华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/公告点评

2018年01月27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)：	8.69
合理价格区间(元)：	12.78~14.20

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

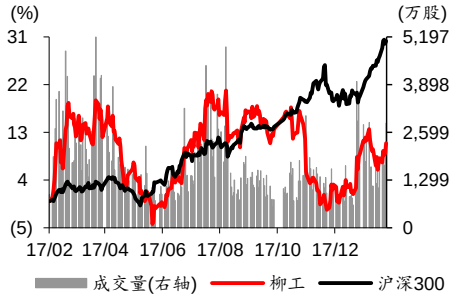
关东奇卓 021-28972081
联系人 guandongqilai@htsc.com

黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

相关研究

1《柳工(000528,买入)：存货减值处理完成，维持2018年业绩预测》2017.11
2《柳工(000528,买入)：业绩超预期，产品力带动公司市占率持续提升》2017.08
3《柳工(000528,买入)：中报业绩超预期，三季度持续向好》2017.07

一年内股价走势图



资料来源：Wind

2017年符合预期，2018年业绩弹性大

柳工(000528)

2017年业绩符合预期，2018年业绩弹性大

公司业绩预告2017年净利润为3.05~3.29亿元，同比增长519%~569%，符合我们的预期。第四季度公司收入保持快速增长，净利润为2000~5000万之间，环比第二、三季度有所减少，主要是公司计提员工现金激励费用所致。我们维持2017~2019年业绩预测为3.2、8、11.8亿元，每股收益为0.28、0.71和1.05元，PE为30.9、12.2和8.2倍。我们看好工程机械未来三年的行业复苏，2018年柳工业绩弹性较大，维持买入评级。

装载机收入规模市占率第一，挖掘机市占率持续提升

根据行业协会的数据，2017年柳工挖掘机销量为8178台，同比增长150%，大幅快于行业101%的增速水平。市场占有率从2016年底的4.7%提升到2017年5.8%，在国产品牌中位列第三，仅次于三一和徐工。前三季度装载机行业销量占有率15~16%，收入市占率18%为市场第一。2017年公司转变经营思路，以市场份额为导向，我们预计2018年装载机和挖掘机市占率将得到进一步提升。

装载机行业于2017年第三季度率先涨价

在原材料成本上涨的压力下，2017年公司综合毛利率可能会略有下降，2017年第三季度装载机行业率先工程机械其他子行业涨价，同时公司通过优化产品结构（高附加值的大吨位产品占比提升）、提升生产效率和优化工艺的方式来对冲成本压力，原材料成本的压力在第四季度开始得到一定程度的缓解，2018年公司综合毛利率将保持稳定。最近以小松为代表的部分挖掘机龙头开始涨价，有可能会带来行业整体的涨价潮，那么将会进一步缓解成本压力。

历史遗留问题处理完毕

公司资产质量最健康，一年期以上应收账款占比90%以上，坏账计提标准严格，3年以上应收账款全额计提，第三季度完成汽车起重机自身的存货减值6000万计提之后，历史遗留问题全部处理完成。2018年轻装上阵。

维持盈利预测和买入评级

维持2017~2019年收入预测为3.2、8、11.8亿元，每股收益为0.28、0.71和1.05元，PE为30.9、12.2和8.2倍。我们看好工程机械未来三年的行业复苏，2018年柳工业绩弹性较大。参考国际龙头CAT以及国内工程机械行业过去20年平均估值水平，我们给予公司2018年18~20倍估值水平，调整目标价为12.78~14.2元，维持买入评级。

风险提示：宏观经济复苏力度低于预期。

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)	7.59-9.47
总市值 (百万元)	9,778
总资产 (百万元)	21,076
每股净资产 (元)	8.05

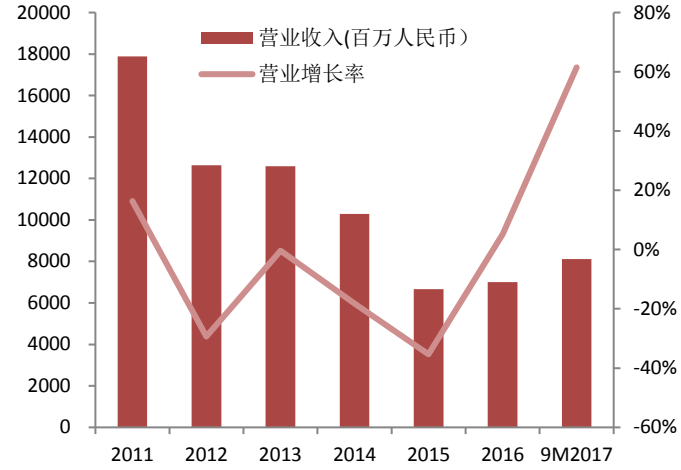
资料来源：公司公告

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	315.79	800.54	1,182
+/-%	(89.26)	131.13	541.06	153.51	47.67
EPS (元，最新摊薄)	0.02	0.04	0.28	0.71	1.05
PE (倍)	457.22	197.82	30.86	12.17	8.24

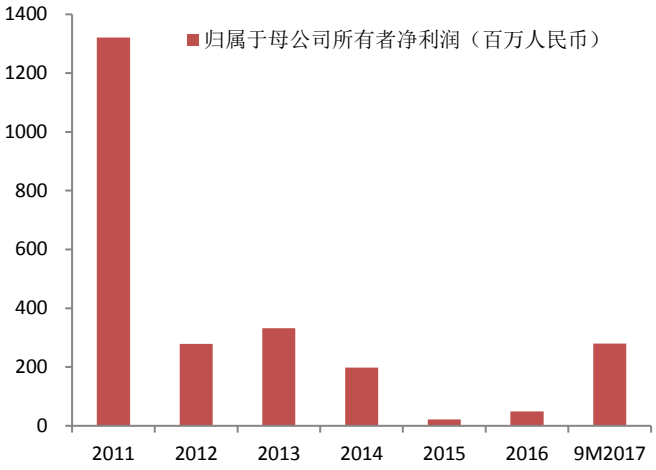
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 柳工收入及增速



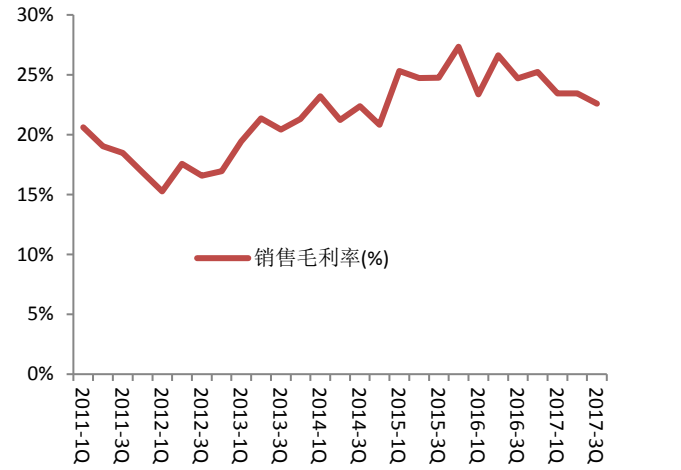
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2： 柳工归母净利润



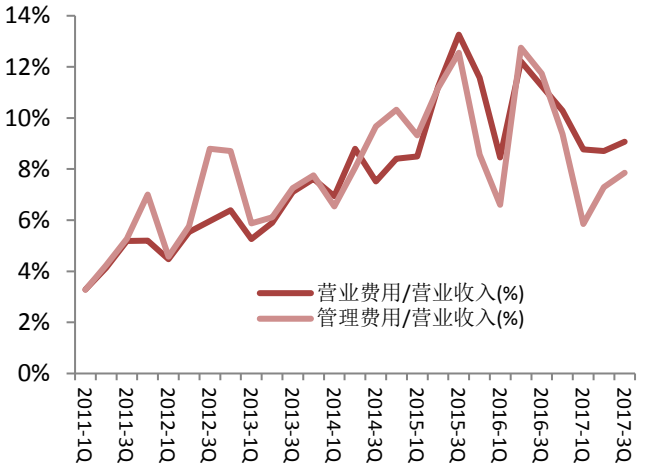
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 柳工季度毛利率变化



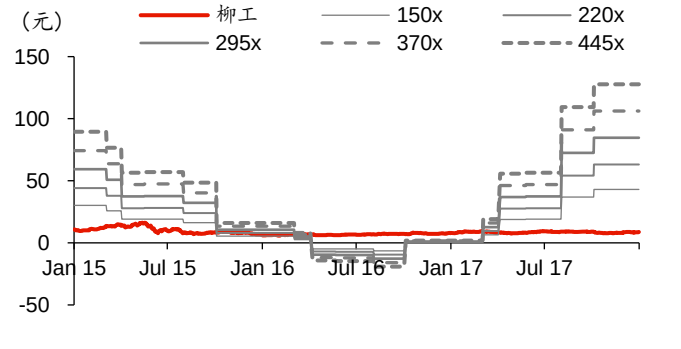
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 柳工季度费用率变化



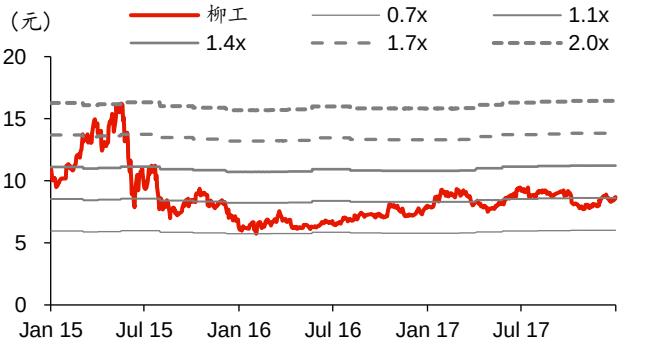
资料来源：Wind、华泰证券研究所

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	15,028	16,356	18,968
现金	4,269	4,714	5,767	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	21,878	23,042	25,380
流动负债	7,464	9,119	9,742	9,790	10,778
短期借款	2,804	3,437	3,226	3,845	3,662
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	13,305	14,722
少数股东权益	2.68	0.99	(4.56)	(18.64)	(39.43)
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	4,404	5,109	6,051
归属母公司股	8,904	8,846	9,050	9,755	10,697
负债和股东权益	20,384	20,584	21,878	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	(720.76)	(246.72)	285.97
净利润	20.77	47.57	310.23	786.46	1,161
折旧摊销	261.11	230.51	267.91	275.02	278.67
财务费用	177.62	102.15	249.49	300.80	376.11
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)	(1,683)
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)	(133.59)	(911.67)	(366.69)
短期借款	1,791	633.20	(211.07)	619.09	(182.51)
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)	(353.69)	(1,962)	(615.35)
现金净增加额	347.63	427.80	1,053	(1,164)	(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	249.49	300.80	376.11
资产减值损失	115.32	201.31	175.00	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)	238.67	816.38	1,286
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	387.79	983.08	1,452
所得税	30.54	70.47	77.56	196.62	290.34
净利润	20.77	47.57	310.23	786.46	1,161
少数股东损益	(0.55)	(1.69)	(5.55)	(14.08)	(20.79)
归属母公司净利润	21.31	49.26	315.79	800.54	1,182
EBITDA	324.53	257.02	756.08	1,392	1,941
EPS（元，基本）	0.02	0.04	0.28	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	415.52	242.05	57.57
归属母公司净利润	(89.26)	131.13	541.06	153.51	47.67
获利能力（%）					
毛利率	25.53	24.87	24.00	24.56	23.92
净利率	0.32	0.70	3.47	6.76	7.99
ROE	0.24	0.56	3.49	8.21	11.05
ROIC	0.28	0.12	3.80	7.69	10.35
偿债能力					
资产负债率（%）	56.31	57.02	58.66	57.74	58.01
净负债比率（%）	36.04	51.12	48.47	42.90	40.46
流动比率	1.84	1.45	1.54	1.67	1.76
速动比率	1.46	1.12	1.13	1.15	1.16
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	0.28	0.71	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.22	(0.64)	(0.22)	0.25
每股净资产(最新摊薄)	7.91	7.86	8.04	8.67	9.51
估值比率					
PE（倍）	457.22	197.82	30.86	12.17	8.24
PB（倍）	1.09	1.10	1.08	1.00	0.91
EV_EBITDA（倍）	36.34	45.88	15.60	8.47	6.07

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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门、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：AOK809
©版权所有 2018 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

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

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

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