

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2019年05月06日

市场数据

目前股价	6.8
总市值（亿元）	108.35
流通市值（亿元）	107.50
总股本（万股）	147,410
流通股本（万股）	146,264
12个月最高/最低	9.84/5.92

分析师

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：张如许 S1070517100002

☎ 0755-83559732

✉ zhangruxu@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

☎ 0755-83558957

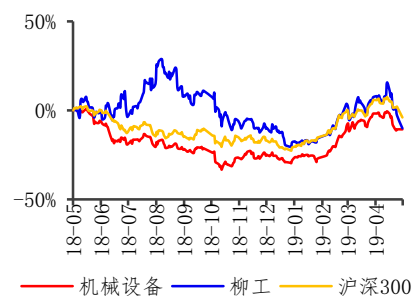
✉ liufeng@cgws.com

联系人（研究助理）：王志杰 S1070118080003

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<基建预期改善，持续性依然值得期待>>

2018-11-01

<<业绩增速依然强劲，改革探索的步伐有望加快>> 2018-10-14

<<中报业绩亮眼，未来有望快车道奔驰>>

2018-08-30

2018 年度业绩维持高增长，2019Q1 挖机销量稳定

——柳工（000528）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	21320	23512	24833
(+/-%)	17.9%	10.3%	5.6%
净利润	1122	1327	1455
(+/-%)	42.0%	18.2%	9.7%
摊薄 EPS	0.8	0.9	1.0
PE	9	7	7

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **公司 2018 年度&2019Q1 业绩稳定增长，费用管控优化：**公司公布 2018 年度报告和 2019 年一季度报告。公司 2018 年实现营业收入为 180.85 亿元，同比增长 51.48%；实现归属于上市公司股东的净利润为 7.90 亿元，同比增长 127.70%。分业务来看，土石方机械业务实现营业收入 130.84 亿元，同比增长 51.68%，占总营收比达 72.35%；其他工程机械及配件业务实现营业收入 45.63 亿元，同比增长 54.34%。公司业务营收高速增长，主要受基建投资增速、设备更新升级、环保政策升级等多重因素影响。公司 2018 年综合毛利率为 22.81%，同比下降 0.09 个百分点，期间费用率为 15.88%，同比下降 1.88 个百分点；加权平均净资产收益率为 8.46%，同比上升 4.80 个百分点，公司费用管控优化，盈利水平明显提升。公司披露 2018 年利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.50 元。2019Q1，公司实现营业收入为 48.65 亿元，同比增长 8.78%；实现归属于上市公司股东的净利润为 3.04 亿元，同比增长 5.08%；公司业绩维持稳定增长。公司 2019Q1 期间费用率为 14.48%，环比下降 0.91 个百分点，同比上升 1.16 个百分点；经营活动产生的现金流量净额为 5.01 亿元，同比增长 534.26%，系公司融资租赁业务发行 ABS，减少使用自有资金所致。

■ **2019Q1 挖机销量增速稳定，挖机出口有望成公司业绩新增长点：**受国家基建投资增速、国家加强环境治理、设备更新需求等多重因素影响，2019 年工程机械行业景气度提升。据中国工程机械行业协会统计数据，2019Q1，挖机累计销量为 74779 台，同比增长 24.51%；装载机累计销量为 29327 台，同比增长 7.43%。公司 2019Q1 挖机销售 5223 台，同比增长 26.93%；市占率达 6.98%，同比上升 0.13 个百分点。公司挖机业务实现稳定增长，行业地位得到巩固。此外，公司积极参与“一带一路”重大项目建设，2018 年实现挖机销售约 1400 台，海外销量同比增长 37%，销售收入同比增长 41%。“一带一路”沿线的基建项目将拉动国产品牌的挖机出口，挖机出口有望成为公司 2019 业绩的新增长点。

- **公司限制性股票激励计划进展顺利：**2019 年 1 月，公司《2018 年限制性股票激励计划（草案）及其摘要》获广西省国资委审批；2 月完成激励对象股票授予登记，实际授予对象共计 1586 人，授予价格为 3.37 元/股，共计授予股票 1128.3 万股。公司此次限制性股票的解除限售条件为：2019、2020、2021 三年公司每股收益分别不低于 0.61 元/股、0.67 元/股、0.74 元/股；以 2017 年扣非后净利润为基数，公司扣非后净利润增长率分别不低于 200.84%、230.85%、263.89%。公司授予股票于 3 月 1 日上市，限制性股票计划彰显公司对未来经营业绩的信心。
- **投资建议：**我们预测 2019-2021 年公司的 EPS 分别为 0.8 元、0.9 元和 1.0 元，对应 PE 分别为 9 倍、7 倍和 7 倍。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**基建投资不及预期；市场竞争激烈；海外市场拓展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11264.2	18084.8	21320.2	23511.9	24833.3	成长性					
营业成本	8684.7	13959.3	16459.2	18139.5	19163.9	营业收入增长	60.8%	60.6%	17.9%	10.3%	5.6%
销售费用	1042.7	1598.1	1891.1	2083.2	2180.4	营业成本增长	65.0%	60.7%	17.9%	10.2%	5.6%
管理费用	834.7	698.5	1049.0	1114.5	1189.5	营业利润增长	-687.7%	130.0%	38.4%	17.2%	8.9%
财务费用	51.0	156.4	138.6	152.8	111.7	利润总额增长	287.7%	125.8%	37.4%	17.1%	8.9%
投资净收益	37.3	81.6	40.3	43.0	46.5	净利润增长	555.6%	144.7%	42.0%	18.2%	9.7%
营业利润	444.5	1022.4	1415.0	1659.0	1805.8	盈利能力					
营业外收支	13.1	11.2	5.0	3.8	5.5	毛利率	22.9%	22.8%	22.8%	22.9%	22.8%
利润总额	457.7	1033.5	1420.0	1662.8	1811.3	销售净利率	3.9%	5.7%	6.6%	7.1%	7.3%
所得税	135.4	192.6	238.3	275.5	290.9	ROE	3.5%	8.3%	10.7%	11.1%	11.2%
少数股东损益	-0.7	50.8	59.9	60.8	65.8	ROIC	5.8%	17.7%	20.1%	26.6%	27.4%
净利润	322.9	790.1	1121.8	1326.5	1454.6	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	9.3%	8.8%	8.9%	8.9%	8.8%
流动资产	14319.9	17962.2	20848.4	22630.6	24691.7	管理费用/营业收入	7.4%	3.9%	4.9%	4.7%	4.8%
货币资金	3856.4	3991.2	6787.8	7507.6	9046.8	财务费用/营业收入	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%
应收账款	3130.6	3899.0	4287.9	4701.5	4990.4	投资收益/营业利润	8.4%	8.0%	2.8%	2.6%	2.6%
应收票据	341.0	362.8	428.5	449.3	470.9	所得税/利润总额	29.6%	18.6%	16.8%	16.6%	16.1%
存货	3881.7	5167.6	5419.1	5864.6	5997.8	应收账款周转率	3.7	5.1	5.2	5.2	5.1
非流动资产	7338.2	8249.8	7988.2	7855.5	7728.9	存货周转率	3.3	4.0	4.0	4.2	4.2
固定资产	2474.8	2726.3	2608.6	2495.0	2318.3	流动资产周转率	0.8	1.1	1.1	1.1	1.0
资产总计	21658.1	26212.0	28836.5	30486.1	32420.6	总资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
流动负债	10815.3	12137.8	13812.8	13972.1	14709.0	偿债能力					
短期借款	3470.8	3977.7	3977.7	3977.7	3977.7	资产负债率	57.9%	61.5%	61.6%	59.2%	58.2%
应付款项	4015.3	4994.4	6313.8	6152.2	6837.1	流动比率	1.3	1.5	1.5	1.6	1.7
非流动负债	1725.7	3976.7	3964.8	4067.8	4166.8	速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
长期借款	1000.0	2961.5	2961.5	2961.5	2961.5	每股指标 (元)					
负债合计	12541.0	16114.5	17777.6	18039.9	18875.8	EPS	0.3	0.5	0.8	0.9	1.0
股东权益	9117.0	10097.5	11058.9	12446.2	13544.8	每股净资产	8.1	6.6	7.2	8.1	8.8
股本	1125.2	1462.8	1462.8	1462.8	1462.8	每股经营现金流	0.8	0.4	1.6	1.0	1.3
留存收益	8058.0	8268.3	9076.1	10402.7	11435.4	每股经营现金/EPS	2.9	0.8	2.1	1.1	1.3
少数股东权益	6.8	460.1	520.0	580.7	646.6	估值					
负债和权益总计	21658.1	26212.0	28836.5	30486.1	32420.6	PE	23.7	12.6	8.9	7.5	6.8
现金流量表					(百万)	PEG	0.4	0.6	0.0	0.1	0.3
经营活动现金流	952.6	633.9	2390.5	1437.2	1946.6	PB	0.8	1.0	0.9	0.8	0.8
其中营运资本减少	695.4	-1364.4	827.9	-352.8	60.6	EV/EBITDA	8.8	3.2	2.8	1.9	1.2
投资活动现金流	-345.6	183.7	327.4	-345.9	16.9	EV/SALES	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1
其中资本支出	43.6	78.0	243.0	111.0	173.6	EV/IC	1.1	0.9	0.9	0.7	0.5
融资活动现金流	-1512.5	-896.0	78.6	-371.6	-424.2	ROIC/WACC	0.8	2.3	2.6	3.5	3.6
净现金总变化	-905.5	-78.3	2796.6	719.8	1539.3	REP	1.4	0.4	0.3	0.2	0.1

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>