

日期: 2017年2月10日

行业: 机械设备-工程机械



分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 倪瑞超

Tel: 021-53686179

E-mail: niruichao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070010

基本数据 (最新)

报告日股价 (元)	8.80
12mth 股价格区间 (元)	5.78-9.08
总股本/流通股本 (亿股)	11.25/11.25
总市值/流通市值 (亿元)	99.02/99.02

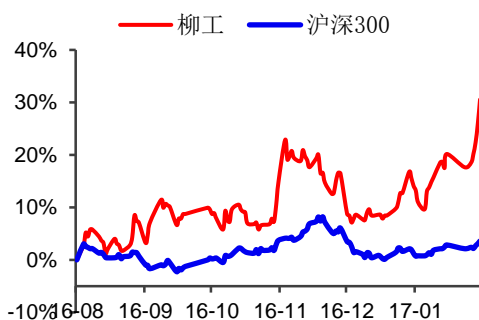
主要股东 (最新)

广西柳工集团有限公司	34.98%
中央汇金资产管理有限责任公司	2.32%
华安新丝路主题股票型证券投资基金	1.88%

收入结构 (2016H1)

土石方机械	70.36%
其他工程机械及配件等	23.11%
融资租赁业务	5.91%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



数据来源: WIND

报告编号: NRC17-CT05

首次报告日期: 2017年2月10日

相关报告: NRC16-IR07 机械行业思考系列专题一: 如何看待挖掘机销售连续 3 个月的高增速?

资产质量高低 PB, 受益于行业 回暖和一带一路

■ 核心观点

低 PB、资产质量高

公司目前的 PB 仅为 1.1 倍, 在所以对比的工程机械上市公司中仅高于中联重科, 属于明显低估的状态。

公司的资产质量较高, 公司的应收账款/应收收入 2015 年为 66.6%, 在可对比的工程机械公司最低, 公司 2015 年资产减值损失/营业收入为 1.73%, 在可对比的工程机械公司最低。公司的应收账款以一年之内为主, 而且公司对 3 年以上的应收账款计提 100% 的坏账准备。整体来看公司的资产质量较高, 在行业回暖时弹性更大。

受益于行业回暖

柳工的核心产品为土石方机械, 其中的优势产品为挖掘机和装载机。2016 年柳工挖掘机实现销售 3539 台, 同比增长 26.53%, 虽然增速抵不上龙头三一, 但是增速依然高于全行业的增速 (24.79%)。公司挖掘机的市场占有率为 5.03%, 2010 年公司的市场占有率为 3.37%, 公司的市场占有率逐步提高, 我们判断公司的挖掘机市场占有率未来有进一步提高的可能性。

装载机行业销量同比增速从 2016 年 9 月由负转正 (1.0%/14.6%/21.8%/14.4%), 但是装载机 2016 年全年增速依然为负的。我们判断随着工程机械行业的持续回暖, 2017 年上半年有望传导到装载机行业, 装载机行业的增速有望超预期。柳工作为装载机行业的龙头有望受益于行业复苏。

柳工的核心产品装载机和挖掘机实际都将受益于行业回暖, 相对于其他工程机械公司, 我们认为公司对行业回暖的弹性更大。

受益于一带一路

公司 2002 年提出国际化的柳工战略, 近些来公司国际化战略实施成效显著: (1) 目前公司的营销网络已经覆盖全球 130 多个国家, 建立了 10 个子公司和多个配件库; (2) 2008 年海外布局制造基地, 建设印度工厂, 打造第二本土市场; (3) 2011 年收购波兰 HSW 工程机械事业部加快海外布局和发展步伐。

公司在“一带一路沿线”65个国家基本都已提前布局。公司目前海外收入占比为30%，根据公司的战略规划2020年海外销售收入占比提升至40%。

公司在工程机械中海外收入占比仅次于三一重工，公司未雨绸缪已经在全球布局了销售网络，开辟了海外制造基地。公司将充分受益于“一带一路”战略。

■ **风险提示:** 工程机械行业复苏缓慢、竞争加剧

■ **投资建议**

我们预测公司2016/2017/2018年销售收入为68.98亿元、77.26亿元、86.56亿元。归属母公司净利润0.41亿元、1.91亿元、2.61。EPS为0.04元、0.17元、0.23。对应的PE为239倍、52倍、38倍。

公司受益于行业回暖和一带一路战略，而且公司资产质量较高，目前PB仅1.1倍，估值较低。首次覆盖，给予公司“增持”评级，给予公司1.5倍PB估值，目标价：11.77元。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入：百万	6,656	6,898	7,726	8,656
增长率 YOY	-35.34%	3.64%	12.00%	12.04%
归属母公司股东净利润：百万	21	41	191	261
增长率 YOY	-89.25%	94.72%	360.19%	36.85%
EPS(元)	0.02	0.04	0.17	0.23
PE(倍)	464.6	238.6	51.9	37.9

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/2/10）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	4,208	4,166	4,396	4,797
存货	2,670	2,414	2,549	2,597
应收账款及票据	3,892	3,671	3,793	3,922
其他	2,511	300	300	300
流动资产合计	13,282	10,551	11,038	11,616
长期股权投资	360	340	340	340
固定资产	2,428	2,097	1,767	1,433
在建工程	396	396	396	396
无形资产	650	659	621	583
其他	2,423	2,371	2,365	2,360
非流动资产合计	6,256	5,862	5,489	5,111
资产总计	19,538	16,413	16,527	16,727
短期借款	2,804	0	0	0
应付账款及票据	2,319	2,207	2,395	2,597
其他	2,132	2,162	2,183	2,206
流动负债合计	7,255	4,369	4,578	4,803
长期借款和应付债券	3,563	3,563	3,563	3,563
其他	109	109	109	109
非流动负债合计	3,672	3,672	3,672	3,672
负债合计	10,927	8,041	8,249	8,474
少数股东权益	3	2	(3)	(10)
股东权益合计	8,906	8,667	8,573	8,548
负债和股东权益总计	19,833	16,708	16,822	17,022

现金流量表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	21	40	186	255
折旧和摊销	261	257	257	257
营运资本变动	(541)	2,606	(49)	48
其他	460	170	63	53
经营活动现金流	201	3,073	458	613
资本支出	203	0	0	0
投资收益	35	0	0	0
其他	(467)	153	162	170
投资活动现金流	(228)	153	162	170
股权融资	0	0	0	0
负债变化	823	0	0	0
股息支出	412	465	389	382
融资活动现金流	412	(3,269)	(389)	(382)
净现金流	403	(43)	230	401

利润表（单位：百万元）

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6,656	6,898	7,726	8,656
营业成本	4,957	5,162	5,753	6,414
营业税金及附加	43	41	46	52
营业费用	729	717	811	909
管理费用	729	717	811	909
财务费用	178	235	159	152
资产减值损失	115	117	116	121
投资收益	(19)	(20)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	(114)	(113)	29	100
营业外收支净额	166	180	190	200
利润总额	51	67	219	300
所得税	31	27	33	45
净利润	21	40	186	255
少数股东损益	(1)	(1)	(5)	(7)
归属母公司股东净利润	21	41	191	261

财务比率分析

指标	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入增长率	-35.34%	3.64%	12.00%	12.04%
EBITDA 增长率	-40.39%	17.36%	14.70%	12.58%
EBIT 增长率	-54.95%	45.98%	29.63%	22.45%
净利润增长率	-89.25%	94.72%	360.19%	36.85%
毛利率	25.53%	25.17%	25.53%	25.90%
EBITDA/总收入	6.53%	7.39%	7.57%	7.60%
EBIT/总收入	2.60%	3.67%	4.24%	4.64%
净利润率	0.31%	0.59%	2.41%	2.94%
资产负债率	55.92%	48.99%	49.91%	50.66%
流动比率	1.83	2.41	2.41	2.42
速动比率	1.12	1.79	1.79	1.82
总资产回报率 (ROA)	0.89%	1.54%	1.98%	2.40%
净资产收益率 (ROE)	0.24%	0.48%	2.23%	3.05%
EV/营业收入				
EV/EBITDA	27.9	18.3	15.6	13.3
PE	464.6	238.6	51.9	37.9
PB	1.1	1.1	1.2	1.2

数据来源: WIND 上海证券研究所预测 (截止到2017/2/10)

分析师承诺

邵锐 倪瑞超

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。