

## 产品结构优化 受益行业复苏

——柳工（000528）业绩预告点评

2017年07月18日

**强烈推荐/首次**
**柳工** | **事件点评**

### 事件：

公司发布2017年半年度业绩预告,预计归母净利润2.38亿元-2.46亿元,同比增长1390%-1440%。单看二季度,归母净利润1.30亿元-1.38亿元,同比增长12900%-13700%。

### 主要观点：

#### 1. 差异化经营产品结构优化行业回暖弹性较大

市场需求快速增长,产品线齐发力利润飙升。总体来看,各业务板块都维持一季度的增长态势,二季度相比一季度业绩释放更为充分。公司积极调整产品结构,挖掘机销量在成为销售亮点,目前公司挖掘机市场占有率在5%左右,装载机目前占有率20%,挖掘机市场份额提升明显,装载龙头地位得到加强,公司在土方机械做大做强的基础上积极拓展挖掘机等高端产品,围绕差异化市场竞争策略,构建总成本TCO (Total Cost of Ownership) 综合优势。根据中国工程机械行业协会统计,6月挖机销量维持高增长,同比增速达到100.8%,今年1-6月挖机销量75068台,截止2017年6月,工程机械挖掘机销量数据已经连续9个月维持超过50%的同比正增长,复苏趋势强劲,挖掘机每年的需求高峰期在每年的2-4月,我们判断下半年挖掘机销量同比增速将有所回落,但全年增速将维持高位,预计全年挖掘机销量约12万台,同比增速超过50%。2017年02月-05月全社会固定资产投资完成额同比增速运行在9%区间,相比于2016年同期的10%略有下降,其中设备工器具购置固定资产投资由2017年02月-05月的3%飙升至2017年同期的8%。基建投资增速维持高位,设备投资增速回升,工程机械行业经过近5年的底部运行,此次行业回暖行业进入良性发展轨道。公司资产负债表持续修复,坏账占比在行业内处于较低水平,资产修复传导至盈利改善阻力较小,我们看好公司未来业绩弹性。

### 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

### 联系人:任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

### 陈皓

010-66555446 chenhao\_dxzq.net.cn

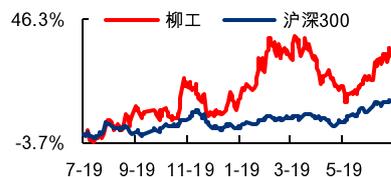
### 龙海敏

010-66555481 longhm@dxzq.net.cn

### 交易数据

|              |               |
|--------------|---------------|
| 52周股价区间(元)   | 9.2-6.71      |
| 总市值(亿元)      | 103.52        |
| 流通市值(亿元)     | 103.51        |
| 总股本/流通A股(万股) | 112524/112509 |
| 流通B股/H股(万股)  | /             |
| 52周日均换手率     | 1.37          |

### 52周股价走势图

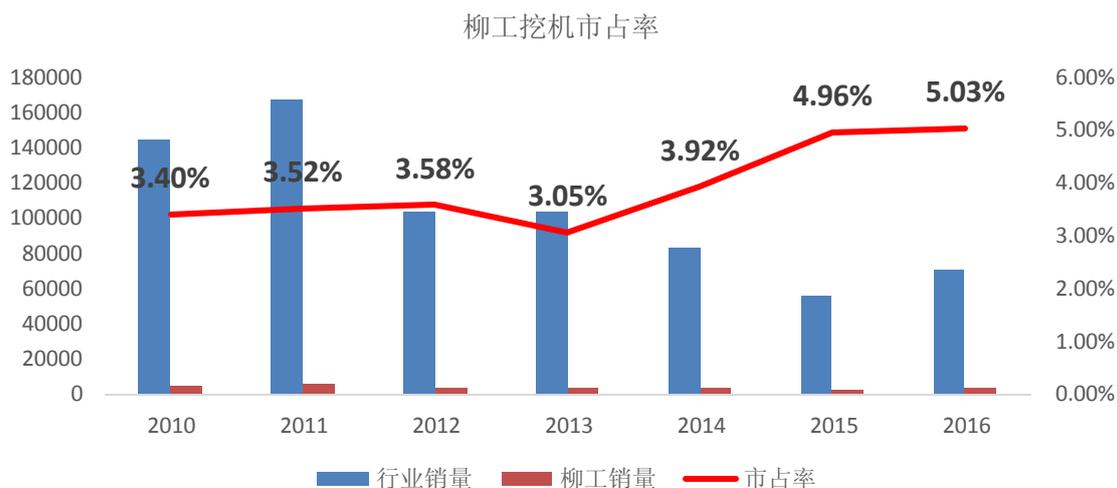


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《柳工（000528）2011年年报点评：装载机龙头地位稳固，毛利率下滑导致业绩低于预期》2012-03-27

图 1:柳工挖掘机市场占有率 (%)



资料来源: Bloomberg, 东兴证券研究所

## 2. 一带一路助力海外销售卡位广西基建洼地做大规模

“一带一路”国家目前为我国工程机械出口的主要国家，我们认为随着“一带一路”战略的深入，我国工程机械海外销售收入占比将进一步提升，预计“一带一路”市场对我国工程机械海外收入的贡献占比有望超过50%，成为助力我国工程机械快速增长的强力动因。广西是我国西南临海重地，是连接东南亚各国的必经之地，发展与东南亚的经济合作具有天然优势，为此在04年就成立了“广西-东盟经济技术开发区”，并于13年被国务院提升到国家级的经济技术开发区。随着“一带一路”的兴起，西南和西北沿线城市兴起了公路铁路及基础设施的建设，将进一步带动本土工程机械产品的发展。公司2003年开始布局海外，目前在一带一路沿线65个国家中，柳工在其中49个国家有经销商，并设有5家海外子公司，包括位于印度和波兰的两家制造基地。公司目前海外收入占比将近30%，国际员工比例占万名员工的20%，海外资产占柳工全部资产的近10%。我们认为公司有望借助柳州“一带一路”桥头堡的区位优势，凭借自身特色化产品服务进一步扩大海外市场，做大收入规模。

## 3. 广西力推机械工业二次创业公司有望树立地方国改标杆

2017年3月27日，广西出台了《广西机械工业二次创业实施方案》，明确到2020年，全区机械工业规模以上企业工业总产值超过5000亿元，比2016年翻一番，年均增长16%以上。力争实现年产值1000亿元企业2家，加快柳工、玉柴集团发展开拓新领域，加快推动南宁、柳州、玉林智能制造城建设。柳工是广西工程机械的龙头企业，我们认为在当地产业政策的支持下，公司发展前景十分明朗，国企改革预期较强。2016年公司结合当地产业情况自主研发了甘蔗收获机油缸，目前公司除了出口8台到巴西大型甘蔗机以外，自主研发的适合我国农业生产地形的小型甘蔗机也于今年下线，广西的糖料蔗和食糖产量均超过全国总量60%，市场空间广阔，未来有望增厚公司业绩。

### 盈利预测与投资评级:

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 96.43 亿元、107.45 亿元和 122.16 亿元, 净利润分别为 3.56 亿元、4.40 亿元和 5.35 亿元, EPS 分别为 0.31 元、0.39 元和 0.47 元, 对应 PE 分别为 29X、23X 和 19X, 首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示:

下半年基建投资下滑, 工程机械销量签订不达预期。

## 公司盈利预测表

| 资产负债表          | 单位: 百万元 |         |         |         |         | 利润表            | 单位: 百万元  |         |          |        |        |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|----------|---------|----------|--------|--------|
|                | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |                | 2015A    | 2016A   | 2017E    | 2018E  | 2019E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 13741   | 13260   | 14797   | 17677   | 20057   | <b>营业收入</b>    | 6656     | 7005    | 9643     | 10745  | 12216  |
| 货币资金           | 4269    | 4714    | 5458    | 6735    | 7597    | <b>营业成本</b>    | 4957     | 5263    | 7211     | 8001   | 9158   |
| 应收账款           | 3151    | 2619    | 3807    | 4448    | 4816    | 营业税金及附加        | 43       | 70      | 71       | 85     | 103    |
| 其他应收款          | 320     | 281     | 387     | 431     | 491     | 营业费用           | 729      | 724     | 736      | 748    | 764    |
| 预付款项           | 70      | 103     | 133     | 143     | 179     | 管理费用           | 729      | 682     | 671      | 710    | 745    |
| 存货             | 2670    | 2870    | 3661    | 4245    | 4834    | 财务费用           | 178      | 102     | 105      | 116    | 118    |
| 其他流动资产         | 308     | 478     | 952     | 1203    | 1642    | 资产减值损失         | 115.32   | 201.31  | 163.82   | 160.15 | 175.10 |
| <b>非流动资产合计</b> | 6644    | 7325    | 6872    | 6486    | 6101    | 公允价值变动收        | 0.00     | 0.00    | 0.00     | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 360     | 436     | 436     | 436     | 436     | 投资净收益          | -19.19   | -37.61  | -21.94   | -26.25 | -28.60 |
| 固定资产           | 2427.72 | 2466.75 | 2354.10 | 2036.59 | 1719.08 | <b>营业利润</b>    | -114     | -76     | 663      | 898    | 1124   |
| 无形资产           | 650     | 682     | 614     | 545     | 477     | 营业外收入          | 189.04   | 213.82  | 223.81   | 208.89 | 215.51 |
| 其他非流动资产        | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 营业外支出          | 23.53    | 20.14   | 3.00     | 15.56  | 12.90  |
| <b>资产总计</b>    | 20384   | 20584   | 21669   | 24163   | 26158   | <b>利润总额</b>    | 51       | 118     | 884      | 1091   | 1327   |
| <b>流动负债合计</b>  | 7464    | 9119    | 10889   | 12841   | 14089   | 所得税            | 31       | 70      | 528      | 652    | 792    |
| 短期借款           | 2804    | 3437    | 4609    | 6090    | 6825    | <b>净利润</b>     | 21       | 48      | 356      | 440    | 535    |
| 应付账款           | 990     | 1533    | 1644    | 1900    | 2298    | 少数股东损益         | -1       | -2      | 5        | 6      | 7      |
| 预收款项           | 143     | 116     | 142     | 120     | 107     | 归属母公司净利        | 21       | 49      | 351      | 434    | 528    |
| 一年内到期的         | 764     | 1564    | 1564    | 1564    | 1564    | EBITDA         | 941      | 908     | 1154     | 1400   | 1628   |
| <b>非流动负债合计</b> | 4014    | 2618    | 1333    | 1522    | 1840    | <b>BPS (元)</b> | 0.02     | 0.04    | 0.31     | 0.39   | 0.47   |
| 长期借款           | 569     | 1000    | 1333    | 1522    | 1840    | <b>主要财务比率</b>  |          |         |          |        |        |
| 应付债券           | 2994    | 1288    | 0       | 0       | 0       | 2015A          | 2016A    | 2017E   | 2018E    | 2019E  |        |
| <b>负债合计</b>    | 11478   | 11737   | 12223   | 14364   | 15929   | <b>成长能力</b>    |          |         |          |        |        |
| 少数股东权益         | 3       | 1       | 6       | 12      | 19      | 营业收入增长         | -35.34%  | 5.25%   | 37.65%   | 11.43% | 13.69% |
| 实收资本(或         | 1125    | 1125    | 1125    | 1125    | 1125    | 营业利润增长         | -174.82% | -33.76% | -976.98% | 35.39% | 25.16% |
| 资本公积           | 3521    | 3521    | 3521    | 3521    | 3521    | 归属于母公司净        | 612.94%  | 23.59%  | 612.94%  | 23.59% | 21.66% |
| 未分配利润          | 3678    | 3621    | 3375    | 3071    | 2701    | <b>获利能力</b>    |          |         |          |        |        |
| 归属母公司股         | 8904    | 8846    | 9422    | 9769    | 10192   | 毛利率(%)         | 25.53%   | 24.87%  | 31.00%   | 34.00% | 37.00% |
| <b>负债和所有者</b>  | 20384   | 20584   | 21651   | 24145   | 26140   | 净利率(%)         | 0.31%    | 0.68%   | 3.70%    | 4.09%  | 4.38%  |
| <b>现金流量</b>    | 单位: 百万元 |         |         |         |         | 总资产净利润(%)      | 8.48%    | 0.10%   | 0.24%    | 1.62%  | 1.80%  |
|                | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | ROE(%)         | 0.24%    | 0.56%   | 3.73%    | 4.44%  | 5.18%  |
| <b>经营活动现金</b>  | 145     | 1378    | -1006   | -5      | 237     | <b>偿债能力</b>    |          |         |          |        |        |
| 净利润            | 21      | 48      | 356     | 440     | 535     | 资产负债率(%)       | 56%      | 57%     | 56%      | 59%    | 61%    |
| 折旧摊销           | 877.68  | 881.19  | 0.00    | 385.68  | 385.68  | 流动比率           | 1.84     | 1.45    | 1.36     | 1.38   | 1.42   |
| 财务费用           | 178     | 102     | 105     | 116     | 118     | 速动比率           | 1.48     | 1.14    | 1.02     | 1.05   | 1.08   |
| 应收账款减少         | 0       | 0       | -1188   | -642    | -367    | <b>营运能力</b>    |          |         |          |        |        |
| 预收帐款增加         | 0       | 0       | 26      | -22     | -13     | 总资产周转率         | 0.32     | 0.34    | 0.46     | 0.47   | 0.49   |
| <b>投资活动现金</b>  | -228    | -5      | 1814    | -186    | -204    | 应收账款周转率        | 2        | 2       | 3        | 3      | 3      |
| 公允价值变动         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率        | 5.08     | 5.55    | 6.07     | 6.06   | 5.82   |
| 长期股权投资         | 0       | 0       | 1949    | 0       | 0       | <b>每股指标(元)</b> |          |         |          |        |        |
| 投资收益           | -19     | -38     | -22     | -26     | -29     | 每股收益(最新摊       | 0.02     | 0.04    | 0.31     | 0.39   | 0.47   |
| <b>筹资活动现金</b>  | 412     | -961    | -64     | 1468    | 829     | 每股净现金流(最       | 0.29     | 0.37    | 0.66     | 1.13   | 0.77   |
| 应付债券增加         | 0       | 0       | -1288   | 0       | 0       | 每股净资产(最新       | 7.91     | 7.86    | 8.37     | 8.68   | 9.06   |
| 长期借款增加         | 0       | 0       | 333     | 189     | 318     | <b>估值比率</b>    |          |         |          |        |        |
| 普通股增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E            | 473.54   | 204.34  | 28.68    | 23.20  | 19.07  |
| 资本公积增加         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B            | 1.13     | 1.14    | 1.07     | 1.03   | 0.99   |
| <b>现金净增加额</b>  | 329     | 413     | 744     | 1277    | 863     | EV/EBITDA      | 13.74    | 13.93   | 10.50    | 8.94   | 7.80   |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员 (D)，基础产业小组组长。央视财金频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

## 联系人简介

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015 年加入东兴证券，从事机械行业研究。

### 陈皓

机械行业研究员，清华大学测控技术与仪器学士，清华大学机械工程硕士，2016 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

### 龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5 年项目运营及企业管理经验，2017 年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。