

业绩持续高速增长，行业地位进一步稳固 增持（维持）

2019 年 04 月 02 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

zhouershu@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2018 年年报，公司实现营业收入 180.85 亿元，同比增长 51.48%；实现归母净利润 7.90 亿元，同比增长 127.70%；扣非后归母净利润 6.91 亿元，同比增长 140.02%。利润分配预案每 10 股派 1.50 元(含税)。

投资要点

■ **业绩持续高增长，受益工程机械行业持续高景气度：**分业务看，公司土石方机械收入 130.84 亿元，同比+51.68%，其他工程机械及配件等收入 45.63 亿元，同比+54.34%，金融租赁业务 4.38 亿元，同比+22.97%。受基建投资增速、设备更新、环保趋严等诸多因素影响，国内工程机械行业整体重现高速增长，土石方机械收入在 2017 年同比增长 85.1% 的情况下，2018 年收入维持高增长态势，带动公司营收大幅增长。

2019 年国家投资增长点将继续聚焦在政府“补短板，稳增长”项目、各地自贸区建设、乡村基础建设和城镇化工作上，再叠加环保因素加速更新需求，**将拉长工程机械行业景气周期，公司预计 2019 年整体行业增长能够维持在 5%-10%，公司自身的工程机械销量与销售额目标为优于行业增幅 20% 以上。**

■ **各项费用管控良好，营运周期明显缩短：**报告期内，公司综合毛利率 22.81%，同比-0.09pct；净利率 4.65%，同比+1.79pct。公司费用率 15.87%，同比-1.25pct，其中销售费用率 8.84%，管理费用+研发费用率 6.17%，财务费用率 0.86%，同比分别-0.42pct，-1.24pct，+0.41pct。财务费用率略有上升主要系利息支出净额和汇兑损失增加，三费合计总体占比下降，费用管控良好，成本控制能力进一步增强。

公司经营活动净现金流 6.34 亿元，同比-39.36%，主要系因销量增加产生的原材料费用和职工工资费用导致现金流流出较多。应收账款周转天数从 2017 年的 87 天减少至 63 天，存货周转天数从 2017 年的 140 天减少至 117 天，营运周期明显缩短，经营效率大幅提升。

■ **核心产品市场地位稳步提升，智能化+海外布局增添新动力：**公司是国内土石方机械领域中的领军企业，核心产品装载机、挖掘机在市场上均处于领先地位。2018 年装载机销量同比+40%，占有率同比+2.3pct，挖掘机销量突破万台，同比+78%，占有率同比+1.5pct，**主导产品市场地位稳步提升。**目前工程机械行业市场集中度持续提升，客户需求升级，领先厂商市场份额将得到进一步稳固和增强，强者恒强的局面已经打开。

此外，公司持续加大研发投入，报告期内研发费用同比+65.75%，除了不断开发储备新产品之外还部署全面智能化生产，以构建物联网时代下的一体化互联数据。2018 年公司海外市场开拓卓有成效，海外总销售收入同比+30%，目前对“一带一路”沿线国家已实现基本全覆盖，并在 65 个核心国家覆盖率达到 85%，预计海外市场将成为营收增长新动力。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2019-2021 年的净利润分别为 10.5, 11.8, 13 亿，对应当前股价 PE 为 11, 10, 9X，继续维持“增持”评级。

■ **风险提示：**工程行业景气回暖不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.00
一年最低/最高价	5.92/9.84
市净率(倍)	1.2
流通 A 股市值(百万元)	11701.13

基础数据

每股净资产(元)	6.59
资产负债率(%)	61.5
总股本(百万股)	1474.10
流通 A 股(百万股)	1462.64

相关研究

- 1、《柳工 (000528)：三季度维持高增长，后续有望受益基建投资提速》2018-10-30
- 2、《柳工 (000528)：业绩超预期，规模效益带动盈利提升》2018-08-30
- 3、《柳工：业绩符合预期，2018 年收入目标彰显信心》2018-04-11

柳工三大财务预测表

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	17962.2	20277.2	22054.9	23729.3	营业收入	18084.8	22606.0	24539.6	25954.7
现金	3991.2	4469.8	5199.8	6107.6	营业成本	13959.3	17387.4	18867.7	19950.3
应收款项	4261.8	4954.7	5378.5	5688.7	营业税金及附加	98.7	123.4	134.0	141.7
存货	5167.6	6192.8	6720.0	7105.6	营业费用	1598.1	1921.5	2085.9	2206.2
其他	4541.5	4659.9	4756.6	4827.3	管理费用	1117.0	1359.7	1473.7	1557.2
非流动资产	8249.8	8232.0	7849.5	7429.4	财务费用	156.4	355.9	343.9	319.4
长期股权投资	518.9	518.9	518.9	518.9	投资净收益	81.6	80.0	80.0	80.0
固定资产	2949.6	2957.7	2601.1	2206.9	其他	-214.6	-225.0	-225.0	-225.0
无形资产	777.2	751.3	725.4	699.5	营业利润	1022.4	1313.1	1489.3	1634.9
其他	4004.1	4004.1	4004.1	4004.1	营业外净收支	11.2	10.0	10.0	10.0
资产总计	26212.0	28509.2	29904.4	31158.7	利润总额	1033.5	1323.1	1499.3	1644.9
流动负债	12137.8	13876.3	14632.2	15185.0	所得税费用	192.6	238.2	269.9	296.1
短期借款	4791.7	5000.0	5000.0	5000.0	少数股东损益	50.8	32.5	49.2	54.0
应付账款	5186.3	6192.8	6720.0	7105.6	归属母公司净利润	790.1	1052.4	1180.3	1294.9
其他	2159.8	2683.5	2912.2	3079.4	EBIT	1311.7	1840.0	2004.2	2125.2
非流动负债	3976.7	3976.7	3976.7	3976.7	EBITDA	1593.9	2187.1	2378.8	2521.5
长期借款	2961.5	2961.5	2961.5	2961.5					
					重要财务与估值指标				
其他	1015.2	1015.2	1015.2	1015.2		2018	2019E	2020E	2021E
负债总计	16114.5	17853.0	18608.8	19161.7	每股收益(元)	0.54	0.71	0.80	0.88
少数股东权益	460.1	492.6	541.8	595.7	每股净资产(元)	6.59	6.89	7.30	7.73
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)				
益	9637.4	10163.7	10753.8	11401.2		1463	1474	1474	1474
负债和股东权益总计	26212.0	28509.2	29904.4	31158.7	ROIC(%)	8.2%	10.8%	11.7%	12.5%
					ROE(%)	8.2%	10.4%	11.0%	11.4%
现金流量表（百万元）					毛利率(%)	22.8%	23.1%	23.1%	23.1%
经营活动现金流	633.9	1049.3	1563.2	1782.3	EBIT Margin(%)	7.3%	8.1%	8.2%	8.2%
投资活动现金流	183.7	-252.7	-243.1	-227.1	销售净利率(%)	4.4%	4.7%	4.8%	5.0%
筹资活动现金流	-896.0	-318.0	-590.1	-647.4	资产负债率(%)	61.5%	62.6%	62.2%	61.5%
现金净增加额	-89.9	478.6	730.0	907.8	收入增长率(%)	60.6%	25.0%	8.6%	5.8%
折旧和摊销	282.2	347.1	374.6	396.3	净利润增长率(%)	144.7%	33.2%	12.1%	9.7%
资本开支	-235.0	-252.7	-243.1	-227.1	P/E	14.8	11.2	10.0	9.1
营运资本变动	-955.5	-633.8	-291.8	-213.7	P/B	1.2	1.2	1.1	1.0
企业自由现金流	396.2	969.5	1483.2	1698.1	EV/EBITDA	17.5	13.6	12.8	12.3

数据来源：Wind，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>

