

公司研究/更新报告

2019年12月31日

机械设备/工程机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.94
合理价格区间(元): 7.74~8.56

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

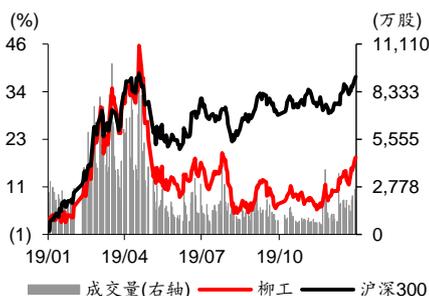
黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

时威 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1 《柳工(000528,买入): Q1 盈利增 143%, 市场竞争力提升》2018.04
- 2 《柳工(000528,买入): Q1 业绩快速增长, 市占率大幅提升》2018.04
- 3 《柳工(000528,买入): 市场地位快速提升, 继续坚定推荐》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,476
流通 A 股 (百万股)	1,463
52 周内股价区间 (元)	6.01-8.75
总市值 (百万元)	10,243
总资产 (百万元)	27,850
每股净资产 (元)	6.87

资料来源: 公司公告

竞争力提升有望带来估值修复

柳工(000528)

竞争力提升有望带来估值修复

2020 年工程机械行业有望平稳发展, 或将得益于基建温和回升以及地产保持韧性。公司业绩持续回升, 挖掘机与装载机实现较快增长, 大吨位及高端产品占比提升, 主要产品市占率仍有上升空间。公司经营稳健, 现金流充裕, 资产质量健康。预计 19-21 年 EPS 为 0.69/0.82/0.92 元, PE 为 10.1/8.5/7.6x。竞争力提升有望带来估值修复, 给予公司 2020 年 PE 估值 9.5x~10.5x, 对应目标价 7.74~8.56 元, 维持“买入”评级。

工程机械: 基建温和回升, 地产韧性显现, 有望支撑行业保持平稳发展

2019 年下半年财政与政策对基建的扶持力度加大, 重大基建项目陆续开工, 资金来源逐步改善, 2020 年基建投资增速有望回升, 我们判断 2020 年工程机械行业仍将保持平稳发展, 大幅下滑概率不大。经过 16-19 年持续三年的行业高景气状态, 国产工程机械龙头公司的经营质量已逐步改善。2019 年工程机械行业竞争已趋白热化, 一线主机厂市占率导向意图明显。但考虑到上一轮周期顶点的前车之鉴, 我们预计 2020 年主机厂销售政策过于激进的概率较低, 或更加注重产品结构改善与差异化竞争。

柳工: 业绩持续回升, 资产质量健康

2019 年前三季度, 公司实现营业收入 142 亿元/+5.59%, 归母净利润 8.82 亿元/+23.31%。自 2015 年以来, 公司业绩持续回升, 得益于工程机械行业回暖, 挖掘机、装载机等品种实现较快增长, 以及盈利能力的持续修复。2018 年收入规模已超过 2011 年的历史峰值, 2019 年有望再创新高。公司产品结构优化, 大吨位产品和高端产品收入占比上升, 行业竞争趋于白热化的背景下, 保持相对稳定的毛利率。“降本控费”推进效果逐渐显现, 净利率持续改善。公司经营稳健, 存货消化充分, 坏账计提充分, 现金流充裕, 资产质量健康。

估值有望修复, 维持“买入”评级

我们预计 2020 年工程机械行业有望平稳发展, 公司产品品质过硬, 激励机制调整到位, 市占率有望提升。预计 2019-21 年营业收入为 196/210/218 亿元, 归母净利润为 10.14/12.03/13.52 亿元, EPS 为 0.69/0.82/0.92 元, PE 为 10.1/8.5/7.6x。同行业国内公司 2020 年 PE 均值为 10.3x, 海外龙头 CAT 与小松均值为 12.8x。当前公司估值处于行业底部, 竞争力提升有望带来估值修复, 给予公司 2020 年 PE 估值 9.5x~10.5x, 对应目标价 7.74~8.56 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济低于预期, 基建投资和地产投资低于预期; 行业竞争环境恶化, 价格战大范围爆发, 导致产品毛利率下滑; 应收账款累计带来的资产减值损失对当期净利润的影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,939	18,085	19,603	20,982	21,847
+/-%	70.42	51.48	8.40	7.03	4.12
归属母公司净利润 (百万元)	347.01	790.14	1,014	1,203	1,352
+/-%	604.45	127.70	28.32	18.66	12.35
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.54	0.69	0.82	0.92
PE (倍)	29.52	12.97	10.10	8.51	7.58

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

工程机械：基建地产韧性显现，有望支撑行业保持平稳发展

2019 下半年财政与政策对基建的扶持力度加大，重大基建项目陆续开工，资金来源逐步改善，2020 年基建投资增速有望回升，我们判断 2020 年工程机械行业仍将保持平稳发展，大幅下滑概率不大。经过 16-19 年持续三年的行业高景气状态，国产工程机械龙头公司的经营质量已逐步改善。2019 年工程机械行业竞争已趋白热化，一线主机厂市占率导向意图明显。但考虑到上一轮周期顶点的前车之鉴，我们预计 2020 年主机厂销售政策过于激进的概率较低，或更加注重产品结构改善与差异化竞争。

预计 2020 年工程机械行业有望平稳发展，大幅下滑概率不大

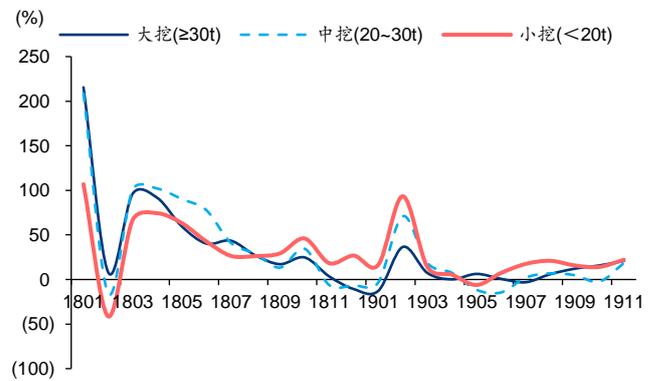
19 年 1-11 月挖掘机销量稳定增长。工程机械行业协会数据显示，2019 年 1-11 月挖掘机销量合计 21.55 万台/+15.0%。其中，国内销量为 19.18 万台/+12.8%，出口销量为 2.37 万台/+36.6%，外销市场正逐步成为重要增量。按照吨位分类来看，国内市场的大挖销量为 2.76 万台/+7.7%，得益于大型建设工程与矿山作业需求回暖；中挖销量为 4.82 万台/+8.3%，得益于地产新开工回升；小挖销量为 11.60 万台/+16.1%，得益于市政工程与新农村建设中人力替代的需求。

图表1：2019年1-11月挖掘机销量合计21.55万台，同比增长15.0%



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表2：201801-201911 挖掘机单月销量增速变化



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

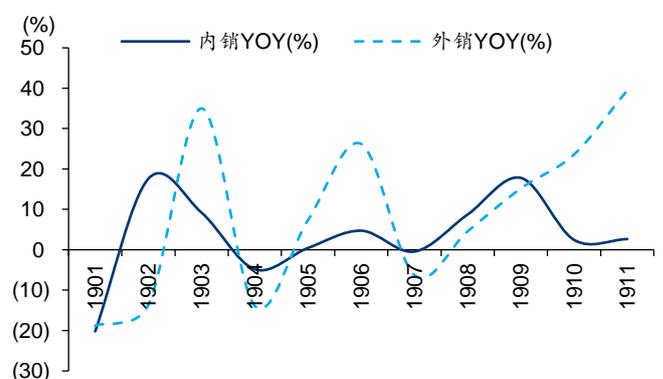
19 年 1-11 月装载机销量增长回暖。工程机械行业协会数据显示，2019 年 1-11 月装载机销量合计 11.34 万台/+4.07%，3 吨及以上销量合计 10.64 万台/+7.5%。其中，国内销量为 9.05 万台/+2.9%，出口销量为 2.29 万台/+9.2%。2019 上半年装载机销量增速波动较大，7 月至 11 月外销增速回升明显。

图表3：2019年1-11月装载机销量合计10.64万台，同比增长7.5%



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表4：201901-201911 装载机单月销量增速变化

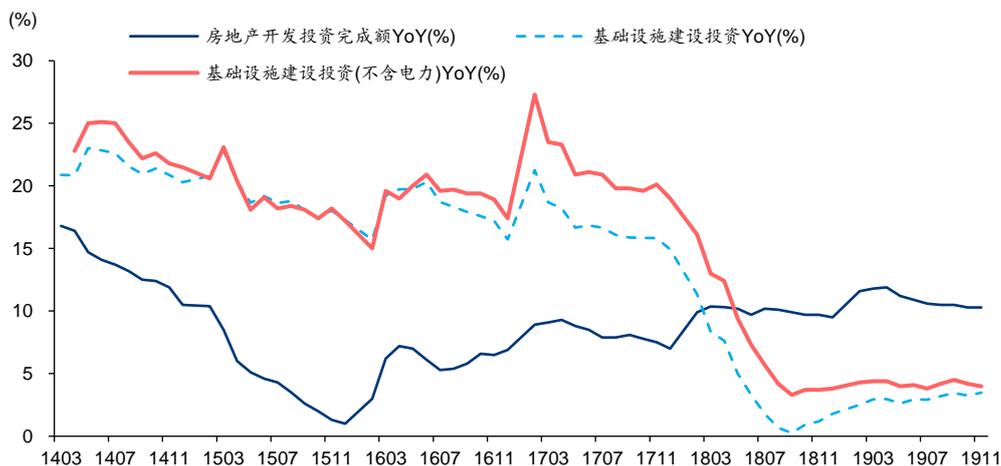


资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

地产投资韧性较强，基建投资增速有望回升

2019年1-11月基建及地产投资数据表现出较强的韧性。国家统计局数据显示，1-11月国内基建投资累计增速为3.47%，不含电力累计增速为4.0%，据宏观团队11月数据月报综述《经济企稳信号乍现》，今年基建投资呈现出结构分化特征，道路投资、生态环境治理投资较为强劲。地产方面，1-11月国内同比增长10.3%，5-11月虽总体呈现回落态势，但仍显示出足够的韧性。

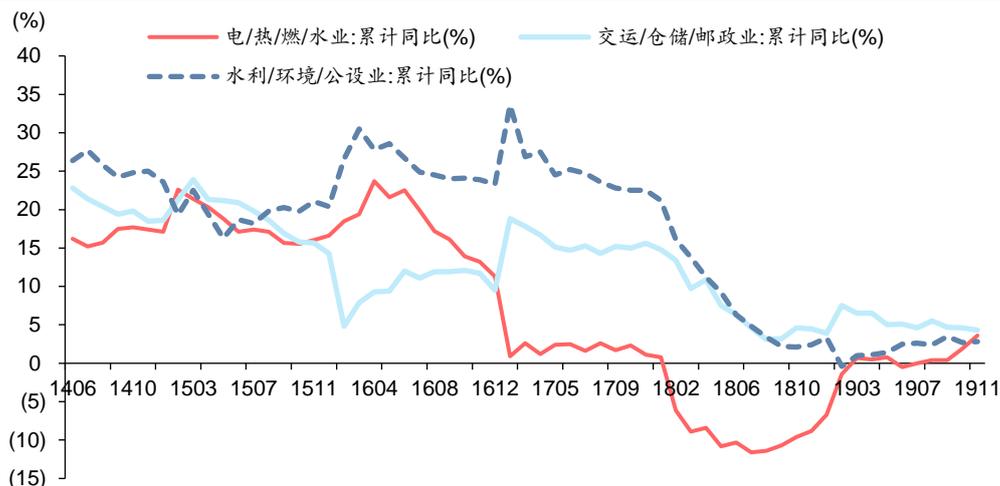
图表5：2019年1-11月国内地产投资增速保持韧性，基建投资增速缓慢回升



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

对明年地产投资增速不悲观，基建投资增速有望在明年Q1回升。据宏观团队11月数据月报综述《经济企稳信号乍现》预计，1) 地产行业的韧性可能不容低估，预计未来政策扩信用的重点是好项目和类地产，仍会对地产投资形成一定支撑，房地产投资明年边际拉动因素可能切换至竣工，明年地产投资增速仍不悲观；2) 基建方面，财政部已批复提前下达2020年部分专项债新增额度，有望在20Q1加快发行和落地，对基建投资的积极影响亦可能自20Q1逐步体现。

图表6：2019年1-11月基建细分行业中，道路与环保相关投资维持较高增速

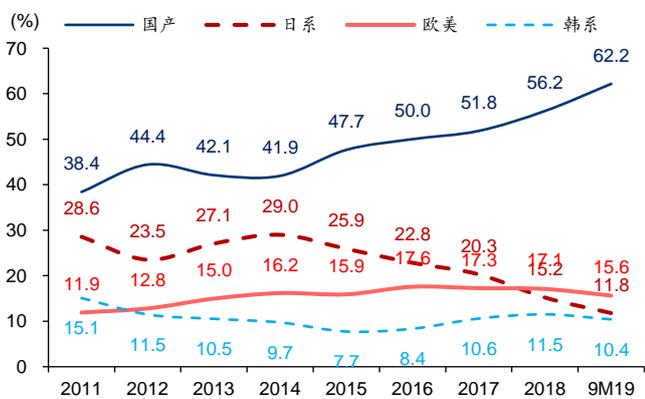


资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

行业竞争白热化，龙头市占率有望持续提升

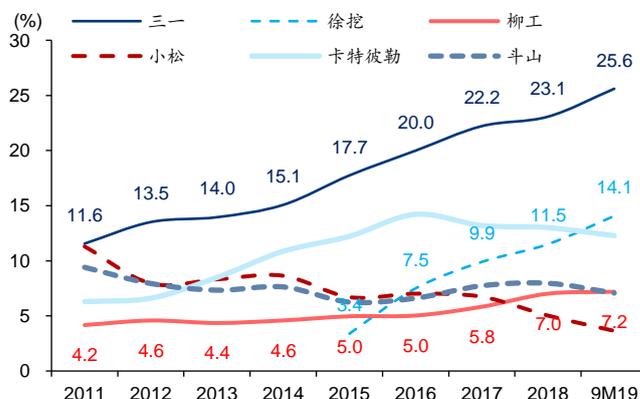
龙头企业市场份额持续提升。2018-19年，国产挖掘机品牌盈利能力实现快速修复，毛利率不断回升，产品结构不断优化，资产负债表质量持续提升。据协会数据，2019年前三季度挖机国产/日系/欧美/韩系品牌份额分别为62.2%/11.8%/15.6%/10.4%，国产品牌市占率持续提升，其中柳工市占率提升0.2pct，不及国产前两强三一和徐工的市占率涨幅。我们认为，龙头优势有望持续强化，我们预计2020年主机厂销售政策过于激进的概率较低，或更加注重产品结构改善与差异化竞争。

图表7：2019年1-9月挖机国产品牌份额相比2018年提升6.0pct



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表8：2019年1-9月挖机销量市占率：柳工提升0.2pct



资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

柳工：业绩持续回升，资产质量健康

业绩持续回升，挖掘机弹性较大

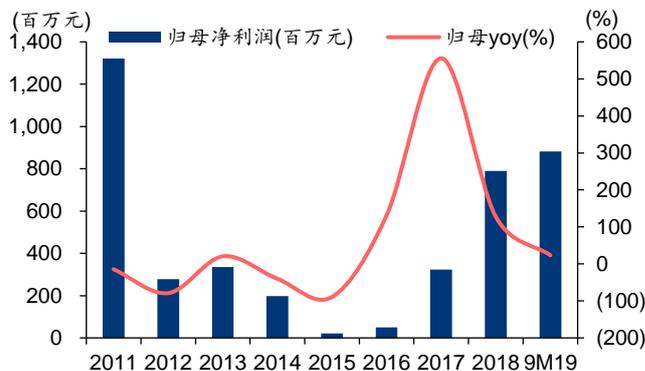
收入有望再创新高。2019年前三季度，公司实现营业收入142亿元/+5.59%，归母净利润8.82亿元/+23.31%。自2015年以来，公司业绩持续回升，得益于工程机械行业回暖，挖掘机、装载机等品种实现较快增长公司盈利能力的持续修复。2018年收入规模已超过2011年的历史峰值，2019年有望再创新高。

图表9：柳工历年营业收入与增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

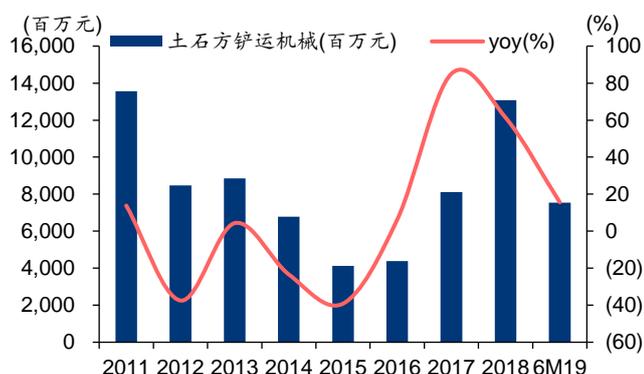
图表10：柳工历年归母净利润与增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

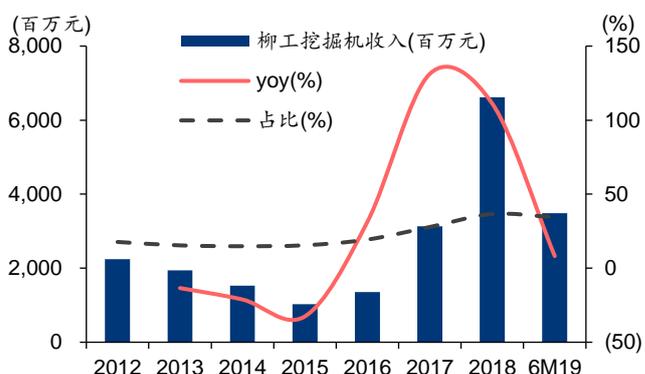
挖掘机是弹性较大的品种。2019年上半年，公司的土石方铲运机械收入为75亿元/+15.61%，自2015年持续较快增长；其他工程机械及配件收入为23亿元/-23.05%，融资租赁业务收入为2.55亿元/+27.48%。2015年以来，挖掘机是柳工收入结构中弹性较大的品种，收入增速持续高于公司整体收入增速，占比由2015年的16%提升至2019上半年的34%。

图表11：柳工历年土石方铲运机械收入与增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表12：柳工历年挖掘机收入、增速与占比

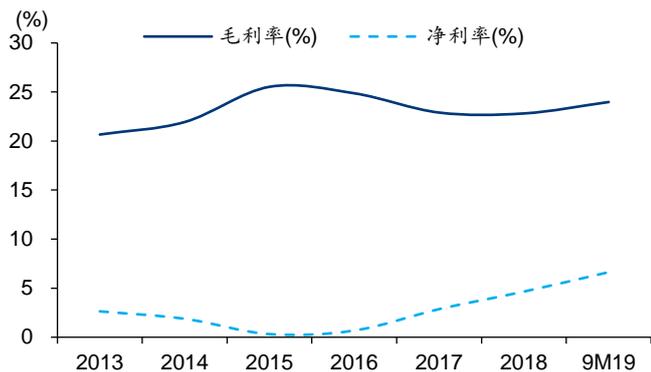


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

产品结构优化，降本控费见效

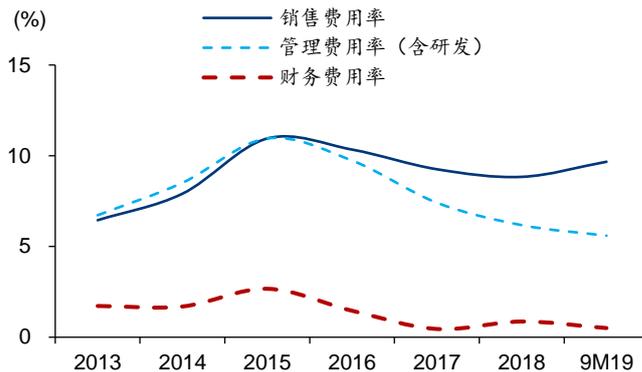
毛利率小幅提升，期间费用率稳中有降，净利率改善。2019年前三季度，公司毛利率为23.98%，同比上升1.02 pct，净利率为6.63%，同比上升0.96 pct，公司主要产品的毛利率相对稳定，2017年以来小幅提升，主要得益于大吨位产品和高端产品收入占比的上升。“降本控费”推进效果逐渐显现，净利率持续改善。2017-18年销售费用率与管理费用率(含研发)连续同比下降，19年前三季度管理、研发、财务费用率同比下降，部分对冲销售费用率上升的影响。

图表13: 柳工历年毛利率与净利率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

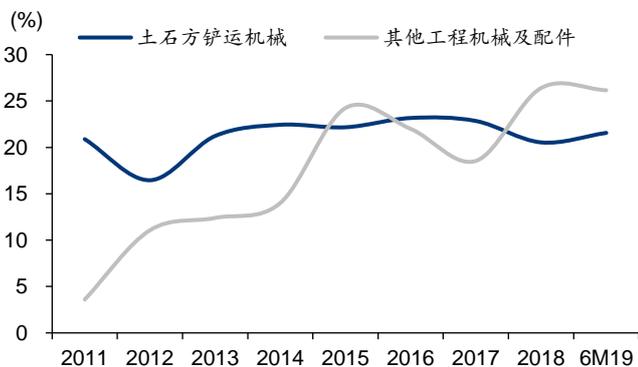
图表14: 柳工历年期间费用率



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

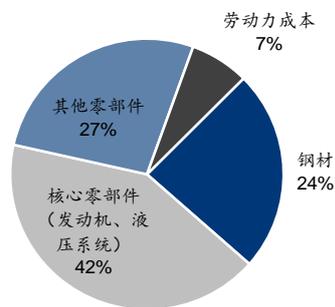
土石方铲运机械毛利率更为稳定。2008-10年, 该业务收入规模和毛利率同步逐年上升; 2011-13年, 工程机械行业从高点回落, 该业务收入规模大幅下降, 毛利率在2012年触底后反弹; 2014-18年及19上半年, 该业务收入触底后持续回升, 但毛利率稳定在20~23%的区间内。该业务成本结构中, 原材料占比达到92%~96%, 包括钢材、核心零部件(发动机与液压系统等)以及其他零部件。原材料成本上升会增加公司的采购成本, 但公司通过提高市占率和制造效率、改善产品结构等手段进行对冲, 稳定产品盈利能力。从历史数据来看, 钢材价格(占成本1/4左右)的变化对该业务毛利率的影响不显著, 间接反映出公司对原材料价格波动的应对得当。

图表15: 柳工土石方铲运机械毛利率相对更加稳定



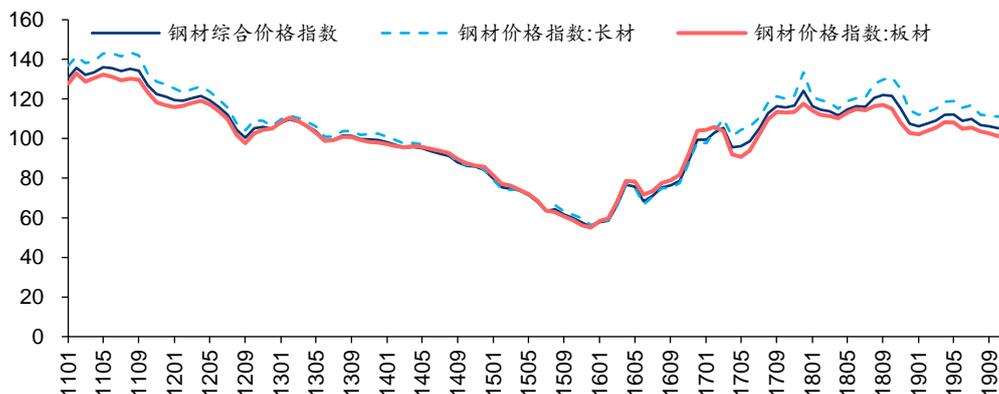
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表16: 2018年挖掘机生产成本构成



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表17: 2011-19年钢材综合价格指数走势

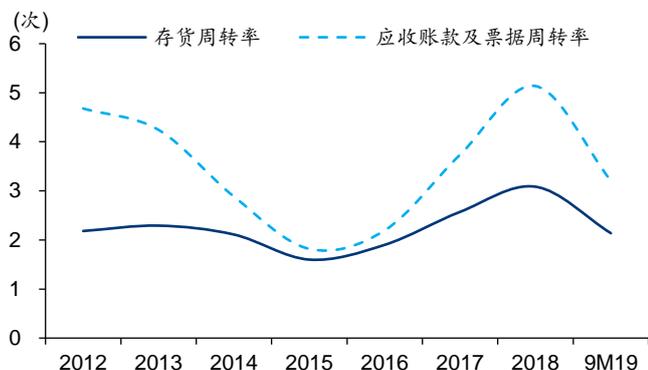


资料来源: 国家统计局、华泰证券研究所

资产质量健康，现金流保持稳健

营运效率略有波动。2019年1-9月，公司营运资金周转率为3.31次，同比下滑，其中应付周转天数增长，部分抵消应收和存货周转率下滑的影响。2019中报应收账款账龄结构中，公司1年内应收账款占比约达70%，而2年以上应收账款占比不足7%，长期应收账款占比较小。

图表18：柳工历年应收及存货周转率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

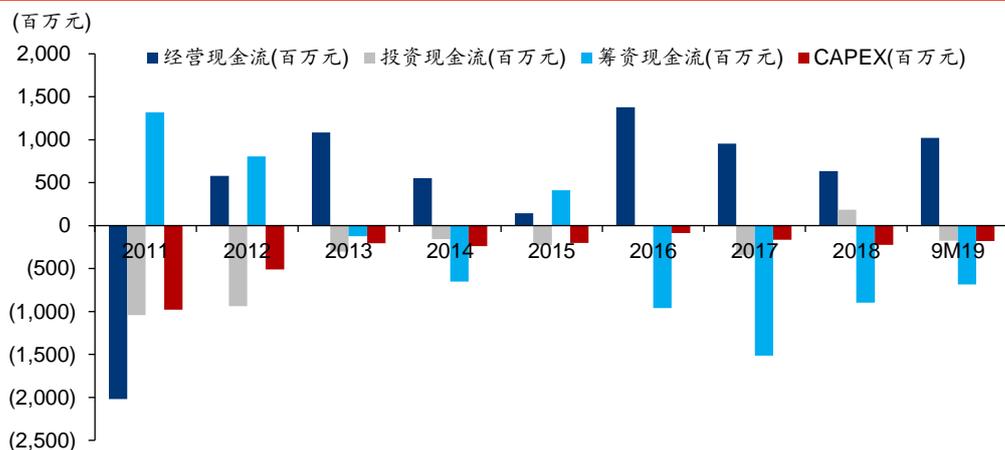
图表19：柳工历年应付周转天数



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

现金流相对稳健，资本开支趋于稳定。2012年以来，公司的经营现金流均保持正流入，2019年1-9月合计10.23亿元，高于同期的归母净利润。2015-16年，公司先后关闭了天津柳工推土机基地、上海叉车生产基地，分别并入常州基地和山东基地，将大型装载机制造基地扳回柳州总部，提升了常州、山东和柳州总部的产能利用率，资产盘活效果显著。公司短期内没有大幅扩产的计划，2018年末及2019年中，公司重要在建工程总预算合计约8000万元，以改造和智能化升级为主，我们预计未来2-3年资本开支将趋于稳定。

图表20：柳工历年现金流与资本开支



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

盈利预测与投资评级

关键假设与盈利预测

下游投资需求假设与挖掘机国内销量敏感性分析：2019 年 1-11 月，国内基建投资同比增长 3.47%，较 2018 全年增速回升约 1.7 pct；地产投资同比增长 10.20%，略高于 2018 全年增速，体现出一定韧性；挖掘机国内销量同比增长 12.82%，出口销量同比增长 36.59%，合计增长 15.02%。我们基于 3 类情景假设（下表）以及挖掘机保有量模型，对 2020-21 年挖掘机销量进行预测和敏感性分析。在中性/乐观/悲观假设下，我们预计 2020 年挖掘机国内销量同比增速分别为-5%/11%/-21%，叠加 10% 的出口增速假设，则行业销量同比增速为-3%/11%/-18%。

图表21： 下游投资需求情景假设表

假设表	2020 年		2021 年	
	基建投资增速	地产投资增速	基建投资增速	地产投资增速
中性假设	7%	7%	3%	3%
乐观假设	10%	10%	6%	6%
悲观假设	4%	4%	0%	0%

资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

图表22： 工程机械保有量计算公式（以 2017 年为例）

2017 年的 n 年保有量 (n = 6, 8, 10)

$$= \left(\sum_{2017-n+1}^{2017} \text{国内销量} + \sum_{2017-n+1}^{2017} \text{进口量} + \sum_{2017-n+1}^{2017} \text{未纳入统计销量} \right) + \left((2017-n) \text{年国内销量} + (2017-n) \text{年进口量} + (2017-n) \text{年未纳入统计销量} \right) \times 50\%$$

未纳入统计销量 = 纳入统计的国内销量 × 10%

资料来源：工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表23： 2020 年挖掘机国内销量增速敏感性分析（横轴为地产投资增速，纵轴为基建投资增速）

基建投资	地产投资	地产投资							
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观		
悲观	4%	4%	-21%	-19%	-17%	-14%	-12%	-10%	-8%
	5%	-18%	-16%	-14%	-11%	-9%	-7%	-5%	
	6%	-15%	-13%	-11%	-8%	-6%	-4%	-2%	
中性	7%	-12%	-10%	-7%	-5%	-3%	-1%	2%	
	8%	-9%	-7%	-4%	-2%	0%	2%	5%	
	9%	-6%	-3%	-1%	1%	3%	5%	8%	
乐观	10%	-3%	0%	2%	4%	6%	9%	11%	

资料来源：国家统计局、工程机械行业协会、华泰证券研究所

图表24： 2021 年挖掘机国内销量增速敏感性分析（横轴为地产投资增速，纵轴为基建投资增速）

基建投资	地产投资	地产投资							
		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观		
悲观	0%	0%	-25%	-22%	-20%	-17%	-14%	-12%	-9%
	1%	-21%	-19%	-16%	-13%	-11%	-8%	-6%	
	2%	-18%	-15%	-12%	-10%	-7%	-5%	-2%	
中性	3%	-14%	-11%	-9%	-6%	-4%	-1%	2%	
	4%	-11%	-8%	-5%	-3%	0%	3%	5%	
	5%	-7%	-4%	-2%	1%	4%	6%	9%	
乐观	6%	-3%	-1%	2%	5%	7%	10%	12%	

资料来源：国家统计局、工程机械行业协会、华泰证券研究所

营业收入预测。2019年1-9月，公司实现营业收入142亿元/+5.59%，收入增速较1-6月提升1.73 pct。2019上半年工程机械行业竞争激烈，公司经营相对谨慎；三季度以来挖掘机行业增长超预期、装载机行业迎来恢复性增长，公司积极调整，实现中大型产品市占率提升；我们预计2019全年收入增速有望较前三季度继续回升。2020-21年工程机械行业有望平稳发展，大幅下滑概率不大，得益于基建投资增速有望回升、地产投资保持一定韧性、存量更新和环保更新需求。公司产品技术领先、渠道建设力度加大，2020-21年各产品线市占率有望持续提升，实现高于行业整体水平的收入增速。

从细分业务来看：

1) 挖掘机业务：19年1-9月公司挖掘机销量在国内销售与出口市场的份额约为7.2%，相比1-6月提升0.4 pct，2017-18年市占率同比分别提升0.8 pct/1.2 pct。公司19年10月31日IR活动记录中披露，战略规划到2025年争取挖掘机市占率达到15~16%，公司新一代挖掘机产品将于2020年年底正式推向市场。新产品面向中国、欧美以及印度等新兴市场，兼顾中国、欧洲和北美的市场需求，覆盖从1吨到90吨绝大部分的细分市场。我们看好公司在挖掘机业务的投入力度和挖掘机新品的市场竞争力，在所述的挖掘机行业中性假设下，预计2020-21年公司挖掘机业务有望逆势增长，市占率分别提升1.2 pct/1.0 pct，对应销量同比增速分别为12%/6%。

2) 装载机业务：19年1-9月3吨以上装载机行业销量同比增长7.09%，行业出现恢复性增长，全年销量增速或不低于7%。但考虑到装载机保有量因素，2020-21年装载机销量或将分别同比下滑5%左右。公司19年8月30日IR活动记录中披露，拟定国内业务优于行业增速20%的目标，主要考核销售收入。20-21年公司装载机份额有望稳中有升，同比下滑速度或低于行业整体水平，我们保守预计销量分别同比下滑-3%/-3%。

3) 融资租赁业务：来自于柳工全资子公司中恒租赁公司的并表。中恒租赁为客户采购柳工及其他供货商的机械产品提供融资租赁服务，租赁期内产生的租金计入该项业务收入。柳工主要产品销售模式有融资租赁、定向保兑仓、全额付款，2016-18年及2019年1-6月融资租赁模式销售金额分别为14.20/41.36/84.92/47.70亿元，占比分别为22%/38%/48.1%/48.3%。融资租赁模式的出租人包括中恒租赁和外部非关联方机构，2016-18年末，中恒租赁为柳工产品终端客户所开展的融资租赁余额分别为8.09/14.91/35.54亿元。随着融资租赁模式占产品销售比重提升、中恒租赁融资余额规模提升、柳工产品销售增速放缓，中恒租赁的租金收入增速有望超过公司整体收入增速。

毛利率预测。2019年1-9月，公司综合毛利率为23.98%，较1-6月提升0.88 pct。公司以规模和盈利的同步增长作为核心，坚守稳健的销售策略。在2019上半年工程机械行业竞争较为激烈的时候，公司通过提升内部运营效率、降低成本等手段，巩固盈利水平。我们预计，2020-21年，公司将继续通过提高生产效率、改善产品结构等手段稳定盈利能力。挖掘机业务毛利率较高，2020-21年挖掘机收入占比有望提升，带动土石方铲运机械业务毛利率稳步上升。

图25: 2019-2021年柳工收入及毛利率预测

	2016	2017	2018	6M19	2019E	2020E	2021E
合计							
收入(百万元)	7,005	11,264	18,085	10,131	19,603	20,982	21,847
收入增速(%)	5.25	60.79	51.48	3.86	8.40	7.03	4.12
毛利率(%)	24.87	22.90	22.81	23.10	23.32	23.56	23.89
土石方铲运机械							
收入(百万元)	4,382	8,110	13,084	7,547	15,177	16,695	17,530
收入增速(%)	6.23	85.07	61.33	15.61	16.00	10.00	5.00
毛利率(%)	23.17	22.85	20.54	21.56	22.00	22.25	22.50
其他工程机械及配件							
收入(百万元)	2,207	2,798	4,563	2,329	3,878	3,684	3,684
收入增速(%)	2.35	26.76	63.08	-23.05	-15.00	-5.00	0.00
毛利率(%)	21.99	18.54	26.39	26.16	26.00	26.00	26.00
融资租赁业务							
收入(百万元)	416	356	438	255	548	603	633
收入增速(%)	11.22	-14.33	22.97	27.48	25.00	10.00	5.00
毛利率(%)	58.04	58.34	53.46	40.66	41.00	45.00	50.00

注: 土石方铲运机械包括装载机、挖掘机、平地机、滑移装载机、两头忙、推土机、旋挖钻机、抓斗;

其他工程机械及配件包括除土石方机械分部外的整机及配件;

融资租赁业务为客户采购本公司及其他供货商的机械产品提供金融服务;

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

费用率预测:

1) 销售费用率: 2019年1-9月, 公司的销售费用率为9.67%, 同/环比分别增加1.09/0.59 pct。其中, 人工费用增长较快, 销售员工数与人均费用均有所增长。2020-21年, 考虑到行业将进入平稳发展期, 我们预计公司大规模扩充销售人员的概率较低, 但人均费用以及其他销售费用增长速度或将接近于营业成本的增速。

2) 管理费用率: 2019年1-9月, 公司的管理费用率为3.23%, 同/环比分别增加0.40/0.11 pct。2020-21年, 我们预计公司管理人员规模与管理费用中的折旧摊销保持稳定, 人均费用与其他管理费用增长速度或将接近于营业成本增速。

3) 研发费用率: 2019年1-9月, 公司的研发费用率为2.37%, 同比减少0.34 pct, 环比增加0.08 pct。公司具备较为完善的研发体系, 研发机构包括研究总院、产品研究院、零部件研究所、海外研究所。公司通过对研发持续投入, 保持技术和产品的领先, 与竞争对手形成差异化竞争。2020-21年, 我们预计公司仍将保持一定规模的研发投入, 研发费用占营业收入的比例有望维持与2018年、2019年1-9月相当的水平。

4) 财务费用率: 2019年1-9月, 公司的财务费用率为0.5%, 同比减少0.4 pct, 环比增加0.06 pct。2020-21年, 公司经营活动现金流有望保持正增长, 货币资金增长, 短期借款大幅增加概率较低, 长期借款稳步下行, 财务费用率有望维持稳定。

图26: 2019-2021年柳工销售/管理/研发费用率预测

	2016	2017	2018	6M19	2019E	2020E	2021E
销售费用(百万元)	724.30	1,042.68	1,598.11	1,374.82	1,782.88	1,901.69	1,971.89
销售费用率	10.34%	9.26%	8.84%	9.67%	9.09%	9.06%	9.03%
管理费用(百万元)	682.03	834.70	698.54	458.93	746.71	792.95	820.05
管理费用率	9.74%	7.41%	3.86%	3.23%	3.81%	3.78%	3.75%
研发费用(百万元)	-	-	418.47	336.32	450.88	482.59	502.48
研发费用率	-	-	2.31%	2.37%	2.30%	2.30%	2.30%
财务费用(百万元)	102.15	48.62	156.38	71.47	104.23	107.22	109.89
财务费用率	1.46%	0.41%	0.86%	0.50%	0.53%	0.51%	0.50%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

投资评级

市占率提升带来估值修复，维持“买入”评级。我们预计2020年工程机械行业有望平稳发展，公司产品品质过硬，激励机制调整到位，市占率有望提升。预计2019-21年营业收入为196/210/218亿元，归母净利润为10.14/12.03/13.52亿元，EPS为0.69/0.82/0.92元，PE为10.1/8.5/7.6x。同行业国内公司2020年PE均值为10.3x，海外龙头CAT与小松均值为12.8x。当前公司估值处于行业底部，未来市占率提升有望带来估值修复，给予公司2020年PE估值9.5x~10.5x，对应目标价7.74~8.56元，维持“买入”评级。

图表27：可比公司估值

证券代码	证券简称	预测来源	总市值 亿元	PE(x)				PB(x)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
国内公司均值				31.56	13.15	10.30	8.87	2.55	2.10	1.77	1.50
三一重工	600031.SH	万得一致预期	1,436	23.48	12.93	11.13	10.02	4.62	3.48	2.79	2.31
中联重科	000157.SZ	万得一致预期	514	26.02	12.40	10.20	9.15	1.38	1.27	1.18	1.08
徐工机械	000425.SZ	万得一致预期	429	20.95	11.00	9.11	8.05	1.68	1.46	1.26	1.10
建设机械	600984.SH	万得一致预期	86	55.79	16.27	10.74	8.28	2.54	2.19	1.84	1.50
海外公司均值				11.48	12.97	12.80	12.21	3.72	3.53	3.16	2.87
卡特彼勒	CAT US	彭博一致预期	815	13.14	13.42	13.50	12.95	6.05	5.74	5.07	4.56
小松	6301 JP	彭博一致预期	25,929	9.81	12.53	12.09	11.46	1.39	1.32	1.25	1.18
本报告公司											
柳工	000528.SZ	华泰证券	102	12.97	10.10	8.51	7.58	1.06	0.97	0.90	0.82

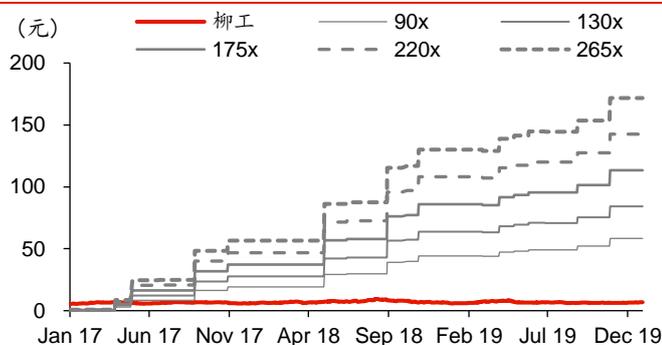
单位：国内公司的EPS/市值为人民币，海外公司卡特彼勒为美元、小松为日元；

数据时间：2019年12月31日

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

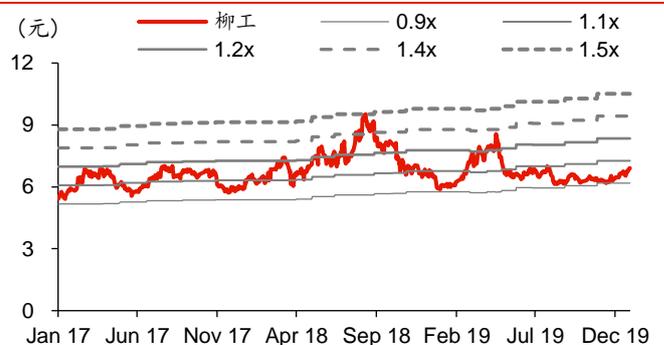
PE/PB - Bands

图表28：柳工历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表29：柳工历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

宏观经济低于预期，基建投资和地产投资低于预期。全球经济增长放缓外需走弱，中美贸易摩擦加剧，外部环境不确定性加剧，将进一步加大国内经济下行压力。受制于地方债务隐性约束，基建投资增速可能未如预期提升，地产投资增速收缩的幅度大于预期。

行业竞争环境恶化，价格战大范围爆发，导致产品毛利率下滑。工程机械行业是一个充分竞争的行业，除了混凝土机械行业基本形成双寡头格局，推土机一家独大，起重机三足鼎力的格局相对稳固之外，其余子行业包括挖掘机、装载机的竞争还是异常激烈，局部的价格竞争时有发生，如果价格战扩大到全国范围，行业整体盈利将受到影响。

应收账款累计带来的资产减值损失对当期净利润的影响。如果下游开工率下降使得客户现金流紧张将会影响信用销售的客户换款，应收账款累计带来的资产减值损失对当期净利润的影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,095	17,962	19,009	20,325	21,147
现金	3,952	3,991	3,921	4,196	4,369
应收账款	2,899	3,533	4,166	4,459	4,642
其他应收账款	405.34	368.95	490.09	524.55	546.17
预付账款	171.15	177.68	195.41	208.50	216.17
存货	4,198	5,168	4,836	5,160	5,350
其他流动资产	3,468	4,724	5,401	5,777	6,023
非流动资产	7,805	8,250	8,508	8,677	8,716
长期投资	436.93	518.88	570.75	570.75	570.75
固定投资	2,698	2,726	2,781	2,765	2,706
无形资产	796.95	777.25	729.68	678.77	625.76
其他非流动资产	3,873	4,227	4,426	4,662	4,814
资产总计	22,899	26,212	27,517	29,002	29,863
流动负债	11,153	12,138	12,466	13,403	13,554
短期借款	3,471	3,978	3,171	3,530	3,308
应付账款	2,714	3,380	3,006	3,208	3,326
其他流动负债	4,968	4,780	6,289	6,665	6,921
非流动负债	1,743	3,977	3,988	3,560	3,192
长期借款	1,000	2,962	2,662	2,362	2,062
其他非流动负债	743.01	1,015	1,326	1,198	1,130
负债合计	12,896	16,114	16,453	16,962	16,746
少数股东权益	417.38	460.06	525.06	602.18	688.84
股本	1,125	1,463	1,476	1,476	1,476
资本公积	3,973	3,090	3,090	3,090	3,090
留存公积	4,557	5,178	5,973	6,872	7,863
归属母公司股东权益	9,586	9,637	10,539	11,438	12,429
负债和股东权益	22,899	26,212	27,517	29,002	29,863

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,045	633.89	750.39	1,147	1,487
净利润	369.47	840.97	1,079	1,280	1,438
折旧摊销	254.18	282.55	309.35	339.35	365.29
财务费用	48.62	156.38	104.23	107.22	109.89
投资损失	(42.55)	(81.65)	(90.00)	(100.00)	(110.00)
营运资金变动	119.03	(803.27)	(481.47)	(524.43)	(330.32)
其他经营现金	296.59	238.91	(170.65)	44.32	14.13
投资活动现金	(417.63)	183.74	(472.42)	(380.97)	(271.19)
资本支出	174.11	223.51	203.25	216.86	224.84
长期投资	165.46	(254.17)	42.52	0.00	0.00
其他投资现金	(78.05)	153.08	(226.65)	(164.10)	(46.35)
筹资活动现金	(1,542)	(895.96)	(348.51)	(490.04)	(1,043)
短期借款	34.05	506.96	(807.12)	359.36	(222.42)
长期借款	0.00	1,962	(300.00)	(300.00)	(300.00)
普通股增加	0.00	337.57	13.30	0.00	0.00
资本公积增加	452.23	(883.05)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,029)	(2,819)	745.30	(549.40)	(520.83)
现金净增加额	(928.05)	(89.87)	(70.54)	275.72	172.98

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,939	18,085	19,603	20,982	21,847
营业成本	9,188	13,959	15,031	16,038	16,628
营业税金及附加	87.43	98.73	97.44	102.15	105.10
营业费用	1,092	1,598	1,783	1,902	1,972
管理费用	637.29	698.54	746.71	792.95	820.05
财务费用	48.62	156.38	104.23	107.22	109.89
资产减值损失	230.90	328.43	202.81	216.67	225.03
公允价值变动收益	0.00	1.47	(14.10)	6.00	10.00
投资净收益	42.55	81.65	90.00	100.00	110.00
营业利润	502.04	1,022	1,291	1,533	1,724
营业外收入	22.03	12.60	13.00	14.00	13.00
营业外支出	9.50	1.44	4.00	5.00	4.00
利润总额	514.57	1,034	1,300	1,542	1,733
所得税	145.10	192.57	220.99	262.22	294.62
净利润	369.47	840.97	1,079	1,280	1,438
少数股东损益	22.46	50.82	65.00	77.12	86.65
归属母公司净利润	347.01	790.14	1,014	1,203	1,352
EBITDA	804.83	1,461	1,704	1,980	2,199
EPS (元, 基本)	0.31	0.54	0.69	0.82	0.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	70.42	51.48	8.40	7.03	4.12
营业利润	1,090	103.65	26.27	18.79	12.43
归属母公司净利润	604.45	127.70	28.32	18.66	12.35
获利能力 (%)					
毛利率	23.04	22.81	23.32	23.56	23.89
净利率	2.91	4.37	5.17	5.73	6.19
ROE	3.62	8.20	9.62	10.52	10.88
ROIC	4.40	9.94	11.45	13.04	14.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.32	61.48	59.79	58.49	56.07
净负债比率 (%)	47.77	48.11	44.55	43.87	41.62
流动比率	1.35	1.48	1.52	1.52	1.56
速动比率	0.96	1.03	1.12	1.11	1.14
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.74	0.73	0.74	0.74
应收账款周转率	3.56	4.66	4.29	4.14	4.08
应付账款周转率	4.33	4.58	4.71	5.16	5.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.54	0.69	0.82	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.43	0.51	0.78	1.01
每股净资产(最新摊薄)	6.49	6.53	7.14	7.75	8.42
估值比率					
PE (倍)	29.52	12.97	10.10	8.51	7.58
PB (倍)	1.07	1.06	0.97	0.90	0.82
EV_EBITDA (倍)	17.22	9.48	8.13	7.00	6.30

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com