

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2018年08月30日
市场数据

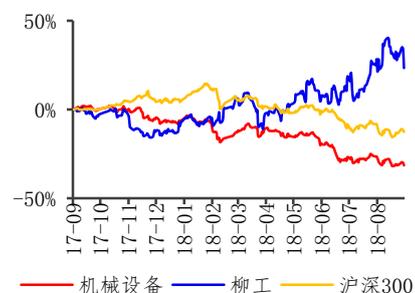
目前股价	11.14
总市值（亿元）	125.35
流通市值（亿元）	125.34
总股本（万股）	112,524
流通股本（万股）	112,510
12个月最高/最低	12.79/7.52

分析师

曲小溪 010-88366060-8712
 Email:quxx@cgws.com
 执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：
 王志杰 021-31829812
 Email:wangzhijie@cgws.com
 从业证书编号:S0910117050012

牛致远 021-31829703
 Email:niuzhiyuan@cgws.com
 从业证书编号:S1070117070015

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

中报业绩亮眼，未来有望快车道奔驰

——柳工（000528）公司半年报点评

盈利预测

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7005	11264	16083	19516	23452
(+/-%)	5.3%	60.8%	42.8%	21.3%	20.2%
净利润	49	323	966	1379	1830
(+/-%)	131.1%	555.6%	199.2%	42.7%	32.7%
摊薄 EPS	0.04	0.29	0.86	1.23	1.63
PE	289	44	15	10	8

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **中报业绩亮眼，符合预期：**公司 2018H1 实现收入 97.54 亿元，同比增长 65.55%，归母净利润 5.86 亿，同比增长 126.33%，扣非净利润 5.64 亿，同比增长 136.14%。
- **国内土方机械行业有望保持高景气，销售方式适度平衡更具活力：**2018 年下半年，基建投资在更加积极的财政政策和货币政策保驾护航下有望迎来快速回升，补短板建设、市政工程、新农村建设等下游需求有望继续旺盛，以挖掘机为代表的土方机械市场有望保持强复苏，未来 2-3 年行业高速增长确定性在不断提高，公司报告期以自有资金为主、优先、适度发力融资租赁销售，上半年实现融资租赁销售 40.99 亿元，我们清晰的看到了管理层对土方行业发展持续性的信心和经历周期洗礼后对风险管控能力的自信。
- **核心财务指标持续提升，业绩进入弹性区间，经营性现金流实则无忧：**2018H1 综合毛利率 22.98%，在成本提升的压力下同比微降 0.46pct，净利率 6.44%，同比增加 1.99pct。公司期间费率为 14.25%，同比下降 1.52pct，销售规模快速上升，公司业绩有望进入弹性区间。现金流-3.70 亿元，主要原因为融资租赁款增加 12.84 亿元，预计一年内融资租赁到期流入 29.53 亿元，经营性现金流实则无忧。
- **投资建议：**公司管理团队有情怀、有干劲、有能力，通过内部体制变革潜力大增，集团公司成功入选“国企改革双百企业”，公司活力有望持续提升，未来几年各产品线增速都有望高于行业增速，挖掘机市占率将保持提升态势，2018 年将成为公司第一主业，公司在装载机领域也是传统的国产品牌龙头，未来几年公司的高成长属性将远高于行业的周期特质。根据我们模型测算 2018 年土方机械收入有望超过 120 亿，业务占比超过 75%，2019 年-2020 年公司有可能迎来新的高峰，收入和利润将创历史新高，公司有望进入最佳经济性区间，保守估计我们预测公司 2018-2020 年营业收入

入分别为 161 亿元、195 亿元、235 亿元；归母净利润分别为 9.7 亿元、13.8 亿元、18.3 亿元；从历史估值看，当行业和公司进入景气周期 PE-BAND 基本围绕 15 倍中枢，PB-BAND 基本围绕 2-3 倍区间运动，我们给予 2019 年 PE 为 13-15 倍估值区间，PB 为 1.8-1.9 倍，目标价 15.95 元-18.39 元，给公司评级“强烈推荐”。

- **风险提示：**国内基建和房地产投资增速大幅放缓；原材料价格剧烈波动；海外业务拓展不及预期的风险行业竞争状况恶化；汇率大幅波动带来的风险等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7005.40	11264.21	16083.30	19515.55	23452.07	成长性					
营业成本	5263.25	8684.71	12062.48	14343.93	17120.01	营业收入增长	5.3%	60.8%	42.8%	21.3%	20.2%
销售费用	724.30	1042.68	1222.33	1453.91	1700.28	营业成本增长	6.2%	65.0%	38.9%	18.9%	19.4%
管理费用	682.03	834.70	1141.91	1385.60	1653.37	营业利润增长	33.8%	687.7%	183.0%	48.4%	32.9%
财务费用	102.15	50.95	36.58	55.91	0.70	利润总额增长	130.1%	287.7%	190.5%	44.1%	32.3%
投资净收益	-37.61	37.32	-4.50	-6.60	-6.12	净利润增长	131.1%	555.6%	199.2%	42.7%	32.7%
营业利润	-75.64	444.54	1257.98	1866.54	2480.25	盈利能力					
营业外收支	193.68	13.14	71.76	49.48	55.00	毛利率	24.9%	22.9%	25.0%	26.5%	27.0%
利润总额	118.04	457.68	1329.74	1916.02	2535.24	销售净利率	0.7%	2.9%	6.0%	7.0%	7.8%
所得税	70.47	135.43	365.68	540.26	708.97	ROE	0.5%	3.5%	9.7%	12.4%	14.3%
少数股东损益	-1.69	-0.68	-2.03	-2.90	-3.85	ROIC	0.8%	2.8%	6.0%	7.5%	8.6%
净利润	49.26	322.93	966.10	1378.66	1830.13	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	10.3%	9.3%	7.6%	7.5%	7.3%
流动资产	13259.52	14319.88	18012.60	19920.00	24614.63	管理费用/营业收入	9.7%	7.4%	7.1%	7.1%	7.1%
货币资金	4714.28	3856.36	5849.53	7097.85	8529.57	财务费用/营业收入	1.5%	0.5%	0.2%	0.3%	0.0%
应收账款	2619.02	2805.13	3043.34	3926.50	4601.53	投资收益/营业利润	49.7%	8.4%	-0.4%	-0.4%	-0.2%
应收票据	261.37	341.03	519.09	524.58	729.62	所得税/利润总额	59.7%	29.6%	27.5%	28.2%	28.0%
存货	2869.58	3881.68	4891.03	4671.59	6741.76	应收账款周转率	2.43	4.15	5.50	5.60	5.50
非流动资产	7324.58	7338.17	8551.59	9269.72	10106.60	存货周转率	1.90	2.57	2.75	3.00	3.00
固定资产	2466.75	2474.78	3624.72	4331.51	5130.84	流动资产周转率	0.52	0.82	0.99	1.03	1.05
资产总计	20584.10	21658.05	26564.19	29189.72	34721.23	总资产周转率	0.34	0.53	0.67	0.70	0.73
流动负债	9118.57	10815.30	14369.35	15780.70	19711.76	偿债能力					
短期借款	3436.74	3470.79	6193.24	7209.74	8380.93	资产负债率	57.0%	57.9%	62.7%	61.9%	63.1%
应付款项	2531.75	3754.77	4976.79	5406.22	6986.28	流动比率	1.45	1.32	1.25	1.26	1.25
非流动负债	2618.14	1725.74	2282.56	2289.76	2210.22	速动比率	1.14	0.97	0.91	0.97	0.91
长期借款	2287.86	1000.00	1556.81	1564.02	1484.48	每股指标 (元)					
负债合计	11736.71	12541.04	16651.90	18070.46	21921.98	EPS	0.04	0.29	0.86	1.23	1.63
股东权益	8847.39	9117.01	9912.29	11119.26	12799.25	每股净资产	7.86	8.10	8.80	9.88	11.38
股本	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24	每股经营现金流	1.39	0.13	1.59	1.34	1.57
留存收益	4326.82	4537.23	5212.07	6175.10	7453.49	每股经营现金/EPS	31.76	0.44	1.85	1.10	0.97
少数股东权益	0.99	6.80	4.76	1.86	-2.00	估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债和权益总计	20584.10	21658.05	26564.19	29189.72	34721.23	PE	263.61	40.21	13.44	9.42	7.10
现金流量表					(百万)	PEG	-5.53	2.16	0.05	0.05	0.09
经营活动现金流	1378.19	952.60	1786.50	1511.54	1770.38	PB	1.47	1.43	1.31	1.17	1.01
其中营运资本减少	1148.50	-381.03	431.90	-363.34	-605.23	EV/EBITDA	28.03	18.44	8.41	5.96	4.56
投资活动现金流	-4.66	-345.59	-1567.38	-1161.34	-1385.52	EV/SALES	2.27	1.40	0.98	0.80	0.65
其中资本支出	87.45	166.16	1218.70	724.82	842.78	EV/IC	0.97	1.00	0.85	0.75	0.65
融资活动现金流	-960.77	-1512.46	-948.40	-118.39	-124.33	ROIC/WACC	0.11	0.39	0.83	1.05	1.19
净现金总变化	427.80	-918.91	-729.27	231.82	260.53	REP	8.44	2.60	1.03	0.71	0.54

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>