

公司研究/季报点评

2018年04月29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): 9.39
合理价格区间(元): 11.36~12.78

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

肖群稀 执业证书编号: S0570512070051
研究员 0755-82492802
xiaoqunxi@htsc.com

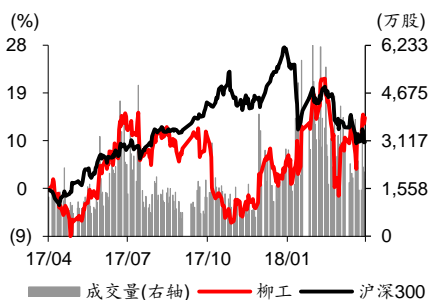
黄波 0755-82493570
联系人 huangbo@htsc.com

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

相关研究

- 1 《柳工(000528,买入): Q1 业绩快速增长, 市占率大幅提升》2018.04
- 2 《柳工(000528,买入): 市场地位快速提升, 继续坚定推荐》2018.04
- 3 《柳工(000528,买入): 竞争格局变局, 坚定不移首推柳工》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

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)	7.59-10.01
总市值 (百万元)	10,566
总资产 (百万元)	24,426
每股净资产 (元)	8.28

资料来源: 公司公告

Q1 盈利增 143%, 市场竞争力提升

柳工(000528)

Q1 业绩符合预期, 维持全年盈利预测 8 亿元

公司 2018Q1 实现营业收入 44.73 亿元/yoy+71%, 归母净利润 2.90 亿元/yoy+143%, 符合我们的预期。我们预计 2018 年工程机械行业将迎来利润弹性的大年, 行业格局面临重塑。公司市占率有望提升, 利润弹性更大, 估值相对低。预计 2018-2020 年净利润为 8.0/11.8/15.5 亿元, 对应 PE 为 13.2/9.0/6.8 倍, 2018 年 PB 为 1.07 倍。给予公司 2018 年 PE 估值 16~18 倍, 目标价 11.36~12.78 元, 维持买入评级。

盈利能力显著提升

2018Q1 公司毛利率为 22.77%/QoQ+0.55 pp, 净利率为 6.78%/QoQ+5.39 pp, 盈利能力显著提升。销售费用率 7.64%/QoQ-2.69 pp, 管理费用率 5.05%/QoQ-3.31 pp, 营销整合与激励变革见成效。资产减值损失 0.5 亿元, 同比与环比均下降 20%左右。

产品销量增速大幅高于整体行业

行业协会 2018Q1 数据显示: 1) 挖掘机方面, 柳工累计销量为 4,115 台/yoy+97.17%, 约两倍于挖机行业整体增速, 市占率为 6.85%/yoy+1.69 pp; 2) 装载机方面, 行业整体累计销量 2.93 万台/YOY+40.15%; 3) 压路机方面, 柳工累计销量为 637 台/yoy+63.33%, 市占率为 12.81%/yoy+2.75 pp。我们预计公司各产品线全年的市场份额有望继续向上突破。

营销整合与激励变革提升市场竞争力

公司近年来积极整合营销渠道, 2017 年底拥有直营公司 10 余家, 2018 年计划实现对直营公司董事会管理制全覆盖, 有利于提升渠道竞争力与参与度。公司 2017 年对内部激励体系进行大变革, 转向以财务、市场结果为导向的组织绩效评价机制, 有利于价值实现的最大化。

维持盈利预测与“买入”评级

柳工产品品质过硬, 激励机制调整到位, 市占率有望提升。预计公司 2018-2020 年净利润为 8.0/11.8/15.5 亿元, 对应 PE 为 13.2/9.0/6.8 倍, 2018 年 PB 为 1.07 倍。2018 年工程机械行业 PE 估值平均为 18 倍左右, 柳工业绩弹性相对更大, 当前估值处于行业底部, 维持公司 2018 年 PE 估值 16~18 倍, 维持目标价 11.36~12.78 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济复苏不及预期; 基建与房地产投入不及预期。

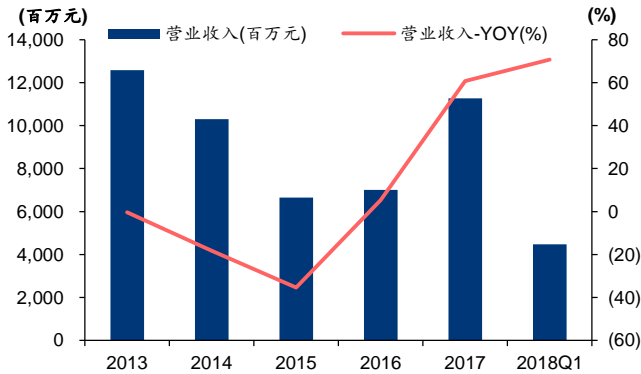
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	7,005	11,264	14,643	18,304	21,965
+/-%	5.25	60.79	30.00	25.00	20.00
归属母公司净利润 (百万元)	49.26	322.93	801.05	1,180	1,545
+/-%	131.13	555.56	148.06	47.37	30.91
EPS (元, 最新摊薄)	0.04	0.29	0.71	1.05	1.37
PE (倍)	214.49	32.72	13.19	8.95	6.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

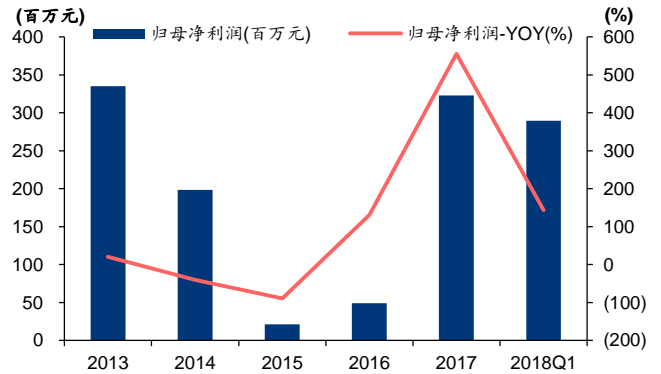
经营情况概览

图表1: 2018Q1 营业收入 44.73 亿元/yoy+71%



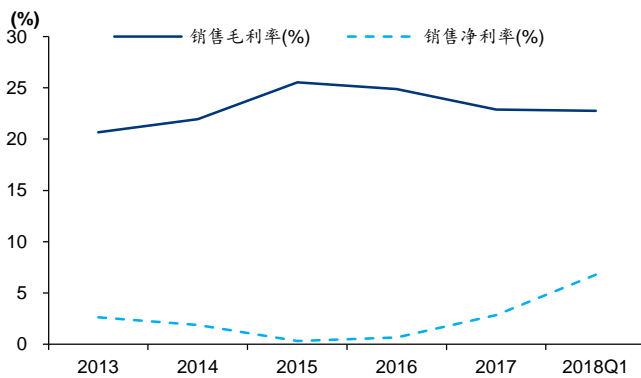
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 2018Q1 归母净利润 2.90 亿元/yoy+143%



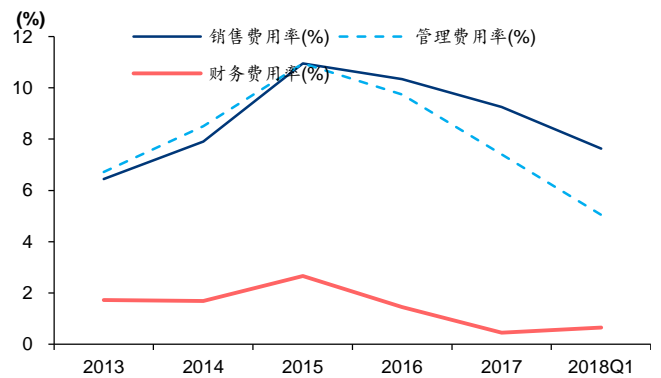
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 2018Q1 毛利率 QoQ+0.55 pp, 净利率 QoQ+5.39 pp



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 2018Q1 销售费用率 QoQ-2.69 pp, 管理费用率 QoQ-3.31 pp



资料来源: Wind、华泰证券研究所

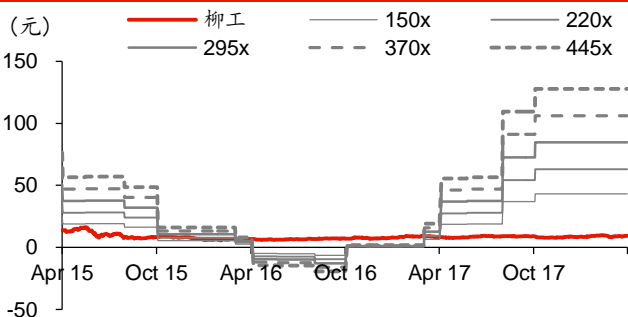
图表5: 可比公司估值

证券代码	证券简称	预测来源	总市值(亿元)	EPS(元)				2017-2020 CAGR(%)	PE(x)			
				2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
600031.SH	三一重工	Wind 一致预期	672.08	0.27	0.52	0.69	0.83	45.33	32.12	16.74	12.69	10.47
000157.SZ	中联重科	Wind 一致预期	327.35	0.17	0.23	0.31	0.35	26.65	24.58	18.45	13.62	12.10
	平均值								28.35	17.60	13.15	11.28
000528.SZ	柳工	华泰证券	105.66	0.29	0.71	1.05	1.37	68.52	32.72	13.19	8.95	6.84

资料来源: Wind、华泰证券研究所; 数据日期 2018 年 4 月 27 日

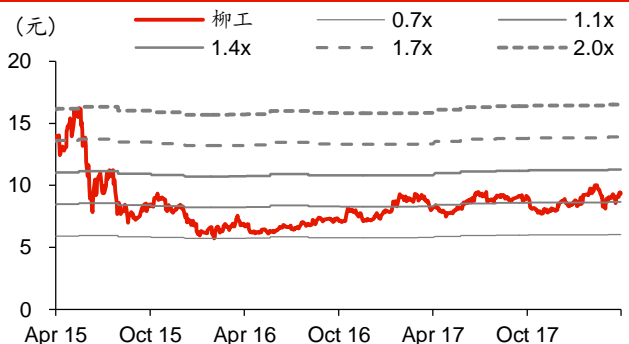
PE/PB - Bands

图表6: 柳工历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,260	14,320	16,488	18,561	21,476
现金	4,714	3,856	4,285	4,071	4,178
应收账款	2,619	2,805	4,776	5,641	6,681
其他应收账款	281.31	325.52	478.73	575.50	699.36
预付账款	103.34	155.62	201.27	256.10	304.80
存货	2,870	3,882	5,693	6,954	8,409
其他流动资产	2,672	3,296	1,054	1,064	1,203
非流动资产	7,325	7,338	7,053	6,764	6,478
长期投资	436.09	436.93	436.93	436.93	436.93
固定投资	2,467	2,475	2,364	2,182	1,965
无形资产	681.69	667.57	632.31	598.09	563.52
其他非流动资产	3,740	3,759	3,620	3,546	3,512
资产总计	20,584	21,658	23,541	25,325	27,954
流动负债	9,119	10,815	12,045	12,854	14,295
短期借款	3,437	3,471	3,490	4,719	4,812
应付账款	1,533	2,590	3,336	4,181	5,013
其他流动负债	4,149	4,755	5,219	3,953	4,470
非流动负债	2,618	1,726	1,580	1,617	1,616
长期借款	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	1,618	725.74	579.65	616.84	615.84
负债合计	11,737	12,541	13,625	14,470	15,911
少数股东权益	0.99	6.80	5.31	3.12	0.26
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	4,327	4,537	5,265	6,205	7,397
归属母公司股	8,846	9,110	9,911	10,851	12,043
负债和股东权益	20,584	21,658	23,541	25,325	27,954

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,378	952.60	(2,069)	621.45	515.25
净利润	47.57	322.25	799.56	1,178	1,542
折旧摊销	230.51	234.47	258.83	266.48	271.17
财务费用	102.15	50.95	170.70	194.15	225.93
投资损失	37.61	(37.32)	(44.79)	(53.75)	(64.49)
营运资金变动	596.13	91.64	(3,397)	(1,191)	(1,696)
其他经营现金	364.21	290.61	144.04	227.00	235.78
投资活动现金	(4.66)	(345.59)	2,633	64.35	76.81
资本支出	87.45	166.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	333.34	95.46	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	416.12	(83.97)	2,633	64.35	76.81
筹资活动现金	(960.77)	(1,512)	(135.34)	(900.27)	(484.81)
短期借款	633.20	34.05	19.04	1,229	93.33
长期借款	431.17	0.00	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	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,025)	(1,547)	(154.37)	(2,129)	(578.15)
现金净增加额	427.80	(918.91)	428.96	(214.48)	107.24

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,005	11,264	14,643	18,304	21,965
营业成本	5,263	8,685	11,275	14,094	16,913
营业税金及附加	70.40	77.43	100.66	125.83	151.00
营业费用	724.30	1,043	1,250	1,460	1,679
管理费用	682.03	834.70	951.83	1,043	1,164
财务费用	102.15	50.95	170.70	194.15	225.93
资产减值损失	201.31	224.55	100.00	80.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(37.61)	37.32	44.79	53.75	64.49
营业利润	(50.73)	444.54	839.60	1,360	1,816
营业外收入	170.30	20.56	168.00	119.24	119.04
营业外支出	1.54	7.42	8.15	6.80	7.35
利润总额	118.04	457.68	999.45	1,473	1,928
所得税	70.47	135.43	199.89	294.57	385.62
净利润	47.57	322.25	799.56	1,178	1,542
少数股东损益	(1.69)	(0.68)	(1.49)	(2.19)	(2.87)
归属母公司净利润	49.26	322.93	801.05	1,180	1,545
EBITDA	281.94	729.96	1,269	1,821	2,314
EPS (元, 基本)	0.04	0.29	0.71	1.05	1.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.25	60.79	30.00	25.00	20.00
营业利润	55.58	976.34	88.87	62.03	33.52
归属母公司净利润	131.13	555.56	148.06	47.37	30.91
获利能力 (%)					
毛利率	24.87	22.90	23.00	23.00	23.00
净利率	0.70	2.87	5.47	6.45	7.04
ROE	0.56	3.54	8.08	10.88	12.83
ROIC	0.23	4.23	7.20	10.46	12.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.02	57.90	57.88	57.14	56.92
净负债比率 (%)	51.12	49.12	45.35	39.52	36.53
流动比率	1.45	1.32	1.37	1.44	1.50
速动比率	1.12	0.95	0.90	0.90	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.53	0.65	0.75	0.82
应收账款周转率	2.08	3.40	3.19	2.91	2.94
应付账款周转率	4.17	4.21	3.81	3.75	3.68
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.29	0.71	1.05	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	0.85	(1.84)	0.55	0.46
每股净资产(最新摊薄)	7.86	8.10	8.81	9.64	10.70
估值比率					
PE (倍)	214.49	32.72	13.19	8.95	6.84
PB (倍)	1.19	1.16	1.07	0.97	0.88
EV_EBITDA (倍)	43.72	16.89	9.71	6.77	5.33

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 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

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