

# 会计处理影响单季业绩 未来增长依旧看好

## ——柳工 (000528) 调研简报

增持 (维持)

日期: 2017年11月17日

	2015年	2016年	2017E	2018E
营业收入(亿元)	66.56	70.05	107.21	117.57
增长比率(%)	-35.34	5.25	53.05	9.66
净利润(亿元)	0.21	0.49	3.82	4.72
增长比率(%)	-89.26	131.13	679.59	23.56
每股收益(元)	0.02	0.04	0.34	0.42
市盈率(倍)	398.50	199.25	23.44	18.98

### 事件:

2017年11月15日,我们对柳工常州机械有限公司进行了实地调研,现将调研及研究成果分享如下。

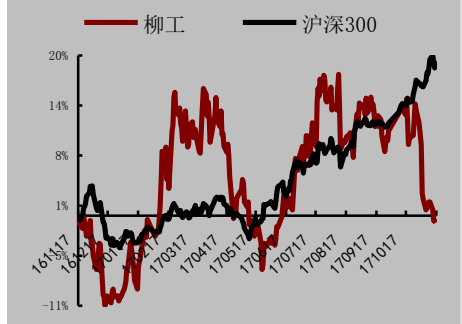
### 投资要点:

- 单季盈利受到了减值准备和原材料价格上涨的一定影响:**就公司第三季度单季净利润看,今年第三季度实现归母净利润3605.42万元,和今年第一和第二季度归母净利润1.08亿元和1.35亿元相比大幅减少,按历年业绩规律看,柳工每年第三季度的净利润均为全年四个季度中的最小值。出现此状况的主要原因是公司财务制度的季节性操作,在第三季度集中计提了激励基金、减值准备、营销费用等,导致季度性的减值准备和费用跟当季营收不匹配。对照公司第三季度计提资产减值准备,单季各项减值合计净增加4,591万元,主要是应收款项坏账准备净增加1,233万元和存货跌价准备净增加2,786万元,全部减值计提及转回影响当期损失(税前)共计5,473万元。而今年上半年合计净增加了8433万元的各项减值,减值计提及转回影响税前当期损益共计-1.08亿元,公司在第三季度计提各项减值的数额占营收的比例较上半年大。对照公司今年前三季度单季利润总额和所得税看,第三季度4152.06万元的所得税较第一和第二季度的2526.79万元和3269.99万元大幅增加,但第三季度的利润总额只有7720.27万元,大幅小于第一和第二季度的1.33亿元和1.67亿元。第三季度业绩的偏差主要还是公司会计制度的季节性操作造成的,这在一定程度上造成了市场的误解。对比2012年以来的第三季度单季归母净利润,今年第三季度业绩是四万亿投资结束后六年来的最大值,在单季营收略微高于2013年和2012年第三季度的条件下,盈利能力得到了较大幅度改善。不过,第三季度钢材及相关原材料价格上行对柳工的第三季度业绩产生了一些影响,前三季度销售毛利率为23.16%,低于上半年的23.44%,更低于去年前三季度的24.73%。
- 继续受益行业集中度提升,收购上海金泰丰富产品线并增加协同效应:**2017年10月全国单月挖掘机销量10541台,同比增长81.24%,增速虽然受到去年高基数的影响有所回落,但依然保持高速增长。今年

### 基础数据

收盘价(元)	7.97
市净率(倍)	0.99
流通市值(亿元)	89.67
每股净资产(元)	8.05
每股经营现金流(元)	0.88
营业利润率(%)	4.51
净资产收益率(%)	3.13
资产负债率(%)	56.99
总股本(万股)	112,524
流通股(万股)	112,508

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2017年11月16日

### 相关研究

万联证券研究所 20171101\_公司点评报告  
\_AAA 柳工 (000528) 三季报点评: 挖掘机和装载机销量增长有望延续

### 分析师: 沈贇

执业证书编号: S0270514050001  
电话: 02160883480  
邮箱: shenyun@wlzq.com.cn

前10个月我国挖掘机的累计销量达到112476台，同比增长98.21%，接近四万亿投资时期2010年的历史最大值，2010年前10月累计销量为138510台。我们预计11月和12月挖掘机销量将延续较高增速，但受制于去年同期高基数影响，增速可能继续回落。2017年10月份全国单月装载机销量8114台，同比增长45.23%；前10月我国装载机的累计销量达到81403台，同比增长44.58%。从挖掘机和装载机的行业集中度看，行业占有率集中度装载机向前4名集中，而挖掘机向前8名集中。装载机前4名占了60%以上的份额，挖掘机前8名接近75%左右份额。目前柳工的装载机产品在市场上处于领导地位，挖掘机产品在国内企业中处于领先品牌之一，今年其装载机和挖掘机占有率均进一步提升，以挖掘机为例，公司前9月累计销量为5881台，同比增长126.72%，增速高于全行业26.6个百分点。以前公司的产品结构是装载机独大，今年挖掘机销量增长大幅超过装载机，公司初步形成了挖掘机和装载机各占三分之一的结构状况。我们认为，第四季度工程机械销量的增长有望持续，房地产调控等措施短期内没有对工程机械行业形成不利传导。中长期看，在未来房地产投资因政策压制回落时，积极的财政政策将更加偏向于基建投资的稳增长，这将有利于抵消未来房地产投资下降导致的工程机械销量下滑。另外，柳工近期通过内部变革加强市场导向和业绩导向的激励机制力度将有利于推动其后续的产品销售规模增长。公司向控股股东柳工集团购买上海金泰51%的股权，将有助于公司进一步丰富产品结构，构建桩工机械产品线，有利于公司发挥协同效应。上海金泰主要产品包括地下连续墙液压抓斗、旋挖钻机等，主要应用于高铁、地铁、水库、机场等工程施工，其自主研发的SG系列地下连续墙液压抓斗连续蝉联市场销量第一。目前上海金泰的资产负债率低、盈利能力和现金流状况良好。

- **盈利预测和评级：**我们预计，柳工2017年和2018年的EPS分别为0.34元和0.42元，对应11月16日收盘价的PE为23.44倍和18.98倍。鉴于公司土石方工程机械产品的竞争优势，装载机+挖掘机+压路机的产品配比以及较低的市净率，我们维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**工程机械行业复苏持续性弱于预期，装载机市场竞争进一步加剧的风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

姓名：沈贇

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484