

**证券研究报告—动态报告**

机械设备

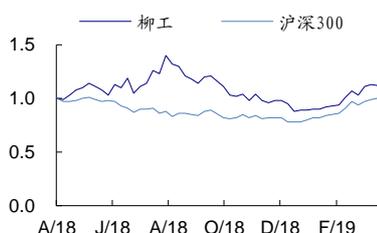
建筑机械 II

**柳工(000528)**
**增持**

2018 年年报点评

(调高评级)

2019 年 04 月 03 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	1,474/1,463
总市值/流通(百万元)	11,793/11,701
上证综指/深圳成指	3,170/10,268
12 个月最高/最低(元)	9.84/5.92

**相关研究报告:**

《柳工-000528-2012 年半年报点评: 风险可控, 但复苏之路仍漫漫》——2012-08-28

《柳工: 季度业绩大幅低于预期, 估值恐将继续下行》——2008-10-28

《柳工: 毛利率持续下滑致业绩低于预期》——2008-08-22

《柳工: 业绩稳健成长, 估值具明显优势》——2008-02-21

《业绩稳健成长, 估值具明显优势》——2008-02-20

**证券分析师: 贺泽安**

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003

**证券分析师: 季国峰**

E-MAIL: jiguofeng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100002

**联系人: 吴双**

E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 业绩符合预期, 盈利能力改善

### ● 业绩符合预期, 盈利能力大幅提升

公司发布 2018 年年报, 实现营收 180.8 亿元, 同比+51.5%; 实现归母净利润 7.9 亿元, 同比+127.7%; 实现扣非后归母净利润 6.9 亿元, 同比+140.0%; 公司拟每 10 股派发现金红利 1.5 元。公司业绩高速增长的主要原因系 2018 年, 受基建投资增速、设备更新升级、环保政策升级等多重因素影响, 工程机械行业保持高速增长, 公司各项业务产品产销量大增, 业绩实现高速增长。报告期内, 公司毛利率达 22.8%, 同比-0.1pct; 净利率达 4.7%, 同比+1.8pct; 公司费用率得到优化, 毛利率维持平稳, 净利率、ROE 显著提升, 整体盈利能力不断改善。

### ● 主导产品大幅增长, 市占率逐步提升

分业务看, 2018 年, 公司土石方机械/其他工程机械及配件/融资租赁业务分别实现营收 130.8/45.6/4.4 亿元, 分别同比增长 51.7%/54.3%/23.0%。公司土石方机械主业增长迅速, 优势明显。报告期内, 公司装载机销量同比增长 40.0%, 市占率同比提升 2.3pct; 公司挖掘机销售 1.4 万台, 同比增长 78.0%, 市占率攀升至 7.0%, 同比提升 1.5pct, 挖掘机占有率全国第五。

### ● 深耕“一带一路”, 积极开拓海外市场

公司坚决推进国际化, 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%。2018 年, 公司海外业务收入达 34.4 亿元, 同比增长 26.6%, 占营收的比重达 19.0%。挖掘机海外销量同比增长 37%, 销售收入同比增长 41%。柳工印度公司全年销量持续提高, 销量同比增长 50%, 持续实现盈利, 工厂的制造本地化率接近 50%。

### ● 盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年净利润分别为 11.69/14.35/15.95 亿元, 对应 EPS 分别为 0.79/0.97/1.08 元, 对应 PE 分别为 10.1/8.2/7.4 倍, 给予“增持”评级。

### ● 风险提示

宏观经济下滑; 行业销量增速放缓; 海外业务发展低于预期; 市场竞争加剧等。

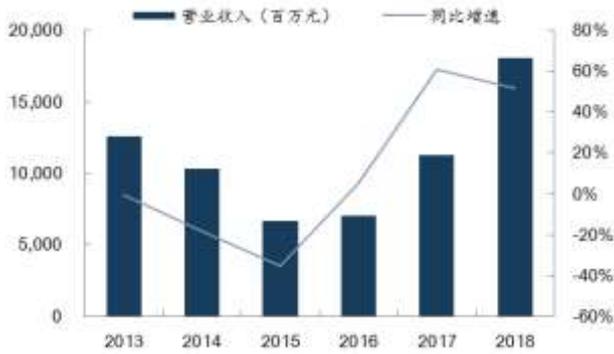
**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,264	18,085	21,512	23,556	25,049
(+/-%)	60.8%	60.6%	19.0%	9.5%	6.3%
净利润(百万元)	323	790	1169	1435	1595
(+/-%)	555.6%	144.7%	48.0%	22.7%	11.2%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.54	0.79	0.97	1.08
EBIT Margin	5.5%	9.6%	9.7%	9.9%	10.0%
净资产收益率(ROE)	3.5%	8.2%	11.2%	12.5%	12.7%
市盈率(PE)	36.5	14.8	10.1	8.2	7.4
EV/EBITDA	20.5	13.9	13.3	11.7	11.1
市净率(PB)	1.29	1.22	1.13	1.03	0.94

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2013-2018 年营业收入及增速



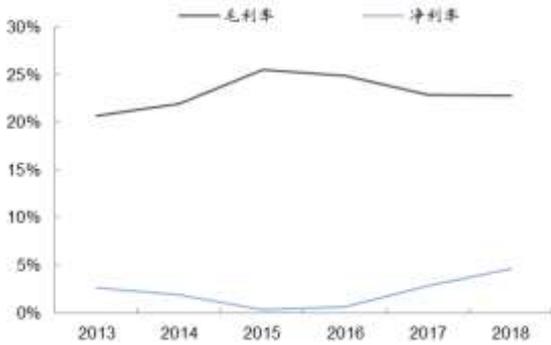
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 2013-2018 年归母净利润及增速



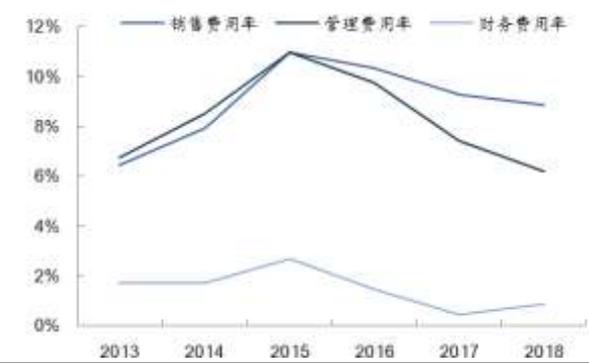
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 柳工净利润率大幅提升



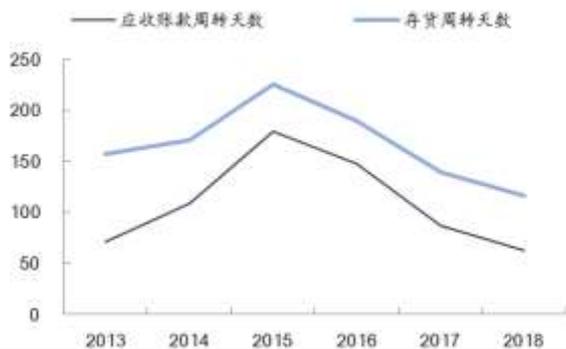
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 期间费用率大幅降低



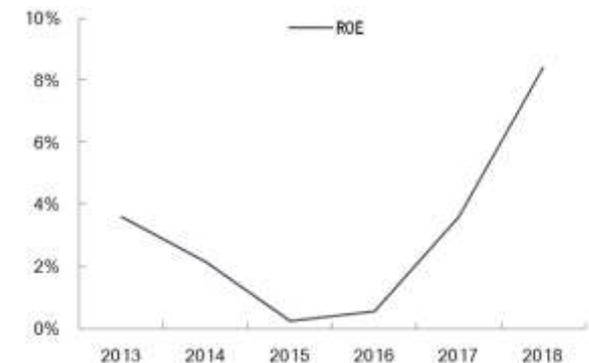
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 柳工经营质量显著改善



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 柳工 ROE 大幅提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表 1: 可比公司估值**

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20190401	EPS			PE		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020
三一重工	买入	1,085	12.95	0.73	0.98	1.11	17.8	13.3	11.7
徐工机械	增持	353	4.51	0.26	0.38	0.45	17.2	12.0	9.9
建设机械	买入	57	6.83	0.24	0.47	0.64	28.7	14.6	10.6
艾迪精密	买入	80	30.70	0.92	1.24	1.63	33.3	24.8	18.8
平均值							26.4	17.1	13.1
柳工	增持	118	8.00	0.54	0.79	0.97	14.8	10.1	8.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3991	4187	5029	6126	营业收入	18085	21512	23556	25049
应收款项	4262	7136	6875	7174	营业成本	13959	16575	18105	19233
存货净额	5168	7575	7703	8034	营业税金及附加	99	129	141	150
其他流动资产	1012	1342	1309	1452	销售费用	1598	1829	2002	2129
<b>流动资产合计</b>	<b>17962</b>	<b>23771</b>	<b>24445</b>	<b>26316</b>	管理费用	699	892	973	1033
固定资产	2950	2564	2277	2003	财务费用	156	329	326	289
无形资产及其他	777	747	717	687	投资收益	82	27	54	41
投资性房地产	4004	4004	4004	4004	资产减值及公允价值变动	(327)	(251)	(167)	(148)
长期股权投资	519	519	519	519	其他收入	(306)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>26212</b>	<b>31605</b>	<b>31962</b>	<b>33529</b>	营业利润	1022	1535	1895	2108
短期借款及交易性金融负债	4792	5952	4979	4918	营业外净收支	11	23	16	16
应付款项	5186	7142	7464	7790	<b>利润总额</b>	<b>1034</b>	<b>1557</b>	<b>1911</b>	<b>2124</b>
其他流动负债	2160	3565	3503	3615	所得税费用	193	311	382	425
<b>流动负债合计</b>	<b>12138</b>	<b>16658</b>	<b>15946</b>	<b>16323</b>	少数股东损益	51	77	94	104
长期借款及应付债券	2962	2962	2962	2962	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>790</b>	<b>1169</b>	<b>1435</b>	<b>1595</b>
其他长期负债	1015	1015	1015	1015					
<b>长期负债合计</b>	<b>3977</b>	<b>3977</b>	<b>3977</b>	<b>3977</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>16114</b>	<b>20635</b>	<b>19922</b>	<b>20299</b>	净利润	790	1169	1435	1595
少数股东权益	460	514	579	653	资产减值准备	104	(24)	(33)	(33)
股东权益	9637	10456	11460	12577	折旧摊销	282	348	366	379
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26212</b>	<b>31605</b>	<b>31962</b>	<b>33529</b>	公允价值变动损失	327	251	167	148
					财务费用	156	329	326	289
					营运资本变动	(955)	(2275)	395	(370)
					其它	(77)	77	99	107
					<b>经营活动现金流</b>	<b>470</b>	<b>(453)</b>	<b>2429</b>	<b>1825</b>
					资本开支	(235)	(160)	(184)	(189)
					其它投资现金流	(963)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1280)</b>	<b>(160)</b>	<b>(184)</b>	<b>(189)</b>
					权益性融资	5	0	0	0
					负债净变化	1962	0	0	0
					支付股利、利息	(378)	(351)	(430)	(478)
					其它融资现金流	(2226)	1160	(973)	(60)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>945</b>	<b>809</b>	<b>(1404)</b>	<b>(539)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>135</b>	<b>196</b>	<b>842</b>	<b>1097</b>
					货币资金的期初余额	3856	3991	4187	5029
					货币资金的期末余额	3991	4187	5029	6126
					企业自由现金流	499	(417)	2444	1823
					权益自由现金流	235	480	1211	1531

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.54	0.79	0.97	1.08
每股红利	0.26	0.24	0.29	0.32
每股净资产	6.54	7.09	7.77	8.53
ROIC	11%	11%	12%	14%
ROE	8%	11%	13%	13%
毛利率	23%	23%	23%	23%
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	12%
收入增长	61%	19%	10%	6%
净利润增长率	145%	48%	23%	11%
资产负债率	63%	67%	64%	62%
息率	3.2%	3.0%	3.7%	4.1%
P/E	14.8	10.1	8.2	7.4
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	13.9	13.3	11.7	11.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032