

公司研究/年报点评

2017年03月30日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.3
合理价格区间(元): 12.2~13.8

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

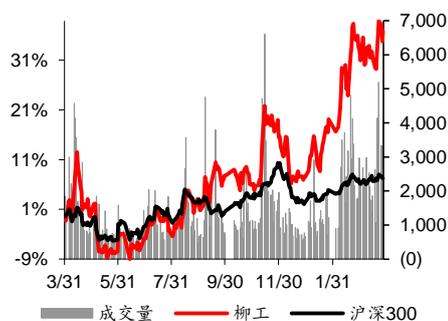
王宗超 执业证书编号: S0570516100002
研究员 010-63211166
wangzongchao@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

相关研究

- 1 《柳工(000528,买入): 充分受益行业复苏, 全面迈向国际化》2017.03
- 2 《柳工(000528): 专注工程机械, 配合一带一路战略, 全面国际化》2015.04
- 3 《柳工(000528): 业绩符合预期, 短期经营仍有压力》2012.10

股价走势图



资料来源: Wind

2016 年业绩符合预期, 2017 年目标偏保守

柳工(000528)

2016 年业绩符合预期

2016 年营业收入 70 亿元, 同比增长 5%; 营业利润亏损 7500 万, 较 2015 年亏损有所减少; 归母净利润 4900 万元, 同比增长 131%。第四季度公司收入 19.78 亿元, 同比增长 23.13%, 净利润 4297 万元。

毛利率维持高位, 费用控制得当

2016 年综合毛利率 24.87%/-0.66 个百分点。三费合计减少 8400 万, (营业费用率 10.3%/-0.61 个百分点, 管理费用率 9.7%/-0.57 个百分点, 汇兑损失减少使得财务费用率 1.46%/-1.2 个百分点)。资产减值损失 2 亿/+8600 万。投资收益亏损 3700 万, 扩大 1800 万, 其中对联营企业的投资收益亏损扩大 1000 万。营业外收入 2.13 亿/+2500 万, 主要为处置天津和上海工厂的土地补偿款增加。

2016 年公司挖掘机业务收入增长超过 30%

2016 年公司主要产品装载机、挖掘机、路面机械、起重机市场份额有所提升, 尤其是 6 吨以上大型装载机、30 吨以上大型挖掘机。母公司收入 37 亿 (装载机为主, 路面机械占少部分), 同比增长 9.08%, 净利润 1 亿, 是 15 年的 5 倍。挖掘机公司收入 13.6 亿元/+31.3%, 净利润 3724 万/-16.4%。起重机子公司收入 1.5 亿/+18.1%, 亏损 7500 万, 15 年亏损 6124 万元。分市场, 国内收入增长 9.4%, 海外下降 3.8%。国际销售下滑的区域包括中东、亚太和北美, 而印度, 欧洲、拉美、俄罗斯有不同程度的增长。

会计处理谨慎, 应收和存货计提充分

应收账款 26 亿, 较 2015 年减少约 5 亿。其中一年以内的应收 17 亿, 1~2 年的应收 3 亿。2 年以内的应收占比接近 90%。计提坏账准备 2.47 亿, 坏账准备计提比例 10.65%。存货 28.7 亿, 较 2015 年增加 2 亿。其中库存商品 17 亿, 在产品 7.3 亿, 原材料 5.2 亿, 存货跌价准备 1.5 亿。

融资租赁和银行按揭规模较小, 风险可控

公司与银行、经销商、外部融资机构合作开展承兑、融资租赁、按揭业务授信额度合计为 15.6 亿元, 截止到 2016 年底, 公司负有回购、担保义务的两项业务余额合计为 5 亿元, 其中, 公司为承租人应付的融资租赁权益购买义务余额 3.9 亿元。该业务项下无逾期报告内尚未发生回购事项。现金流充足, 2016 年公司销售商品和劳务获得的现金为 135 亿, 在手现金 47 亿, 较 2015 年均实现了一定幅度的增长。

维持盈利预测和买入评级

2017 年一季度工程机械行业销售火爆, 挖机销量已经达到去年全年销量的 60%。我们认为公司 2017 年收入目标相对保守, 我们预计 2017-2019 年营业收入 86、103 和 120 亿元, 净利润 3.3、7.1、10.7 亿元, EPS 为 0.3、0.63 和 0.95 元, PE 为 30、14 和 9 倍, 当前最新 PB 为 1.2 倍。公司正处于盈利拐点, 参考行业平均 PB 水平, 我们认为公司 2017 年合理 PB 为 1.5~1.7 倍, 对应合理股价为 12.2-13.8 元。

风险提示: 基建和房地产投资增速低于预期, 行业竞争状况恶化。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,125
流通 A 股 (百万股)	1,125
52 周内股价区间 (元)	6.29-9.44
总市值 (百万元)	10,465
总资产 (百万元)	20,584
每股净资产 (元)	7.86

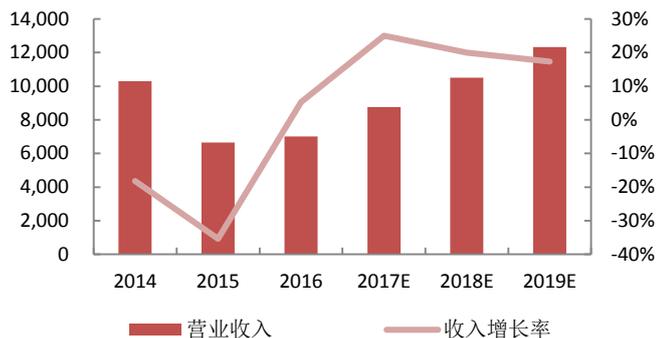
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,656	7,005	8,757	10,508	12,329
+/-%	(35.34)	5.25	25.00	20.00	17.33
净利润 (百万元)	21.31	49.26	332.90	710.89	1,061
+/-%	(89.26)	131.13	575.80	113.55	49.24
EPS (元, 最新摊薄)	0.02	0.04	0.30	0.63	0.94
PE (倍)	490.48	212.21	31.40	14.70	9.85

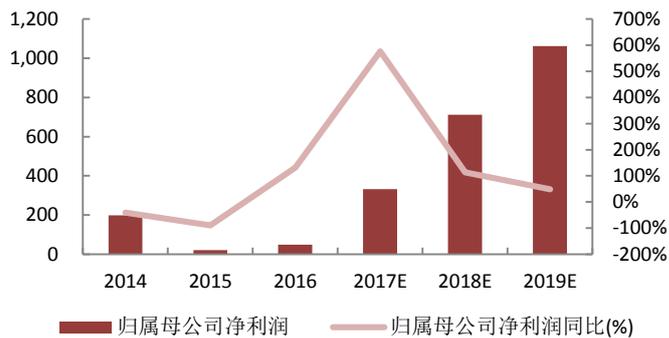
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 收入及增速



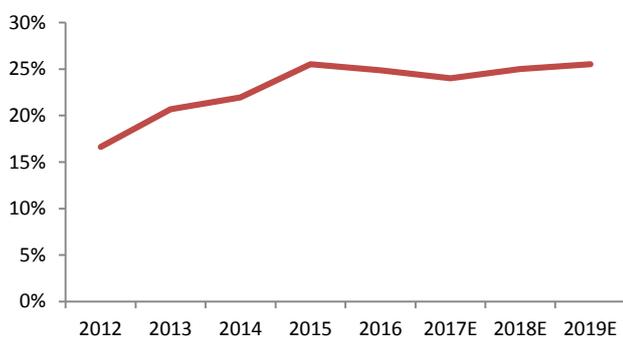
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 毛利率水平



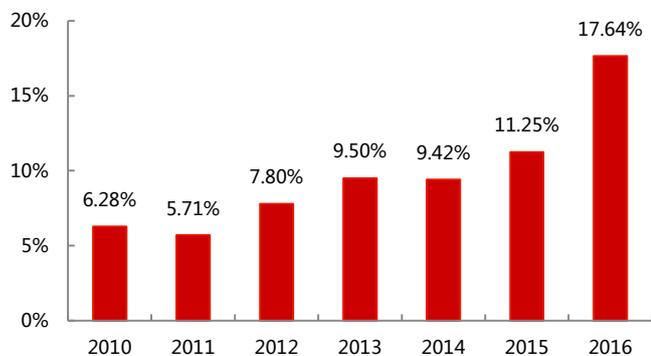
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 费用率水平



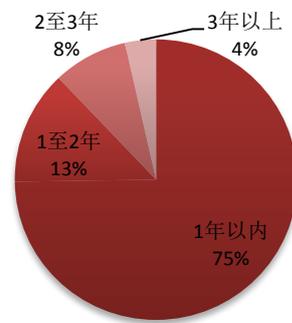
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 柳工历年年末应收账款的坏账准备计提比例



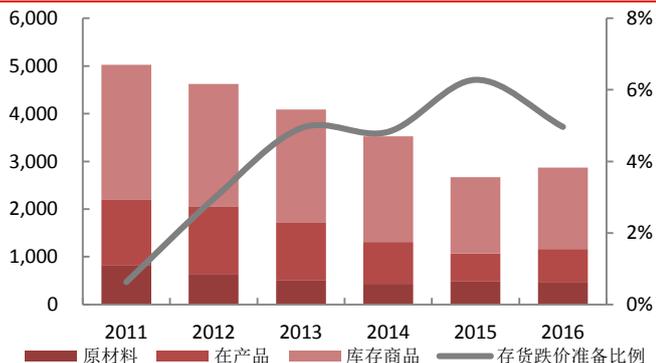
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 柳工应收账款账龄组合的账龄结构 (截至2016年报)



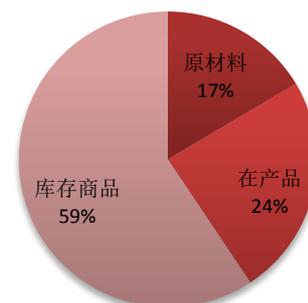
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 柳工历年年末存货及跌价准备比例 (百万元)



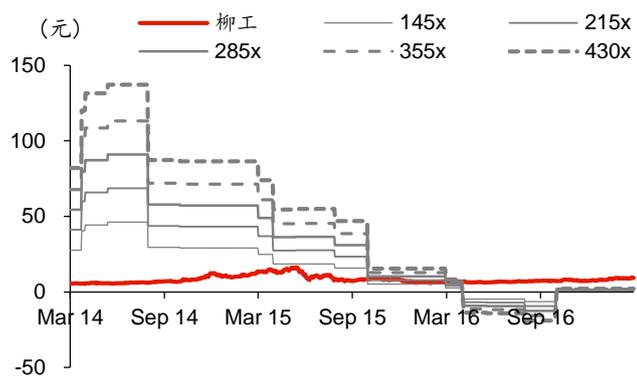
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 柳工存货结构 (截至2016年报)



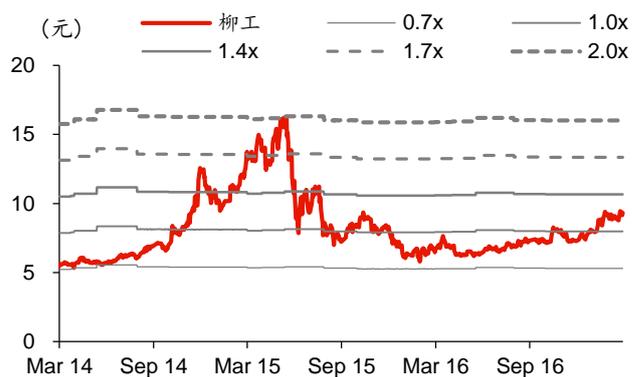
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 柳工历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 柳工历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,741	13,260	12,472	14,461	15,718
现金	4,269	4,714	4,500	4,725	4,318
应收账款	3,151	2,619	3,274	4,171	4,965
其他应收账款	320.20	281.31	363.17	446.25	514.75
预付账款	69.79	103.34	118.34	145.01	167.11
存货	2,670	2,870	3,137	3,848	4,614
其他流动资产	3,261	2,672	1,079	1,126	1,139
非流动资产	6,644	7,325	6,845	6,682	6,407
长期投资	359.66	436.09	436.09	436.09	436.09
固定投资	2,428	2,467	2,333	2,140	1,918
无形资产	650.21	681.69	685.45	689.32	693.16
其他非流动资产	3,206	3,740	3,390	3,416	3,359
资产总计	20,384	20,584	19,316	21,143	22,125
流动负债	7,464	9,119	9,986	11,025	11,302
短期借款	2,804	3,437	3,437	3,878	5,201
应付账款	990.16	1,533	1,735	2,135	2,457
其他流动负债	3,670	4,149	4,814	5,012	3,644
非流动负债	4,014	2,618	3,523	3,364	3,290
长期借款	568.83	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	3,445	1,618	2,523	2,364	2,290
负债合计	11,478	11,737	13,509	14,389	14,592
少数股东权益	2.68	0.99	(4.86)	(11.92)	(22.15)
股本	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
资本公积	3,521	3,521	3,521	3,521	3,521
留存公积	4,384	4,327	4,533	5,120	5,968
归属母公司股	8,904	8,846	9,179	9,766	10,614
负债和股东权益	20,384	20,584	22,683	24,144	25,184

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	145.39	1,378	395.08	(127.44)	523.38
净利润	20.77	47.57	327.04	703.83	1,051
折旧摊销	261.11	230.51	267.91	275.02	278.67
财务费用	177.62	102.15	165.99	170.25	231.92
投资损失	19.19	37.61	0.00	(30.00)	(60.00)
营运资金变动	(540.70)	596.13	(593.35)	(1,294)	(1,024)
其他经营现金	207.41	364.21	227.49	47.59	46.49
投资活动现金	(228.20)	(4.66)	1,898	(5.10)	24.90
资本支出	203.48	87.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.30	333.34	(0.15)	0.00	0.00
其他投资现金	(9.42)	416.12	1,898	(5.10)	24.90
筹资活动现金	411.84	(960.77)	859.98	(8.85)	(896.28)
短期借款	1,791	633.20	0.00	441.23	1,323
长期借款	(197.18)	431.17	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,182)	(2,025)	859.98	(450.07)	(2,219)
现金净增加额	347.63	427.80	3,153	(141.39)	(348.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,656	7,005	8,757	10,508	12,329
营业成本	4,957	5,263	6,655	7,881	9,185
营业税金及附加	86.37	70.40	88.00	105.60	123.89
营业费用	728.92	724.30	756.00	808.92	857.46
管理费用	685.82	682.03	735.83	772.62	811.25
财务费用	177.62	102.15	165.99	170.25	231.92
资产减值损失	115.32	201.31	95.00	86.00	70.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(19.19)	(37.61)	0.00	30.00	60.00
营业利润	(114.20)	(75.64)	260.80	713.64	1,109
营业外收入	189.04	213.82	168.00	186.78	185.03
营业外支出	23.53	20.14	20.00	20.63	20.34
利润总额	51.31	118.04	408.80	879.79	1,274
所得税	30.54	70.47	81.76	175.96	223.35
净利润	20.77	47.57	327.04	703.83	1,051
少数股东损益	(0.55)	(1.69)	(5.85)	(7.06)	(10.23)
归属母公司净利润	21.31	49.26	332.90	710.89	1,061
EBITDA	324.53	257.02	694.70	1,159	1,620
EPS (元)	0.02	0.04	0.30	0.63	0.94

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(35.34)	5.25	25.00	20.00	17.33
营业利润	(174.82)	33.76	444.78	173.63	55.45
归属母公司净利润	(89.26)	131.13	575.80	113.55	49.24
获利能力 (%)					
毛利率	25.53	24.87	24.00	25.00	25.50
净利率	0.32	0.70	3.80	6.77	8.61
ROE	0.24	0.56	3.63	7.28	10.00
ROIC	0.28	0.12	3.74	6.99	10.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.31	57.02	59.55	59.60	57.94
净负债比率 (%)	36.04	51.12	45.47	45.76	42.50
流动比率	1.84	1.45	1.25	1.31	1.39
速动比率	1.46	1.14	0.91	0.94	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.44	0.52	0.57
应收账款周转率	1.80	2.27	2.97	2.82	2.70
应付账款周转率	3.79	4.17	4.07	4.07	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.04	0.30	0.63	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.22	0.35	(0.11)	0.47
每股净资产(最新摊薄)	7.91	7.86	8.16	8.68	9.43
估值比率					
PE (倍)	490.48	212.21	31.40	14.70	9.85
PB (倍)	1.17	1.18	1.14	1.07	0.98
EV_EBITDA (倍)	38.52	48.64	17.99	10.79	7.72

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com