

三季度维持高增长，后续有望受益基建投资提速

增持（维持）

2018年10月29日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11264	17578	21073	24494
同比（%）	60.8%	56.1%	19.9%	16.2%
归母净利润（百万元）	323	854	1,083	1,265
同比（%）	555.6%	164.5%	26.8%	16.8%
每股收益（元/股）	0.29	0.58	0.74	0.86
P/E（倍）	23.45	11.53	9.09	7.78

事件：柳工于10月29日晚披露三季报，公司前三季度营收为134.66亿元，同比+55%；归母净利润7.15亿元，同比+136%（业绩预告的增速区间是124%到157%）；扣非归母净利润为6.57亿元，同比+140%。Q3单季度收入为37.11亿元，同比+32%；实现归母净利1.19亿元，同比+173%。

投资要点

■ 龙头企业受益行业高景气度，净利润高速增长

公司2018Q1-Q3业绩增长符合预期，龙头企业充分受益行业景气度高。受人工替代、环保趋严推动设备升级更新、出口旺盛等因素影响，2018年1-9月全国挖机销量15.6万台，同比+53.3%。近期，国家及地方基建重点工程陆续开工，内外承压大背景下基建投资稳增长方向明确，基建补短板在四季度快速推进。在此背景下，工程机械景气度有望维持高位。

同时，工程机械行业集中度仍在不断提升，企业向高端市场延伸趋势明显，强者愈强的局面已经打开，我们认为公司作为土石方铲运机械的行业龙头，主导产品市场地位稳固，市场份额将会得到进一步巩固和提升。

■ 净利率步入上升通道，现金流无需过度担忧

公司2018Q1-Q3毛利率为22.96%，同比-0.2pct；净利率为5.67%，同比+2.24pct；加权ROE为7.62%，同比+4.49pct；ROA为3.32%，同比+1.98pct。未来随着原材料价格趋稳、汇兑损失影响减弱、高毛利挖机和高吨位产品营收占比提升，预计公司盈利水平将进一步提升。

公司重点推进制造体系升级并完善经营管理体系，内部运营效率有了较大提升，期间费用率进一步降低至15.3%，同比-1.04pct（其中，销售费用率为8.58%，同比-0.26pct；管理费用率为5.82%，同比-1.22pct；财务费用率为0.9%，同比+0.44pct，主要系汇兑损失增加导致），预计未来期间费用率将保持稳中有降的态势。

公司经营活动净现金流为-5.23亿，比2017年同期降低了15亿元，主要系公司使用自有资金开展租赁业务所致，预计后续融资租赁公司归还现金，现金流将恢复正常。

■ 积极拓展海外市场，为业绩持续增长保驾护航

目前公司累计在海外设立了3家制造基地和4家海外研发机构，同时拥有10家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司，并通过200多家经销商为海外140多个国家和地区的客户销售和服务支持。柳工海外业务基本覆盖了国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区，全球影响力不断提升，预计海外市场扩展将不断推动营收增长。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计2018-2020年的归母净利润为8.54/10.83/12.65亿元，PE为12/9/8X，维持“增持”评级。

■ 风险提示：工程机械行业景气回暖不及预期，原材料价格剧烈波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.73
一年最低/最高价	5.78/9.84
市净率(倍)	0.79
流通A股市值(百万元)	9843.57

基础数据

每股净资产(元)	8.50
资产负债率(%)	58.93
总股本(百万股)	1462.81
流通A股(百万股)	1462.64

相关研究

1、《柳工(000528)：业绩超预期，规模效益带动盈利提升》

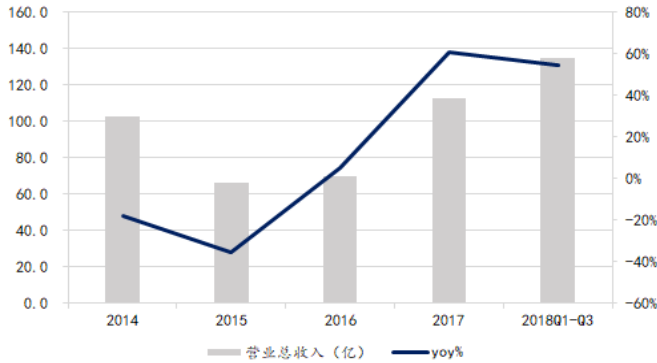
2018-08-30

2、《柳工：业绩符合预期，2018年收入目标彰显信心》

2018-04-11

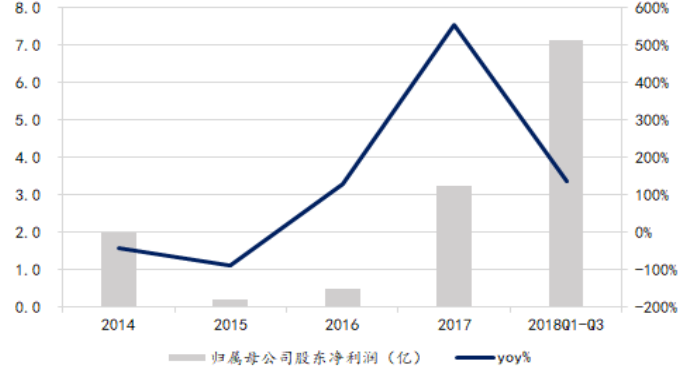
附录

图 1: 2018Q1-Q3 营收 135 亿元, 同比+55%



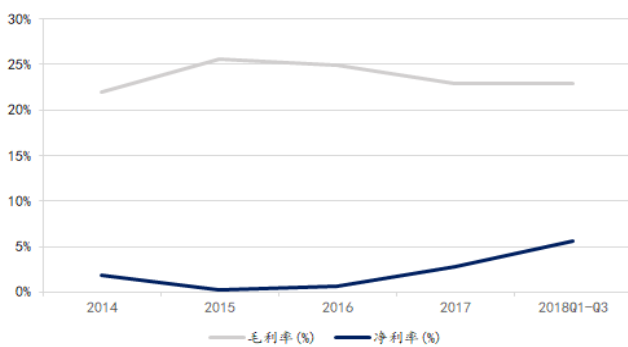
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 2: 归母净利润 7.15 亿元, 同比+136%



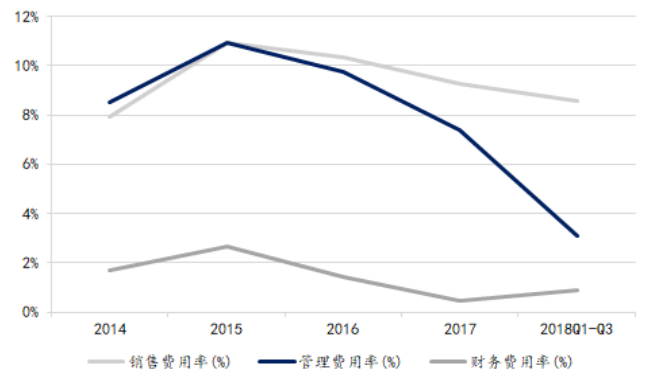
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 3: 毛利率基本稳定, 净利率显著提升



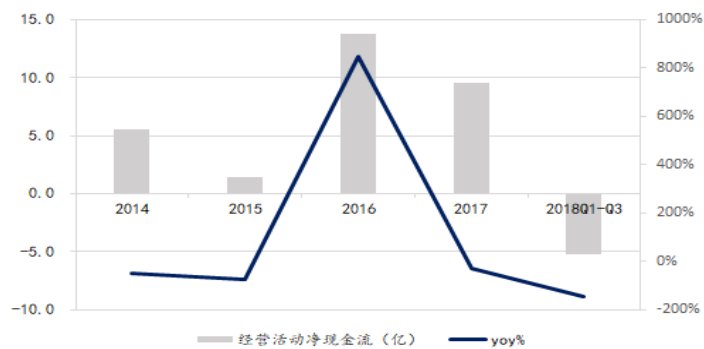
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 管理费用率大幅降低, 运营效率得到改善



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 经营活动净现金流为-5.23 亿, 主要系自有资金开展租赁业务所致



数据来源: wind, 东吴证券研究所

柳工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	14320	17647	20012	22488	营业收入	11264	17578	21073	24494
现金	3856	9179	9901	10735	减:营业成本	8685	13638	16203	18834
应收账款	3472	3853	4619	5368	营业税金及附加	77	105	126	147
存货	3882	3736	4439	5160	营业费用	1043	1406	1707	2008
其他流动资产	3110	879	1054	1225	管理费用	853	1077	1455	1688
非流动资产	7338	7393	7203	6994	财务费用	51	170	74	51
长期股权投资	437	437	437	437	资产减值损失	225	5	5	5
固定资产	2724	2801	2634	2447	加:投资净收益	37	0	0	0
在建工程	250	75	22	7	其他收益	76	29	29	29
无形资产	668	645	623	601	营业利润	445	1206	1531	1790
其他非流动资产	3260	3434	3487	3502	加:营业外净收支	13	7	7	7
资产总计	21658	25040	27215	29481	利润总额	458	1213	1538	1797
流动负债	10815	13824	15527	17241	减:所得税费用	135	243	308	359
短期借款	5160	5000	5000	5000	少数股东损益	-1	116	148	173
应付账款	3755	5605	6659	7740	归属母公司净利润	323	854	1083	1265
其他流动负债	1901	3220	3869	4502	EBIT	625	1374	1604	1839
非流动负债	1726	1726	1726	1726	EBITDA	857	1679	1929	2179
长期借款	1000	1000	1000	1000					
其他非流动负债	726	726	726	726	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	12541	15550	17253	18967	每股收益(元)	0.29	0.58	0.74	0.86
少数股东权益	7	123	271	443	每股净资产(元)	8.10	6.40	6.62	6.88
归属母公司股东权益	9110	9366	9691	10071	发行在外股份(百万股)	1125	1463	1463	1463
负债和股东权益	21658	25040	27215	29481	ROIC(%)	3.4%	9.9%	13.2%	15.5%
					ROE(%)	3.5%	9.1%	11.2%	12.6%
					毛利率(%)	22.2%	21.8%	22.5%	22.5%
					销售净利率(%)	2.9%	4.9%	5.1%	5.2%
					资产负债率(%)	57.9%	62.1%	63.4%	64.3%
					收入增长率(%)	60.8%	56.1%	19.9%	16.2%
					净利润增长率(%)	555.6%	164.5%	26.8%	16.8%
					P/E	23.45	11.53	9.09	7.78
					P/B	0.83	1.05	1.02	0.98
					EV/EBITDA	23.47	15.12	14.05	13.22

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

