

行业复苏中销售目标明确 业绩增长可期

——柳工 (000528) 调研简报

增持 (维持)

日期: 2018年04月10日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	70.05	112.64	150.13	155.64
增长比率(%)	5.25	60.79	33.28	3.67
净利润(亿元)	0.49	3.23	6.31	6.85
增长比率(%)	131.13	555.56	95.36	8.56
每股收益(元)	0.04	0.29	0.56	0.61
市盈率(倍)	224.50	30.97	16.04	14.72

事件:

近日柳工发布了《2017年年度报告》等一系列公告。2017年公司实现营业收入112.64亿元,同比增长60.79%;归属于上市公司股东的净利润3.23亿元,同比增长555.56%;扣非后净利润2.63亿元,同比由亏转盈。公司2017年度利润分配预案为每10股派发现金股利1.5元(含税)人民币。

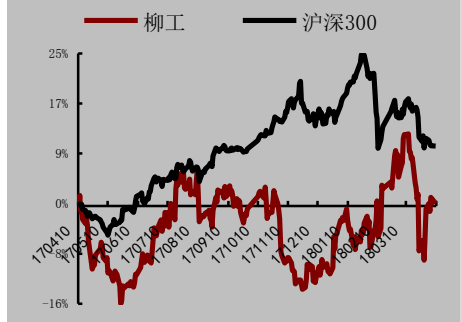
投资要点:

- **减值准备计提和原材料价格上涨对业绩造成影响:** 就公司全年归母净利润看,2017年3.23亿元的归母净利润是2014年以来最佳,接近2013年的3.35亿元,实现连续两年的业绩同比正增长。就扣非后归母净利润看,2017年2.63亿元是2012年以来最佳,虽然还远低于2009年至2011年四万亿投资时期的水平,但却是2015年和2016年连续两年扣非后归母净利润为负值后的大幅度转正(2015年、2016年是公司历史上仅有的扣非后归母净利润为负的年份)。就单季度净利润看,2017年第三、四季度实现归母净利润3605.42万元、4328.80万元,和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。由于公司全年计提资产减值2.25亿元,占2017年全年利润总额4.58亿元的49.06%,而上半年资产减值为1.06亿,占2017年上半年利润总额的35.14%,下半年计提应收、其他应收和存货等减值的比例增加直接造成了下半年两个季度归母净利润的减少。从经营活动产生的现金流量净额看,2017年9.53亿元的经营性现金净流量虽然比2016年同比减少了30.88%,但其绝对额在公司历史上排第四,分季度对比,2017年第四季度出现4067万元的经营性现金净流出,主要是该季度购买商品、接受劳务支付的现金较多所致,属于公司的正常经营活动范畴。不过,2017年公司综合毛利率较2016年下降1.97%至22.90%,营收同比增长85.07%、金额81.10亿元的土石方机械产品毛利率微降0.32%至22.85%,营收同比增长26.76%、金额27.98亿元的其他工程机械及配件产品的毛利率下降3.45%至18.54%,这主要是2017年钢材及相关原材料价格大幅上涨产生的影响。由于2018年原材料价格继续大幅上涨的概率较小,公司今年综合毛利率维持或改善的概率增大。

基础数据

收盘价(元)	8.98
市净率(倍)	1.11
流通市值(亿元)	101.03
每股净资产(元)	8.10
每股经营现金流(元)	0.85
营业利润率(%)	3.95
净资产收益率(%)	3.60
资产负债率(%)	57.90
总股本(万股)	112,524
流通股(万股)	112,510

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: 2018年4月9日

相关研究

万联证券研究所 20171117\_公司点评报告  
\_AAA\_柳工(000528)调研简报

分析师: 沈贇

执业证书编号: S0270514050001

电话: 02160883480

邮箱: shenyun@wlzq.com.cn

- **2018年销售目标150亿元，挖掘机战略地位更加突出：**公司2016年制定的“十三五”发展战略提出了面向2020年的“2345”战略，其中的2大目标是“整体销售收入实现150亿元，金融与服务占比15%”。公司2018年度经营计划是2018年营收目标150亿元，同比增长30%以上。2017年以前，公司的产品结构是装载机独大，2017年公司挖掘机销量增长大幅超过装载机，公司形成了挖掘机和装载机各占三分之一的结构状况，而2018年挖掘机会成为公司重要的收入和利润来源，其占比将超过装载机。目前国内装载机市场主要是中国品牌企业参与竞争，柳工的装载机产品在市场上处于领导地位；挖掘机市场则是国内品牌和国际品牌共同竞争，柳工的挖掘机产品在国内企业中处于领先品牌之一。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，装载机前4名占了60%以上的份额，而挖掘机向前8名集中，挖掘机前8名接近75%左右份额。2017年纳入中国工程机械工业协会挖掘机分会统计的25家主机制造企业共销售挖掘机140303台（含出口），其中柳工的挖掘机销量为8178台，占比5.83%。2016年挖掘机总销量70320台中，柳工占3539台，占比5.03%。由于2017年柳工挖掘机销量同比增长131.08%，远高于全行业的99.52%的同比增长幅度，柳工的市占率得以明显的提升。我们预计2018年公司的挖掘机和装载机这两类关键产品的市占率均将进一步提升。从中国工程机械工业协会挖掘机分会最新公布的数据看，2018年3月份各类挖掘机产品共计销售38261台，同比涨幅78.9%；一季度各类挖掘机产品共计销售60061台，同比涨幅48.4%。从销量绝对值来看，2018年一季度挖掘机销量数排名历史第二，仅次于2011年同期销量。虽然一季度挖掘机销量的强劲不能消除我们对下半年因房地产投资增速下滑导致的挖掘机销量增速回落的担忧，但我们依旧维持今年挖掘机销量在2017年高基数基础上再同比增长超10%的预期。
- **盈利预测和评级：**我们预计，柳工2018年和2019年的EPS分别为0.56元和0.61元，对应4月9日收盘价的PE为16.04倍和14.72倍。鉴于公司土石方工程机械产品的竞争优势，行业复苏中公司产品市占率持续提升以及较低的市净率，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