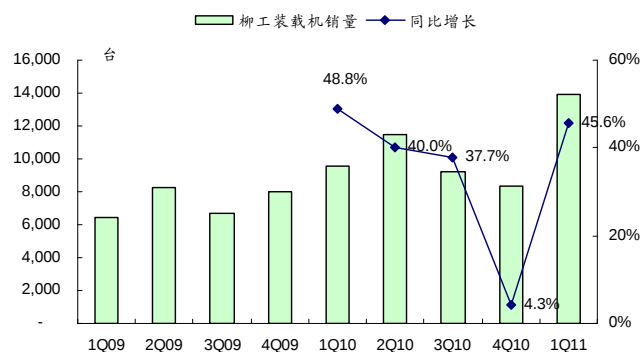
估值和投资建议:

当前股价下, 公司对应 2011、2012 年市盈率分别为 12.7 和 10.0 倍; 往前看, 我们认为, 公司将逐步进入产能扩张期, 装载机维持龙头地位的同时, 挖掘机、起重机等产品有望成为新的增长点; 我们看好公司的长期发展前景, 仍维持“审慎推荐”的投资评级。

投资风险来自于 2011 年宏观调控超出市场预期, 原材料价格大幅上升继续降低毛利率等。

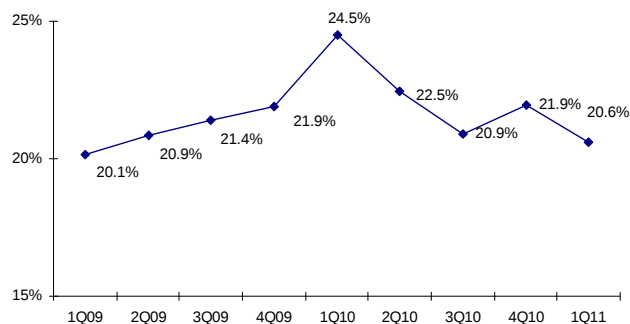
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：柳工装载机季度销量及增长情况



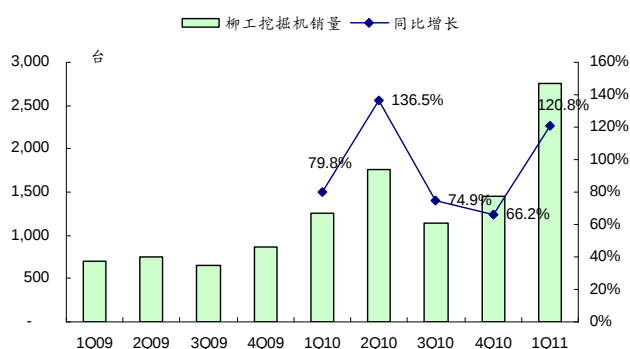
资料来源：工程机械工业协会，中国工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 4：毛利率同比、环比均有所下滑



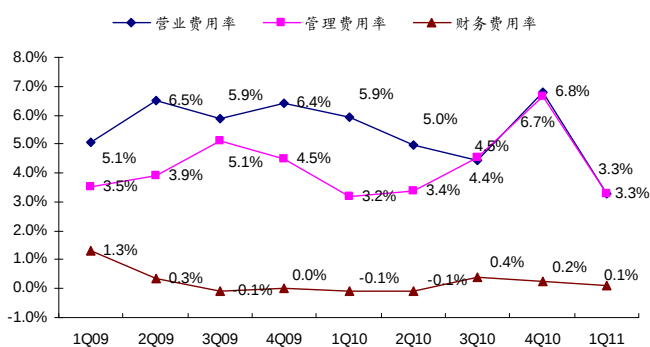
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：柳工挖掘机季度销量及增长情况



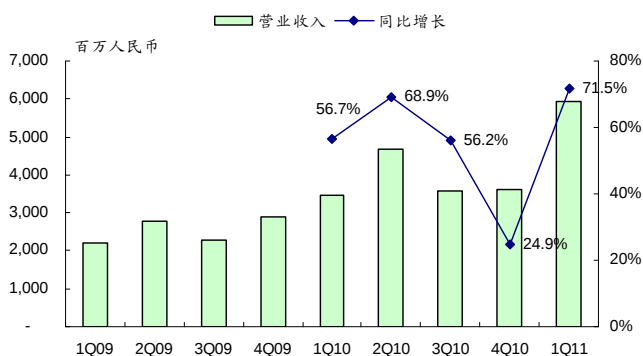
资料来源：工程机械工业协会，中国工程机械商贸网，中金公司研究部

图表 5：销售费用率同比大幅下降



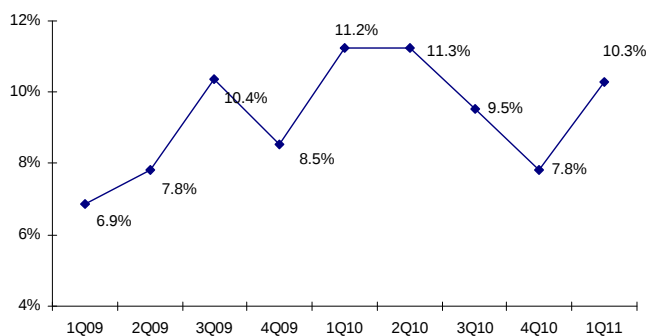
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：1Q11 营业收入依然保持较高增速



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6：公司净利率同比下滑 0.9 个百分点



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7：2010 年业绩分析

(人民币百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010	1Q11	业绩简评
营业收入	2,209	2,780	2,301	2,893	10,183	3,461	4,697	3,593	3,615	15,366	5,937	受益于房地产新开工及基建项目施工的延续效应，一季度收入仍然保持高增长
(YoY growth)	-10.2%	-12.0%	14.0%	77.0%	9.9%	56.7%	68.9%	56.2%	24.9%	50.9%	71.5%	
(QoQ growth)	35.2%	25.9%	-17.2%	25.7%		19.6%	35.7%	-23.5%	0.6%		64.2%	
营业成本	-1,764	-2,200	-1,809	-2,259	-8,032	-2,613	-3,643	-2,842	-2,822	-11,920	-4,713	
毛利	437	561	481	623	2,102	830	1,027	741	786	3,384	1,215	毛利率同比下降
(YoY growth)	6.3%	4.4%	70.4%	171.6%	43.9%	90.0%	83.0%	54.3%	26.1%	61.0%	46.4%	
(QoQ growth)	90.4%	28.4%	-14.4%	29.7%		33.2%	23.7%	-27.8%	6.0%		54.6%	
销售费用	-112	-181	-135	-186	-615	-205	-234	-159	-246	-845	-195	
管理费用	-78	-108	-118	-130	-435	-110	-160	-163	-241	-673	-195	
财务费用	-29	-9	2	0	-36	2	3	-14	-8	-17	-6	
营业利润	180	261	226	306	972	467	629	406	311	1,813	718	
(YoY growth)	5.9%	-3.5%	794.9%	467.0%	154.6%	159.7%	141.4%	79.9%	1.6%	86.5%	53.8%	
(QoQ growth)	n.a.	45.0%	-13.5%	35.6%		52.6%	34.8%	-35.5%	-23.4%		131.0%	
利润总额	186	265	234	348	1,032	469	638	415	335	1,857	729	
归属于母公司所有者的净利润	151	218	196	300	866	389	529	343	283	1,544	610	
(YoY growth)	8.6%	-4.3%	799.4%	711.7%	154.6%	157.0%	142.5%	74.5%	-5.6%	78.3%	56.8%	
(QoQ growth)	n.a.	44.0%	-28.5%	52.6%		29.7%	35.9%	-35.1%	-17.4%		115.4%	
摊薄每股收益	0.23	0.34	0.30	0.28	1.15	0.52	0.81	0.53	0.44	2.06	0.81	
毛利率	20.1%	20.9%	21.4%	21.9%	21.1%	24.5%	22.5%	20.9%	21.9%	22.4%	20.6%	
销售费用率	5.1%	6.5%	5.9%	6.4%	6.0%	5.9%	5.0%	4.4%	6.8%	5.5%	3.3%	销售费用率大幅下降
管理费用率	3.5%	3.9%	5.1%	4.5%	4.3%	3.2%	3.4%	4.5%	6.7%	4.4%	3.3%	
财务费用率	1.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.4%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%	
营业利润率	8.1%	9.4%	9.8%	10.6%	9.5%	13.5%	13.4%	11.3%	8.6%	11.8%	12.1%	
净利率	6.9%	7.8%	8.5%	10.4%	8.5%	11.2%	11.3%	9.5%	7.8%	10.0%	10.3%	
营业收入占全年比例	21.7%	27.3%	22.6%	28.4%	100.0%	22.5%	30.6%	23.4%	23.5%	100.0%	n.a.	
归属于母公司净利润占全年比例	17.5%	25.2%	22.7%	34.6%	100.0%	25.2%	34.2%	22.2%	18.3%	100.0%	n.a.	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8：历史和预测财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,638	9,268	10,183	15,366	22,560	28,807
主营业务利润	1,467	1,460	2,102	3,384	4,964	6,364
销售费用	466	598	615	845	1,263	1,584
管理费用	297	391	435	673	1,015	1,296
财务费用	27	108	36	17	16	100
资产减值损失	13	19	44	66	60	50
投资收益	8	37	0	30	6	4
营业利润	670	382	972	1,813	2,616	3,337
营业外收入	14	39	63	52	26	10
营业外支出	9	9	3	7	8	5
利润总额	675	412	1,032	1,857	2,634	3,342
所得税费用	101	70	165	308	382	485
归属于母公司所有者净利润	573	340	866	1,544	2,246	2,850
少数股东权益	-1	-2	-1	-1	-1	-1
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	298	-583	1,538	687	2,743	3,325
投资活动现金流净额	-279	-577	-494	-889	-3,723	-1,848
融资活动现金流净额	-64	1,617	56	3,141	-775	-840
资产负债表 (百万元)						
货币资金	388	879	2,000	4,922	3,172	3,816
应收票据	319	234	620	310	1,128	1,440
应收账款	578	788	1,012	1,403	2,051	2,619
其他应收款	24	38	71	146	226	288
预付账款	182	99	217	417	677	864
存货	1,715	2,437	2,228	4,013	5,835	7,442
一年内到期的非流动资产	0	0	734	2,489	2,986	3,584
流动资产	3,206	4,476	6,881	13,700	16,075	20,054
固定资产	637	952	1,293	1,770	4,258	4,999
在建工程	199	312	196	336	709	677
长期应收款	0	19	551	1,914	2,297	2,756
无形资产	183	308	400	550	592	626
投资性房地产	0	3	3	3	3	3
商誉	1	21	21	20	16	13
长期待摊费用	0	1	6	3	5	6
递延所得税资产	42	70	93	143	171	205
非流动资产合计	1,075	1,797	2,684	4,895	8,239	9,511
资产总计	4,281	6,272	9,565	18,595	24,313	29,565
短期借款	194	1,293	1,229	1,921	2,021	2,021
应付票据	450	630	1,414	2,721	4,376	5,582
应付账款	914	542	1,567	2,786	4,376	5,582
预收账款	56	76	72	130	214	274
应付职工薪酬	27	9	11	11	12	14
应交税费	4	36	88	-28	100	100
其他应付款	267	355	671	1,410	2,101	2,679
其他流动负债	0	6	0	0	5	5
流动负债合计	1,916	2,946	5,051	9,199	13,215	16,267
长期借款	0	34	199	616	616	671
应付债券	0	621	0	0	0	0
专项应付款	11	4	3	4	4	5
递延所得税负债	2	6	7	11	13	15
其他非流动负债	0	9	198	300	360	433
非流动负债合计	14	674	406	931	994	1,124
负债合计	1,930	3,621	5,457	10,130	14,209	17,391
股本	472	472	650	750	750	750
储备和未分配利润	1,859	2,171	3,449	7,696	9,329	11,391
外币报表折算差额	1	-3	-2	-3	-3	-3
归属于母公司股东所有者权益合计	2,333	2,640	4,097	8,443	10,076	12,138
少数股东权益	19	12	11	22	28	35
所有者权益合计	2,352	2,652	4,108	8,465	10,104	12,174
负债和权益	4,281	6,272	9,565	18,595	24,313	29,565
财务指标						
毛利率	19.2%	15.8%	20.6%	22.0%	22.0%	22.1%
净利率	7.5%	3.7%	8.5%	10.0%	10.0%	9.9%
息税前利润率	9.2%	5.6%	10.5%	12.2%	11.7%	11.9%
净资产收益率	24.6%	12.9%	21.1%	18.3%	22.3%	23.5%
总资产收益率	13.4%	5.4%	9.1%	8.3%	9.2%	9.6%

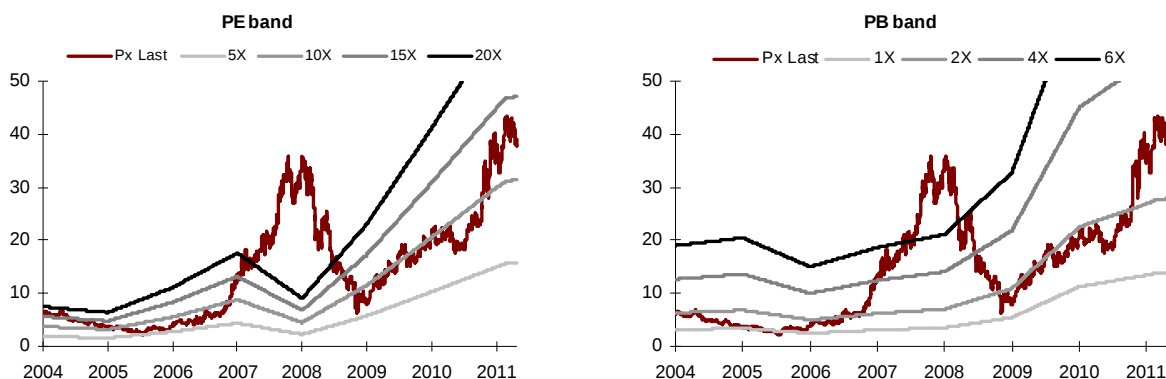
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值	每股收益			市盈率			市净率		
			2011-4-26	(百万美元)	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械													
三一重工	600031.SH	RMB	18.1	21,009	0.35	0.74	1.06	51.9	24.4	17.1	15.4	12.1	7.0
中联重科-A	000157.SZ	RMB	15.3	14,422	0.41	0.79	1.09	37.1	19.5	14.1	12.2	3.3	2.8
中联重科-H	1157.HK	HKD	21.9	14,422	0.47	0.94	1.34	46.6	23.3	16.3	15.3	4.0	3.2
徐工机械*	000425.SZ	RMB	25.7	8,134	0.84	1.42	1.86	30.5	18.1	13.8	6.1	2.2	1.7
柳工	000528.SZ	RMB	38.0	4,365	1.15	2.06	2.99	32.9	18.5	12.7	7.0	5.4	2.9
龙工*	3339.HK	HKD	6.0	3,293	0.21	0.49	0.53	28.2	12.3	11.3	5.9	4.3	3.2
山推股份*	000680.SZ	RMB	20.4	2,374	0.56	1.12	1.56	36.7	18.1	13.1	4.8	3.8	2.9
厦工股份*	600815.SH	RMB	15.3	1,832	0.14	0.79	1.11	112.7	19.5	13.8	6.2	3.8	3.0
山河智能	002097.SZ	RMB	15.2	977	0.25	0.48	0.68	60.4	31.4	22.4	4.9	4.1	3.5
安徽合力	600761.SH	RMB	17.0	932	0.31	1.01	1.33	54.5	16.8	12.9	2.8	2.5	2.1
平均值								49.4	20.6	14.9	8.7	5.2	3.6
中值								41.9	19.0	13.8	6.2	3.9	3.0
煤炭机械													
天地科技*	600582.SH	RMB	22.5	3,487	0.70	0.84	1.01	32.1	26.7	22.3	6.1	6.0	4.7
郑煤机	601717.SH	RMB	38.1	4,086	0.90	1.26	1.71	42.3	30.2	22.2	17.8	5.3	4.4
三一国际	631.HK	HKD	14.8	3,940	0.27	0.38	0.55	55.0	38.4	26.9	6.4	5.4	4.6
国际煤机	1683.HK	HKD	8.5	1,420	0.20	0.32	0.49	42.5	26.5	17.4	14.5	3.3	2.8
山东矿机*	002526.SZ	RMB	25.2	1,029	0.28	0.51	0.77	90.2	49.4	32.5	14.5	4.1	3.7
林州重机*	002535.SZ	RMB	33.7	1,056	0.28	0.67	0.99	120.4	50.0	34.2	18.4	9.7	8.1
ERA*	8043.HK	HKD	0.9	629	0.02	0.02	0.06	36.9	35.8	13.7	22.0	3.7	2.9
尤洛卡*	300099.SZ	RMB	36.6	579	0.47	0.60	0.96	78.4	60.7	37.9	28.8	5.2	4.6
平均值								62.2	39.7	25.9	16.1	5.3	4.5
中值								48.7	37.1	24.6	16.2	5.3	4.5
铁路设备													
中国南车	601766.SH	RMB	7.2	13,161	0.14	0.21	0.32	50.9	33.8	22.3	4.9	4.4	3.9
中国南车-H	1766.HK	HKD	8.9	13,161	0.16	0.25	0.40	54.9	34.8	22.2	5.3	4.6	3.8
中国北车	601299.SH	RMB	7.2	9,167	0.16	0.23	0.35	45.5	30.9	20.4	2.8	2.7	2.4
南车时代*	3898.HK	HKD	32.0	4,457	0.56	0.92	1.44	57.4	34.6	22.2	8.1	6.8	5.5
赛晶电子*	580.HK	HKD	1.8	315	0.03	0.06	0.11	55.4	28.9	16.3	9.3	3.3	2.7
平均值								52.8	32.6	20.7	6.1	4.4	3.7
中值								54.9	33.8	22.2	5.3	4.4	3.8
整体平均值								46.6	30.1	20.8	8.2	4.2	3.4
整体中值								42.5	27.1	22.1	6.1	3.8	3.1

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部; *公司我们没有覆盖, 使用市场一致预期

图表 10: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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