

2017年07月23日

公司研究

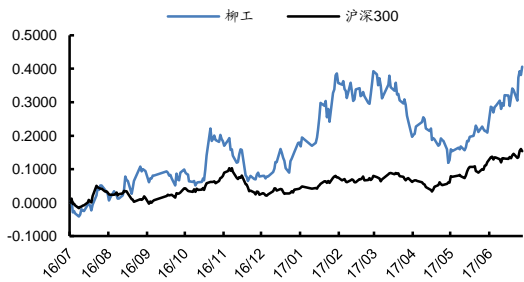
评级：买入（上调）

研究所  
证券分析师：冯胜 S0350515090001  
0755-83706284 fengs01@ghzq.com.cn  
联系人：熊绍龙  
xiongsl@ghzq.com.cn  
联系人：王可  
wangk05@ghzq.com.cn

## 行业景气大幅提升，上半年业绩预计同比超 14 倍

### ——柳工（000528）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
柳工	15.9	13.1	42.1
沪深 300	2.9	7.6	15.6

#### 市场数据

	2017-07-21
当前价格（元）	9.42
52 周价格区间（元）	6.39 - 9.53
总市值（百万）	10599.78
流通市值（百万）	10598.32
总股本（万股）	112524.21
流通股（万股）	112508.76
日均成交额（百万）	128.92
近一月换手（%）	40.63

#### 相关报告

《柳工（000528）事件点评：降本增效+国际化转型，明年业绩有望反转》——2016-11-11

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 事件：

2017 年 7 月 14 日，公司发布半年度业绩预告：上半年归属于上市公司股东的净利润为 2.38 亿元至 2.46 亿元，同比增长 1390%至 1440%。公司业绩增长原因有二：上半年工程机械行业市场需求快速增长，公司各产品在海内外的销量及收入均稳步提升；公司内部降本增效，促进公司利润的大幅度上升。

#### 投资要点：

- **工程机械行业回暖，公司上半年业绩大超预期。**在基建投资、地产项目拉动及更新周期等多重利好因素叠加下，工程机械行业自 2016 年 9 月份以来出现高速增长。2017 年上半年，全国挖掘机累计销售 75068 台，同比增长 100.5%，柳工同期销售挖掘机 4199 台，同比增长 117%，市占率从 2016 年的 5.03%提升至 5.59%。上半年装载机全国累计销量 49088 台，同比增长 34.2%。行业复苏强劲，公司作为装载机龙头，当优先受益；从公司挖掘机的销量增速来看，挖掘机收入占总营收比重有望逐步提升，公司全年业绩有望大幅增长。
- **降本增效明显，盈利能力显著改善。**公司积极采取成本费用控制措施，第一季度管理费用、资产减值损失分别同比下降 17%、23%，盈利能力改善明显。此外，公司第一季度应收账款和营业收入的比值为 1.26，大幅低于同期行业 2.47 的平均水平，存货和营业收入比重为 1.24，低于行业平均水平 1.52，资产负债率为 54%，行业平均水平为 56%。我们认为公司财务风险较小，历史包袱小，在收入端改善情况下业绩弹性较大。
- **海外市场认可度高，一带一路布局表现突出。**公司在原有的海外业务的基础上，进一步完善适应“一带一路”的产品线，在国际上的品牌影响力和认知度不断提升。公司海外收入占比从 2010 年的 8.5%提升到 2016 年的 30%左右，海外营收占比在行业内排第四。公司将继续受益于一带一路的政策红利。
- **上调至“买入”评级：预计 2017-2019 年公司净利润分别为 429、475、495 百万元，对应 EPS 分别为 0.38、0.42、0.44 元/股，按照 7 月 21 日股价 9.42 元计算，对应 PE 分别为 25、22、21 倍。**公司的财务风

险释放相对充分，历史包袱较小，随着行业景气度提升业绩具备较大弹性，上调至“买入”评级。

- **风险提示：**工程机械行业景气度下行，上游原材料价格波动剧烈，公司海外业务拓展不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	7005	18292	22936	28061
增长率（%）	5%	161%	25%	22%
净利润（百万元）	49	429	475	495
增长率（%）	131%	772%	11%	4%
摊薄每股收益（元）	0.04	0.38	0.42	0.44
ROE（%）	0.56%	4.63%	4.89%	4.85%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 柳工盈利预测表

证券代码:	000528.SZ				股价:	9.42				投资评级:	买入				日期:	2017-07-21			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	0.56%	4.63%	5%	5%	EPS	0.04	0.38	0.42	0.44										
毛利率	25%	24%	23%	23%	BVPS	7.86	8.24	8.67	9.11										
期间费率	23%	21%	21%	21%	<b>估值</b>														
销售净利率	1%	2%	2%	2%	P/E	215.18	24.69	22.31	21.43										
<b>成长能力</b>					P/B	1.20	1.14	1.09	1.03										
收入增长率	5%	161%	25%	22%	P/S	1.51	0.58	0.46	0.38										
利润增长率	131%	772%	11%	4%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
总资产周转率	0.34	0.55	0.57	0.60	<b>营业收入</b>	<b>7005</b>	<b>18292</b>	<b>22936</b>	<b>28061</b>										
应收账款周转率	2.22	2.44	2.71	3.05	营业成本	5263	13900	17618	21677										
存货周转率	1.83	1.59	1.41	1.26	营业税金及附加	70	184	230	282										
<b>偿债能力</b>					销售费用	724	1780	2202	2694										
资产负债率	57%	72%	76%	78%	管理费用	682	1719	2133	2610										
流动比	1.45	1.22	1.26	1.23	财务费用	102	200	201	211										
速动比	1.14	0.79	0.77	0.68	其他费用/(-收入)	(239)	(186)	(186)	(204)										
					<b>营业利润</b>	<b>(76)</b>	<b>323</b>	<b>365</b>	<b>384</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	194	168	178	180										
现金及现金等价物	4714	7635	10037	10791	<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>490</b>	<b>542</b>	<b>564</b>										
应收款项	3162	7504	8466	9205	所得税费用	70	74	81	85										
存货净额	2870	8836	12665	17387	<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>417</b>	<b>461</b>	<b>479</b>										
其他流动资产	2514	3268	3377	3419	少数股东损益	(2)	(12)	(14)	(15)										
<b>流动资产合计</b>	<b>13260</b>	<b>25310</b>	<b>32613</b>	<b>38869</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>49</b>	<b>429</b>	<b>475</b>	<b>495</b>										
固定资产	2467	2403	2383	2464															
在建工程	205	245	295	295	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
无形资产及其他	682	832	864	880	<b>经营活动现金流</b>	<b>1378</b>	<b>388</b>	<b>433</b>	<b>424</b>										
长期股权投资	436	436	436	436	净利润	48	417	461	479										
<b>资产总计</b>	<b>20584</b>	<b>33456</b>	<b>39901</b>	<b>46636</b>	少数股东权益	(2)	(12)	(14)	(15)										
短期借款	3437	4237	4737	5237	折旧摊销	227	192	203	206										
应付款项	2532	8318	11520	15376	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	116	302	379	464	营运资金变动	1105	(208)	(217)	(245)										
其他流动负债	3034	7916	9322	10638	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5)</b>	<b>(671)</b>	<b>890</b>	<b>(463)</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>9119</b>	<b>20773</b>	<b>25957</b>	<b>31714</b>	资本支出	152	23	(30)	(81)										
长期借款及应付债券	2288	3088	3888	4388	长期投资	(76)	0	0	0										
其他长期负债	330	330	330	330	其他	(80)	(695)	920	(382)										
<b>长期负债合计</b>	<b>2618</b>	<b>3418</b>	<b>4218</b>	<b>4718</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1547</b>	<b>1600</b>	<b>1300</b>	<b>1000</b>										
<b>负债合计</b>	<b>11737</b>	<b>24192</b>	<b>30175</b>	<b>36432</b>	债务融资	(642)	1600	1300	1000										
股本	1125	1125	1125	1125	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	8847	9264	9725	10205	其它	2189	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20584</b>	<b>33456</b>	<b>39901</b>	<b>46636</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>2921</b>	<b>1317</b>	<b>2623</b>	<b>961</b>										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【机械军工组介绍】

冯胜，硕士毕业于南开大学世界经济专业，本科毕业于南京航空航天大学飞行器制造工程专业；现任研究所机械军工行业组长，3年机械行业实业工作经验，3年证券公司机械行业研究经验；重点覆盖通用航空、无人机、机器人及工业自动化等领域。

熊绍龙，武汉大学工学硕士，3年天然气行业实业工作经验，1年公募基金买方行业研究经验。2017年6月加入国海证券研究所，重点覆盖油气设备、工业自动化等领域。

王可，中南财经政法大学经济学硕士，2017年7月加入国海证券研究所，重点覆盖天然气产业链、工程机械等领域。

苏立赞，

## 【分析师承诺】

冯胜，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。