

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 柳工 (000528): 产品结构优化, 毛利率有所提升

2019年11月5日

### 分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 6.32元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(百万股): 1476.11

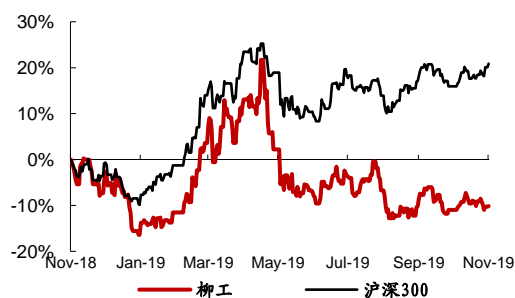
流通股本(百万股): 1462.62

流通A股市值(亿元): 92.44

每股净资产(元): 6.87

资产负债率(%): 61.87

### 公司近一年股价与沪深300指数相对涨跌幅



### 相关报告

1. 柳工 (000528): 历史积淀深厚, 国际化战略稳步推进
2. 柳工 (000528): 经营性现金流同比改善, 海外收入占比进一步提升

- 公司近日发布了2019年三季报, 报告期内实现营业收入142.19亿元, 同比增长5.59%; 归母净利润8.82亿元, 同比增长23.31%。从单季度情况来看, 2019Q3公司实现营业收入40.88亿元, 同比增长10.15%; 归母净利润2.21亿元, 同比增长85.16%。
- 综合毛利率提高, 期间费用率有所上升。2019年前三季度, 公司综合毛利率为23.98%, 同比上升1.02个百分点, 毛利率提升的主要原因在于公司产品结构优化, 高毛利产品销量有所提高。报告期内, 公司期间费用率同比上升0.47个百分点至15.76%。其中, 销售费用率同比上升1.09个百分点至9.67%, 管理+研发费用率同比减少0.23个百分点至5.59%; 财务费用率同比减少0.4个百分点至0.5%。
- 行业景气周期有望持续, 公司将从中不断受益。在基建投资增速逐步趋稳、行业替换周期到来以及一带一路战略背景下出口增量市场打开等多重因素共振下, 工程机械此轮景气周期有望拉长。公司在挖掘机、装载机、推土机、平地机等产品领域的市占率处于国内领先地位, 在行业市场集中度不断提升的过程中, 有望凭借完善的产品体系进一步提升市场份额。
- 深耕国际化, 海外业务有望成为重要的收入增长点。公司是国内行业中最早开展国际业务的企业之一, 目前已进入深度国际化阶段, 业务范围基本覆盖了“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区, 2019H1公司海外收入同比增长17.58%至17.47亿元, 收入占比、毛利占比分别同比上升2.01、4.79个百分点, 随着国际化战略的稳步推进, 公司未来成长空间有望进一步打开。
- 集团混改方案获批, 有利于提升公司市场竞争力。2019年10月9日, 公司控股股东柳工集团混改方案获得广西国资委审批通过, 未来有望通过引入外部战略投资者、资产整合等手段实现资产质量和经营效率的提升, 有利于促进公司协同发展。
- 盈利预测与投资评级: 预计公司2019-2021年EPS分别为0.66、0.74、0.81元, 以11月4日6.32元的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为9.58、8.54、7.80倍, 维持公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示: 基建固定资产投资低于预期; 市场竞争加剧导致公司业绩不达预期; 海外业务开拓不及预期; 国内外二级市场风险。

### 主要财务数据及预测

单位: 百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11264.21	18084.84	19865.09	21348.91	22779.96
增长率 (%)	60.79%	60.55%	9.84%	10.13%	6.34%
归属母公司股东净利润	322.93	790.14	980.00	1098.52	1191.90
增长率 (%)	555.56%	144.68%	24.03%	12.09%	8.50%
每股收益 (元)	0.22	0.54	0.66	0.74	0.81
市盈率 (倍)	28.73	11.70	9.58	8.54	7.80

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 公司2019-2021年业绩系作者预测值

**表 1: 财务报表预测和估值数据汇总**

利润表					财务分析和估值指标汇总				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18084.84	19865.09	21348.91	22779.96	<b>收益率</b>				
减: 营业成本	13959.31	15241.04	16464.16	17611.84	毛利率	22.81%	23.28%	22.88%	22.69%
营业税金及附加	98.73	108.45	116.55	124.37	期间费用/销售收入	15.88%	16.06%	15.34%	15.06%
销售费用	1598.11	1797.79	1878.70	2004.64	EBIT/销售收入	6.46%	7.55%	7.61%	7.44%
管理费用	1117.01	1142.24	1174.19	1252.90	EBITDA/销售收入	8.02%	10.88%	10.93%	10.64%
财务费用	156.38	250.62	222.47	172.94	销售净利率	4.65%	5.28%	5.51%	5.60%
资产减值损失	328.43	155.00	170.00	170.00	<b>资产获利率</b>				
加: 投资收益	81.65	0.00	0.00	0.00	ROE	8.46%	9.43%	9.78%	9.82%
公允价值变动损益	1.47	0.00	0.00	0.00	ROA	3.51%	5.43%	5.76%	5.91%
其他经营损益	-418.47	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.57%	7.00%	7.15%	7.47%
<b>营业利润</b>	<b>1022.38</b>	<b>1169.95</b>	<b>1322.83</b>	<b>1443.28</b>	<b>增长率</b>				
加: 其他非经营损益	11.16	78.86	78.86	78.86	销售收入增长率	60.55%	9.84%	7.47%	6.70%
<b>利润总额</b>	<b>1033.54</b>	<b>1248.81</b>	<b>1401.68</b>	<b>1522.14</b>	EBIT 增长率	145.05%	28.30%	8.32%	4.37%
减: 所得税	192.57	199.59	225.58	246.06	EBITDA 增长率	104.00%	48.86%	8.01%	3.87%
<b>净利润</b>	<b>840.97</b>	<b>1049.21</b>	<b>1176.10</b>	<b>1276.08</b>	净利润增长率	160.97%	24.03%	12.09%	8.50%
减: 少数股东损益	50.82	69.21	77.58	84.18					
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>790.14</b>	<b>980.00</b>	<b>1098.52</b>	<b>1191.90</b>					
<b>资产负债表</b>					<b>资本结构</b>				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	61.48%	60.06%	57.64%	54.88%
货币资金	3991.22	5363.57	5764.20	6150.59	投资资本/总资产	66.77%	65.64%	64.32%	62.86%
应收和预付款项	4442.11	4717.46	5241.04	5515.57	带息债务/总负债	45.36%	43.49%	38.81%	33.06%
存货	5167.60	5997.99	6288.70	6757.11	流动比率	1.51	1.57	1.70	1.87
其他流动资产	4359.76	4359.76	4359.76	4359.76	速动比率	0.70	0.77	0.86	0.96
长期股权投资	518.88	518.88	518.88	518.88	<b>资产管理效率</b>				
投资性房地产	72.71	59.00	45.28	31.56	总资产周转率	0.71	0.72	0.76	0.79
固定资产和在建工程	2949.58	2478.34	1949.77	1401.20	固定资产周转率	6.63	8.81	10.95	16.26
无形资产和开发支出	825.89	830.81	759.36	672.91	应收账款周转率	4.64	4.81	4.66	4.74
其他非流动资产	3287.81	3282.27	3276.74	3276.74	存货周转率	2.70	2.54	2.62	2.61
<b>资产总计</b>	<b>26211.97</b>	<b>27497.64</b>	<b>28093.30</b>	<b>28573.89</b>					
短期借款	3977.75	4249.31	3348.59	2243.59	<b>业绩和估值指标</b>				
应付和预收款项	6977.27	7987.49	8565.41	9154.48	单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
长期借款	2961.50	2961.50	2961.50	2961.50	EBIT	1168.68	1499.43	1624.15	1695.08
其他负债	1382.47	1382.47	1382.47	1382.47	EBITDA	1451.23	2160.36	2333.42	2423.81
<b>负债合计</b>	<b>16114.47</b>	<b>16580.77</b>	<b>16257.98</b>	<b>15742.04</b>	归母净利润	790.14	980.00	1098.52	1191.90
股本	1462.81	1462.81	1462.81	1462.81	EPS (元)	0.54	0.66	0.74	0.81
资本公积	3089.92	3089.92	3089.92	3089.92	BPS (元)	6.53	7.04	7.61	8.23
留存收益	5084.71	5834.86	6675.73	7588.08	PE(倍)	11.70	9.58	8.54	7.80
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>9637.45</b>	<b>10387.59</b>	<b>11228.46</b>	<b>12140.81</b>	PB(倍)	0.97	0.90	0.83	0.77
少数股东权益	460.06	529.28	606.86	691.04	PS(倍)	0.52	0.47	0.44	0.41
<b>股东权益合计</b>	<b>10097.51</b>	<b>10916.87</b>	<b>11835.32</b>	<b>12831.84</b>	EV/EBITDA(倍)	7.83	7.85	6.91	6.23
负债和股东权益合计	26211.97	27497.64	28093.30	28573.89					
<b>现金流量表</b>									
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营性现金净流量	633.89	1939.47	1963.31	2115.73					
投资性现金净流量	183.74	-201.84	-181.84	-171.84					
筹资性现金净流量	-895.96	-208.92	-1380.84	-1557.50					
<b>现金流量净额</b>	<b>-78.32</b>	<b>1528.72</b>	<b>400.63</b>	<b>386.39</b>					

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 公司 2019-2021 年业绩系作者预测值

## 分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层