

审慎推荐-A (下调)

柳工 000528.SZ

目标估值: 暂无

当前股价: 37.98 元

2011 年 4 月 27 日

把握节奏 逢低介入

基础数据

上证综指	2939
总股本(万股)	75016
已上市流通股(万股)	65015
总市值(亿元)	285
流通市值(亿元)	247
每股净资产(MRQ)	12.0
ROE(TTM)	19.6
资产负债率	56.5%
主要股东	广西柳工集团
主要股东持股比例	33.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	13	80
相对表现	-9	19	78



相关报告

- 1、柳工(000528)——经营稳健 估值偏低 2009.8
- 2、柳工(000528)——装载机销售和盈利好于行业 2009.10
- 3、柳工(000528)——未来三年加大资本支出发展新产品 2010.3
- 4、柳工(000528)——战略布局产品与区域 扩大融资租赁业务 2011.3.1

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

今日柳工公布一季度业绩,营业收入 59.37 亿元,同比增长 71.5%,归属上市公司的净利润 6 亿元,同比增长 57%,每股收益 0.81 元。略低预期,事出有因。

- 根据行业协会的数据,柳工一季度装载机同比增长 40%,挖掘机同比增长 1.1 倍,汽车起重机同比增长 30%。由于一季度工程机械并未有降价的事实,因此我们判断一季度收入的增长与行业销量增长基本相符。
- 回顾前期公告:第一季度柳工产销两旺,再创历史新高。一季度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、挖掘机、叉车于 2011 年 3 月单月产销量均创历史新高;公司 2011 年 3 月单月出口工程机械整机首次超过 800 台。
- 公司净利润增速低于收入增长主要有三方面原因:一季度毛利率 20.6%较去年同期下降 4 个百分点,低于预期,虽然销售放量,规模效应体现,但是由于装载机对原材料价格上涨较敏感,因此毛利率出现回落;一季度由于公司销量增长信用销售政策有所放宽,应收帐款激增至 34.6 亿元,同比增长 2.5 倍,因而计提的资产减值损失达到 1.15 亿元,同比增长 1 倍;一季度管理费用大增 77%,主要是人工费用和技术研发费用增长。由于出口市场回暖。
- 柳工参股的采埃孚公司盈利大幅增长,证明出口复苏强劲。公司的投资收益主要来自于柳工采埃孚,达到 1400 万元,同比增长近 3 倍。
- 虽然销售强劲,但经营活动现金流为负,主要是因为采购量及租赁业务大幅增长,但是高成长中的公司短期现金流变差不足以说明收益质量下降。柳工今年欲做大融资租赁,销售占比从 30%提高到 40%左右。我们认为目前中国工程机械行业所处阶段,信用销售增加带来的风险可控。
- 把握公司节奏,回调是很好的买入时间。今年工程机械的表现仍好于年初的预测,维持原业绩预测 2011、2012 年 2.7、3.4 元,目前动态 PE 为 14 倍和 11 倍。柳工战略清晰,产品结构和区域布局已基本完成,如果未来能成功实施股权激励将会提高管理效率,目前估值偏低,维持推荐评级。
- 风险提示:原材料价格持续上涨,挖掘机零部件进口出现暂时性短缺。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	10183	15366	22826	27391	30130
同比增长	10%	51%	49%	20%	10%
营业利润(百万元)	972	1813	2413	3040	3362
同比增长	155%	86%	33%	26%	11%
净利润(百万元)	866	1544	2051	2574	2843
同比增长	155%	78%	33%	26%	10%
每股收益(元)	1.33	2.06	2.73	3.43	3.79
PE	28.5	18.4	13.9	11.0	10.0
PB	6.0	3.4	2.8	2.3	1.9

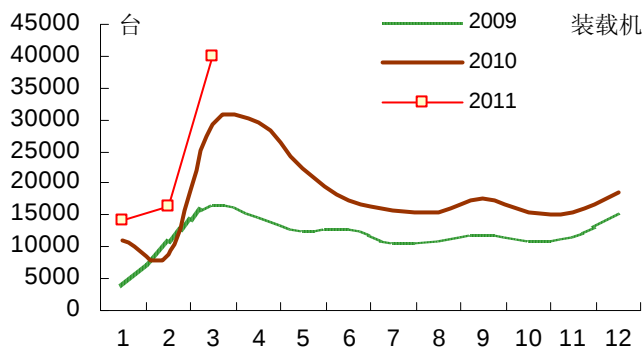
资料来源:招商证券

图1: 挖掘机行业销量示意图



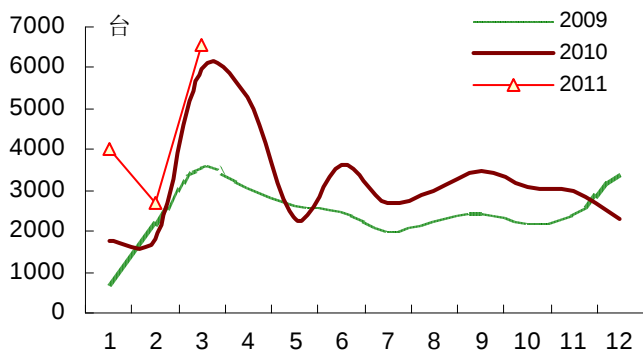
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图2: 装载机行业销量示意图



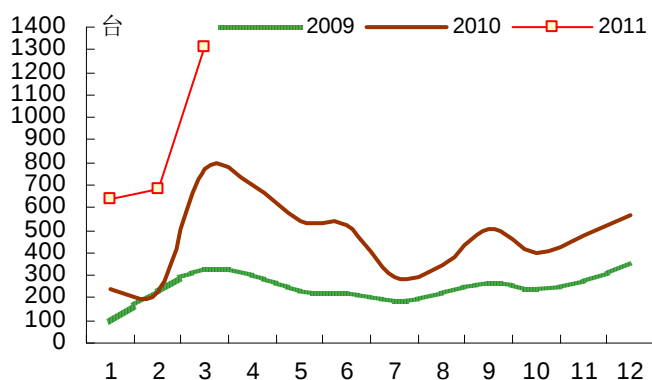
资料来源: 机械工业协会, 招商证券研发中心

图3: 柳工装载机销量示意图



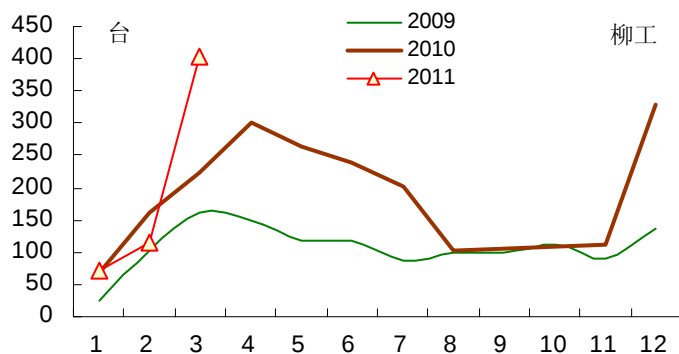
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图4: 柳工挖掘机销量示意图



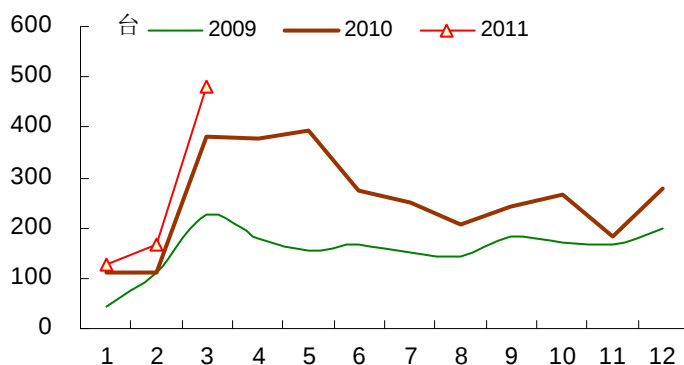
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图5: 柳工汽车起重机销量示意图



资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

图6: 柳工压路机销量示意图



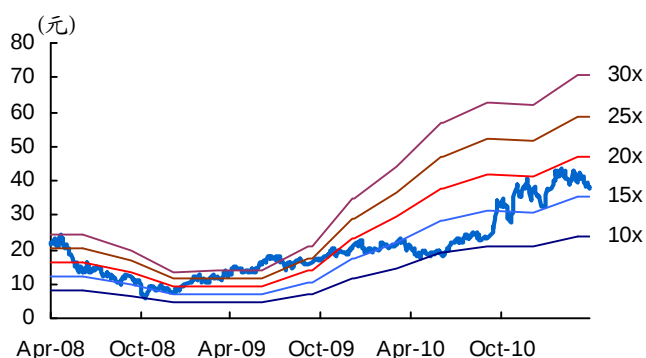
资料来源: 工程机械协会, 招商证券研发中心

表 1: 各季度业绩回顾

	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
一、营业总收入	2018	1634	2209	2780	2301	2893	3461	4697	3593	3615	5937
二、营业总成本	2007	1719	2030	2521	2071	2589	2998	4079	3197	3310	5233
其中：营业成本	1732	1399	1764	2200	1809	2259	2613	3643	2842	2822	4713
营业费用	4	6	7	19	12	10	17	27	11	7	9
管理费用	131	168	112	181	135	186	205	234	159	246	195
财务费用	110	122	78	108	118	130	110	160	163	241	195
资产减值损失	40	34	29	9	-2	0	-2	-3	14	8	6
三、其他经营收益	-10	-10	39	3	-1	3	54	18	9	-14	115
投资收益	14	2	1	1	-45	2	4	11	10	6	14
四、营业利润	25	-83	180	261	185	306	467	629	406	311	718
五、利润总额	25	-51	186	265	193	348	469	638	415	335	729
减：所得税	4	-6	34	46	36	49	79	108	70	51	117
六、净利润	21	-45	152	219	157	299	390	530	345	284	612
七、归属母公司所有者净利润	22	-49	151	218	156	300	389	529	343	283	610
EPS	0.03	-0.07	0.20	0.29	0.21	0.40	0.52	0.70	0.46	0.38	0.81
收入增长率	21.3%	-20.3%	-10.2%	-12.0%	14.0%	77.0%	56.7%	68.9%	56.2%	24.9%	71.5%
净利润增长率	-83.1%	-144.0%	8.6%	-4.3%	614.0%	-711.9%	157.0%	142.5%	119.9%	-5.6%	56.8%
毛利率	14.2%	14.4%	20.1%	20.9%	21.4%	21.9%	24.5%	22.5%	20.9%	21.9%	20.6%
营业利润率	1.2%	-5.1%	8.1%	9.4%	8.0%	10.6%	13.5%	13.4%	11.3%	8.6%	12.1%
净利率	1.1%	-3.0%	6.9%	7.8%	6.8%	10.4%	11.2%	11.3%	9.5%	7.8%	10.3%
营业费率	6.5%	10.3%	5.1%	6.5%	5.9%	6.4%	5.9%	5.0%	4.4%	6.8%	3.3%
管理费费率	5.4%	7.5%	3.5%	3.9%	5.1%	4.5%	3.2%	3.4%	4.5%	6.7%	3.3%
实际税率	17.6%	11.1%	18.3%	17.5%	18.7%	14.0%	16.9%	16.9%	17.0%	15.2%	16.0%

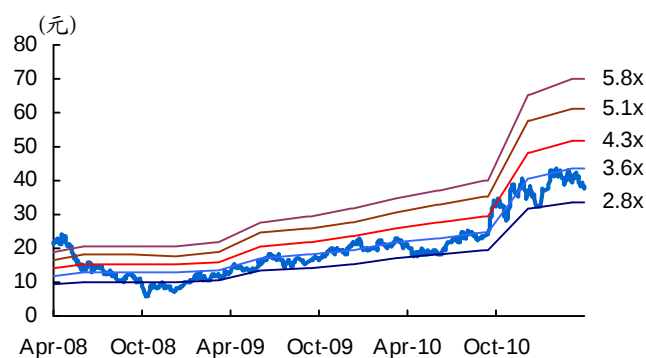
资料来源：wind，招商证券研发中心；注：EPS 为最新股本摊薄计算；

图 7: 柳工历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8: 柳工历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6881	13700	13984	17173	20287
现金	2000	4922	5145	6572	8626
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	228	274	301
应收款项	620	310	1096	1315	1446
其它应收款	71	146	114	137	151
存货	2228	4013	5359	6427	7069
其他	1963	4309	2042	2449	2694
非流动资产	2684	4895	3033	2912	2751
长期股权投资	120	156	156	156	156
固定资产	1293	1770	1854	1833	1766
无形资产	400	550	495	445	401
其他	870	2420	528	477	428
资产总计	9565	18595	17016	20085	23038
流动负债	5064	9199	6172	7040	7562
短期借款	1229	1921	1500	1500	1500
应付账款	1567	2786	2720	3262	3588
预收账款	72	130	181	217	239
其他	2196	4362	1771	2060	2234
长期负债	393	931	626	626	626
长期借款	199	616	616	616	616
其他	195	315	10	10	10
负债合计	5457	10130	6798	7666	8188
股本	650	750	750	750	750
资本公积金	1037	3935	3935	3935	3935
留存收益	2410	3757	5500	7688	10105
少数股东权益	11	22	32	45	60
母公司所有者权益	4097	8443	10186	12374	14791
负债及权益合计	9565	18595	17016	20085	23038

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1538	687	8	1963	2563
净利润	866	1544	2051	2574	2843
折旧摊销	0	0	273	271	261
财务费用	0	0	59	50	33
投资收益	0	0	(40)	(50)	(50)
营运资金变动	0	0	(2637)	(966)	(581)
其它	673	(857)	303	84	57
投资活动现金流	(494)	(889)	1498	(150)	(100)
资本支出	0	0	(300)	(150)	(100)
其他投资	(494)	(889)	1798	0	0
筹资活动现金流	56	3141	(1282)	(386)	(409)
借款变动	0	0	(662)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(308)	(386)	(426)
其他	56	3141	(312)	(0)	17
现金净增加额	1100	2938	224	1427	2054

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10183	15366	22826	27391	30130
营业成本	8032	11920	18134	21748	23923
营业税金及附加	48	62	114	137	151
营业费用	615	845	1187	1370	1506
管理费用	435	673	959	1096	1205
财务费用	36	17	59	50	33
资产减值损失	44	66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	30	40	50	50
营业利润	972	1813	2413	3040	3362
营业外收入	63	52	50	50	50
营业外支出	3	7	10	10	10
利润总额	1032	1857	2453	3080	3402
所得税	165	308	393	493	544
净利润	867	1549	2061	2587	2857
少数股东损益	2	5	10	13	14
母公司所有者净利润	866	1544	2051	2574	2843
EPS (元)	1.33	2.06	2.73	3.43	3.79

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	10%	51%	49%	20%	10%
营业利润	155%	86%	33%	26%	11%
净利润	155%	78%	33%	26%	10%
获利能力					
毛利率	21.1%	22.4%	20.6%	20.6%	20.6%
净利率	8.5%	10.0%	9.0%	9.4%	9.4%
ROE	21.1%	18.3%	20.1%	20.8%	19.2%
ROIC	15.3%	13.6%	16.8%	17.9%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	57.1%	54.5%	40.0%	38.2%	35.5%
净负债比率	14.9%	14.9%	12.4%	10.5%	9.2%
流动比率	1.4	1.5	2.3	2.4	2.7
速动比率	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7
营运能力					
资产周转率	1.1	0.8	1.3	1.4	1.3
存货周转率	4.4	4.9	4.9	4.6	4.5
应收帐款周转率	23.8	33.1	32.5	22.7	21.8
应付帐款周转率	7.6	5.5	6.6	7.3	7.0
每股资料(元)					
每股收益	1.33	2.06	2.73	3.43	3.79
每股经营现金	2.37	0.92	0.01	2.62	3.42
每股净资产	6.30	11.25	13.58	16.50	19.72
每股股利	0.30	0.50	0.41	0.51	0.57
估值比率					
PE	28.5	18.4	13.9	11.0	10.0
PB	6.0	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	30.9	17.7	12.6	10.3	9.5

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

投资评级定义

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。