

日期: 2017年7月18日

行业: 机械设备-工程机械



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 倪瑞超

Tel: 021-53686179

E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	9.2
12mth 股价格区间 (元)	6.47-9.58
流通股本/总股本 (亿股)	11.25/11.25
流通市值/总市值 (亿元)	103/103
主要股东 (最新)	
广西柳工集团有限公司	34.99%
香港中央结算有限公司	2.82%
中央汇金资产责任有限公司	2.32%

报告编号: NRC17-CT43

首次报告日期: 2017年2月10日

相关报告: NRC16-IR07 机械行业思考系列专题一: 如何看待挖掘机销售连续3个月的高增速?

20170210: NRC17-CT05 首次覆盖: 资产质量高低 PB, 受益于行业回暖和一带一路

20170331: NRC-CT152016 年报点评: 业绩符合预期, 未来持续受益于行业回暖和一带一路

半年度业绩预告超预期, 行业回暖 下业绩弹性显现

■ 动态事项

公司发布 2017 年半年度业绩预告, 盈利: 23,821 万元~24,620 万元, 比上年同期上升: 1390% ~1440%.

■ 事项点评

● **半年度业绩预告超预期。**根据公司的半年度业绩预告, 预计公司 Q2 的业绩区间为 1.30~1.38 亿元, 而公司 Q1 的业绩为 1.08 亿元。公司上半年业绩超预期, 在行业持续回暖的情况下, 公司的业绩弹性显现。

● **各条线产品全面回暖增长。**公司的土石方机械产品销量全面回暖。挖掘机 1-6 月份销售 4199 台, 同比增长 116.9%, 市场占有率提升到 5.6% (2016 年为 5%), 另一大柳工的核心产品装载机, 未公布公司具体销量, 整个行业实现销售 49088 台, 同比增长 34%。其他柳工的小类产品也呈现了上升的局面, 其中 1-5 月份柳工汽车起重机销售 329 台, 同比增长 70.5%; 压路机销售 776 台, 同比增长 79.2%; 平地机销售 331 台, 同比增长 48.4%; 推土机 129 台, 同比增长 57.3%。各条线产品上半年全面回暖增长。

● **公司资产质量高, 业绩弹性高。**公司的应收账款+票据占营业收入的比例在 2016 年为 41.1%, 在所有工程机械公司最低, 公司的应收账款以一年之内为主, 而且公司对 3 年以上的应收账款计提 100% 的坏账准备, 公司固定资产折旧在所有公司中较低, 整体公司的资产质量较高, 各项费用率处于持续改善的过程中, 高业绩弹性显现。

● **下半年增速边际减弱, 但是业绩弹性依然存在。**下半年随着去年高基数的存在, 工程机械行业的增速估计将边际减弱, 但是公司作为高资产质量的公司, 业绩弹性依然存在。

● **未来全球市场将是更广阔的天地。**公司 2016 年海外收入占比 28.8%, 在工程机械中仅次于三一, 根据公司的规划, 到 2020 年海外销售收入占比将提升到 40%。而公司的装载机和挖掘机将是出口的重头戏, 特别是装载机具有全球竞争力。全球经济回暖也催生了对工程机械的需求, 其中装载机行业上半年出口 9218 台, 同比增长 35%, 回暖趋势明显。柳工网络覆盖全球 130 多个国家, 10 个子公司和多个配件库, 其中柳工全球第二工厂印度公司已经扭亏为盈, 未来全球市场将是更广阔的天地。

■ **投资建议。**预计公司 2017/2018/2019 年销售收入为 97.21、117.29、133.14 亿元, 归母净利润 4.29、6.43、8.2 亿元, EPS 为 0.38、0.57、0.73 元, 对应的 PE 为 24、16、13 倍。维持公司“增持”评级, 目标价: 11.44 元。

■ **风险提示:**工程机械下半年销量增速减弱, 海外销售不顺利。

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万元	7005.40	9721.11	11729.12	13314.49
增长率 YOY	5.25%	38.77%	20.66%	13.52%
归母净利润：百万元	49.26	429.45	643.45	819.98
增长率 YOY	131.13%	771.81%	49.83%	27.43%
EPS(元)	0.04	0.38	0.57	0.73
PE (倍)	210.2	24.1	16.1	12.6

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/7/18）

工程机械主要公司估值对比

公司	代码	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元)				PE(倍)			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
三一重工	600031	647.10	8.11	0.03	0.32	0.42	0.52	303.7	25.2	19.5	15.5
徐工机械	425	278.91	3.83	0.03	0.11	0.17	0.22	127.7	34.7	23.2	17.7
中联重科	157	346.55	4.67	-0.12	0.13	0.18	0.25	-38.9	35.2	26.0	18.7
柳工	528	104.99	9.20	0.04	0.38	0.57	0.73	210.2	24.1	16.1	12.6

数据来源：WIND 上海证券研究所（截止到2017/7/18）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,672	2,383	466	2,567
存货	2,870	2,949	4,029	3,853
应收账款及票据	3,265	4,293	4,824	5,524
其他	2,411	3,000	3,000	3,000
流动资产合计	13,218	12,625	12,319	14,944
长期股权投资	436	416	406	406
固定资产	2,467	2,272	2,078	1,861
在建工程	205	120	120	120
无形资产	682	751	768	784
其他	3,146	3,089	3,083	3,076
非流动资产合计	6,935	6,648	6,455	6,247
资产总计	20,153	19,273	18,775	21,191
短期借款	3,437	0	0	0
应付账款及票据	2,532	4,741	3,981	5,871
其他	2,934	3,066	3,006	3,123
流动负债合计	8,902	7,807	6,987	8,994
长期借款和应付债券	2,288	2,288	2,288	2,288
其他	17	17	17	17
非流动负债合计	2,305	2,305	2,305	2,305
负债合计	11,208	10,113	9,293	11,299
少数股东权益	1	1	1	1
股东权益合计	8,847	9,062	9,384	9,794
负债和股东权益总计	20,055	19,175	18,677	21,093
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	48	429	643	820
折旧和摊销	231	282	297	312
营运资本变动	596	645	(2,414)	1,484
经营活动现金流	1,399	1,537	(1,342)	2,763
资本支出	(87)	(170)	(290)	(290)
投资收益	475	0	0	0
投资活动现金流	(5)	(32)	(154)	(154)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	(594)	(3,437)	(0)	(0)
股息支出	(367)	(358)	(421)	(508)
融资活动现金流	(961)	(3,795)	(421)	(508)
净现金流	449	(2,289)	(1,917)	2,102

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,005	9,721	11,729	13,314
营业成本	5,263	7,273	8,722	9,852
营业税金及附加	70	58	70	80
营业费用	724	855	1,009	1,118
管理费用	682	826	985	1,105
财务费用	102	164	120	118
资产减值损失	201	156	176	186
投资收益	(38)	(20)	(10)	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	(76)	369	637	855
营业外收支净额	194	173	170	170
利润总额	118	542	807	1,025
所得税	70	112	163	205
净利润	48	429	643	820
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司股东净利润	49	429	643	820
财务比率分析				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	5.25%	38.77%	20.66%	13.52%
EBITDA 增长率	-1.01%	124.99%	24.39%	19.20%
EBIT 增长率	15.13%	243.68%	32.25%	23.84%
净利润增长率	129.08%	802.79%	49.83%	27.43%
毛利率	24.87%	25.18%	25.64%	26.01%
EBITDA/总收入	6.14%	9.95%	10.26%	10.77%
EBIT/总收入	2.85%	7.05%	7.73%	8.43%
净利润率	0.68%	4.42%	5.49%	6.16%
资产负债率	55.61%	52.47%	49.50%	53.32%
流动比率	1.48	1.62	1.76	1.66
速动比率	0.89	0.86	0.76	0.90
总资产回报率 (ROA)	0.99%	3.56%	4.83%	5.30%
净资产收益率 (ROE)	0.56%	4.74%	6.86%	8.37%
EV/营业收入	1.6	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	26.7	10.7	10.2	7.1
PE	210.2	24.1	16.1	12.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.1

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/7/18）

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。