

2019年04月04日

柳工 (000528.SZ)

公司快报

挖机市占率提升，股权激励激发企业活力

投资要点

- ◆ **收入创历史新高，利润弹性释放：**公司2018年实现收入181亿元，同比增长51.48%；实现归母净利润为7.90亿元，同比增长128%；实际营收超出此前预期近10%，主要由于去年四季度工程机械整体增速虽趋势性下降但仍保持高于预期增长；净利润低于此前预期近10%，主要由于受到原材料价格上涨影响，毛利率未出现预期增长，毛利率为22.8%，同比持平；经营性现金流净额为6.34亿元，保持较好水平。公司以每10股派发1.5元红利，分红金额2.21亿元，分红率达26.7%。
- ◆ **挖掘机市占率稳步提升，势头良好：**公司挖掘机实现销量2.1万台，市占率提升1个百分点至6.9%；挖掘机收入约60亿元，同比增长73%；装载机销量1.4万台，收入约60亿元，同比增长35%。今年以来，我国工程机械依然保持较好的增长势头，前两个月累计挖掘机销量3.1万台，同比增长40%，其中内销同比增长42.3%。随着基建补短板投入的加大，工程机械需求的驱动力将逐渐由更新升级和人力替代，转变为新增需求拉动，预计未来两年工程机械将维持高位呈现缓慢增长。
- ◆ **控股股东纳入“双百企业”，股权激励有望激发企业活力：**公司控股股东广西柳工集团有限公司已于2018年8月纳入国企改革“双百企业”名单。公司今年1月实施限制性股票激励，激励对象达公司总人数约20%。随着激励机制的到位，将不断激发企业内生活力和发展动力，有望持续释放业绩弹性，显著提升盈利能力。
- ◆ **投资建议：**考虑到公司在挖掘机领域竞争提升，工程机械高增速难以长期维持，以及公司2018年收入超预期而利润低于预期，我们小幅调升2019年及调降2020年收入预测，调降2019及2020年利润预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为209亿元、232亿元、253亿元；归母净利润分别为10.6亿元、11.8亿元、13.5亿元；2019年动态PE为11倍，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**国内经济增速继续放缓，下游需求不足风险；市场竞争加剧导致公司盈利能力下降；原材料价格上涨导致成本压力加大毛利率下滑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	11,264.2	18,084.8	20,865.1	23,163.3	25,246.2
同比增长(%)	60.8%	60.6%	15.4%	11.0%	9.0%
营业利润(百万元)	444.5	1,022.4	1,274.5	1,428.3	1,641.8
同比增长(%)	-687.7%	130.0%	24.7%	12.1%	14.9%
净利润(百万元)	322.9	790.1	1,063.7	1,182.8	1,348.3
同比增长(%)	555.6%	144.7%	34.6%	11.2%	14.0%
每股收益(元)	0.22	0.54	0.72	0.80	0.91
PE	36.0	14.7	10.9	9.8	8.6
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

机械 | 工程机械 III

投资评级

买入-A(维持)

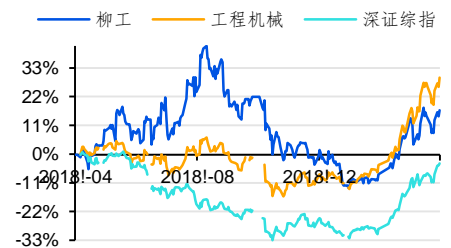
股价(2019-04-03)

8.05元

交易数据

总市值(百万元)	11,866.49
流通市值(百万元)	11,774.26
总股本(百万股)	1,474.10
流通股本(百万股)	1,462.64
12个月价格区间	5.92/12.79元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.19	-8.17	20.39
绝对收益	4.01	33.94	18.24

分析师

 范益民
 SAC 执业证书编号：S0910518060001
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

- 柳工：挖机市占率提升，经营与资产质量持续改善 2018-09-02
- 柳工：公司的周期 2018-05-02
- 柳工：季报业绩大超预期 中兴之年 在今朝 2018-04-16
- 柳工：行稳者致远 2018-04-13
- 柳工：经营质量显著改善，利润表存弹性 2018-04-09

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,264.2	18,084.8	20,865.1	23,163.3	25,246.2	年增长率					
减:营业成本	8,684.7	13,959.3	15,938.1	17,685.2	19,234.9	营业收入增长率	60.8%	60.6%	15.4%	11.0%	9.0%
营业税费	77.4	98.7	104.3	115.8	126.2	营业利润增长率	-687.7	130.0%	24.7%	12.1%	14.9%
销售费用	1,042.7	1,598.1	1,815.3	2,015.2	2,196.4	净利润增长率	555.6%	144.7%	34.6%	11.2%	14.0%
管理费用	834.7	698.5	1,314.5	1,482.5	1,615.8	EBITDA 增长率	164.3%	163.9%	-8.1%	8.5%	11.0%
财务费用	51.0	156.4	158.4	136.3	111.1	EBIT 增长率	1550.4	239.4%	-3.5%	9.2%	12.0%
资产减值损失	224.6	328.4	360.0	420.0	460.0	NOPLAT 增长率	3165.9	174.9%	22.5%	9.2%	12.0%
加:公允价值变动收益	-	1.5	-	-	-	投资资本增长率	-10.1%	19.1%	6.6%	5.8%	-7.5%
投资和汇兑收益	37.3	81.6	100.0	120.0	140.0	净资产增长率	3.0%	10.8%	9.6%	8.6%	9.0%
营业利润	444.5	1,022.4	1,274.5	1,428.3	1,641.8	盈利能力					
加:营业外净收支	13.1	11.2	91.0	90.0	89.0	毛利率	22.9%	22.8%	23.6%	23.6%	23.8%
利润总额	457.7	1,033.5	1,365.5	1,518.3	1,730.8	营业利润率	3.9%	5.7%	6.1%	6.2%	6.5%
减:所得税	135.4	192.6	245.8	273.3	311.5	净利润率	2.9%	4.4%	5.1%	5.1%	5.3%
净利润	322.9	790.1	1,063.7	1,182.8	1,348.3	EBITDA/营业收入	5.9%	9.8%	7.8%	7.6%	7.8%
						EBIT/营业收入	3.9%	8.2%	6.9%	6.8%	6.9%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	57.9%	61.5%	62.1%	59.1%	59.8%
货币资金	3,856.4	3,991.2	6,259.5	6,949.0	7,573.8	负债权益比	137.6%	159.6%	163.7%	144.4%	149.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.32	1.48	1.55	1.64	1.51
应收帐款	3,130.6	3,532.7	4,581.5	4,169.1	5,368.3	速动比率	0.97	1.05	1.10	1.17	1.09
应收票据	341.0	362.8	680.5	477.7	784.6	利息保障倍数	8.59	9.50	9.04	11.48	15.78
预付帐款	155.6	177.7	282.3	204.3	310.2	营运能力					
存货	3,881.7	5,167.6	6,166.2	6,115.2	6,921.7	固定资产周转天数	79	52	46	40	36
其他流动资产	2,954.5	4,730.2	3,365.1	3,683.3	3,926.2	流动营业资本周转天数	76	53	55	56	53
可供出售金融资产	19.1	5.5	13.5	12.7	10.6	流动资产周转天数	441	321	339	334	331
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	应收帐款周转天数	96	66	70	68	68
长期股权投资	436.9	518.9	518.9	518.9	518.9	存货周转天数	108	90	98	95	93
投资性房地产	71.6	72.7	72.7	72.7	72.7	总资产周转天数	675	476	478	455	442
固定资产	2,474.8	2,726.3	2,650.1	2,549.9	2,437.3	投资资本周转天数	181	117	114	109	99
在建工程	249.7	223.3	187.8	156.0	126.7	费用率					
无形资产	667.6	777.2	772.4	788.6	820.3	销售费用率	9.3%	8.8%	8.7%	8.7%	8.7%
其他非流动资产	3,418.3	3,925.7	3,622.3	3,665.5	3,734.2	管理费用率	7.4%	3.9%	6.3%	6.4%	6.4%
资产总额	21,658.1	26,212.0	29,173.0	29,363.0	32,605.8	财务费用率	0.5%	0.9%	0.8%	0.6%	0.4%
短期债务	3,470.8	3,977.7	3,318.6	4,106.7	4,643.6	三费/营业收入	17.1%	13.6%	15.8%	15.7%	15.5%
应付帐款	4,015.3	3,380.4	5,731.3	4,268.7	6,476.9	投资回报率					
应付票据	1,164.8	1,805.8	2,178.7	2,242.6	2,566.1	ROE	3.5%	8.2%	10.1%	10.3%	10.8%
其他流动负债	2,164.4	2,973.8	2,539.1	2,562.8	2,836.5	ROA	1.5%	3.2%	3.8%	4.2%	4.4%
长期借款	1,000.0	2,961.5	3,221.5	3,215.9	1,960.4	ROIC	5.9%	17.9%	18.4%	18.9%	20.0%
其他非流动负债	725.7	1,015.2	1,119.7	953.5	1,029.5	分红指标					
负债总额	12,541.0	16,114.5	18,108.8	17,350.2	19,512.9	DPS(元)	0.11	0.15	0.18	0.20	0.23
少数股东权益	6.8	460.1	516.0	578.3	649.3	分红比率	52.3%	27.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	1,125.2	1,462.8	1,474.1	1,474.1	1,474.1	股息收益率	1.5%	1.9%	2.3%	2.5%	2.9%
留存收益	8,058.0	8,268.3	9,074.1	9,960.4	10,969.5						
股东权益	9,117.0	10,097.5	11,064.3	12,012.8	13,092.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.22	0.54	0.72	0.80	0.91
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	BVPS(元)	6.18	6.54	7.16	7.76	8.44
净利润	322.2	841.0	1,063.7	1,182.8	1,348.3	PE(X)	36.0	14.7	10.9	9.8	8.6
加:折旧和摊销	234.5	282.5	191.5	197.8	204.0	PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
资产减值准备	224.6	328.4	-	-	-	P/FCF	-57.2	8.6	9.6	9.6	10.8
公允价值变动损失	-	-1.5	-	-	-	P/S	1.0	0.6	0.6	0.5	0.5
财务费用	167.0	181.6	158.4	136.3	111.1	EV/EBITDA	7.6	4.7	4.8	4.2	3.0
投资损失	-37.3	-81.6	-100.0	-120.0	-140.0	CAGR(%)	56.9%	19.1%	186.6%	56.9%	19.1%
少数股东损益	-0.7	50.8	56.0	62.3	71.0	PEG	0.6	0.8	0.1	0.2	0.5
营运资金的变动	683.9	-103.2	-231.6	-555.2	357.0	ROIC/WACC	0.8	2.4	2.5	2.5	2.7
经营活动产生现金流量	952.6	633.9	1,138.0	903.9	1,951.3						
投资活动产生现金流量	-345.6	183.7	870.4	-208.8	-71.0						
融资活动产生现金流量	-1,512.5	-896.0	260.0	-5.5	-1,255.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

范益民声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com