

2018年04月03日

柳工 (000528.SZ)

规划 2018 收入增速远超行业，业绩弹性逐步释放

■ **2017 业绩符合预期，2018 规划收入大幅超行业增速：**公司发布 2017 年报，实现收入 112.64 亿元，同比增长 60.79%；实现归母净利润 3.23 亿元，同比增长 555.56%。分季度看，Q4 单季度实现收入 31.47 亿元，同比增长 59.01%；实现归母净利润 4328.8 万元，同比增长 74%。2018 年公司规划，实现收入 150 亿元，同比增长 30% 以上。公司同时发布 2017 年利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。

■ **土石方机械大幅增长，出口保持强劲增长：**分产品看，土石方机械实现收入 81.1 亿元，同比增长 85.07%；毛利率 22.85%，同比略微下降 0.32 个 pct。2017 年公司进行系列营销创新活动，土石方机械各产品线市占率有明显提升，核心产品继续保持市场领先地位。融资租赁业务收入 3.56 亿元，同比下降 14.33%；毛利率 58.34%，同比上升 0.3 个 pct。分区域看，2017 年公司国内/国外分别实现收入 88.28 亿元和 24.36 亿元，同比增速分别为 77% 和 21%，出口保持强劲增长。公告显示，2017 年印度公司业绩实现大幅增长，同比增速超 50%，其中装载机、平地机市占率继续保持行业领先地位。公司预计 2018 年国内行业增速 10% 左右、海外行业增长 5%~10%，并规划 2018 年公司收入目标 150 亿元，同比增长 30% 以上，大幅超行业增速，预计公司市占率将持续稳步提升。

■ **期间费率明显下降，经营效率提升：**年报显示，2017 年公司销售、管理、财务费率分别为 9.3%、7.4% 和 0.5%，同比分别下降 1.1 个、2.3 个和 1 个 pct；主要系行业回暖，公司收入快速增长，经营效率得以提升。其中 2017 年公司财务费用 5095 万元，同比大幅下降 50.12%，主要系利息净额减少，公司财务压力有所下降。

■ **资产负债表负担不断出清，利润弹性有望释放：**2017 年公司共发生资产减值损失 2.25 亿元，其中存货跌价损失和坏账损失占比较高，分别为 1.08 亿元和 9538.79 亿元。根据报表计算，公司存货周转天数（存货/营收 TTM）从 2017 二季末开始明显下降，到 2017/12/31 下降至 0.34；应收账款周转天数（应收账款/营收 TTM）自 2016 年初起开始下降，到 2017 年底下降至 0.25，大概恢复到 2013 年水平；两项指标均显示公司资产负债表负担不断出清，预计 2018 年有望释放业绩弹性。

■ **投资建议：**预测 2018-2020 年净利润分别为 7.02 亿元、9.88 亿元和 13.90 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.88 元和 1.23 元。维持买入-A 评级，6 个月目标价 11.16 元，相当于 2018 年 18 倍动态市盈率。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,005.4	11,264.2	14,721.0	17,312.3	19,377.5
净利润	49.3	322.9	701.9	987.7	1,389.7
每股收益(元)	0.04	0.29	0.62	0.88	1.23
每股净资产(元)	7.86	8.10	8.28	8.46	8.71

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	205.1	31.3	14.4	10.2	7.3
市净率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
净利润率	0.7%	2.9%	4.8%	5.7%	7.2%
净资产收益率	0.6%	3.5%	7.5%	10.4%	14.2%
股息收益率	1.1%	0.0%	5.6%	7.8%	11.0%
ROIC	0.2%	5.8%	11.6%	18.1%	28.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

工程机械

投资评级 **买入-A**

维持评级

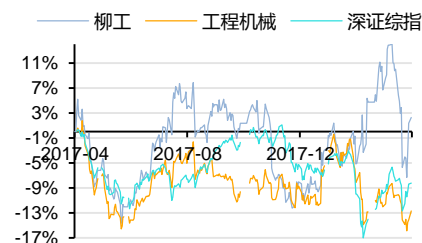
6 个月目标价：**11.16 元**

股价 (2018-04-02) **8.98 元**

交易数据

总市值(百万元)	10,104.67
流通市值(百万元)	10,103.42
总股本(百万股)	1,125.24
流通股本(百万股)	1,125.10
12 个月价格区间	7.59/10.01 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-6.05	6.15	8.81
绝对收益	-4.16	2.86	2.25

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：17H1 业绩大幅增长，国内复苏及出口发展动力足/王书伟 2017-07-14
- 柳工：工程机械持续复苏，布局一带一路扬帆再起航/王书伟 2017-04-05
- 柳工：业绩好转，受益行业复苏及“一带一路”战略推进/王书伟 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,005.4	11,264.2	14,721.0	17,312.3	19,377.5	成长性					
减:营业成本	5,263.2	8,684.7	11,104.2	12,892.1	14,430.4	营业收入增长率	5.3%	60.8%	30.7%	17.6%	11.9%
营业税费	70.4	77.4	103.0	103.9	116.3	营业利润增长率	-33.8%	-687.7%	-75.1%	50.2%	47.5%
销售费用	724.3	1,042.7	1,354.3	1,558.1	1,356.4	净利润增长率	131.1%	555.6%	117.3%	40.7%	40.7%
管理费用	682.0	834.7	1,104.1	1,298.4	1,453.3	EBITDA 增长率	-20.6%	164.3%	67.8%	41.2%	38.4%
财务费用	102.2	51.0	117.1	186.1	242.4	EBIT 增长率	-58.2%	1550.4%	104.7%	51.3%	45.1%
资产减值损失	201.3	224.6	150.0	100.0	50.0	NOPLAT 增长率	-58.4%	3165.9%	79.6%	51.3%	45.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.7%	-9.8%	-3.1%	-6.6%	0.5%
投资和汇兑收益	-37.6	37.3	-10.0	-5.0	-5.0	净资产增长率	-0.7%	3.0%	2.1%	1.9%	2.6%
营业利润	-75.6	444.5	778.2	1,168.6	1,723.6	利润率					
加:营业外净收支	193.7	13.1	200.0	208.0	217.0	毛利率	24.9%	22.9%	24.6%	25.5%	25.5%
利润总额	118.0	457.7	978.2	1,376.6	1,940.6	营业利润率	-1.1%	3.9%	5.3%	6.8%	8.9%
减:所得税	70.5	135.4	293.5	413.0	582.2	净利润率	0.7%	2.9%	4.8%	5.7%	7.2%
净利润	49.3	322.9	701.9	987.7	1,389.7	EBITDA/营业收入	3.6%	5.9%	7.6%	9.2%	11.3%
						EBIT/营业收入	0.4%	3.9%	6.1%	7.8%	10.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	126	79	58	44	35
						流动资产周转天数	151	76	53	43	40
						流动营业资本周转天数	694	441	411	369	358
						应收账款周转天数	164	96	81	67	65
						存货周转天数	142	108	139	128	123
						总资产周转天数	1,053	675	584	511	483
						投资资本周转天数	329	182	130	105	91
						投资回报率					
						ROE	0.6%	3.5%	7.5%	10.4%	14.2%
						ROA	0.2%	1.5%	2.6%	4.2%	4.7%
						ROIC	0.2%	5.8%	11.6%	18.1%	28.1%
						费用率					
						销售费用率	10.3%	9.3%	9.2%	9.0%	7.0%
						管理费用率	9.7%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
						财务费用率	1.5%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%
						三费/营业收入	21.5%	17.1%	17.5%	17.6%	15.8%
						偿债能力					
						资产负债率	57.0%	57.9%	64.4%	58.8%	66.3%
						负债权益比	132.7%	137.6%	180.7%	142.9%	197.0%
						流动比率	1.45	1.32	1.30	1.34	1.25
						速动比率	1.14	0.97	0.79	0.95	0.78
						利息保障倍数	0.26	8.59	7.65	7.28	8.11
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	-	0.50	0.70	0.99
						分红比率	228.4%	0.0%	80.0%	80.0%	80.0%
						股息收益率	1.1%	0.0%	5.6%	7.8%	11.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	47.6	322.2	701.9	987.7	1,389.7	EPS(元)	0.04	0.29	0.62	0.88	1.23
加:折旧和摊销	230.5	234.5	228.8	232.3	230.1	BVPS(元)	7.86	8.10	8.28	8.46	8.71
资产减值准备	201.3	224.6	-	-	-	PE(X)	205.1	31.3	14.4	10.2	7.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
财务费用	291.3	167.0	117.1	186.1	242.4	P/FCF	10.1	-47.0	19.3	5.8	5.5
投资损失	37.6	-37.3	10.0	5.0	5.0	P/S	1.4	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-1.7	-0.7	-17.1	-24.1	-31.2	EV/EBITDA	21.2	8.8	5.4	3.5	2.4
营运资金的变动	-0.7	695.4	127.9	-26.9	-219.3	CAGR(%)	172.6%	61.5%	220.7%	172.6%	61.5%
经营活动产生现金流量	1,378.2	952.6	1,168.5	1,360.1	1,616.6	PEG	1.2	0.5	0.1	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-4.7	-345.6	347.6	-29.8	-113.3	ROIC/WACC	0.0	0.8	1.5	2.4	3.7
融资活动产生现金流量	-960.8	-1,512.5	-956.1	-552.9	-883.8	REP	43.5	1.4	0.8	0.5	0.3

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

王书伟声明，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	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	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	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@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	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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