

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年11月01日
市场数据

目前股价	6.32
总市值（亿元）	93.29
流通市值（亿元）	92.44
总股本（万股）	147,611
流通股本（万股）	146,262
12个月最高/最低	8.65/5.79

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

分析师：曲小溪 S1070514090001

☎ 010-88366060-8712

✉ quxx@cgws.com

分析师：刘峰 S1070518080003

☎ 0755-83558957

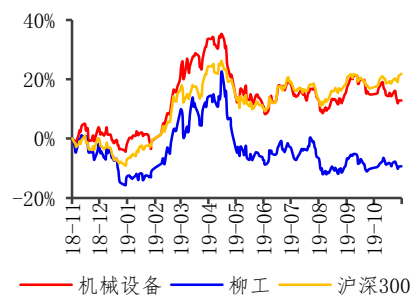
✉ liufeng@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<2018年度业绩维持高增长，2019Q1 挖机销量稳定>> 2019-05-06

<<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

外抓市场内促改革，实现业绩稳定增长

——柳工（000528）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	19550	20461	20972
(+/-%)	8.1%	4.7%	2.5%
净利润	1099	1256	1375
(+/-%)	39.1%	14.3%	9.4%
摊薄 EPS	0.74	0.85	0.93
PE	8.50	7.44	6.80

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：**2019年10月29日，公司发布2019年三季度报告，2019年前三季度实现营收142.19亿元，同比增长5.59%；实现归母净利润8.82亿元，同比增长23.31%；实现扣非后归母净利润8.27亿元，同比增长25.86%。三季度单季度实现营收40.88亿元，同比增加10.15%，归母净利润为2.21亿元，同比增加85.16%，扣非后归母净利润为1.94亿元，同比增加112.79%。
- 盈利能力显著增强，公司控股股东混改方案获广西国资委批复，有望进一步提升经营效率与盈利能力：**公司2019Q1-Q3实现归母净利润3.04/3.57/2.21亿元，同比增长5.08%/16.43%/85.16%；实现扣非后归母净利润2.92/3.41/1.94亿元，同比增长4.41%/19.18%/112.79%，利润稳步增长。1-9月销售毛利率为23.98%，同增1.02pct，销售净利率为6.63%，同增0.96pct，公司盈利能力显著增强。2019年10月9日，公司控股股东柳工集团混合所有制改革方案获广西国资委批复，随着混合所有制改革推进，公司经营效率与盈利能力有望进一步提升。公司2019年前三季度期间费用率为15.76%，同增0.47pct，其中销售费用/管理费用（不含研发费用）/财务费用分别为13.75/4.59/0.71亿元，费用率分别为9.67%/3.23%/0.50%，同比变动1.09/0.11/-0.40pct。其中销售费用的增加系公司加大销售力度所致，财务费用大幅减少系汇率变动的影响所致。公司前三季度研发费用为3.36亿元，同比变动-7.61%。2019前三季度公司经营净现金流为10.23亿元，较去年同期由负转正，系金融租赁业务对外融资增加所致。
- 受益于挖掘机行业高景气，柳工挖掘机业务前景向好：**受益于下游基建需求提振+国家加强环境治理+设备更新需求增长+人工替代趋势等因素，挖掘机行业持续高景气。2019年前三季度行业挖掘机销量为179195台，市占率达7.2%，居挖掘机行业国产品牌第三位，仅次于三一重工（25.6%）和徐工机械（14.1%）。自2012年以来，工程机械行业持续深度调整，呈现市场份额不断向大企业集中的趋势，公司将受益于行业集中度不断提高的趋势，挖掘机业务前景持续向好。
- 股权激励计划完成，助力提振公司业绩：**2019年1月，公司《2018年限制性股票激励计划(草案)及其摘要》等相关议案获得广西国资委审批和公司2019年第一次临时股东大会审议通过。2019年2月28日，公司公告称完成激励对象股票授予登记。实际授予对象共计1,586人，授予价格为3.37元/股，共计授予股票1,128.3万股，限制性股票解锁条件为在2019-2021年，基本每股收益分别不低于0.61/0.67/0.74元/股，将提升员工积极性，助力进一步提升公司业绩。
- 持续推进技术创新+高水平科研成果产业化+知识产权建设，公司科研成效显著。**在技术创新方面，截至2019H1，公司2019年共发布整机新产品16

款。公司 CLG2450 集装箱正面吊发布上市，进入港口重型车辆领域；开发出国内第一台 TP-linkage 平移举升装载机；**在科研成果方面**，CLG4180D 平地机不负众望，荣获素有“工业设计界奥斯卡”美誉的 2019“红点产品设计奖”并载入红点奖年鉴，代表了当前工业设计的潮流前沿；**在知识产权方面**，公司 2019 年上半年申请专利 95 件，授权专利 77 件，截至 2019H1，公司有效专利合计 1099 件，彰显科研成效。

- **投资建议：**根据我们模型测算，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 10.99 亿元、12.56 亿元、13.75 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.74 元、0.85 元、0.93 元，对应 PE 摊薄为 8.50 倍、7.44 倍、6.80 倍。
- **风险提示：**海外市场扩展不及预期风险；国内经济增速放缓，下游需求不足风险；原材料价格上涨风险

附录：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	11264.21	18084.84	19549.71	20460.73	20972.24	成长性					
营业成本	8684.71	13959.31	14900.79	15519.46	15823.56	营业收入增长	60.8%	60.6%	8.1%	4.7%	2.5%
销售费用	1042.68	1598.11	1924.87	1958.01	1966.62	营业成本增长	65.0%	60.7%	6.7%	4.2%	2.0%
管理费用	612.28	698.54	729.20	746.82	775.97	营业利润增长	687.7%	130.0%	46.4%	11.2%	11.1%
研发费用	222.42	418.47	463.33	482.87	499.14	利润总额增长	287.7%	125.8%	45.9%	11.1%	11.1%
财务费用	50.95	156.38	91.57	129.86	96.84	净利润增长	555.6%	144.7%	39.1%	14.3%	9.4%
其他收益	55.33	91.02	79.12	83.09	81.77	盈利能力					
投资净收益	37.32	81.65	70.54	75.09	75.76	毛利率	22.9%	22.8%	23.8%	24.2%	24.6%
营业利润	444.54	1022.38	1496.47	1664.33	1849.76	销售净利率	2.9%	4.7%	5.9%	6.4%	6.9%
营业外收支	13.14	11.16	11.82	11.60	11.67	ROE	3.5%	8.3%	10.4%	10.9%	10.8%
利润总额	457.68	1033.54	1508.29	1675.93	1861.43	ROIC	3.8%	8.0%	9.6%	10.5%	11.1%
所得税	135.43	192.57	363.67	358.18	423.32	营运效率					
少数股东损益	-0.68	50.82	45.31	61.32	63.59	销售费用/营业收入	9.3%	8.8%	9.8%	9.6%	9.4%
净利润	322.93	790.14	1099.31	1256.43	1374.52	管理费用/营业收入	5.4%	3.9%	3.7%	3.7%	3.7%
						研发费用/营业收入	2.0%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%
资产负债表						财务费用/营业收入	0.5%	0.9%	0.5%	0.6%	0.5%
						投资收益/营业利润	8.4%	8.0%	4.7%	4.5%	4.1%
流动资产	14319.88	17962.17	19663.93	19103.98	19961.65	所得税/利润总额	29.6%	18.6%	24.1%	21.4%	22.7%
货币资金	3856.36	3991.22	6284.14	5636.15	5671.41	应收账款周转率	3.74	5.14	3.69	4.19	4.34
应收票据及应收账款合计	3146.16	3895.49	4689.93	3916.50	4954.74	存货周转率	2.57	3.09	3.09	3.09	3.09
其他应收款	364.29	368.95	722.03	300.47	704.68	流动资产周转率	0.82	1.12	1.04	1.06	1.07
存货	3881.68	5167.60	4492.00	5568.66	4689.13	总资产周转率	0.53	0.76	0.72	0.74	0.75
非流动资产	7338.17	8249.80	8305.69	8567.18	8666.10	偿债能力					
固定资产	2474.78	2726.27	2989.96	3098.50	3014.31	资产负债率	57.9%	61.5%	60.5%	56.1%	53.3%
资产总计	21658.05	26211.97	27969.62	27671.16	28627.75	流动比率	1.32	1.48	1.43	1.50	1.52
流动负债	10815.30	12137.80	13734.30	12758.18	13167.37	速动比率	0.68	0.68	0.85	0.77	0.86
短期借款	3470.79	3977.75	6802.62	6391.35	6301.06	每股指标 (元)					
应付款项	3754.77	5186.28	2708.00	4011.69	2695.26	EPS	0.22	0.54	0.74	0.85	0.93
非流动负债	1725.74	3976.67	3199.32	2756.04	2078.53	每股净资产	6.17	6.53	7.13	7.84	8.63
长期借款	1000.00	2961.50	2508.93	1945.60	1239.87	每股经营现金流	0.09	-0.50	0.72	0.66	0.98
负债合计	12541.04	16114.46	16933.62	15514.22	15245.91	每股经营现金/EPS	0.43	-0.94	0.97	0.78	1.05
股东权益	9117.01	10097.51	11022.71	12143.65	13368.54	估值					
股本	1125.24	1462.81	1476.11	1476.11	1476.11	PE	28.93	11.83	8.50	7.44	6.80
留存收益	4537.23	5178.40	5146.10	5660.64	6180.54	PEG	1.56	0.05	0.05	0.12	0.35
少数股东权益	6.80	460.06	505.38	566.70	630.29	PB	1.03	0.97	0.89	0.81	0.73
负债和权益总计	21658.05	26211.97	27969.62	27671.16	28627.75	EV/EBITDA	14.32	8.87	6.89	6.07	5.29
						EV/SALES	1.07	0.78	0.71	0.67	0.62
现金流量表						EV/IC	0.77	0.79	0.67	0.65	0.61
						ROIC/WACC	0.53	1.12	1.34	1.41	1.42
经营活动现金流	952.60	633.89	1064.40	979.84	1443.45	REP	1.45	0.70	0.50	0.46	0.43
其中营运资本减少	-381.03	-1816.84	-450.45	-668.86	-322.93						
投资活动现金流	-345.59	183.74	-336.74	-461.82	-330.11						
其中资本支出	166.16	223.51	466.87	23.40	-116.76						
融资活动现金流	-1512.46	-895.96	-1608.93	-690.84	-913.95						
净现金总变化	-918.91	-89.87	-881.27	-172.83	199.39						

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>