

公司研究/公告点评

2017年07月17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): 8.95  
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

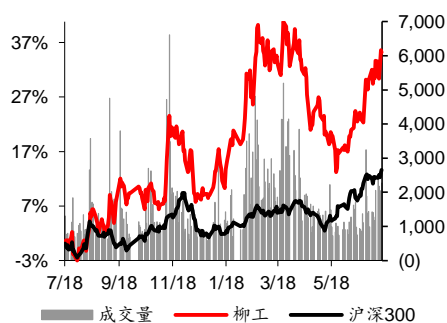
**金榜** 021-28972092  
联系人 jinbang@htsc.com

**关东奇来** 13621864087  
联系人 guandongqilai@htsc.com

相关研究

- 1《柳工(000528,买入): 一季报超预期,上调全年盈利预测》2017.05
- 2《柳工(000528,买入): 2016年业绩符合预期,2017年目标偏保守》2017.03
- 3《柳工(000528,买入): 充分受益行业复苏,全面迈向国际化》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 中报业绩超预期, 三季度持续向好

## 柳工(000528)

**事件**

柳工发布中报业绩预告,净利润2.38~2.46亿元,同比增长1390%~1440%。业绩符合我们的预期,超出年初市场的一致预期。

**柳工上半年挖掘机累计销量翻番,装载机销量增速预计超过40%**

挖掘机行业上半年销量70821台,同比增长110%,柳工上半年挖掘机销量4112台,同比增长113%,市场占有率从2016年的5.05%提升到2017年5.48%。装载机行业同比增长22.7%,装载机市场占有率持续向龙头企业集中,我们判断柳工上半年销量增速超过40%。由于挖掘机收入占公司收入的比重持续提升,预计全年将接近40%。

**三季度销量同比增速将持续超预期,维持工程机械行业复苏的判断**

市场前期对三季度挖机销售增速的预期在20%-30%,根据厂商目前的订单来看,三季度挖掘机销量同比增幅有可能会大超市场预期。我们年初对挖掘机全年销量预测为10-12万台,同比2016年销量增速50%~70%,从目前的情况来看,全年增速往70%以上走的概率持续提高。汽车起重机、装载机、混凝土设备同比增速也会维持高位。我们的模型预测未来三年的行业销量将持续稳步增长,2018~2020年增速将在15-20%。

**6月份我们跟踪的重点公司开机小时数维持高位**

6月份挖掘机开机小时数106小时。依然处于较高维持,这意味着:下游工程量维持高位,购买新机进行投资依然有利可图,到了使用年限的机器将正常更新。

**维持柳工盈利预测和买入评级**

维持2017-2019年营业收入预测为91、110和128亿元,净利润为3.8、8、11.8亿元,EPS为0.34、0.71和1.05元,PE为26.5、12.5和8.5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: 基建和房地产投资低于预期。

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)	6.50-9.44
总市值(百万元)	10,071
总资产(百万元)	19,564
每股净资产(元)	7.99

资料来源: 公司公告

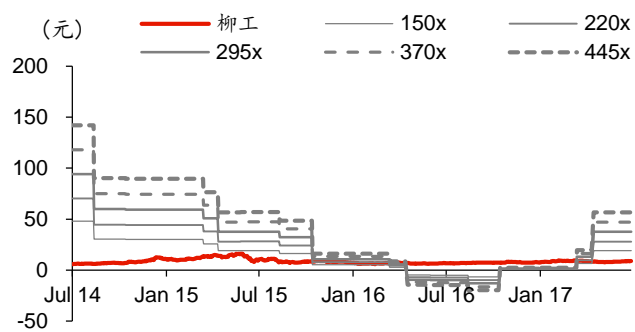
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,656	7,005	9,107	11,839	14,799
+/-%	(35.34)	5.25	30.00	30.00	25.00
归属母公司净利润(百万元)	21.31	49.26	377.89	802.93	1,185
+/-%	(89.26)	131.13	667.13	112.48	47.58
EPS(元,最新摊薄)	0.02	0.04	0.34	0.71	1.05
PE(倍)	472.53	204.44	26.65	12.54	8.50

资料来源: 公司公告,华泰证券研究所预测

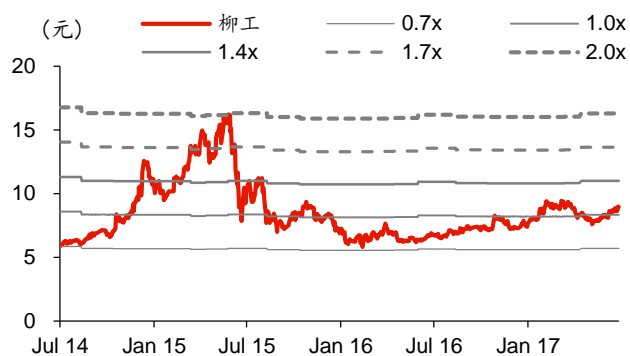
**PE/PB - Bands**

图表1: 柳工历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 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	15,089	16,356	18,968
现金	4,269	4,714	5,828	4,603	4,547
应收账款	3,151	2,619	3,650	4,776	5,883
其他应收账款	320.20	281.31	387.83	495.23	622.91
预付账款	69.79	103.34	115.27	153.78	196.28
存货	2,670	2,870	3,974	5,126	6,463
其他流动资产	3,261	2,672	1,134	1,202	1,255
非流动资产	6,644	7,325	6,850	6,686	6,412
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	3,396	3,420	3,365
资产总计	20,384	20,584	21,939	23,042	25,380
流动负债	7,464	9,119	9,742	9,746	10,731
短期借款	2,804	3,437	3,226	3,800	3,616
应付账款	990.16	1,533	1,805	2,419	3,012
其他流动负债	3,670	4,149	4,711	3,526	4,104
非流动负债	4,014	2,618	3,091	3,514	3,943
长期借款	568.83	1,000	1,431	1,862	2,293
其他非流动负债	3,445	1,618	1,660	1,652	1,650
负债合计	11,478	11,737	12,832	13,260	14,675
少数股东权益	2.68	0.99	(5.65)	(19.77)	(40.61)
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	4,466	5,155	6,099
归属母公司股	8,904	8,846	9,112	9,801	10,745
负债和股东权益	20,384	20,584	21,939	23,042	25,380

### 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	(661.04)	(247.32)	285.26
净利润	20.77	47.57	371.24	788.81	1,164
折旧摊销	261.11	230.51	267.91	275.02	278.67
财务费用	177.62	102.15	248.23	297.87	372.70
投资损失	19.19	37.61	(8.00)	(30.00)	(60.00)
营运资金变动	(540.70)	596.13	(1,448)	(1,815)	(1,684)
其他经营现金	207.41	364.21	(91.95)	236.22	213.32
投资活动现金	(228.20)	(4.66)	1,907	(5.53)	25.04
资本支出	203.48	87.45	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.30	333.34	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(9.42)	416.12	1,907	(5.53)	25.04
筹资活动现金	411.84	(960.77)	(132.32)	(972.05)	(365.99)
短期借款	1,791	633.20	(211.07)	574.41	(184.50)
长期借款	(197.18)	431.17	431.17	431.17	431.17
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)	(352.43)	(1,978)	(612.65)
现金净增加额	347.63	427.80	1,114	(1,225)	(55.69)

### 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	11,839	14,799
营业成本	4,957	5,263	6,921	8,931	11,259
营业税金及附加	86.37	70.40	91.52	118.97	148.71
营业费用	728.92	724.30	730.00	808.92	857.46
管理费用	685.82	682.03	709.00	772.62	811.25
财务费用	177.62	102.15	248.23	297.87	372.70
资产减值损失	115.32	201.31	100.00	120.00	120.00
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)	8.00	30.00	60.00
营业利润	(114.20)	(75.64)	314.94	819.31	1,290
营业外收入	189.04	213.82	168.00	186.78	185.03
营业外支出	23.53	20.14	18.88	20.08	19.69
利润总额	51.31	118.04	464.05	986.01	1,455
所得税	30.54	70.47	92.81	197.20	291.02
净利润	20.77	47.57	371.24	788.81	1,164
少数股东损益	(0.55)	(1.69)	(6.65)	(14.12)	(20.84)
归属母公司净利润	21.31	49.26	377.89	802.93	1,185
EBITDA	324.53	257.02	831.08	1,392	1,941
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	30.00	25.00
营业利润	(174.82)	33.76	516.34	160.15	57.42
归属母公司净利润	(89.26)	131.13	667.13	112.48	47.58
获利能力 (%)					
毛利率	25.53	24.87	24.00	24.56	23.92
净利率	0.32	0.70	4.15	6.78	8.01
ROE	0.24	0.56	4.15	8.19	11.03
ROIC	0.28	0.12	4.38	7.69	10.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.31	57.02	58.49	57.55	57.82
净负债比率 (%)	36.04	51.12	48.47	42.70	40.27
流动比率	1.84	1.45	1.55	1.68	1.77
速动比率	1.46	1.12	1.14	1.15	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.43	0.53	0.61
应收账款周转率	1.80	2.08	2.45	2.40	2.36
应付账款周转率	3.79	4.17	4.15	4.23	4.15
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	(0.59)	(0.22)	0.25
每股净资产(最新摊薄)	7.91	7.86	8.10	8.71	9.55
估值比率					
PE (倍)	472.53	204.44	26.65	12.54	8.50
PB (倍)	1.13	1.14	1.11	1.03	0.94
EV_EBITDA (倍)	37.34	47.15	14.58	8.70	6.24

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