公司研究报告

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2018-01-14

公司点评报告

买入/维持

柳工(000528)

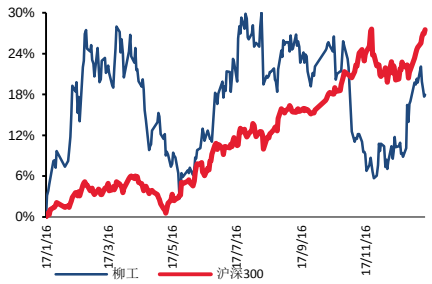
目标价：11

昨收盘：8.6

工业 资本货物

资产减值影响当期利润，夯实基础释放业绩弹性

■ **走势比较**



■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,125/1,125
总市值/流通(百万元)	9,677/9,676
12 个月最高/最低(元)	9.47/7.39

相关研究报告：

柳工(000528)《核心产品市占率有望稳步提升，受益行业高景气业绩弹性大》--2017/10/09

证券分析师：钱建江

电话：021-61376578

E-MAIL：qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517070002

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL：liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

资产减值影响当期利润，夯实基础释放业绩弹性：公司前三季度实现收入 81.18 亿，同比增长 61.49%，净利润 2.80 亿，同比增长 43 倍。前三季度资产减值损失 1.62 亿，对当期净利润产生较大影响，主要是应收账款以及起重机等存货坏账计提，同时夯实了未来业绩基础。公司前三季度毛利率为 23.16%，较去年同期下降 1.56 个百分点，主要是由于成本端钢材价格上涨造成。公司装载机调价已落地，其他产品也有望逐步调价，我们预计 18 年毛利率将改善。

公司为国内土方机械领军企业，挖机收入占比逐步提升：公司主要产品为土方机械，收入占比 70%左右。目前第一大产品为装载机，市占率 15%左右，收入规模居国内第一，产品技术优势较大。公司未来拟调整产品战略，着重提升小吨位装载机市场份额，目标在 2020 年销量市占率提升到 20%以上。挖机为公司另一大主打产品，2017 年 1-11 月份销量为 7375 台，同比增长 130%，超过行业平均增速。按 17 年 1-11 月销量测算，市占率已达到 5.84%，并有望稳步提升。预计 2017 年公司挖机收入占比将超过 30%，2018 年将接近或超过装载机成为第一大收入来源。

收购集团所持上海金泰 51%股权，扩张产品线贡献业绩增长点：公司于 2017 年 11 月 8 日与柳工集团签订股权转让协议，约定出资 5.46 亿购买上海金泰 51%股权。上海金泰主要产品为连续墙挖斗和旋挖钻机，其中优势产品连续墙挖斗主要用于地铁施工等，市占率高达 60-70%。收购后，上海金泰有望借助公司采购渠道降低成本，并在技术研发、销售渠道等多方面产生协同。公司产品线也将更加丰富，并贡献新的业绩增长点。

盈利预测与投资建议：预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.77 亿、6.91 亿和 8.01 元，对应 PE 分别为 25 倍、14 倍和 12 倍。考虑到公司 18 年业绩弹性较大，维持“买入”评级。

风险提示：宏观政策面可能趋紧

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7005.40	11624.32	14095.57	15505.12
增长率	5.25%	65.93%	21.26%	10.00%
归属母公司净利润(百万元)	49.26	377.39	691.26	800.63
增长率	131.13%	666.12%	83.17%	15.82%
每股收益 EPS（元）	0.04	0.34	0.61	0.71
PE	194	25	14	12
PB	1.08	1.02	0.96	0.91

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7005.40	11624.3	14095.5	15505.1
营业成本	5263.25	8811.10	10578.1	11577.1
营业税金及附加	70.40	116.81	141.65	155.81
销售费用	724.30	871.82	916.21	1007.83
管理费用	682.03	813.70	845.73	930.31
财务费用	102.15	58.12	42.29	31.01
资产减值损失	201.31	230.00	80.00	50.00
投资收益	-37.61	20.00	30.00	40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-75.64	742.76	1521.57	1792.98
其他非经营损益	193.68	193.68	193.68	193.68
利润总额	118.04	936.44	1715.25	1986.66
所得税	70.47	559.05	1023.99	1186.03
净利润	47.57	377.39	691.26	800.63
少数股东损益	-1.69	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	49.26	377.39	691.26	800.63

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	47.57	377.39	691.26	800.63
折旧与摊销	230.51	439.63	439.63	439.63
财务费用	102.15	58.12	42.29	31.01
资产减值损失	201.31	230.00	80.00	50.00
经营营运资本变动	907.86	-58.38	449.94	641.88
其他	-111.22	-250.00	-110.00	-90.00
经营活动现金流净额	1378.19	796.76	1593.11	1873.15
资本支出	164.14	0.00	0.00	0.00
其他	-168.80	1952.71	30.00	40.00
投资活动现金流净额	-4.66	1952.71	30.00	40.00
短期借款	633.20	-3436.74	0.00	0.00
长期借款	431.17	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.03	0.00	0.00	0.00
支付股利	-112.52	-14.78	-113.22	-207.38
其他	-1912.6	-1495.33	-42.29	-31.01
筹资活动现金流净额	-960.77	-4946.85	-155.50	-238.39
现金流量净额	427.80	-2197.38	1467.61	1674.76

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4714.28	2516.90	3984.50	5659.27
应收和预付款项	3265.04	5142.00	5810.20	6079.97
存货	2869.58	3022.06	3023.50	2744.36
其他流动资产	2410.63	793.02	961.61	1057.77
长期股权投资	436.09	436.09	436.09	436.09
投资性房地产	75.48	75.48	75.48	75.48
固定资产和在建工程	2671.61	2322.40	1973.20	1623.99
无形资产和开发支出	732.46	642.17	551.88	461.58
其他非流动资产	3408.95	3408.82	3408.69	3408.55
资产总计	20584.1	18358.9	20225.1	21547.0
短期借款	3436.74	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2774.63	4642.15	5576.92	6105.77
长期借款	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00
其他负债	4525.34	3380.36	3733.76	3933.58
负债合计	11736.7	9022.51	10310.6	11039.3
股本	1125.24	1125.24	1125.24	1125.24
资本公积	3520.74	3520.74	3520.74	3520.74
留存收益	4326.82	4689.43	5267.47	5860.73
归属母公司股东权益	8846.40	9335.42	9913.46	10506.7
少数股东权益	0.99	0.99	0.99	0.99
股东权益合计	8847.39	9336.41	9914.45	10507.7
负债和股东权益合计	20584.1	18358.9	20225.1	21547.0

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	5.25%	65.93%	21.26%	10.00%
营业利润增长率	-166.24	881.91%	104.85%	17.84%
净利润增长率	129.08	693.35%	83.17%	15.82%
EBITDA 增长率	-20.80	382.65%	61.50%	12.98%
获利能力				
毛利率	24.87%	24.20%	24.95%	25.33%
三费率	21.53%	15.00%	12.80%	12.70%
净利率	0.68%	3.25%	4.90%	5.16%
ROE	0.54%	4.04%	6.97%	7.62%
ROA	0.23%	2.06%	3.42%	3.72%
ROIC	0.16%	5.11%	10.45%	14.03%
EBITDA/销售收入	3.67%	10.67%	14.21%	14.60%
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.60	0.73	0.74
固定资产周转率	2.86	5.07	7.25	9.73
应收账款周转率	2.43	3.48	3.29	3.38
存货周转率	1.79	2.85	3.33	3.82
销售商品提供劳务收	193.01	—	—	—
资本结构				
资产负债率	57.02%	49.15%	50.98%	51.23%
带息债务/总负债	48.78%	25.36%	22.19%	20.72%
流动比率	1.45	1.79	1.79	1.85
速动比率	1.14	1.32	1.40	1.52
每股指标				
每股收益	0.04	0.34	0.61	0.71
每股净资产	7.86	8.30	8.81	9.34
每股经营现金	1.22	0.00	0.00	0.00

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	257.02	1240.51	2003.49	2263.62
PE	193.94	25.31	13.82	11.93
PB	1.08	1.02	0.96	0.91
PS	1.36	0.82	0.68	0.62
EV/EBITDA	33.05	4.59	2.11	1.13

资料来源：WIND，太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人大趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017 年 6 月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于 2017 年 7 月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017 年 7 月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017 年 9 月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenying@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。