

公司研究/季报点评

2017年05月02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): 8.34
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

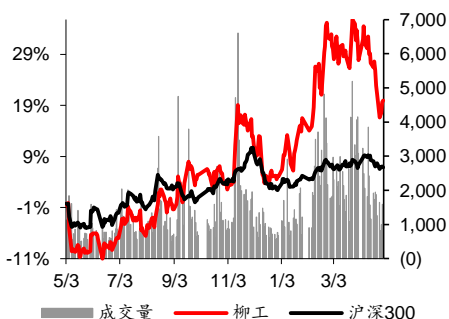
章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

金榜 021-28972092
联系人 jinbang@htsc.com

相关研究

- 1 《柳工(000528,买入): 2016 年业绩符合预期, 2017 年目标偏保守》2017.03
- 2 《柳工(000528,买入): 充分受益行业复苏, 全面迈向国际化》2017.03
- 3 《柳工(000528): 专注工程机械, 配合一带一路战略, 全面国际化》2015.04

股价走势图



资料来源: Wind

一季报超预期, 上调全年盈利预测

柳工(000528)

一季报超市场预期

柳工发布一季报, 营业收入 24.3 亿元, 同比增长 14.9%, 环比增长 22.8%; 归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿, 同比增长 623%, 环比增长 132%。每股收益 0.096 元。

挖掘机取代装载机成为公司利润增长的第一动力

我们预计公司挖掘机全年销量将超过 6000 台, 挖机收入占公司收入的比重将达到 40%以上。一季度柳工挖掘机销量 1999 台, 同比增长 106%, 市占率 4.9%, 位于行业第 7 位, 国产品牌中居于三一和徐挖之后位列第三。按照每台 60 万单价计算, 挖掘机销售收入将达到 36 亿元, 占公司收入的 40%以上, 成为公司主导产品。国二换国三拉高了 2016 年一季度装载机销量的基数, 今年一季度柳工装载机销售同比略有下滑, 这也是公司一季度收入增速低于行业内其他公司的主要原因, 我们判断二季度基数因素消除后, 上半年公司收入增速将大幅扩大。

产品结构的持续优化, 毛利率维持高位

一方面是高毛利的挖掘机产品占比大幅提升, 另一方面装载机中大吨位产品占比持续提升。一季度公司毛利率为 23.45%, 同比 2016 年的 23.38% 有所提升。公司毛利率水平从 2012 年的 15.26% 逆势提升至今, 目前就行业内的毛利率水平来看, 公司毛利率水平显著高于竞争对手, 与卡特彼勒、三一重工处于行业第一梯队的水平。受益于收入规模的提升, 以及公司主动的费用控制计划, 一季度三项费用率下降至 15.12%, 为 4 年来的最低水平。

资产质量进一步优化, 现金流充足

一季度末公司应收账款 30.69 亿, 在收入同比实现两位数回升的背景下, 应收账款比 2016 年一季度末的 38.7 亿大幅下降。存货 30.22 亿, 较同期增加约 8 亿, 主要由于订单大幅增加下的原材料备货增加。资产减值损失 63 亿, 较去年同期下降 8 亿。一季度公司提供商品和劳务收到的现金 28 亿, 比去年同期增加 6 亿; 一季度末在手现金 32.5 亿, 比同期减少 17 亿, 主要原因是公司债到期公司进行了偿还。

上调盈利预测, 维持买入评级

根据我们跟踪的上半年公司订单和销售的情况, 我们略上调公司 2017~2019 年的收入至 91 亿、109、128 亿元, 净利润 3.8、8、11.8 亿元, 每股收益 0.34、0.71、1.05 元, PE 为 24.8、11.7、7.9 倍, PB 为 1.06 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。维持买入评级。

风险提示: 宏观经济复苏力度不及预期, 加息的风险。

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)	9,385
总资产 (百万元)	19,564
每股净资产 (元)	7.99

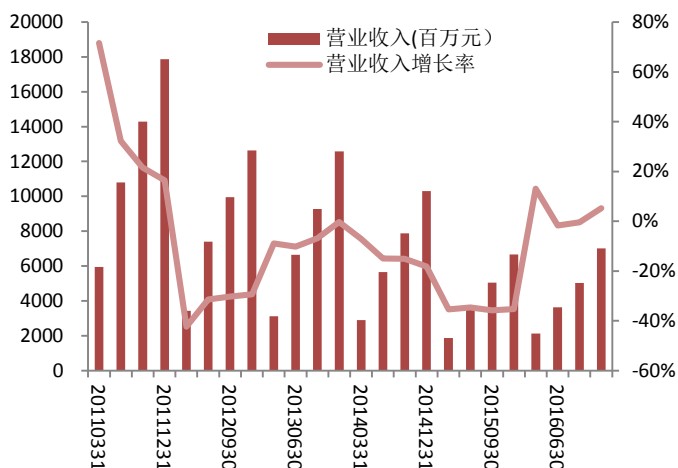
资料来源: 公司公告

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	9,107	10,928	12,822
+/-%	(35.34)	5.25	30.00	20.00	17.33
归属母公司净利润 (百万元)	21.31	49.26	378.13	803.09	1,185
+/-%	(89.26)	131.13	667.62	112.38	47.52
EPS (元, 最新摊薄)	0.02	0.04	0.34	0.71	1.05
PE (倍)	440.32	190.51	24.82	11.69	7.92

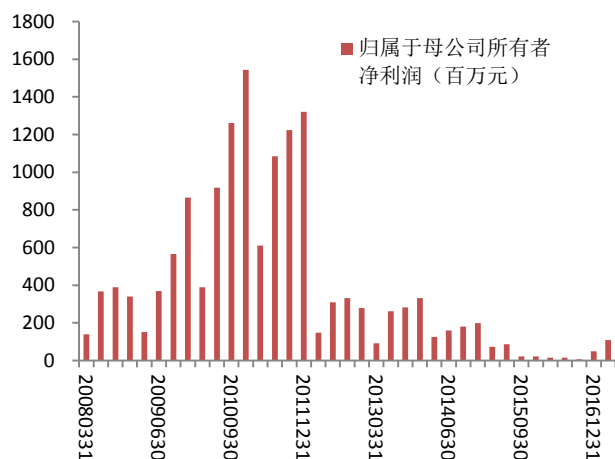
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 季度收入增速



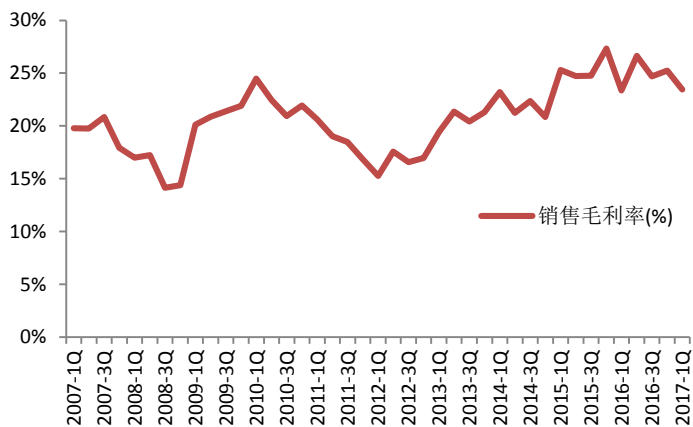
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 季度利润变化趋势



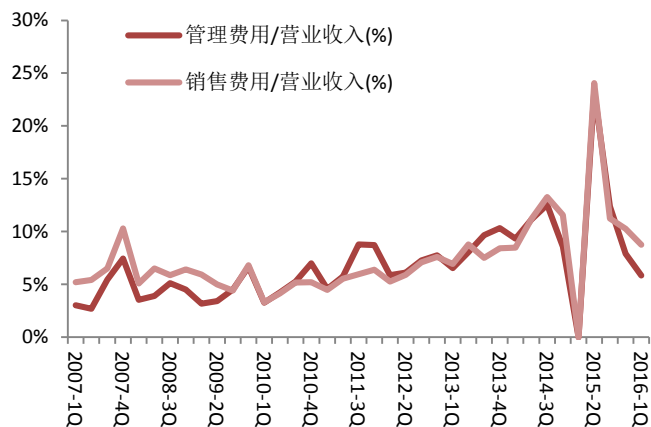
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 季度毛利率水平



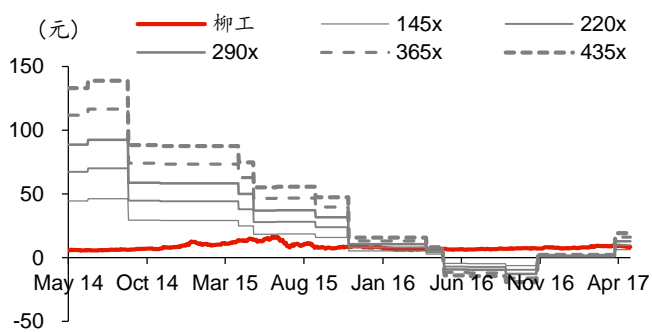
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 季度费用率变化趋势



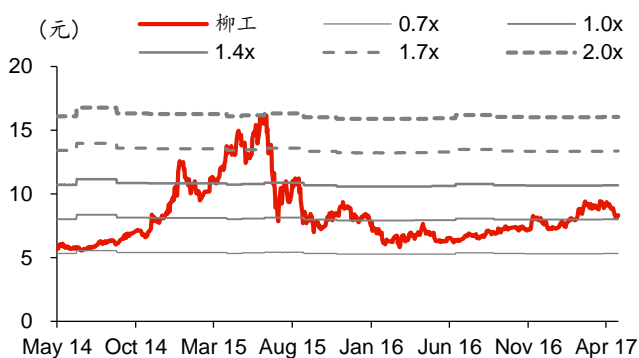
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 柳工历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 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	12,798	14,550	15,892
现金	4,269	4,714	4,500	4,725	4,318
应收账款	3,151	2,619	3,405	4,005	4,816
其他应收账款	320.20	281.31	369.38	455.23	526.23
预付账款	69.79	103.34	123.08	150.81	173.79
存货	2,670	2,870	3,309	4,071	4,898
其他流动资产	3,261	2,672	1,092	1,143	1,159
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	19,643	21,231	22,298
流动负债	7,464	9,119	10,119	10,829	11,096
短期借款	2,804	3,437	3,437	3,523	4,811
应付账款	990.16	1,533	1,805	2,220	2,555
其他流动负债	3,670	4,149	4,878	5,085	3,730
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	13,642	14,193	14,386
少数股东权益	2.68	0.99	(5.66)	(13.64)	(25.06)
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	4,579	5,258	6,202
归属母公司股	8,904	8,846	9,225	9,904	10,848
负债和股东权益	20,384	20,584	22,861	24,083	25,209

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	246.13	213.91	558.75
净利润	20.77	47.57	371.48	795.11	1,173
折旧摊销	261.11	230.51	267.91	275.02	278.67
财务费用	177.62	102.15	165.99	157.00	204.10
投资损失	19.19	37.61	0.00	(30.00)	(60.00)
营运资金变动	(540.70)	596.13	(820.50)	(1,167)	(1,265)
其他经营现金	207.41	364.21	261.25	183.34	227.56
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	(350.20)	(931.65)
短期借款	1,791	633.20	0.00	86.63	1,288
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	(436.83)	(2,219)
现金净增加额	347.63	427.80	3,004	(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	9,107	10,928	12,822
营业成本	4,957	5,263	6,921	8,196	9,553
营业税金及附加	86.37	70.40	91.52	109.82	128.85
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	157.00	204.10
资产减值损失	115.32	201.31	120.00	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)	316.35	827.74	1,258
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	464.35	993.89	1,423
所得税	30.54	70.47	92.87	198.78	249.40
净利润	20.77	47.57	371.48	795.11	1,173
少数股东损益	(0.55)	(1.69)	(6.65)	(7.98)	(11.42)
归属母公司净利润	21.31	49.26	378.13	803.09	1,185
EBITDA	324.53	257.02	750.25	1,260	1,741
EPS (元)	0.02	0.04	0.34	0.71	1.05

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	30.00	20.00	17.33
营业利润	(174.82)	33.76	518.21	161.65	51.98
归属母公司净利润	(89.26)	131.13	667.62	112.38	47.52
获利能力 (%)					
毛利率	25.53	24.87	24.00	25.00	25.50
净利率	0.32	0.70	4.15	7.35	9.24
ROE	0.24	0.56	4.10	8.11	10.92
ROIC	0.28	0.12	4.14	7.84	11.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.31	57.02	59.67	58.93	57.07
净负债比率 (%)	36.04	51.12	45.03	43.89	40.39
流动比率	1.84	1.45	1.26	1.34	1.43
速动比率	1.46	1.12	0.92	0.94	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.45	0.53	0.59
应收账款周转率	1.80	2.08	2.49	2.43	2.39
应付账款周转率	3.79	4.17	4.15	4.07	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.04	0.34	0.71	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.22	0.22	0.19	0.50
每股净资产(最新摊薄)	7.91	7.86	8.20	8.80	9.64
估值比率					
PE (倍)	440.32	190.51	24.82	11.69	7.92
PB (倍)	1.05	1.06	1.02	0.95	0.87
EV_EBITDA (倍)	35.23	44.48	15.24	9.07	6.57

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