

工程机械持续复苏，布局一带一路扬帆再起航

■16年业绩增长131.13%，Q4业绩强势反弹：公司发布2016年报，实现收入70.05亿元(+5.25%)，归母净利润0.49亿元(+131%)，EPS 0.044元，其中Q4单季度实现收入19.79亿(+23.13%)，归母净利润0.43亿元(+3700%)。年度利润分配预案：拟每10股派发现金红利1元(含税)。

■工程机械全面复苏，公司土石方机械业务显著回暖：工程机械协会统计，公司所在土石方铲运机械行业2016年销量合计同比增长5.8%，其中挖掘机/推土机销量分别同比增长19%/10%，装载机降幅收窄，行业不断回暖，主要受PPP模式下基建项目不断增长所拉动。分业务看，公司土石方机械收入43.82亿元(+6.23%)，增幅高于行业整体5.8%的增速，同时毛利率同比提升1个pct，复苏态势良好。今年2月工程机械销量数据频频报喜，行业整体全面复苏，预计公司土石方机械业务将持续回暖。

■三费降低盈利好转，应收账款及现金流稳定向好：16年公司费用控制良好，三项费用率均有所下滑，财务费率明显下滑1.21个pct，利息净额及汇兑损失减少所致。行业回暖趋势下，应收账款及现金流逐季度均稳定向好，财务数据显示，16年末公司应收账款比年初下降约17%，经营性现金流量净额13.78亿元，而去年同期仅为1.45亿元。

■国际化程度高，充分受益“一带一路”：16年公司延续了产品出口与海外营销的领先地位，年报显示公司装载机、平地机、叉车等产品线在国际市场的份额持续提升。日前“一带一路”官网正式上线，政策换挡推进；今年5月将迎来政策峰会，催化剂不断。中国中铁、中国铁建相关订单公告显示，海外基建项目增多，持续为工程机械“一带一路”出口带来投资机会。公司紧跟市场热度，年报显示海外业务已基本覆盖一带一路沿线绝大部分国家和地区，并在波兰、印度、俄罗斯等国家获得荣誉。公司作为工程机械行业国际化程度较高的企业，产品线齐全，未来有望持续受益一带一路政策红利。

■投资建议：预计公司2017-2019年EPS分别为0.15/0.23/0.31元，四季度公司业务已快于行业开始回暖，同时国际化程度较高，将持续受益“一带一路”政策。维持买入-A投资评级，6个月目标价11.44元。

■风险提示：汇率波动，“一带一路”战略低于预期，原材料价格波动风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,655.8	7,005.4	7,933.4	9,031.9	10,136.1
净利润	21.3	49.3	166.6	263.2	343.3
每股收益(元)	0.02	0.04	0.15	0.23	0.31
每股净资产(元)	7.91	7.86	8.12	8.36	8.66

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	483.1	209.0	61.8	39.1	30.0
市净率(倍)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
净利润率	0.3%	0.7%	2.1%	2.9%	3.4%
净资产收益率	0.2%	0.6%	1.8%	2.8%	3.5%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.4%	0.2%	1.9%	3.7%	6.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

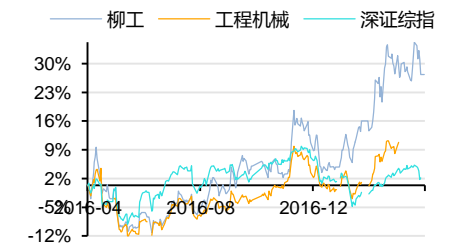
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**11.44元**
股价(2017-04-04) **8.89元**

交易数据

总市值(百万元)	10,003.40
流通市值(百万元)	10,002.03
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	1,125.09
12个月价格区间	6.29/9.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.66	20.12	26.79
绝对收益	-0.11	19.01	31.25

王书伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

李哲 报告联系人
lizhe3@essence.com.cn

相关报告

柳工：业绩好转，受益行业复苏及“一带一路”战略推进 2017-02-12

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,655.8	7,005.4	7,933.4	9,031.9	10,136.1	成长性					
减:营业成本	4,956.8	5,263.2	5,948.4	6,727.3	7,452.0	营业收入增长率	-35.3%	5.3%	13.2%	13.8%	12.2%
营业税费	43.0	70.4	63.5	90.3	82.1	营业利润增长率	-174.8%	-33.8%	265.4%	136.2%	58.3%
销售费用	728.9	724.3	714.0	821.9	932.5	净利润增长率	-89.3%	131.1%	238.3%	58.0%	30.4%
管理费用	729.2	682.0	769.5	858.0	942.7	EBITDA 增长率	-52.1%	-20.6%	72.6%	41.2%	27.1%
财务费用	177.6	102.2	102.8	95.8	111.0	EBIT 增长率	-80.6%	-58.2%	759.9%	71.7%	47.9%
资产减值损失	115.3	201.3	180.0	118.0	118.0	NOPLAT 增长率	-87.9%	-58.4%	966.9%	75.1%	42.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.4%	-11.7%	-10.0%	-18.9%	-24.4%
投资和汇兑收益	-19.2	-37.6	-30.0	-25.0	-30.0	净资产增长率	-2.4%	-0.7%	3.3%	2.8%	3.6%
营业利润	-114.2	-75.6	125.1	295.6	467.9	利润率					
加:营业外净收支	165.5	193.7	200.0	208.0	217.0	毛利率	25.5%	24.9%	25.0%	25.5%	26.5%
利润总额	51.3	118.0	325.1	503.6	684.9	营业利润率	-1.7%	-1.1%	1.6%	3.3%	4.6%
减:所得税	30.5	70.5	162.6	246.8	349.3	净利润率	0.3%	0.7%	2.1%	2.9%	3.4%
净利润	21.3	49.3	166.6	263.2	343.3	EBITDA/营业收入	4.8%	3.6%	5.5%	6.8%	7.7%
						EBIT/营业收入	1.0%	0.4%	2.9%	4.3%	5.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	136	126	103	77	58
						流动资产周转天数	183	151	111	81	45
						流动营业资本周转天数	764	694	576	495	463
						应收帐款周转天数	195	164	130	100	65
						存货周转天数	168	142	146	151	144
						总资产周转天数	1,114	1,053	885	743	679
						投资资本周转天数	370	329	259	195	137
						投资回报率					
						ROE	0.2%	0.6%	1.8%	2.8%	3.5%
						ROA	0.1%	0.2%	0.9%	1.4%	1.7%
						ROIC	0.4%	0.2%	1.9%	3.7%	6.5%
						费用率					
						销售费用率	11.0%	10.3%	9.0%	9.1%	9.2%
						管理费用率	11.0%	9.7%	9.7%	9.5%	9.3%
						财务费用率	2.7%	1.5%	1.3%	1.1%	1.1%
						三费/营业收入	24.6%	21.5%	20.0%	19.7%	19.6%
						偿债能力					
						资产负债率	56.3%	57.0%	50.4%	50.3%	49.7%
						负债权益比	128.9%	132.7%	101.5%	101.0%	98.7%
						流动比率	1.84	1.45	1.90	1.86	1.85
						速动比率	1.48	1.14	1.34	1.27	1.29
						利息保障倍数	0.36	0.26	2.22	4.09	5.22
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	-	-	-
						分红比率	528.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	20.8	47.6	166.6	263.2	343.3	EPS(元)	0.02	0.04	0.15	0.23	0.31
加:折旧和摊销	261.1	230.5	209.4	226.2	206.3	BVPS(元)	7.91	7.86	8.12	8.36	8.66
资产减值准备	115.3	201.3	-	-	-	PE(X)	483.1	209.0	61.8	39.1	30.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
财务费用	285.1	291.3	102.8	95.8	111.0	P/FCF	8.4	10.3	-3.5	9.6	7.9
投资损失	19.2	37.6	30.0	25.0	30.0	P/S	1.5	1.5	1.3	1.1	1.0
少数股东损益	-0.5	-1.7	-4.1	-6.4	-7.7	EV/EBITDA	22.6	21.2	15.0	8.5	4.9
营运资金的变动	-1,032.3	-0.7	819.7	516.8	690.7	CAGR(%)	131.3%	91.8%	-5.6%	131.3%	91.8%
经营活动产生现金流量	145.4	1,378.2	1,324.5	1,120.6	1,373.6	PEG	3.7	2.3	-11.1	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-228.2	-4.7	32.6	66.0	94.8	ROIC/WACC	0.0	0.0	0.2	0.4	0.8
融资活动产生现金流量	411.8	-960.8	-3,644.3	-305.6	-227.3	REP	24.4	48.7	5.5	2.8	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王伟伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034