

# 柳工 (000528.SZ)

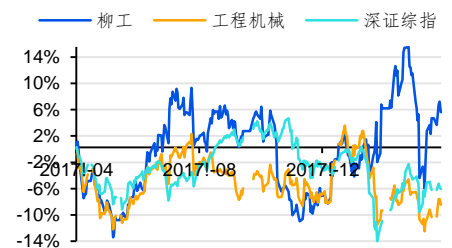
## 公司快报

机械 | 工程机械 III

 投资评级 **买入-A(维持)**  
 股价(2018-04-13) 9.15 元

交易数据	
总市值(百万元)	10,295.97
流通市值(百万元)	10,294.69
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	7.50/10.25 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.71	12.3	10.95
绝对收益	-6.06	6.4	3.26

### 分析师

 张仲杰  
 SAC 执业证书编号: S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20377099

### 报告联系人

 王志杰  
 wangzhijie@huajinsec.cn  
 021-20377179

### 报告联系人

 范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20377169

### 相关报告

柳工: 行稳者致远 2018-04-13

 柳工: 经营质量显著改善, 利润表存弹性  
 2018-04-09

 柳工: 业绩符合预期 国际业务布局步伐加快  
 2017-10-31

 柳工: 国内市场强劲复苏, 中报业绩符合预期  
 2017-08-29

 柳工: 行业持续强劲复苏, 业绩重回上升通道  
 2017-07-06

## 季报业绩大超预期 中兴之年 在今朝

### 投资要点

近日,公司发布一季度业绩预告,预计实现归母净利 2.5-3 亿元, 同比增长 130%-180%。

◆ **一季报业绩大超预期,全年业绩有望具有强持续性:**一季报业绩超预期, 主要来自于管理创新和营销变革的推动,尤其是完成国内营销组织新整合和绩效激励体系的变革,土方机械产品线销量增速均大幅度领先于行业平均水平, 挖掘机市场份额和地位有望快速提升,在彻底完成自身历史包袱清理后,2018 年业绩有望延续一季度态势,全年业绩弹性大增。

◆ **市场自我实现的复苏更具有韧性,更新需求和新增需求不断得到印证:**土方机械的复苏是在市场自我调节机制下实现的,根据中国工程机械工业协会挖掘机分会行业统计数据,2018 年一季度,全行业挖掘机累计销量为 60061 台,同比增长 48.42%,一季度挖掘机行业数据和增速是对更新需求和新增需求的初步印证,根据我们测算 2018 年全行业挖掘机有望实现销量 17 万台-18 万台,增速 25%-30%,其中更新需求在 8 万台(历史外资品牌需替换量接近 6 万台),2018 年挖掘机更新需求占比有望达到 45%-48%,2019 年有望达到 50%,以挖掘机为代表的工程机械市场有望持续复苏。

◆ **2018 年中兴之年,挖掘机销量有望创新高,未来中挖业务有望获突破:**以 2018 年一季度公司挖掘机销量增长势头来看,基于公司管理创新和营销变革的推动,且受益于挖掘机市场处于需求旺盛期,柳工各产品线均位居行业前列,我们预测 2018 年公司挖掘机销量有望超过 1.3 万台,市场占有率上升至 7.50%,国内市场份额有望超过小松和斗山,进入四强。未来伴随着核心零部件的突破,技术、服务和质量不断提升,中挖业务有望逐步获得突破,并实现部分国外市场的局部优势,国产化率和产品结构也将大幅改善。

◆ **投资建议:**我们判断今年国内挖掘机销量增速在 25%-30%左右,公司全年挖掘机销量增幅有望超过 60%;公司在装载机领域是传统的国产品牌龙头,具备非常强的技术优势,装载机市场份额有望稳中有升,鉴于公司一季度业绩大超预期,在彻底完成自身历史包袱清理后,2018 年业绩有望延续一季度态势,我们上调公司盈利预测,我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 155 亿元、191 亿元、228 亿元;归母净利润分别为 9.56 亿元、13.24 亿元、16.65 亿元;2018 年 PE 仅为 10.8 倍, PB1.1 倍,估值优势明显,继续维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示:**国内基建和房地产投资增速大幅放缓;原材料价格剧烈波动;海外业务拓展不及预期的风险行业竞争状况恶化;汇率大幅波动带来的风险等。

**财务数据与估值**

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	7,005.4	11,264.2	15,504.0	19,052.8	22,794.7
同比增长(%)	5.3%	60.8%	37.6%	22.9%	19.6%
营业利润(百万元)	-75.6	444.5	1,258.8	1,723.7	2,143.6
同比增长(%)	-33.8%	-687.7%	183.2%	36.9%	24.4%
净利润(百万元)	49.3	322.9	956.1	1,323.7	1,665.2
同比增长(%)	131.1%	555.6%	196.1%	38.4%	25.8%
每股收益(元)	0.04	0.29	0.85	1.18	1.48
PE	209.0	31.9	10.8	7.8	6.2
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

**利润表**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,005.4	11,264.2	15,504.0	19,052.8	22,794.7
减:营业成本	5,263.2	8,684.7	11,610.2	14,130.0	16,850.1
营业税费	70.4	77.4	108.5	133.4	159.6
销售费用	724.3	1,042.7	1,255.8	1,524.2	1,823.6
管理费用	682.0	834.7	1,085.3	1,352.7	1,618.4
财务费用	102.2	51.0	27.3	13.7	9.5
资产减值损失	201.3	224.6	200.0	220.0	240.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-37.6	37.3	42.0	45.0	50.0
营业利润	-75.6	444.5	1,258.8	1,723.7	2,143.6
加:营业外净收支	193.7	13.1	16.0	18.0	19.0
利润总额	118.0	457.7	1,274.8	1,741.7	2,162.6
减:所得税	70.5	135.4	318.7	418.0	497.4
净利润	49.3	322.9	956.1	1,323.7	1,665.2

**资产负债表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	4,714.3	3,856.4	4,651.2	5,715.8	6,838.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,900.3	3,130.6	4,707.5	4,818.9	6,578.4
应收票据	261.4	341.0	434.2	518.5	621.3
预付帐款	103.3	155.6	222.3	226.4	302.3
存货	2,869.6	3,881.7	4,374.5	5,438.0	5,982.6
其他流动资产	2,410.6	2,954.5	2,758.4	2,707.8	2,806.9
可供出售金融资产	16.0	19.1	17.6	17.6	18.1
持有至到期投资	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
长期股权投资	436.1	436.9	436.9	436.9	436.9
投资性房地产	75.5	71.6	71.6	71.6	71.6
固定资产	2,466.8	2,474.8	2,324.3	2,168.2	2,016.1
在建工程	204.9	249.7	294.7	329.7	354.7
无形资产	681.7	667.6	665.5	659.0	645.4
其他非流动资产	3,443.6	3,418.3	3,199.2	3,354.5	3,323.1
资产总额	20,584.1	21,658.1	24,158.0	26,463.1	29,996.0
短期债务	3,436.7	3,470.8	2,847.3	3,721.1	4,534.6
应付帐款	2,774.0	4,015.3	5,204.1	5,698.6	7,134.5
应付票据	999.0	1,164.8	1,737.8	1,794.7	2,417.8
其他流动负债	1,908.8	2,164.4	1,808.0	2,052.1	2,102.9
长期借款	1,000.0	1,000.0	983.9	1,330.5	1,005.0
其他非流动负债	1,618.1	725.7	1,929.6	1,424.5	1,360.0
负债总额	11,736.7	12,541.0	14,510.6	16,021.5	18,554.7
少数股东权益	1.0	6.8	6.8	6.8	6.8
股本	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2	1,125.2
留存收益	7,847.6	8,058.0	8,515.4	9,309.6	10,309.2
股东权益	8,847.4	9,117.0	9,647.4	10,441.6	11,441.2

**现金流量表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	47.6	322.2	956.1	1,323.7	1,665.2
加:折旧和摊销	230.5	234.5	182.5	183.5	184.5
资产减值准备	201.3	224.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	291.3	167.0	27.3	13.7	9.5
投资损失	37.6	-37.3	-42.0	-45.0	-50.0
少数股东损益	-1.7	-0.7	-	-	-
营运资金的变动	-4.6	683.9	-613.5	-736.9	-262.8
经营活动产生现金流量	1,378.2	952.6	510.5	739.0	1,546.4
投资活动产生现金流量	-4.7	-345.6	300.5	-20.9	-98.3
融资活动产生现金流量	-960.8	-1,512.5	-16.1	346.6	-325.5

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

**财务指标**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年增长率					
营业收入增长率	5.3%	60.8%	37.6%	22.9%	19.6%
营业利润增长率	-33.8%	-687.7	183.2%	36.9%	24.4%
净利润增长率	131.1%	555.6%	196.1%	38.4%	25.8%
EBITDA 增长率	-20.6%	164.3%	119.3%	30.8%	21.7%
EBIT 增长率	-58.2%	1550.4	194.0%	35.1%	23.9%
NOPLAT 增长率	-58.4%	3165.9	176.5%	36.9%	25.6%
投资资本增长率	-11.9%	-10.1%	13.6%	7.5%	2.3%
净资产增长率	-0.7%	3.0%	5.8%	8.2%	9.6%
盈利能力					
毛利率	24.9%	22.9%	25.1%	25.8%	26.1%
营业利润率	-1.1%	3.9%	8.1%	9.0%	9.4%
净利润率	0.7%	2.9%	6.2%	6.9%	7.3%
EBITDA/营业收入	3.6%	5.9%	9.5%	10.1%	10.3%
EBIT/营业收入	0.4%	3.9%	8.3%	9.1%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	57.0%	57.9%	60.1%	60.5%	61.9%
负债权益比	132.7%	137.6%	150.4%	153.4%	162.2%
流动比率	1.45	1.32	1.48	1.46	1.43
速动比率	1.14	0.97	1.10	1.05	1.06
利息保障倍数	0.26	8.59	47.10	126.51	227.24
营运能力					
固定资产周转天数	126	79	56	42	33
流动营业资本周转天数	151	76	59	60	57
流动资产周转天数	694	441	365	346	336
应收帐款周转天数	164	96	91	90	90
存货周转天数	142	108	96	93	90
总资产周转天数	1,053	675	532	478	446
投资资本周转天数	327	181	133	119	104
费用率					
销售费用率	10.3%	9.3%	8.1%	8.0%	8.0%
管理费用率	9.7%	7.4%	7.0%	7.1%	7.1%
财务费用率	1.5%	0.5%	0.2%	0.1%	0.0%
三费/营业收入	21.5%	17.1%	15.3%	15.2%	15.1%
投资回报率					
ROE	0.6%	3.5%	9.9%	12.7%	14.6%
ROA	0.2%	1.5%	4.0%	5.0%	5.6%
ROIC	0.2%	5.9%	18.0%	21.7%	25.4%
分红指标					
DPS(元)	0.10	0.15	0.44	0.47	0.59
分红比率	228.4%	52.3%	52.0%	40.0%	40.0%
股息收益率	1.1%	1.6%	4.8%	5.1%	6.5%

**业绩和估值指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.04	0.29	0.85	1.18	1.48
BVPS(元)	7.86	8.10	8.57	9.27	10.16
PE(X)	209.0	31.9	10.8	7.8	6.2
PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
P/FCF	10.2	-50.6	15.4	5.9	5.5
P/S	1.5	0.9	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	29.2	9.8	4.6	3.3	2.4
CAGR(%)	203.0%	72.9%	258.4%	203.0%	72.9%
PEG	1.0	0.4	0.0	0.0	0.1
ROIC/WACC	0.0	0.8	2.4	2.9	3.4

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com