

## 柳工 (000528.SZ) 工程机械行业

评级：买入 首次评级

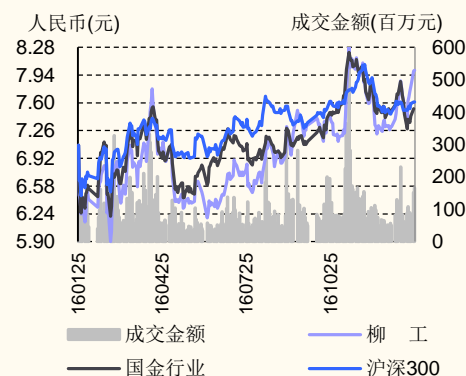
公司研究

市场价格(人民币): 8.00元  
 目标价格(人民币): 10.40-11.20元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,125.08
总市值(百万元)	9,001.94
年内股价最高最低(元)	8.28/5.90
沪深300指数	3364.45
深证成指	9941.55



## 低估值稳增长，工程机械传导装载机订单回暖

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.176	0.019	0.025	0.090	0.147
每股净资产(元)	8.08	7.91	8.22	8.31	8.45
每股经营性现金流(元)	0.49	0.13	0.13	0.32	0.47
市盈率(倍)	71.31	437.68	322.76	88.30	54.32
行业优化市盈率(倍)	84.30	71.12	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	-40.77%	-89.26%	30.70%	265.53%	62.55%
净资产收益率(%)	2.18%	0.24%	0.30%	1.09%	1.74%
总股本(百万股)	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24	1,125.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **工程机械行业回暖，公司业绩预计将止降回升。**2016年整体来看，挖掘机全年销量70319台，同比增长24.79%；产品需求从挖掘机传导，装载机订单触底回暖。16年第四季度装载机销量增速明显提升，单月销量10-12月分别为4826/5176/5168台，同比增速达到14.6%/21.9%/14.4%；16年全年销量61709台，同比下降5.12%（15年为65040台、14年150614台），降幅已明显收窄。柳工16年前三季度实现营业收入50.27亿元，同比略降0.44%，收入降幅已止住；从行业四季度情况看主要产品如挖掘机等的销量仍维持高速增长，预计公司全年收入可实现小幅正增。
- **重视研发投入，以装载机为基础形成土方机械产品系列。**柳工起始以装载机为基础，现已形成了装载机、挖掘机、平地机、压路机等系列产品。公司重视研发投入，柳工全球研发中心是国内土方机械领域唯一的国家工程技术研究中心。2015年研发投入2.65亿元，占营收比例3.98%，资本化研发投入占研发投入比例17.69%，在同行业上市公司中处于前列。
- **海外布局较早，开拓一带一路沿线市场。**海外业务方面公司开展较早，2002年提出“开放的、国际化的柳工”战略，主要有三方面布局：1) 建设营销网络推广品牌，公司目前在一带一路沿线65个国家基本都已有布局；2) 海外建厂，2008年于印度建厂；3) 兼并收购，2011年收购波兰HSW工程机械事业部。公司规划2020年海外销售收入占比将由目前的30%以上逐年提升至40%。
- **经营风格稳健，现金流明显改善、估值处于低位。**从行业基本面出发，现金流和ROE都处于底部回升，公司财务管控严格、整体经营风格稳健，从季报来看，柳工经营业绩在工程机械行业上市公司中处于较优水平。从利润表来看，柳工归母净利润629万，是4家实现盈利的公司之一；从现金流来看，公司16Q3经营净现金流达到10.46亿元，比上年同期增加8.54亿元，在8家同行业公司中排名第三；从资产负债表来看，公司应收账款与存货规模占收入比例为1.16，在8家公司中排名第二。最后，从估值来看，柳工当前PB仅1.02倍，在8家公司中处于较低水平（仅高于中联重科PB0.94倍）。

## 盈利预测

- 我们预测2016-2018年营业收入分别为67.4/70.35/73.38亿元，分别同比增长1.3%/4.4%/4.3%；归母净利润28/102/166百万元，分别同比增长

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨晔 联系人  
 biancy@gjzq.com.cn

31%/266%/63%；EPS 分别为 0.03/0.09/0.15 元，对应 PE 分别为 323/88/54 倍。

### 投资建议

- 我们认为工程机械行业筑底回升，公司作为行业龙头之一，经营稳健、资产质量较优，业绩有望逐步回升；公司地处广西柳州，临近东南亚等一带一路沿线国家，海外布局持续推进。公司当前 PB 仅 1.02 倍、低估值稳增长，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 10.4-11.2 元。

### 风险提示

- 固定资产投资大幅下滑，原材料价格大幅上升。

## 内容目录

1、工程机械年度收官，公司业绩预计将止降回升 .....	4
2、重视研发投入，海外布局开拓一带一路沿线市场 .....	4
3、经营风格稳健，现金流明显改善、估值处于低位 .....	5
4、盈利预测与投资建议 .....	6

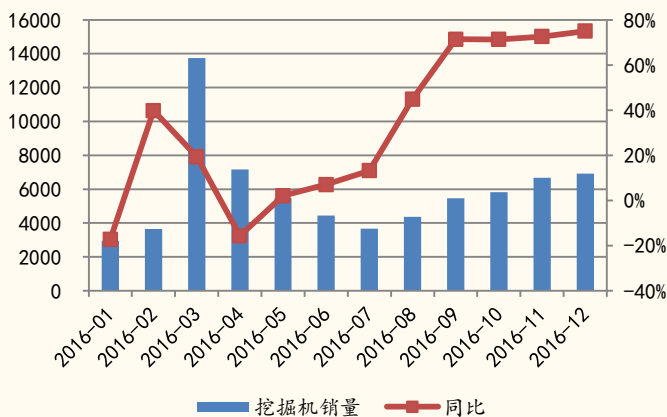
## 图表目录

图表 1：挖掘机销量维持高增长（单位：台） .....	4
图表 2：装载机销量增速明显提升（单位：台） .....	4
图表 3：公司主要土方机械产品 .....	4
图表 4：工程机械 8 家上市公司海外收入占比 .....	5
图表 5：工程机械 8 家上市公司 16Q3 归母净利润 .....	5
图表 6：工程机械 8 家上市公司 16Q3 现金流（万元） .....	5
图表 7：工程机械 8 家上市公司 16Q3 应收存货（亿元） .....	6
图表 8：工程机械 8 家上市公司 16Q3 应收和存货占比 .....	6
图表 9：工程机械 8 家上市公司 PB 情况 .....	6

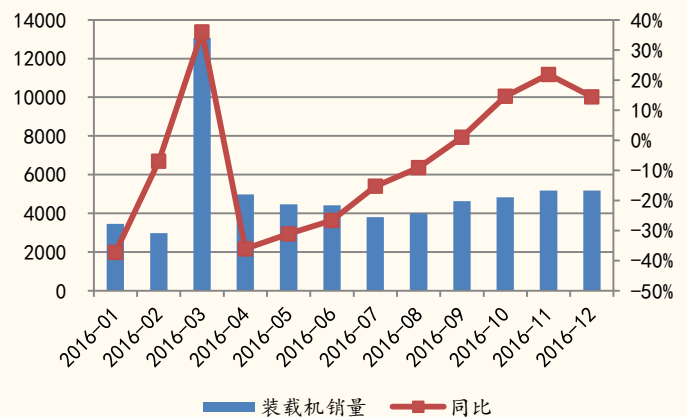
## 1、工程机械年度收官，公司业绩预计将止降回升

- **工程机械年度收官，主要产品销量止降回升。**2016 年整体来看，挖掘机全年销量 70319 台，同比增长 24.79%；产品需求从挖掘机传导，装载机订单触底回暖。16 年第四季度装载机销量增速明显提升，单月销量 10-12 月分别为 4826/5176/5168 台，同比增速达到 14.6%/21.9%/14.4%；16 年全年销量 61709 台，同比下降 5.12%（15 年为 65040 台、14 年 150614 台），降幅已明显收窄。
- 柳工是工程机械行业龙头之一，行业回暖之下，公司业绩有望重回增长。16 年前三季度实现营业收入 50.27 亿元，同比略降 0.44%，收入降幅已止住；从行业四季度情况看主要产品如挖掘机等的销量仍维持高速增长，预计公司全年收入可实现小幅正增。

图表 1：挖掘机销量维持高增长（单位：台）



图表 2：装载机销量增速明显提升（单位：台）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

## 2、重视研发投入，海外布局开拓一带一路沿线市场

- **重视研发投入，以装载机为基础形成土方机械产品系列。**柳工起始以装载机为基础，现已形成了装载机、挖掘机、平地机、压路机等系列产品。公司重视研发投入，柳工全球研发中心是国内土方机械领域唯一的国家工程技术研究中心。2015 年研发投入 2.65 亿元，占营收比例 3.98%，资本化研发投入占研发投入比例 17.69%，在同行业上市公司中处于前列。

图表 3：公司主要土方机械产品

轮式装载机



中型挖掘机



机械式振动压路机

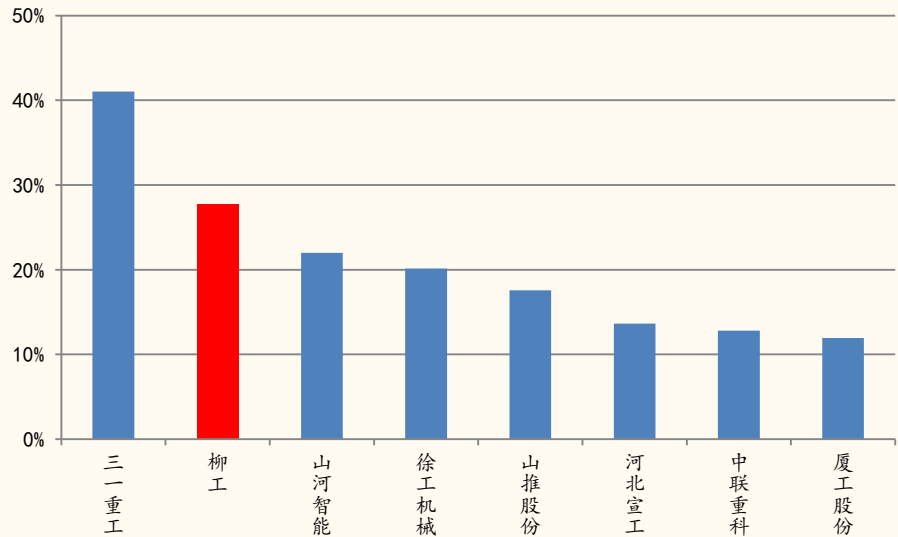


来源：公司网站，国金证券研究所

- **海外布局较早，开拓一带一路沿线市场。**公司海外业务方面开展较早，2002 年提出“开放的、国际化的柳工”战略，主要有三方面布局：1) 建设营销网络推广品牌，公司目前在一带一路沿线 65 个国家基本都已有布局；

2) 海外建厂，2008 年在印度建厂；3) 兼并收购，2011 年收购波兰 HSW 工程机械事业部。公司目前海外收入占比近 30%，仅低于三一重工，规划到 2020 年海外销售收入占比将逐年提升至 40%。

图表 4：工程机械 8 家上市公司海外收入占比

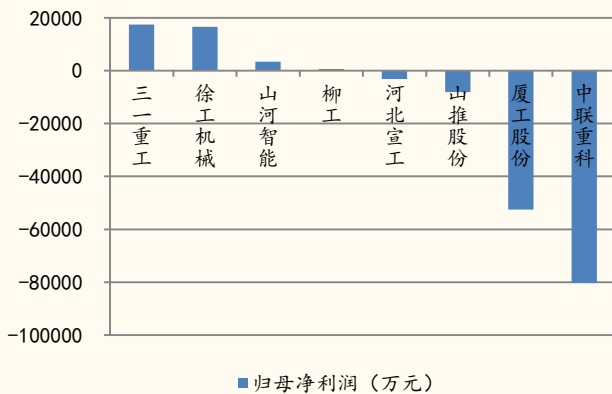


来源：各公司年报，国金证券研究所

### 3、经营风格稳健，现金流明显改善、估值处于低位

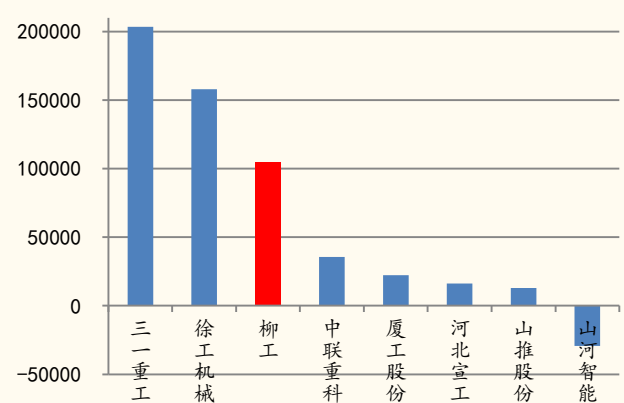
- **经营业绩稳健，现金流明显改善、估值处于低位。**从行业基本面出发，现金流和 ROE 都处于底部回升，公司财务管控严格、整体经营风格稳健，从三季报来看，柳工经营业绩在工程机械行业上市公司中处于较优水平。
  - **从利润表来看：**柳工归母净利润 629 万，是 4 家实现盈利的公司之一。
  - **从现金流来看：**公司 16Q3 经营净现金流达到 10.46 亿元，比上年同期增加 8.54 亿元，在 8 家同行业公司中排名第三。

图表 5：工程机械 8 家上市公司 16Q3 归母净利润



来源：wind，国金证券研究所

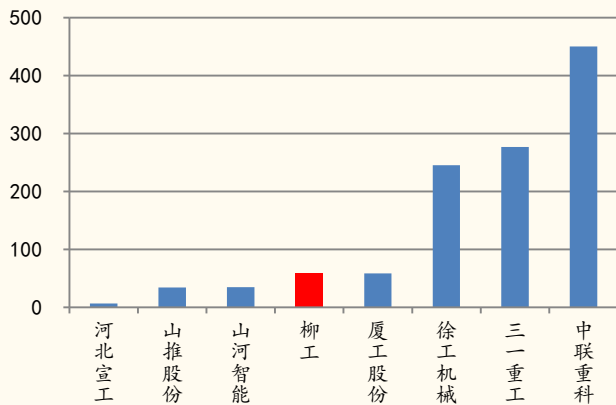
图表 6：工程机械 8 家上市公司 16Q3 现金流 (万元)



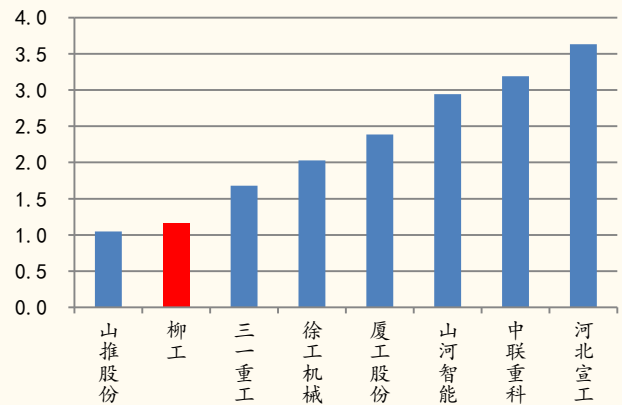
来源：wind，国金证券研究所

- **从资产负债表来看：**公司应收账款与存货规模占收入比例为 1.16，在 8 家公司中排名第二。

图表 7：工程机械 8 家上市公司 16Q3 应收存货（亿元）



图表 8：工程机械 8 家上市公司 16Q3 应收和存货占比

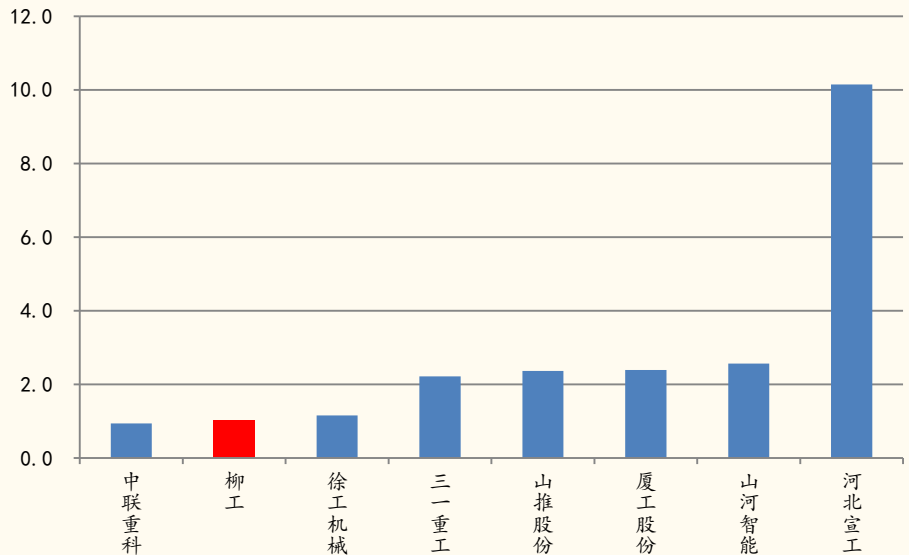


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

- 从估值来看：柳工当前 PB 仅 1.02 倍，在 8 家公司中处于较低水平（仅高于中联重科 PB0.94 倍）。

图表 9：工程机械 8 家上市公司 PB 情况



来源：wind，国金证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

- **盈利预测：**我们预测 2016-2018 年营业收入分别为 67.4/70.35/73.38 亿元，分别同比增长 1.3%/4.4%/4.3%；归母净利润 28/102/166 百万元，分别同比增长 31%/266%/63%；EPS 分别为 0.03/0.09/0.15 元，对应 PE 分别为 323/88/54 倍。
- **投资建议：**我们认为工程机械行业筑底回升，公司作为行业龙头之一，经营稳健、资产质量较优，业绩有望逐步回升；公司地处广西柳州，临近东南亚等一带一路沿线国家，海外布局持续推进。公司当前 PB 仅 1.02 倍、低估值、稳增长，我们给予公司“买入”评级，未来 6-12 个月目标价 10.4-11.2 元。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,585</b>	<b>10,293</b>	<b>6,656</b>	<b>6,740</b>	<b>7,035</b>	<b>7,338</b>	货币资金	4,277	3,949	4,269	4,200	4,250	4,300
增长率		-18.2%	-35.3%	1.3%	4.4%	4.3%	应收款项	3,545	4,090	3,822	4,180	4,140	4,090
主营业务成本	-9,984	-8,035	-4,957	-5,066	-5,291	-5,519	存货	4,087	3,528	2,670	2,776	2,754	2,797
%销售收入	79.3%	78.1%	74.5%	75.2%	75.2%	75.2%	其他流动资产	2,757	2,946	2,980	2,721	2,729	2,737
毛利	2,600	2,258	1,699	1,674	1,744	1,819	流动资产	14,666	14,513	13,741	13,877	13,873	13,925
%销售收入	20.7%	21.9%	25.5%	24.8%	24.8%	24.8%	%总资产	66.1%	69.8%	67.4%	68.4%	68.7%	69.0%
营业税金及附加	-65	-57	-43	-54	-56	-59	长期投资	2,930	2,294	2,733	2,733	2,733	2,733
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	3,403	2,936	2,823	2,587	2,481	2,400
营业费用	-811	-814	-729	-735	-718	-719	%总资产	15.3%	14.1%	13.9%	12.8%	12.3%	11.9%
%销售收入	6.4%	7.9%	11.0%	10.9%	10.2%	9.8%	无形资产	838	700	699	694	688	682
管理费用	-846	-876	-729	-735	-732	-734	非流动资产	7,514	6,289	6,644	6,404	6,322	6,245
%销售收入	6.7%	8.5%	11.0%	10.9%	10.4%	10.0%	%总资产	33.9%	30.2%	32.6%	31.6%	31.3%	31.0%
息税前利润 (EBIT)	878	511	198	151	239	307	<b>资产总计</b>	<b>22,180</b>	<b>20,802</b>	<b>20,384</b>	<b>20,281</b>	<b>20,195</b>	<b>20,169</b>
%销售收入	7.0%	5.0%	3.0%	2.2%	3.4%	4.2%	短期借款	1,453	2,137	3,568	3,577	3,504	3,285
财务费用	-217	-174	-178	-182	-185	-183	应付款项	5,714	4,834	3,674	3,722	3,626	3,664
%销售收入	1.7%	1.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.5%	其他流动负债	-208	273	223	162	150	143
资产减值损失	-340	-175	-115	-35	-12	-10	流动负债	6,959	7,244	7,464	7,461	7,279	7,093
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,970	766	569	569	569	569
投资收益	6	-9	-19	-25	-10	-10	其他长期负债	3,883	3,665	3,445	2,994	2,994	2,994
%税前利润	1.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	<b>负债</b>	<b>12,811</b>	<b>11,676</b>	<b>11,478</b>	<b>11,024</b>	<b>10,842</b>	<b>10,656</b>
营业利润	327	153	-114	-92	33	105	<b>普通股股东权益</b>	<b>9,334</b>	<b>9,097</b>	<b>8,904</b>	<b>9,255</b>	<b>9,352</b>	<b>9,512</b>
营业利润率	2.6%	1.5%	n.a	n.a	0.5%	1.4%	少数股东权益	35	29	3	2	2	1
营业外收支	96	144	166	170	170	170	<b>负债股东权益合计</b>	<b>22,180</b>	<b>20,802</b>	<b>20,384</b>	<b>20,281</b>	<b>20,195</b>	<b>20,169</b>
税前利润	423	297	51	78	203	275	<b>比率分析</b>						
利润率	3.4%	2.9%	0.8%	1.2%	2.9%	3.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-91	-104	-31	-51	-101	-110	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.5%	34.9%	59.5%	65.0%	50.0%	40.0%	每股收益	0.298	0.176	0.019	0.025	0.090	0.147
净利润	332	193	21	27	101	165	每股净资产	8.295	8.084	7.913	8.225	8.311	8.454
少数股东损益	-3	-5	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	0.963	0.493	0.129	0.131	0.316	0.471
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>335</b>	<b>199</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>102</b>	<b>166</b>	每股股利	0.300	0.500	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	2.7%	1.9%	0.3%	0.4%	1.4%	2.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	3.59%	2.18%	0.24%	0.30%	1.09%	1.74%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.51%	0.95%	0.10%	0.14%	0.50%	0.82%
净利润	332	193	21	27	101	165	投入资本收益率	4.28%	2.19%	0.50%	0.32%	0.73%	1.13%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	656	519	376	268	244	247	主营业务收入增长率	-0.36%	-18.21%	-35.34%	1.26%	4.38%	4.31%
非经营收益	166	233	289	122	82	101	EBIT 增长率	76.08%	-41.81%	-61.25%	-23.93%	58.70%	28.66%
营运资金变动	-70	-390	-541	-271	-73	17	净利润增长率	20.41%	-40.77%	-89.26%	30.70%	265.53%	62.55%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,083</b>	<b>554</b>	<b>145</b>	<b>147</b>	<b>355</b>	<b>530</b>	总资产增长率	-1.79%	-6.21%	-2.01%	-0.51%	-0.42%	-0.13%
资本开支	-195	-159	-180	179	50	20	<b>资产管理能力</b>						
投资	-65	-25	-66	0	0	0	应收账款周转天数	71.7	110.9	181.5	190.0	180.0	170.0
其他	-42	26	17	-25	-10	-10	存货周转天数	159.3	172.9	228.2	200.0	190.0	185.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-302</b>	<b>-157</b>	<b>-228</b>	<b>154</b>	<b>40</b>	<b>10</b>	应付账款周转天数	77.9	90.7	96.4	96.0	92.0	90.0
股权募资	5	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	89.3	91.6	133.1	117.1	103.5	91.2
债权募资	394	-110	823	-100	-73	-218	<b>偿债能力</b>						
其他	-551	-550	-393	-270	-272	-271	净负债/股东权益	25.97%	22.80%	32.13%	31.75%	30.11%	26.78%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-153</b>	<b>-660</b>	<b>430</b>	<b>-370</b>	<b>-345</b>	<b>-490</b>	EBIT 利息保障倍数	4.1	2.9	1.1	0.8	1.3	1.7
<b>现金净流量</b>	<b>629</b>	<b>-263</b>	<b>348</b>	<b>-69</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	资产负债率	57.76%	56.13%	56.31%	54.35%	53.68%	52.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-05-04	买入	14.39	20.00~20.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD