

**评级：买入(维持评级)**

市场价格：12.11

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

分析师：朱荣华

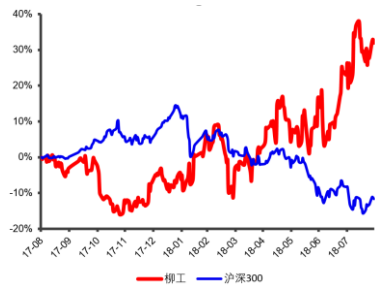
执业证书编号：S0740518070010

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1125
流通股本(百万股)	1125
市价(元)	12.11
市值(百万元)	13624
流通市值(百万元)	13624

**股价与行业-市场走势对比**



**相关报告**

- 1、《柳工(000528)深度：土方机械、路面机械领军企业，行业复苏业绩弹性较大》2017.7.25
- 2、《柳工(000528)：重新认识柳工：恰逢广西自治区、公司成立双60周年》2018.3.7
- 3、《柳工(000528)：一季报大幅增长；挖掘机等销量增速大幅领先行业》2018.4.17

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,005	11,264	18,201	23,220	26,758
增长率 yoy%	5.25%	60.79%	61.58%	27.57%	15.24%
净利润	49	323	998	1,286	1,506
增长率 yoy%	131.13%	555.56%	209.20%	28.75%	17.12%
每股收益(元)	0.04	0.29	0.84	1.08	1.26
每股现金流量	1.22	0.85	0.26	0.41	0.40
净资产收益率	0.56%	3.54%	8.04%	9.24%	9.64%
P/E	276.63	42.20	14.50	11.26	9.62
PEG	1.38	0.63	0.06	0.06	0.14
P/B	1.54	1.50	1.17	1.04	0.93
备注：					

**投资要点**

- **事件：公司上半年实现营业收入 97.54 亿元，同比增长 65.55%，归母净利润 5.86 亿元，同比增长 126.33%。扣非净利润 5.64 亿元，同比增长 136.14%。**

公司业绩增长主要原因为：工程机械行业持续景气，需求保持同比较快增长的态势。同时公司装载机、挖掘机两大主营业务及推土机、压路机和平地机等其他产品线销量增速均大幅度领先于行业平均水平，促进了公司营业收入和利润的大幅度增长。

- **公司各产品销量增长，营收大幅提升；期间公司费率小幅降低，净利率提升。**

1) 2018 年上半年公司土石方机械实现营收 65.28 亿元，同比增长 64.22%，毛利率 20.84%，较上年同期降 2.68pct；其他路面机械实现营收 30.26 亿元，同比增长 73.30%，毛利率 25.19%，较上年同期大增 5.03pct。

2) 上半年公司销售毛利率为 22.98%保持稳定。期间费用率有效控制，较上年同期降低 1.51pct (销售-0.77pct、管理-1.16pct、财务+0.42pct)，实现销售净利率 6.44%，同比增加约 2pct。

3) 上半年公司经营性现金流净额为-3.7 亿元，主要是由于公司使用自有资金投入租赁业务，报告期内公司融资租赁模式的销售金额约为 41 亿元。

4) 公司上半年中国境外实现营收 14.86 亿元，占总营收的 15.2%，较去年同期增长 26.83%，聚焦深耕国际重点市场。

- **宏观政策微调，下游需求持续向好，工程机械板块景气度有望持续**

1) **下游需求持续向好：**根据中国工程机械工业协会挖掘机分会行业统计，2018 年 1-7 月，纳入统计的 25 家主机制造企业共销售挖掘机 131246 台，同比涨幅 58.7%。公司挖机销量占比 6.7%，较上年同期增长约 1pct。

2) **近期国内宏观政策微调：**国家定向降准、新增 MLF 鼓励信贷投放等政策落地，7 月 31 日中央政治局会议称要加大基础设施领域补短板的力度，基建投资有望反弹。若后期房地产及基建行业投资企稳回升，工程机械板块景气度有望持续。

- **控股股东柳工集团被纳入国企改革“双百企业”名单**

近日，国务院下发了《关于印发〈国企改革“双百行动”工作方案〉的通知》(国资发研究[2018]70 号)，公司于 2018 年 8 月 20 收到控股股东柳工集团通知，集团被纳入国企改革“双百企业”名单，为公司发展注入新的活力。

2017 年 12 月，广西国资委、广西投资引导基金与柳工集团签署《广西柳工集团有限公司增资协议》，由引导基金公司以增资扩股的方式向柳工集团作直接股权投资 3 亿元。上市公司将与大股东协同改革发展，共享国企改革红利。

- **盈利预测与估值：**我们预计 2018-2020 年收入可达 182/232/268 亿元，净利润可达 10/13/15 亿元，EPS 达 0.84/1.08/1.26 元，对应 PE 分别为 15/11/10 倍。维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济和工程机械市场波动风险；全球或主要国家贸易实施保护措施；原材料价格上涨过快风险。

图表 1: 柳工三张表

**损益表 (人民币百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>7,005</b>	<b>11,264</b>	<b>18,201</b>	<b>23,220</b>	<b>26,758</b>
增长率	5.3%	60.8%	61.6%	27.6%	15.2%
<b>营业成本</b>	<b>-5,263</b>	<b>-8,685</b>	<b>-14,031</b>	<b>-17,870</b>	<b>-20,450</b>
% 销售收入	75.1%	77.1%	77.1%	77.0%	76.4%
<b>毛利</b>	<b>1,742</b>	<b>2,580</b>	<b>4,170</b>	<b>5,349</b>	<b>6,308</b>
% 销售收入	24.9%	22.9%	22.9%	23.0%	23.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-70</b>	<b>-77</b>	<b>-144</b>	<b>-176</b>	<b>-206</b>
% 销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-724</b>	<b>-1,043</b>	<b>-1,452</b>	<b>-1,862</b>	<b>-2,208</b>
% 销售收入	10.3%	9.3%	8.0%	8.0%	8.3%
<b>管理费用</b>	<b>-682</b>	<b>-835</b>	<b>-1,041</b>	<b>-1,368</b>	<b>-1,656</b>
% 销售收入	9.7%	7.4%	5.7%	5.9%	6.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>265</b>	<b>625</b>	<b>1,532</b>	<b>1,944</b>	<b>2,238</b>
% 销售收入	3.8%	5.5%	8.4%	8.4%	8.4%
<b>财务费用</b>	<b>-102</b>	<b>-51</b>	<b>-126</b>	<b>-114</b>	<b>-98</b>
% 销售收入	1.5%	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%
<b>资产减值损失</b>	<b>201</b>	<b>225</b>	<b>217</b>	<b>219</b>	<b>219</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>-38</b>	<b>37</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
% 税前利润	—	4.4%	—	—	—
<b>营业利润</b>	<b>327</b>	<b>836</b>	<b>1,616</b>	<b>2,042</b>	<b>2,351</b>
营业利润率	4.7%	7.4%	8.9%	8.8%	8.8%
<b>营业外收支</b>	<b>194</b>	<b>13</b>	<b>129</b>	<b>127</b>	<b>116</b>
<b>税前利润</b>	<b>521</b>	<b>849</b>	<b>1,745</b>	<b>2,169</b>	<b>2,467</b>
利润率	7.4%	7.5%	9.6%	9.3%	9.2%
<b>所得税</b>	<b>-70</b>	<b>-135</b>	<b>-315</b>	<b>-448</b>	<b>-527</b>
所得税率	13.5%	16.0%	18.0%	20.6%	21.4%
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>322</b>	<b>996</b>	<b>1,283</b>	<b>1,502</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>49</b>	<b>323</b>	<b>998</b>	<b>1,286</b>	<b>1,506</b>
净利率	0.7%	2.9%	5.5%	5.5%	5.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>322</b>	<b>996</b>	<b>1,283</b>	<b>1,502</b>
<b>加: 折旧和摊销</b>	<b>231</b>	<b>234</b>	<b>234</b>	<b>237</b>	<b>239</b>
<b>资产减值准备</b>	<b>201</b>	<b>225</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>财务费用</b>	<b>291</b>	<b>167</b>	<b>126</b>	<b>114</b>	<b>98</b>
<b>投资收益</b>	<b>38</b>	<b>-37</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>营运资金的变动</b>	<b>-1</b>	<b>695</b>	<b>-1,073</b>	<b>-1,176</b>	<b>-1,392</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,378</b>	<b>953</b>	<b>291</b>	<b>465</b>	<b>455</b>
<b>固定资本投资</b>	<b>152</b>	<b>-53</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-50</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>-346</b>	<b>-88</b>	<b>-75</b>	<b>-65</b>
<b>股利分配</b>	<b>-113</b>	<b>-113</b>	<b>0</b>	<b>-1,128</b>	<b>-615</b>
<b>其他</b>	<b>-848</b>	<b>-1,400</b>	<b>2,172</b>	<b>2,457</b>	<b>1,436</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-961</b>	<b>-1,512</b>	<b>2,172</b>	<b>1,328</b>	<b>821</b>
<b>现金净流量</b>	<b>413</b>	<b>-905</b>	<b>2,375</b>	<b>1,718</b>	<b>1,211</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>货币资金</b>	<b>4,714</b>	<b>3,856</b>	<b>6,231</b>	<b>7,949</b>	<b>9,161</b>
<b>应收款项</b>	<b>3,162</b>	<b>3,472</b>	<b>13,148</b>	<b>10,144</b>	<b>14,368</b>
<b>存货</b>	<b>2,870</b>	<b>3,882</b>	<b>5,394</b>	<b>6,420</b>	<b>7,100</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,514</b>	<b>3,110</b>	<b>3,256</b>	<b>3,235</b>	<b>3,327</b>
<b>流动资产</b>	<b>13,260</b>	<b>14,320</b>	<b>28,029</b>	<b>27,748</b>	<b>33,955</b>
% 总资产	64.4%	66.1%	79.6%	79.8%	83.2%
<b>长期投资</b>	<b>528</b>	<b>528</b>	<b>552</b>	<b>563</b>	<b>573</b>
<b>固定资产</b>	<b>2,467</b>	<b>2,475</b>	<b>2,289</b>	<b>2,100</b>	<b>1,909</b>
% 总资产	12.0%	11.4%	6.5%	6.0%	4.7%
<b>无形资产</b>	<b>732</b>	<b>730</b>	<b>709</b>	<b>689</b>	<b>668</b>
<b>非流动资产</b>	<b>7,325</b>	<b>7,338</b>	<b>7,182</b>	<b>7,014</b>	<b>6,832</b>
% 总资产	35.6%	33.9%	20.4%	20.2%	16.8%
<b>资产总计</b>	<b>20,584</b>	<b>21,658</b>	<b>35,211</b>	<b>34,762</b>	<b>40,788</b>
<b>短期借款</b>	<b>3,437</b>	<b>3,471</b>	<b>3,454</b>	<b>4,696</b>	<b>5,410</b>
<b>应付款项</b>	<b>3,889</b>	<b>5,351</b>	<b>15,610</b>	<b>12,435</b>	<b>16,039</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,793</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>	<b>1,994</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,119</b>	<b>10,815</b>	<b>21,057</b>	<b>19,125</b>	<b>23,443</b>
<b>长期贷款</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>1,618</b>	<b>726</b>	<b>726</b>	<b>726</b>	<b>726</b>
<b>负债</b>	<b>11,737</b>	<b>12,541</b>	<b>22,783</b>	<b>20,851</b>	<b>25,168</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,846</b>	<b>9,110</b>	<b>12,424</b>	<b>13,910</b>	<b>15,621</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>20,584</b>	<b>21,658</b>	<b>35,211</b>	<b>34,762</b>	<b>40,788</b>

**比率分析**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.04	0.29	0.84	1.08	1.26
每股净资产 (元)	7.86	8.10	10.39	11.64	13.07
每股经营现金净流 (元)	1.22	0.85	0.26	0.41	0.40
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.00	0.94	0.51
<b>回报率</b>					
净资产收益率	0.56%	3.54%	8.04%	9.24%	9.64%
总资产收益率	0.23%	1.49%	2.83%	3.69%	3.68%
投入资本收益率	0.16%	5.81%	18.36%	20.17%	20.38%
<b>增长率</b>					
营业收入增长率	5.25%	60.79%	61.58%	27.57%	15.24%
EBIT增长率	-58.20%	1550.37%	199.04%	31.26%	17.20%
净利润增长率	131.13%	555.56%	209.20%	28.75%	17.12%
总资产增长率	0.98%	5.22%	62.58%	-1.28%	17.33%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	163.7	96.4	160.0	179.0	162.0
存货周转天数	142.3	107.9	91.7	91.6	90.9
应付账款周转天数	86.3	85.4	105.0	110.0	123.0
固定资产周转天数	125.8	79.0	47.1	34.0	27.0
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	38.79%	-0.78%	-14.54%	-12.76%	-6.80%
EBIT利息保障倍数	0.3	8.6	10.4	15.0	20.5
资产负债率	57.02%	57.90%	64.70%	59.98%	61.71%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。