

增持

——维持

日期：2017年3月31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)	8.89
12mth 股价格区间 (元)	6.23-9.58
总股本/流通股本 (亿股)	11.25/11.25
总市值/流通市值 (亿元)	100.02/100.02

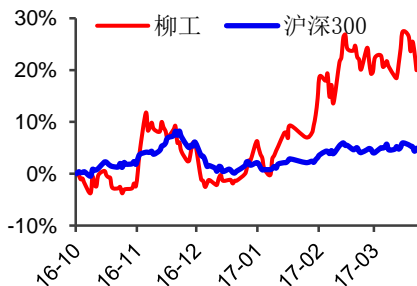
主要股东 (最新)

广西柳工集团有限公司	34.99%
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	1.98%

收入结构 (2016)

土石方机械	62.55%
其他工程机械及配件等	31.51%
融资租赁业务	5.94%

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-CT15

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？

20170210: NRC17-CT05 首次覆盖：资产质量高低 PB，受益于行业回暖和一带一路

柳工 (000528)

证券研究报告 / 公司研究 / 公司动态

业绩符合预期，未来持续受益于行业回暖和一带一路

—2016 年年报点评

■ 核心观点

2016 年业绩符合预期，财报改善明显

公司 2016 年实现营业收入 70.05 亿元，同比增长 5.25%，实现归母净利润 4926 万元，同比增长 131.13%。分季度来看，受益于挖掘机 2016 年下半年回暖和装载机销量 9 月份由负转正，公司 2016 年 Q4 营业收入同比增长 23.13%，而 2016 年前三季度同比下降 0.44%，使得公司全年销售收入实现了正增长。公司 2016 年经营活动现金流 13.78 亿元，去年同期 1.45 亿元，现金流状况明显改善。

公司土石方机械销售同比增长 6.23%，毛利率 23.17%，上升 1% 其他工程机械及配件同比增长 2%，毛利率 21.99%，下滑 2.25%，融资租赁业务同比增长 11%，毛利率 58%，下滑 11.97%。综合毛利率 24.87%，下滑 0.66%。管理费用率 9.74%，下降 1.22%，销售费用率 10.34%，下降 0.61%。随着销量上升，费用率有所改善。

将持续受益于行业回暖，未来业绩改善有望超预期

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%)。2017 年 1-2 月份销售挖掘机 967 台，同比增长 204.09%。公司 2016 年挖掘机的市场占有率为 5.03%，2017 年 1-2 月份市场占有率 5.07%。2010 年公司的市场占有率为 3.37%，市场占有率上升明显。

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%/30.03%/136.25%)，公司作为装载机的龙头企业将充分受益。装载机更加回归装载功能，受益于下游大宗商品回暖。装载机全球市场竞争力更强，未来在一带一路竞争中有望成为拳头产品。

2016 年公司的各项费用率已经随着销量的上升出现改善的迹象，基于公司严格的应收账款管理和计提措施(公司的应收账款以一年之内为主占比 66%而且公司对 3 年以上的应收账款计提 100%的坏账准备)。2017 年随着挖掘机和装载机销量的增长，公司的收入和费用率有望继续改善，公司未来随着行业回暖业绩改善有望超预期，有望完成从 PB 到 PE 的估值切换。

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

海外战略布局，充分受益于一带一路

公司 2016 年海外收入占比为 28.79%，占比较 2015 年(31.51%)略有下降，但是收入基本持平，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（130 多个国家核地区、300 多家经销商），开辟了海外制造基地（印度、波兰、巴西）。公司将充分受益于“一带一路”战略。

■ **风险提示：** 工程机械行业复苏不及预期、行业竞争加剧

■ 投资建议

我们预测公司 2017/2018/2019 年销售收入为 84.05 亿元、95.70 亿元、107.43 亿元。归属母公司净利润 2.56 亿元、4.58 亿元、6.45 亿元。EPS 为 0.23 元、0.41 元、0.56 元。对应的 PE 为 39.1 倍、21.8 倍、15.5 倍。

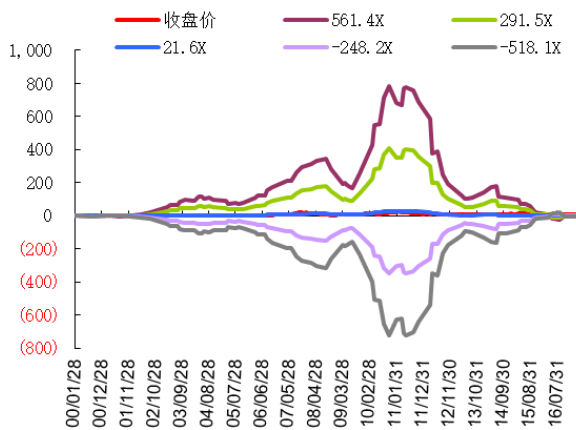
公司受益于行业回暖和一带一路战略，而且随着销量的回升，公司业绩改善有望超预期，完成从 PB 从 PE 的估值切换。维持公司“增持”评级，维持公司 1.5 倍 PB 估值，维持目标价：11.77 元。

表 1 公司盈利预测结果

区分	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入：百万	7005.40	8404.85	9570.50	10743.33
增长率 YOY	5.25%	19.98%	13.87%	12.25%
归属母公司股东净利润：百万	49.26	256.14	458.10	644.89
增长率 YOY	131.13%	419.96%	78.85%	40.77%
EPS(元)	0.04	0.23	0.41	0.57
PE(倍)	203.1	39.1	21.8	15.5

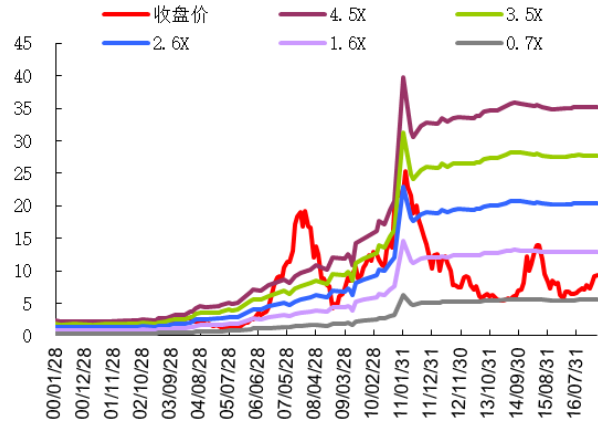
数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到 2017/3/31）

图 1 柳工历史 PE



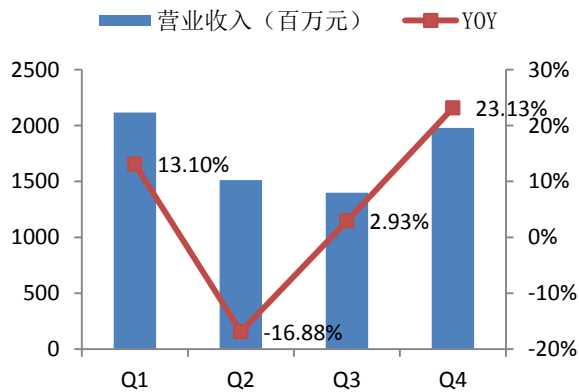
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 2 柳工历史 PB



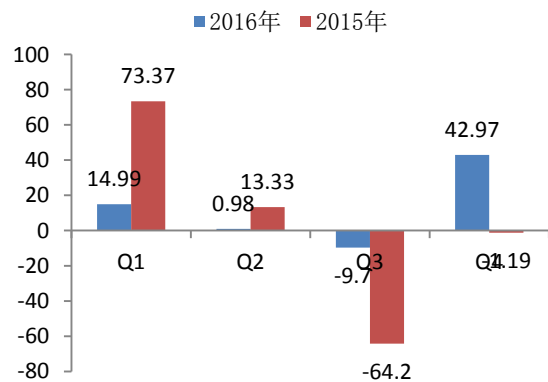
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 3 柳工 2016 年分季度营业收入



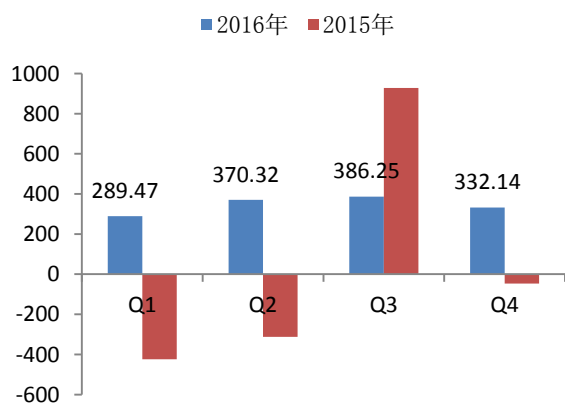
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 4 柳工净利润分季度对比 (百万元)



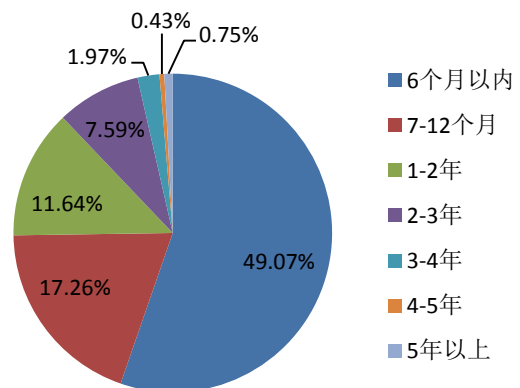
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 5 柳工经营现金流分季度对比 (百万元)



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 6 柳工 2016 年应收账款构成



数据来源: WIND 上海证券研究所

资产负债表（单位：百万元）

指标	2016A	2017A	2018A	2019A
货币资金	4,672	84	1,132	107
存货	2,870	4,096	3,762	4,966
应收账款及票据	3,265	6,070	4,558	7,370
其他	2,411	2,200	2,322	2,200
流动资产合计	13,218	12,451	11,773	14,643
长期股权投资	436	416	406	406
固定资产	2,467	2,285	2,123	1,953
在建工程	205	120	120	120
无形资产	682	751	768	784
其他	3,146	3,089	3,083	3,076
非流动资产合计	6,935	6,661	6,500	6,339
资产总计	20,153	19,112	18,274	20,982
短期借款	3,437	851	0	797
应付账款及票据	2,532	3,738	3,335	4,520
其他	2,934	3,016	2,974	3,055
流动负债合计	8,902	7,605	6,309	8,372
长期借款和应付债券	2,288	2,288	2,288	2,288
其他	17	17	17	17
非流动负债合计	2,305	2,305	2,305	2,305
负债合计	11,208	9,910	8,614	10,678
少数股东权益				
股东权益合计				
负债和股东权益总计				
现金流量表（单位：百万元）				
指标	2016A	2017A	2018A	2019A
税后经营利润	61	140	332	509
折旧和摊销	231	282	297	312
营运资本变动	596	(2,534)	1,403	2,750
经营活动现金流	1,399	(1,777)	2,315	(1,652)
资本支出	(179)	(170)	(290)	(290)
投资收益	(38)	(20)	(10)	0
投资活动现金流	(5)	(34)	(154)	(154)
股权融资	0	0	0	0
负债变化	(594)	(2,586)	(851)	797
股息支出	(367)	(192)	(139)	(138)
融资活动现金流	(961)	(2,778)	(990)	660
净现金流	449	(4,588)	1,170	(1,147)

利润表（单位：百万元）

指标	2016A	2017A	2018A	2019A
营业收入	7,005	8,405	9,570	10,743
营业成本	5,263	6,269	7,072	7,855
营业税金及附加	70	50	57	64
营业费用	724	798	880	967
管理费用	682	756	842	924
财务费用	102	215	164	162
资产减值损失	201	143	144	140
投资收益	(38)	(20)	(10)	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	(76)	152	401	631
营业外收支净额	194	170	170	170
利润总额	118	322	571	801
所得税	70	68	116	160
净利润	48	254	454	641
少数股东损益	(2)	0	0	0
归属母公司股东净利润	49	254	454	641
财务比率分析				
指标	2016A	2017A	2018A	2019A
总收入增长率	5.25%	19.98%	13.87%	12.25%
EBITDA 增长率	-1.01%	85.87%	26.54%	24.15%
EBIT 增长率	15.13%	159.36%	38.12%	32.09%
净利润增长率	129.08%	438.44%	78.85%	40.77%
毛利率	24.87%	25.41%	26.10%	26.89%
EBITDA/总收入	6.14%	9.51%	10.57%	11.69%
EBIT/总收入	2.85%	6.15%	7.47%	8.78%
净利润率	0.68%	3.05%	4.79%	6.00%
资产负债率	55.61%	51.85%	47.14%	50.89%
流动比率	1.48	1.64	1.87	1.75
速动比率	0.89	0.81	0.92	0.89
总资产回报率 (ROA)	0.99%	2.71%	3.91%	4.50%
净资产收益率 (ROE)	0.56%	2.81%	4.79%	6.32%
EV/营业收入	1.6	1.6	1.2	1.2
EV/EBITDA	25.8	16.4	11.0	10.4
PE	203.1	39.1	21.8	15.5
PB	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源：WIND 上海证券研究所预测（截止到2017/3/31）

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。

免责条款

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，任何机构和个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条款具有修改权和最终解释权。