



柳工 (000528): 历史积淀深厚, 国际化战略稳步推进

2019年5月14日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 6.82元

本次评级: 推荐 (首次覆盖)

公司基本数据

总股本 (百万股): 1474.10

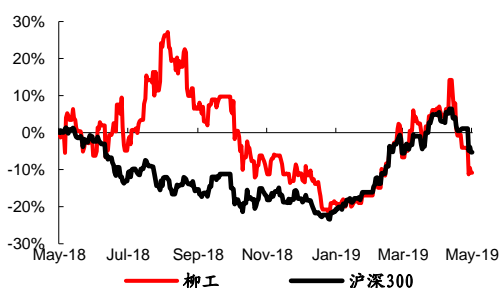
流通股本 (百万股): 1462.63

流通 A 股市值 (亿元): 99.75

每股净资产 (元): 6.62

资产负债率 (%): 64.08

公司近一年股价与沪深 300 指数相对涨跌幅



相关报告

- **历史积淀深厚, 业绩持续改善。** 公司是国内工程机械行业第一家上市公司, 以装载机业务起家并在此基础上不断延伸业务领域, 目前已发展成为具备多产品线的国际化工程机械企业, 挖掘机、装载机、压路机、平地机和推土机的市场占有率均处于国内前列。在本轮工程机械行业景气度上行周期中, 公司业绩持续改善, 2018年营业收入同比增长51.48%至180.85亿元, 创历史新高, 净利润率水平自2016年以来持续反弹。
- **土石方铲运机械是公司最主要的利润来源。** 从历史上看, 公司土石方铲运机械业务收入及毛利占比一直较高, 2018年收入及毛利占比分别为72.35%、65.13%, 是公司最主要的收入及利润来源; 其他工程机械及配件业务是公司的第二大主营业务, 2018年收入及毛利占比分别为25.23%、29.19%; 融资租赁及其他业务目前收入及毛利占比相对较低。
- **工程机械复苏有望延续, 公司将持续从中受益。** 2016年四季度以来受多重利好因素叠加影响, 我国工程机械行业重回景气周期。在基建投资增速逐步企稳叠加替换周期到来的双重因素刺激下, 此轮工程机械行业景气周期有望被拉长, 在行业格局重塑过程中公司市场占有率有进一步提升的空间。
- **注重研发创新, 深耕国际化。** 公司构建了研究总院、产品研究院、零部件研究所、海外研究所等多位一体的研发机构, 进而实现全球研发协同与资源共享, 研发效率稳步提升, 2018年公司研发费用同比增长46.34%至5.59亿元, 为2012年以来最高值。公司近年来一直致力于海外业务的拓展, 业务领域基本覆盖了“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区, 在65个核心国家覆盖率达到85%, 2018年公司在“一带一路”区域的收入占海外收入的65%, 同比增长34%, 国际业务有望成为公司未来重要的收入增长点。
- **盈利预测与投资评级:** 预计公司2019-2021年归母净利润分别为11.40、12.82、13.44亿元, EPS分别为0.77、0.87、0.91元, 以5月13日6.82元的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为8.9、7.8、7.5倍, 公司作为产品线齐全的龙头企业有望在此轮工程机械景气周期中持续受益, 随着国际化战略的稳步推进, 公司未来成长空间有望进一步打开, 首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 基建固定资产投资低于预期; 市场竞争加剧导致公司业绩不达预期; 海外业务开拓不及预期; 国内外二级市场风险。

主要财务数据及预测

单位: 百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11264.21	18084.84	20819.47	22927.72	24380.84
增长率 (%)	60.79%	60.55%	15.12%	10.13%	6.34%
归属母公司股东净利润	322.93	790.14	1139.93	1281.92	1343.71
增长率 (%)	555.56%	144.68%	44.27%	12.46%	4.82%
每股收益 (元)	0.22	0.54	0.77	0.87	0.91
市盈率 (倍)	31.00	12.63	8.86	7.84	7.49

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 2019-2021年指标系预测值

目录

1、历史积淀深厚，业绩持续改善	4
1.1 国内第一家工程机械上市公司，历史积淀深厚	4
1.2 受益于工程机械行业景气度回升，公司业绩持续改善	6
2、工程机械复苏有望延续，公司将持续从中受益	7
3、产品线齐全，积极打造新的利润增长点	10
3.1 不断延伸产品线，可以提供全产品线解决方案	10
3.2 注重研发创新，为长远发展护航.....	15
3.3 深耕国际化，致力于成为全球领先工程机械企业	16
4、经营质量稳步提升，盈利能力处于上升通道	17
4.1 理性参与市场竞争，完善营销信用体系	17
4.2 资产风险下降，业绩弹性加大	18
5、盈利预测与投资评级	19
6、风险提示	20

图表目录

图 1：公司历史沿革与发展历程	4
图 2：公司进入深度国际化发展阶段	5
图 3：公司股权结构情况	5
图 4：近年来公司营业收入/净利润变化情况（万元）	6
图 5：公司毛利率/净利润率变化情况	6
图 6：近年来公司收入构成情况	7
图 7：近年来公司毛利构成情况	7
图 8：近年来公司分项毛利率变化情况	7
图 9：近年来公司国内外业务毛利率变化情况	7
图 10：我国三大投资同比变化情况	8
图 11：PPP 项目投资额及落地率情况（亿元）	8
图 12：近年来国内挖掘机市场集中度变化情况	9
图 13：国产品牌挖掘机市场占有率呈现上升趋势	9
图 14：我国挖掘机 2019Q1 与 2018 年市占率对比情况.....	9
图 15：国内龙头企业挖掘机市占率近年来不断提升	9
图 16：国内龙头企业海外业务收入占比有较大提升空间	10
图 17：近年来挖掘机出口量变化情况（台）	10
图 18：挖掘机销量与基建、房地产开发投资的相关关系	10
图 19：公司工程机械产品销售量情况（台）	11
图 20：近年来公司主要产品市场占有率变化情况	11

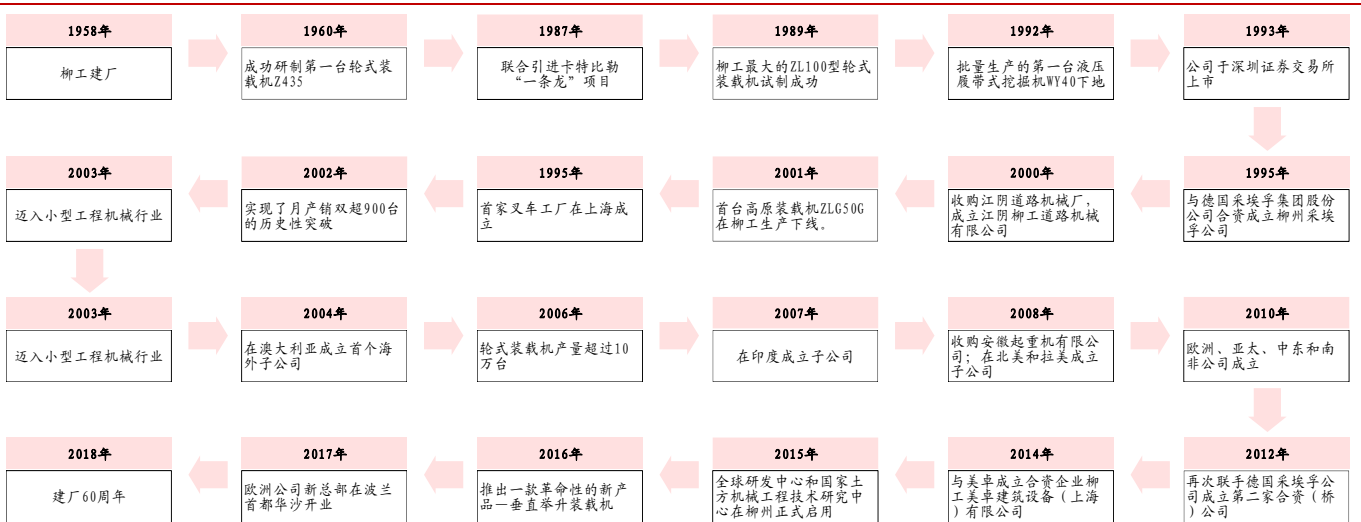
图 21: 近年来我国装载机销量变化情况 (台)	12
图 22: 近年来我国挖掘机与装载机销量比例变化情况	12
图 23: 公司装载机产品发展历程	12
图 24: 公司挖掘机业务扩张过程	13
图 25: 公司不同吨位挖掘机销量占比情况	14
图 26: 公司不同吨位挖掘机产品市场占有率变化情况	14
图 27: 公司工程机械产品线齐全	15
图 28: 公司研发投入重回上升通道 (万元)	15
图 29: 公司技术人员占比呈现上升趋势 (人)	15
图 30: 近年来公司海外收入及占比变化情况 (万元)	17
图 31: 近年来公司挖掘机出口量及出口市场占比情况	17
图 32: 公司风险控制管理流程	18
图 33: 国内工程机械龙头企业存货周转率回升	18
图 34: 国内工程机械龙头企业应收账款周转率回升	18
图 35: 近年来公司资产减值损失占营业收入比例情况	19
图 36: 公司及同业期间费用率变化情况	19
图 37: 公司及同业净利润率呈现上升趋势	19
图 38: 公司及同业 ROE 呈现上升趋势	19
表 1: 公司股权激励分配情况	16
表 2: 财务报表预测和估值数据汇总	21

1、历史积淀深厚，业绩持续改善

1.1 国内第一家工程机械上市公司，历史积淀深厚

公司是国内工程机械行业第一家上市公司，总部位于广西省柳州市，前身成立于1958年，历史积淀极其深厚。公司自1966年推出第一台现代化轮式装载机后不断进行研发创新，产品线日益丰富，目前已经形成了铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工、养护机械、桩工机械等十多种整机产品线以及完整的配件、服务、再制造、二手机等后市场业务，可以为客户提供较为完整的多种设备组合及丰富的后市场保障服务和增值服务方案。公司产品竞争及品牌优势突出，挖掘机、装载机、压路机、平地机和推土机的市场占有率均处于国内领先地位。此外，公司积极拓展国际业务，凭借品牌优势逐步获得海外客户认可，已经发展成为具备多产品线的国际化工程机械企业。

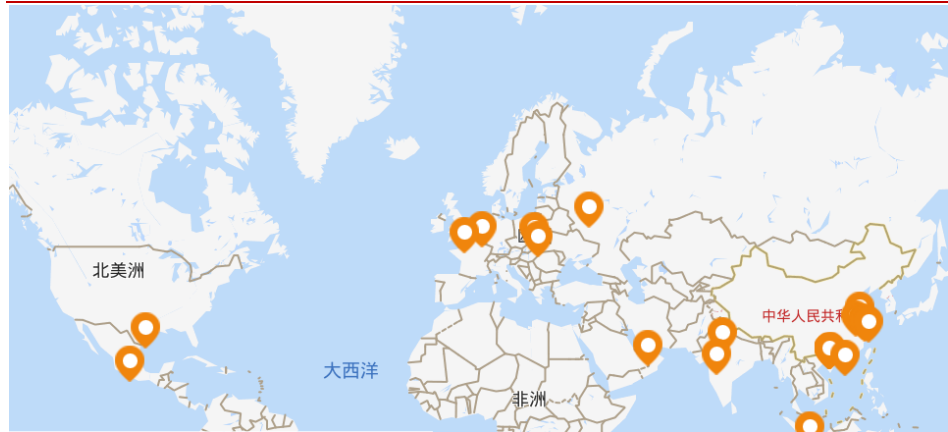
图 1：公司历史沿革与发展历程



资料来源：公司官网、国开证券研究部整理

公司是国内最早开展国际业务的工程机械企业之一，国际业务起步于上世纪90年代，2002年公司提出了“建设开放的、国际化的柳工”战略，逐步开始进入深度国际化发展阶段。目前公司在全球拥有20个制造基地，5个研发基地以及13个区域配件中心，作为行业内具备最完整全球经销网络的企业之一，公司拥有遍布100多个国家的300多家经销商，产品销售与服务覆盖全球140多个国家和地区，基本覆盖了国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区。

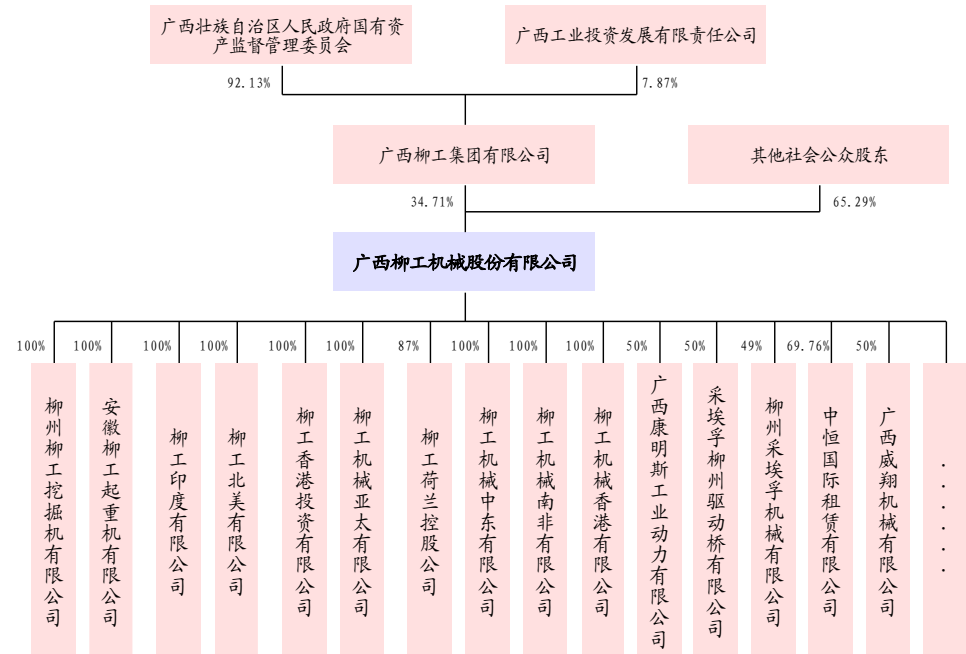
图 2: 公司进入深度国际化发展阶段



资料来源: 公司官网、国开证券研究部整理

截止到 2019Q1, 广西柳工集团有限公司持有公司 34.71% 股权, 是公司控股股东。柳工集团是广西省重点培育和发展的工程机械集群产业中的龙头企业, 连续多年入选“中国 500 强企业”、“世界工程机械 50 强企业”和“中国企业信息化 500 强企业”。广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会持有柳工集团 92.13% 股权, 是公司的实际控制人。

图 3: 公司股权结构情况



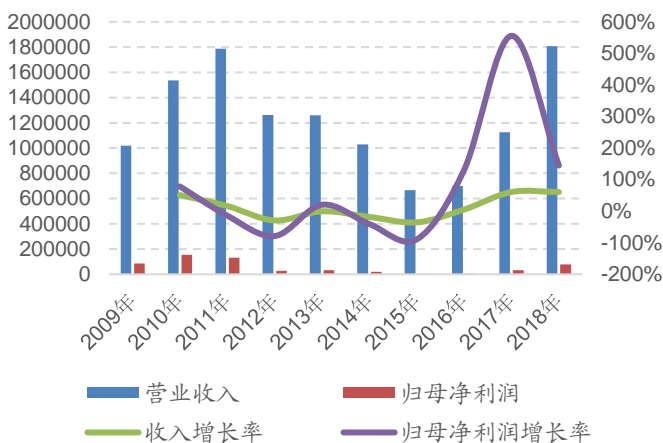
资料来源: 公司公告、国开证券研究部

1.2 受益于工程机械行业景气度回升，公司业绩持续改善

我国工程机械行业近十余年来景气度呈现周期性变化，以代表行业景气度的挖掘机产品为例，国内挖掘机经历了三轮销售高峰期。第一轮销售高峰期是2005年中期到2007年末，该阶段我国基建及房地产投资处于中高速发展阶段，2005-2007年挖掘机销售复合增速超过50%，但该阶段挖掘机销量基数相对较小，2005年为2.9万台，2007年上升至6.7万台。第二轮销售高峰期是2009-2011年，该阶段国家出台了四万亿投资计划，2009年基建投资增速处于高位，房地产投资增速触底反弹，随着金融危机影响的逐渐消除，国内基建投资增速开始走低，房地产增速继续抬升拉动了工程机械的需求量。2009-2011年，挖掘机销量复合增长率为37%，2009年挖掘机销售量为9.5万台，2011年上升至17.8万的历史峰值。第三轮销售高峰期于2016年四季度开始，由于连续5年左右的行业低迷导致销售低基数叠加替换周期来临的双重因素，挖掘机销售量开始强势反弹并于2018年达到20.3万台的历史新高。

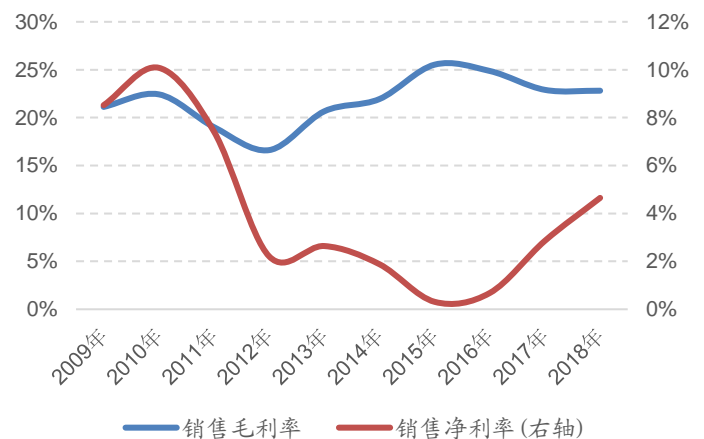
公司经营业绩变化与工程机械行业整体景气度高度相关，2011年公司销售收入为178.78亿元，2012-2015年连续负增长，2016年收入开始反弹，2018年销售收入达到180.85亿元的历史新高。从利润角度来看，公司2010年归母净利润高达15.44亿元，为历史最高点，而2015年则仅为2131.28万元，为近十年最低点。随着此轮工程机械行业景气度回升，从2016年开始公司盈利能力持续反弹，2018年实现归母净利润7.9亿元，同比增长144.68%。如果从销售净利率来看，2016年后情况明显好转并处于持续回升阶段。

图 4：近年来公司营业收入/净利润变化情况（万元）



资料来源：Wind、国开证券研究部

图 5：公司毛利率/净利率变化情况



资料来源：Wind、国开证券研究部

从历史上看，土石方铲运机械板块收入及毛利占比一直较高，2018年收入及毛利占比分别为72.35%、65.13%，是公司最主要的收入及利润来源。其他工程机械及配件业务是公司的第二大主营业务，2018年收入及毛利占比分别为25.23%、

29.19%。融资租赁及其他业务目前在收入及毛利占比相对较低。

图 6：近年来公司收入构成情况

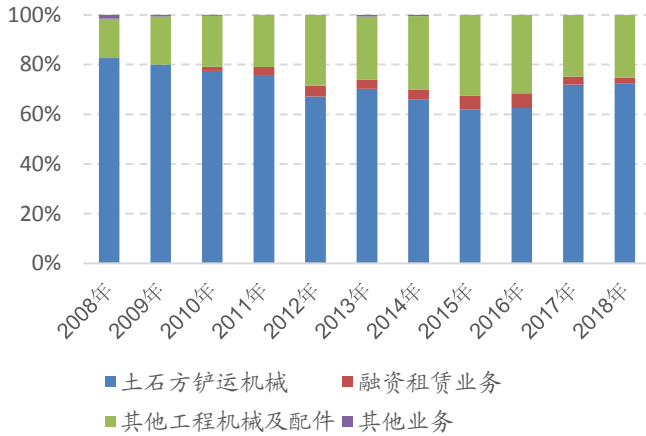
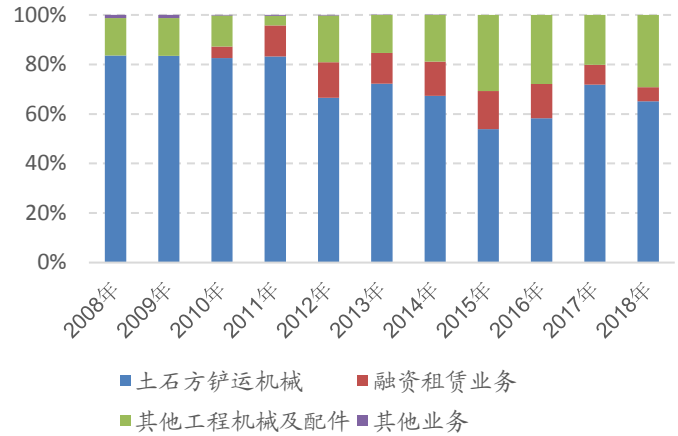


图 7：近年来公司毛利构成情况

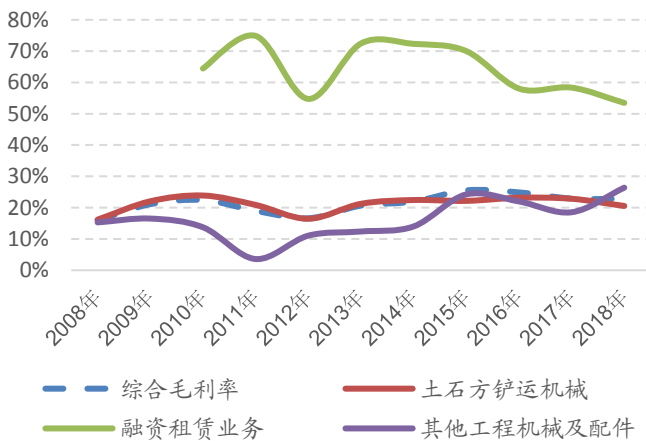


资料来源：Wind、国开证券研究部

资料来源：Wind、国开证券研究部

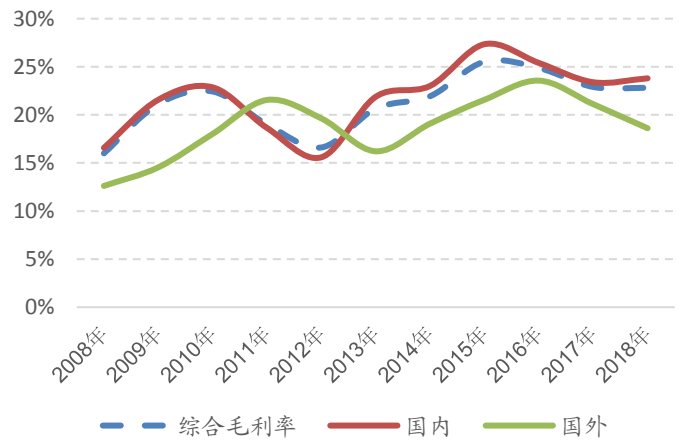
从毛利率角度来看，融资租赁业务板块在公司各项业务中毛利率较高，而土石方铲运机械业务毛利率基本与公司整体毛利率持平。近十年中，除2011、2012年以外，公司国内业务毛利率高于国外。

图 8：近年来公司分项毛利率变化情况



资料来源：Wind、国开证券研究部

图 9：近年来公司国内外业务毛利率变化情况



资料来源：Wind、国开证券研究部

2、工程机械复苏有望延续，公司将持续从中受益

工程机械主要指土石方施工工程、流动式起重装卸作业、路面建设与养护和各种建筑工程所必需的机械装备的统称，主要应用于交通运输建设、能源工业建设、矿山开采、工业与民用建设、农林水利建设等领域，行业景气度与 GDP、固定资产投

资规模相关性较强。2016 年四季度以来受多重利好因素叠加影响，我国工程机械行业重回景气周期，从宏观环境、行业市场竞争格局变化、行业未来潜在的市场增量等多角度观察，此轮工程机械景气周期有望拉长。

基建投资企稳，有利于提升工程机械景气度。2018 年以来，我国基建投资增速（不含电力）下行明显，为保持有效投资力度，确保经济运行区间合理，2018 年 7 月召开的国常会强调积极的财政政策要更加积极，国务院办公厅于 2018 年 10 月发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目。截止到 2019 年 3 月，我国固定资产投资完成额累计同比增速为 6.3%，为 2018 年 5 月以来最高值，基建投资累计同比增速为 4.4%，较 2018 年 3.8% 的增速上升 0.6 个百分点，基建投资逐步企稳反映出补短板的作用开始逐步显现。此外，PPP 项目落地率不断提升，亦有利于增强基建投资韧性，进而拉动工程机械板块景气度持续上行。

图 10: 我国三大投资同比变化情况

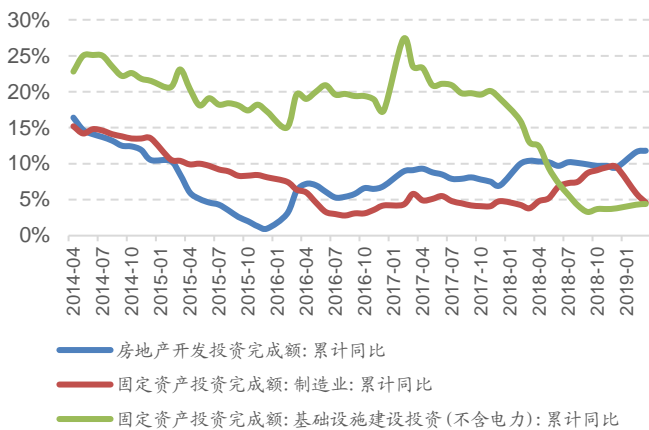
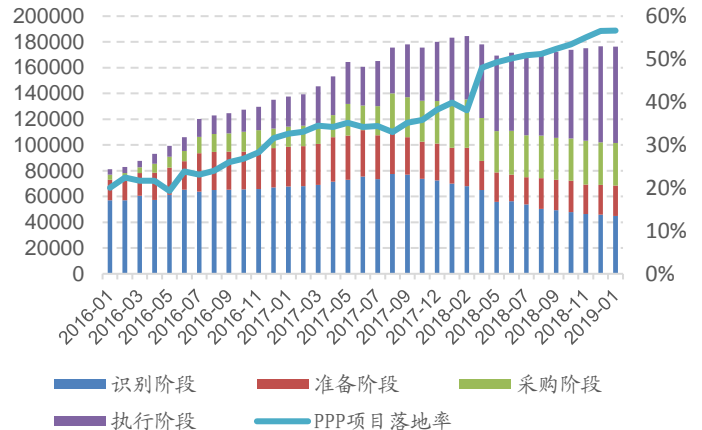


图 11: PPP 项目投资额及落地率情况 (亿元)

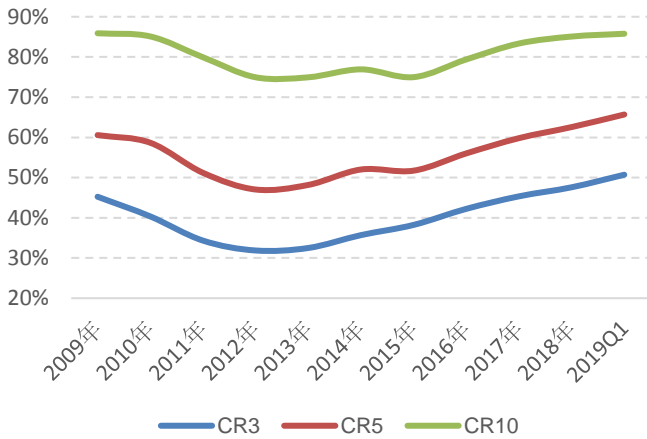


资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

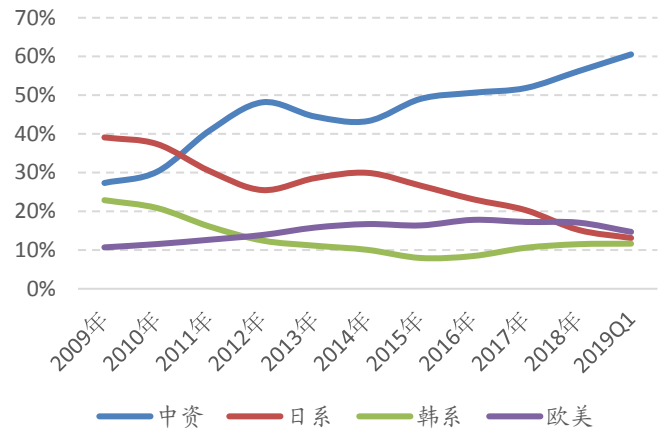
行业格局重塑，马太效应尽显。挖掘机销售情况是反映整个工程机械行业景气度的重要先行性指标，在经历了 2011 年销售高峰后，国内挖掘机行业连续经历了 5 年左右的低迷期，在此期间国内企业数量大幅减少，行业经历了一轮洗牌，CR3、CR5 于 2012 年达到近十年低点后开始反弹，市场集中度开始回升。在行业格局重塑过程中，以三一重工、徐工、柳工为代表的国产品牌市场占有率明显提升，而日系、韩系品牌国内市场份额则有不同程度的下降，国产品牌市场竞争力逐步增强。截止到 2019Q1，国产品牌市场占有率超过 60%，与 2018 年相比进一步提升 4.34 个百分点。值得注意的是，2019Q1 与 2012 年 CR3、CR5 相比分别上升 18.84、18.65 个百分点，远超过 CR10 的上升幅度，显示出行业内强者恒强的特征较为明显。

图 12: 近年来国内挖掘机市场集中度变化情况



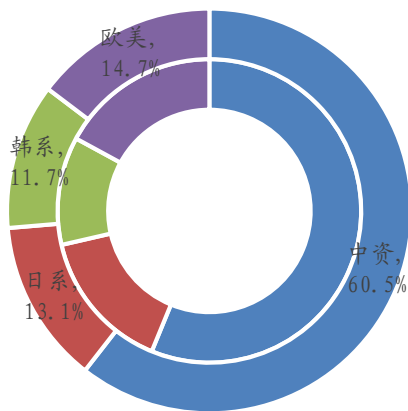
资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

图 13: 国产品牌挖掘机市场占有率呈现上升趋势



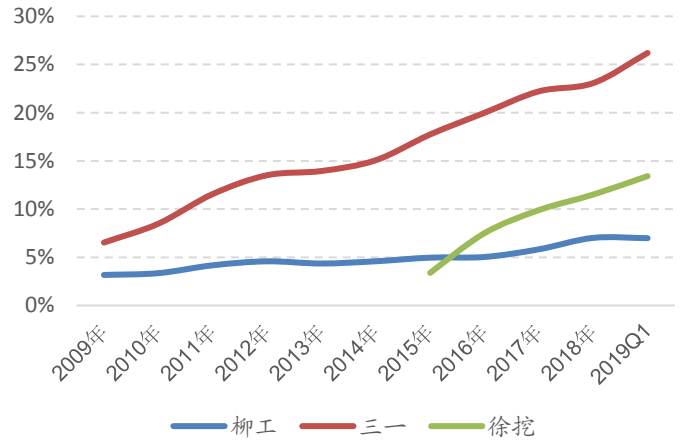
资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

图 14: 我国挖掘机 2019Q1 与 2018 年市占率对比情况



资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

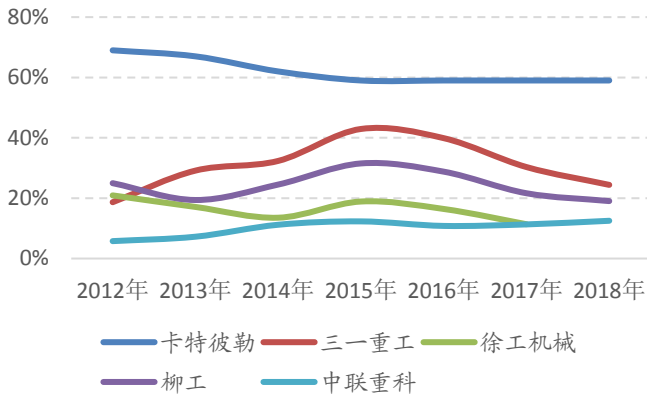
图 15: 国内龙头企业挖掘机市占率近年来不断提升



资料来源: 中国工程机械工业协会、国开证券研究部

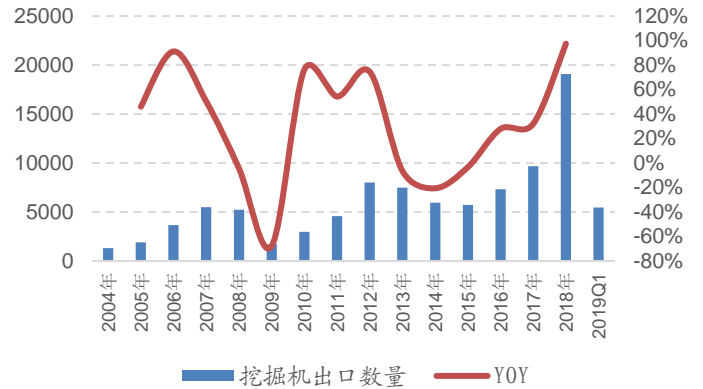
挖掘机出口市场潜力巨大, 增量市场拓展加速。2018年, 国内企业挖掘机累计出口销量为 1.91 万台, 同比增长 97.48%, 再创历史新高, 远超过同期国内销量增速水平, 出口销量占比由 2017 年的 6.89% 上升至 9.39%。未来随着核心部件进口替代进程的加速, 国内挖掘机产品竞争力将进一步提升, 出口占比继续提升空间巨大。由于工程机械具备明显的周期性, 如果市场布局单一, 则业绩会随着宏观经济周期产生明显的波动, 而全球布局则可以享受区域经济增长带来的市场需求扩张, 整体上看, 目前国内工程机械龙头海外业务收入占比仍然较低, 与国际巨头卡特比勒 60% 左右的海外收入相比有较大的差距, 一带一路战略深入推进将加速国内工程机械企业国际业务拓展进程。

图 16: 国内龙头企业海外业务收入占比有较大提升空间



资料来源: Wind、国开证券研究部

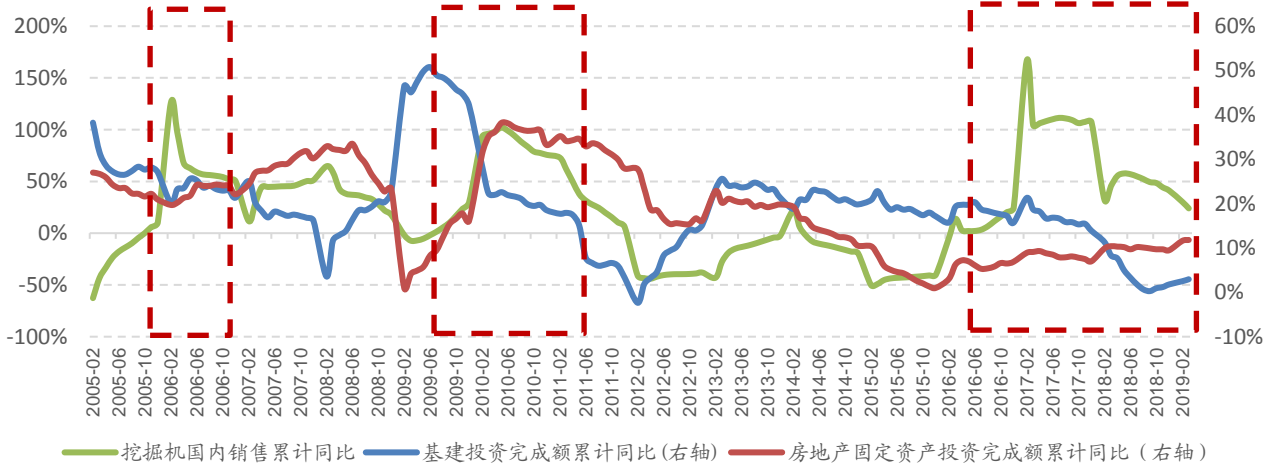
图 17: 近年来挖掘机出口量变化情况 (台)



资料来源: Wind、国开证券研究部

替换周期叠加基建投资企稳, 工程机械板块景气周期有望拉长。工程机械本轮复苏起始于 2016 年四季度, 2018 年在基建投资增速大幅下滑的情况下, 工程机械主要品种挖掘机产品销量仍然保持强劲增长并创出历史新高, 我们认为最主要原因在于行业替换周期的到来, 国内上轮挖掘机销售高峰期是在 2009-2011 年, 挖掘机寿命大概在 6-8 年, 替换高峰期于 2017 年已经开始。此外, 环保核查趋严国三切换国四标准有望推动更新需求提前释放, 叠加基建投资逐步企稳的拉动作用, 工程机械行业此轮景气周期将有望被拉长。

图 18: 挖掘机销量与基建、房地产开发投资的相关关系



资料来源: Wind、国开证券研究部

3、产品线齐全, 积极打造新的利润增长点

3.1 不断延伸产品线, 可以提供全产品线解决方案

3.1.1 多项产品市占率领先, 综合竞争力突出

经过 60 余年的发展, 公司已经由装载机单一产品生产商逐渐发展成为一个多产品

线的国际化的工程机械企业。通过卓越产品与服务品质的打造，导入国际先进的管理技术，与世界一流企业合资生产关键零部件等手段，公司塑造了具有优良口碑的世界级品牌，强化了公司在中国工程机械设备制造商的领先地位，使“极限工况，强悍设备”(Tough World, Tough Equipment!)的品牌形象得到用户高度认可。

近年来，公司工程机械产品销售量随行业景气度变化产生了一定的波动，2011年为历史最高点，共计销售 6.17 万台，此后工程机械行业进入 5 年左右的低迷期，2016 年公司产品销量下降至 2.34 万台，仅为 2011 销量的 37.94%。2017 年开始，公司产品销售量开始反弹，2018 年销量达到 5.25 万台，为 2012 年以来最高值。2018 年，公司装载机、挖掘机、推土机、平地机、压路机、汽车起重机销量分别为 21000、14270、521、730、1959、1122 台，装载机、挖掘机销售收入分别约为 60 亿元左右，是公司最重要的两大收入来源。公司挖掘机、推土机、平地机、压路机、汽车起重机 2018 年国内市场占有率分别为 7.02%、12.26%、13.38%、8.78%、3.27%，分列第 5、2、2、2、5 位，多项产品市场占有率均在行业内排名领先彰显了公司的综合市场竞争力，2019 年公司工程机械销量与销售额目标优于行业增幅 20% 以上。

图 19: 公司工程机械产品销售量情况 (台)

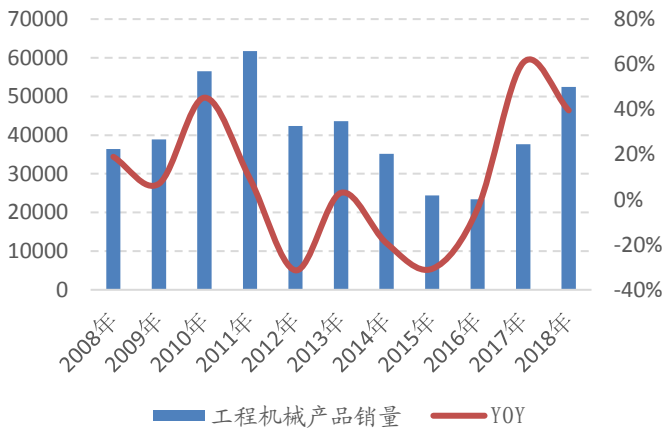
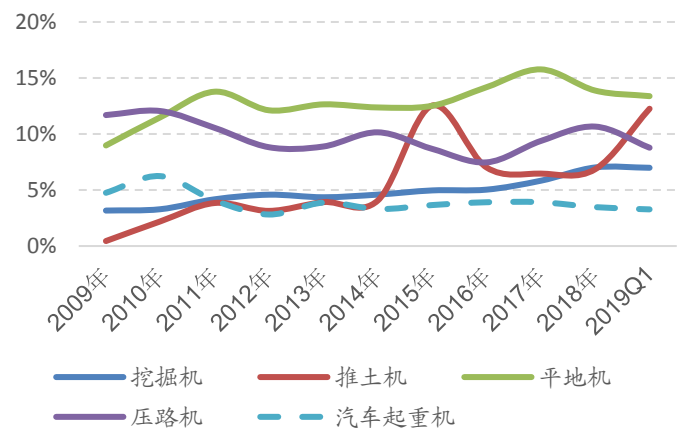


图 20: 近年来公司主要产品市场占有率变化情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

3.1.2 以装载机业务起家，该板块收入占比呈下降趋势

装载机是一种广泛用于公路、铁路、建筑、水电、港口、矿山等建设工程的土石方施工机械，由于具有作业速度快、效率高、机动性好、操作轻便等优点，因此其成为工程建设中土石方施工的主要机种之一。我国于上世纪 60 年代开始自主研发装载机，迄今已经形成了完整的产业链，传动、液压、发动机、电器、控制系统等核心部件齐全，具备一定的成本优势。我国装载机销量于 2011 年达到 21.7 万台的历史峰值，此后行业进入连续 5 年左右的低迷期，2016 年销量为近年来低点，此后行业逐步进入恢复性增长阶段，根据中国工程机械工业协会统计，2018 年我国装载机销量为 10.8 万台，同比增长 10.67%。

由于挖掘机原地卸装效率更高，对装载机有一定的替代效应。随着国内主机厂商技

术水平的日益提升，我国挖掘机销量于2016年开始超过装载机，此后挖掘机与装载机的销量比例呈现不断上升的趋势。从全球范围看，发达国家装载机与挖掘机需求结构比为1:4，中国由于特殊的地形地貌、经济发展水平等原因，预计装载机与挖掘机未来需求量结构比为1:2.5。未来装载机行业的增量主要来自新机需求和置换两部分，但由于挖掘机对装载机的替代加速，装载机行业增速放缓是必然趋势。

图 21: 近年来我国装载机销量变化情况 (台)

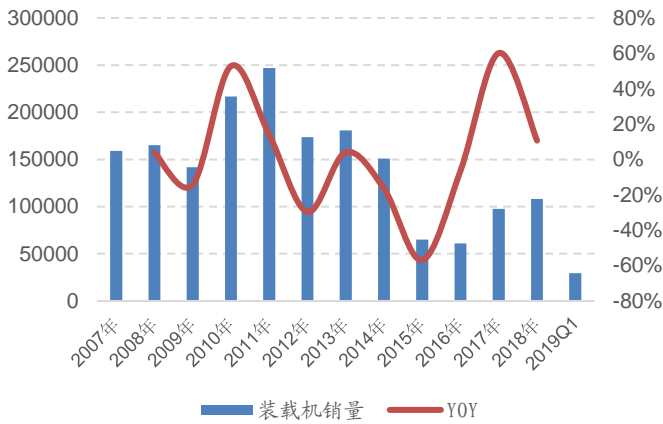
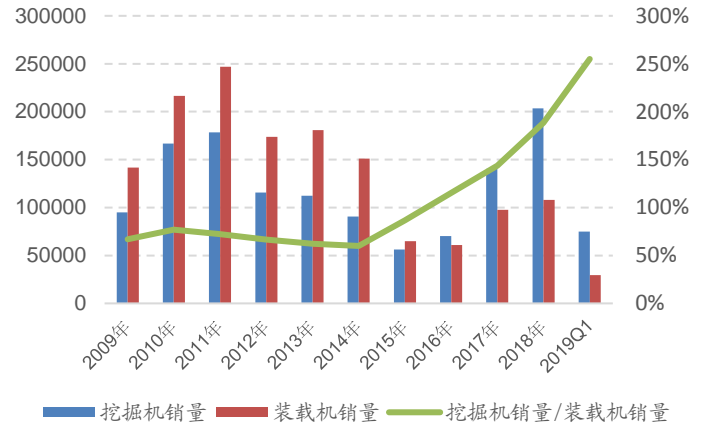


图 22: 近年来我国挖掘机与装载机销量比例变化情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

公司于1966年成功研制出我国第一台轮式装载机，此后多年一直深耕装载机产品的研发升级，市场占有率连续多年稳居国内第一梯队，成为国内装载机行业的领军企业之一。2018年，公司装载机业务实现收入约60亿元，全球销量为2.1万台，其中额定载荷5吨的装载机销量占比60%，3吨级为20%。公司以装载机业务起家，且此前一直是公司最重要的收入来源，未来随着挖掘机业务的快速发展，公司装载机业务收入占比将进一步下降。

图 23: 公司装载机产品发展历程

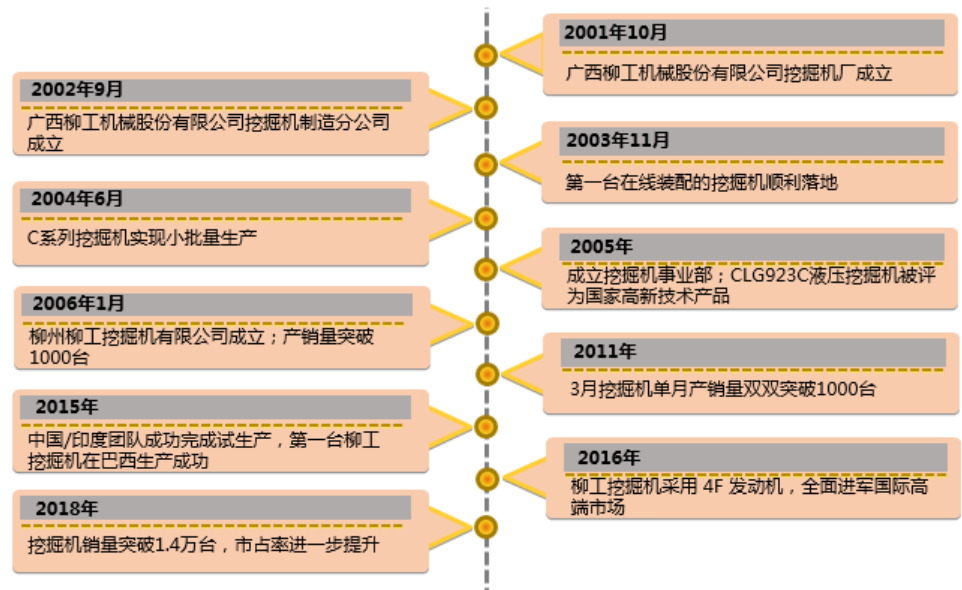


资料来源: 公司官网, 国开证券研究部

3.1.3 挖掘机业务快速发展，将成为公司最重要的收入来源

纵观众多跨国工程机械公司的发展，如果想要在国际市场中抢占一席之地，挖掘机生产线是不可或缺的一部分。在此背景下，公司将挖掘机业务的扩张作为战略发展方向。柳工集团挖掘机业务发展历史可以追溯至 1992 年第一台挖掘机样机试制成功，当时由于外资品牌在市场中占据主导地位，同时集团自身在行业内的经验及资源相对不足，挖掘机业务一度处于停滞状态。2001 年底公司和集团进行了资产重组，将集团下属子公司康达公司挖掘机业务置换到公司旗下，2002 年成立挖掘机制造分公司，2003 年 11 月第一台在线装配的挖掘机顺利落地，2004 年起挖掘机业务发展开始驶入快车道，目前已经逐步成为公司最重要的业务组成部分，2018 年挖掘机业务增速达到 78%，销量超过 1.4 万台，收入占比达到 1/3 左右，市场占有率同比上升 1.5 个百分点，随着挖掘机业务的快速发展，未来该板块有望成为公司最重要的收入来源。

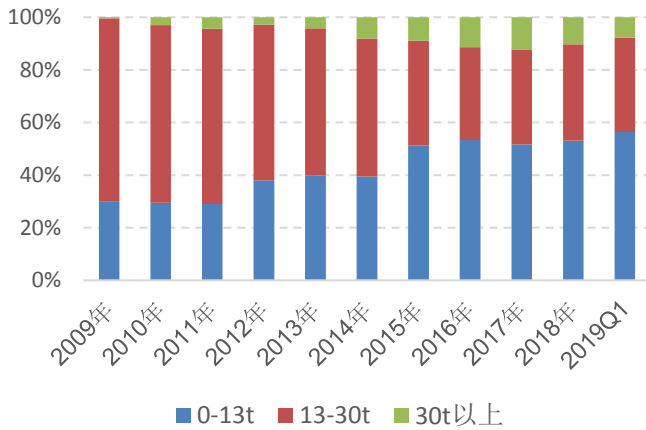
图 24：柳工挖掘机业务扩张过程



资料来源：公司官网、第一工程机械网、国开证券研究部

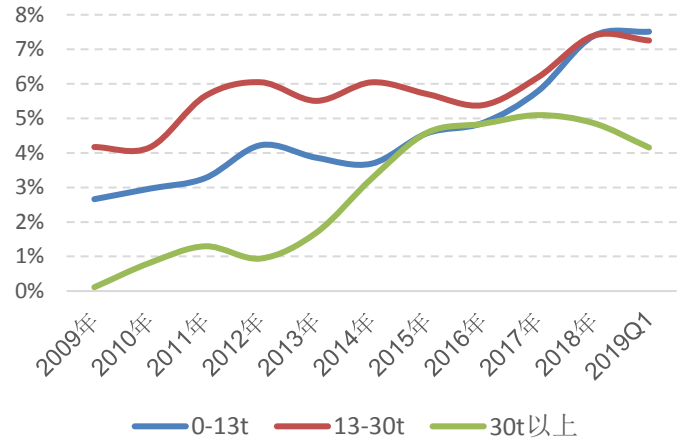
不同规格的挖掘机使用领域有所差别，大挖、中挖主要应用于矿山、基础设施建设等领域；小挖主要应用在城市建设、新农村建设、园林建设、“机器人”等领域。目前国内挖掘机市场以小挖为主，销量占比超过 60%，从长期来看，随着国内城镇化水平的提高和“机器人”需求的不断增长，小挖的市场占比仍有上升潜力。从公司近年来不同吨位挖掘机销售情况来看，小挖销售占比呈现上升趋势，中挖销售占比有所下降。大挖由于技术门槛高、市场品牌认同难度大，市场更多被欧美、日系和国内龙头企业占据，公司通过中大挖市场占有率提升专项推进策略，近年来大挖销售量不断上升，彰显了公司在高端产品领域竞争力有所提高。公司小、中、大挖国内市场占有率近年来均有所提升，2018 年分别为 7.39%、7.39%、4.86%，分列市场第 6、5、7 位。

图 25: 公司不同吨位挖掘机销量占比情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 26: 公司不同吨位挖掘机产品市场占有率变化情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

3.1.4“三全战略”稳步推进, 全面解决方案将打造新的利润增长点

工程机械客户在施工时, 往往需要多种设备进行搭配组合。公司结合自身的发展历程以及未来全球行业发展趋势, 于 2016 年 8 月编制了公司“十三五”战略规划并提出“三个全面”战略, 其中“全面解决方案”是三全战略之一, 从以产品为中心向以客户为中心转型, 从工程机械的设备交付和机器运维转为提供工程机械项目解决方案及后续运营, 贯穿设备全生命周期并满足客户各阶段需求。

截止到 2018 年, 公司“全面解决方案”中的多项模块已进入落地实施阶段。公司主要从交叉销售、经营性租赁、定制化服务、二手机翻新业务、智能管家等模块开展工作, 不断进行业务模式的创新。公司为矿山业务设计出的成套矿山施工解决方案, 从矿山道路施工、钻孔爆破、表层剥离排土、破碎筛分、采矿运输、矿山修复等各个环节施工提供相应设备, 为客户合理匹配现场设备数量和配置以及全方位的设备供应及维修服务方案, 为客户实现了降本增效。公司拥有丰富的产品线和完善的售后服务体系, 能够为客户提供较为完整的多种设备组合方案, 并且可以为客户提供丰富的后市场保障服务, 有利于提升客户粘性并实现服务型价值的快速增长, 获得新的利润增长点。

图 27: 公司工程机械产品线齐全

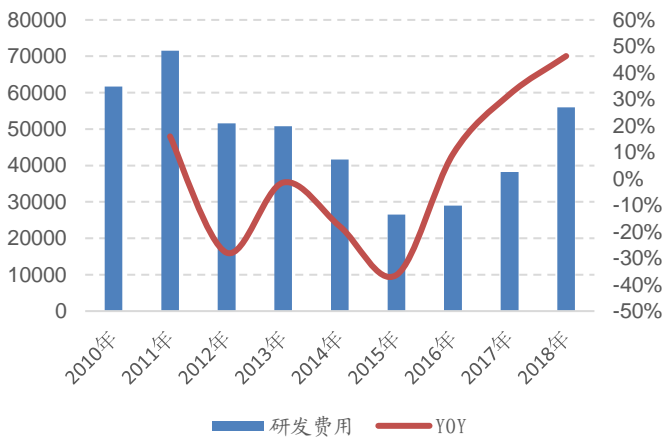


资料来源: 公司官网, 国开证券研究部

3.2 注重研发创新, 为长远发展护航

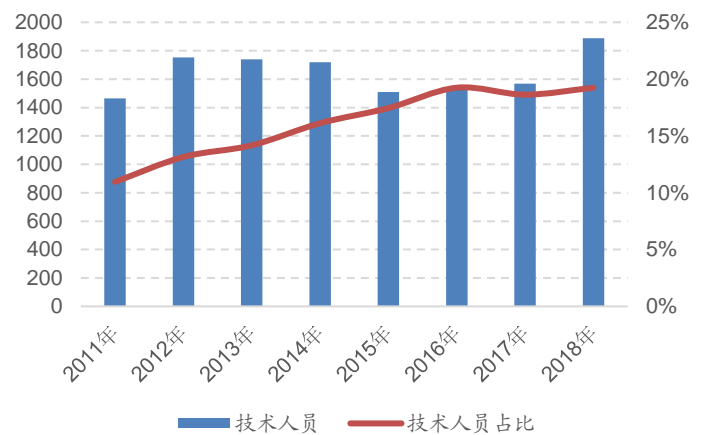
公司始终秉承“销售一代、研发一代、储备一代的原则”, 把研发创新工作放在核心的位置。公司各产品线均使用 LDP (柳工新产品研发) 研发流程, 确保了研发过程的标准化, 研发质量和效率均获得显著提升。公司构建了研究总院、产品研究院、零部件研究所、海外研究所等多位一体的研发机构, 进而实现全球研发协同与资源共享。公司的“国家土方机械工程技术研究中心”是中国土方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心, 为我国土方机械国家标准的制订提供支持和服务。2018 年公司研发费用同比增长 46.34% 至 5.59 亿元, 为 2012 年以来最高值。近年来, 公司在工程机械、绿色制造、无人驾驶等先进技术领域聘任多名柳工科学家、博士, 2018 年技术人员数量达到 1887 人, 为 2011 年以来最高值, 其中科学家、教授高级工程师、博士后、高级工程师、博士硕士等高端人才达 430 余名。近年来公司坚持创新驱动, 持续的研发投入及高端人才引进成为公司核心竞争力提升的重要保障。

图 28: 公司研发投入重回上升通道 (万元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 29: 公司技术人员占比呈现上升趋势 (人)



资料来源: Wind、国开证券研究部

为充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干人员的积极性，公司推出了 2018 年限制性股权激励计划，激励对象共计 1586 人，其中包含技术、技能、职能专家 815 人。本次激励计划共计授予限制性股票 1396.51 万股，实际授予 1128.3 万股，占授予总量的 84.61%，预留 205.21 万股，占授予总量的 14.03%。其中，技术、技能、职能专家授予股票数量为 445.9 万股，占授予总量的 33.44%，授予日为 2019 年 2 月 15 日，授予价格为 3.37 元/股。本次股权激励计划中，技术人员分配比例较高，从另一个侧面反映了公司对于研发人才的重视程度，通过股权激励计划可以使其参与公司利益分享，有利于增强核心员工的凝聚力、促进公司业绩长期增长。

表 1：公司股权激励分配情况

人员	人数	授予限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总量比例	占总股本比例
董事、高级管理人员	7	57	4.27%	0.04%
总监级人员	206	346.4	25.98%	0.24%
经理级人员	558	279	20.92%	0.19%
技术专家、技能专家、职能专家	815	445.9	33.44%	0.31%
已分配合计	1,586	1,128.30	84.61%	0.77%
预留	--	205.21	15.39%	0.14%
总计	--	1,396.51	100.00%	0.91%

资料来源：公司公告、国开证券研究部

3.3 深耕国际化，致力于成为全球领先工程机械企业

公司 2002 年提出“建设开放的、国际化的柳工”战略，此后不断开拓境外业务，在海外设立了印度、波兰、巴西 3 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 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 300 多家经销商的 2650 多个网点为海外客户提供销售和服务支持。公司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，在 65 个核心国家覆盖率达到 85%，2018 年公司在“一带一路”区域的收入占海外收入的 65%，同比增长 34%，公司品牌在全球影响力不断提升为“全面国际化”战略奠定了良好的基础。

2018 年公司持续采用聚焦海外核心国家和关键客户的营销策略，针对各区域特点推出新产品，装载机 H 系列中高端产品在海外市场成功导入，E 系列挖掘机得到大力推广，公司产品市场竞争力提升。值得注意的是，公司在附加值较高的大型机械产品领域销售同比大幅增长 55%，其中，大型装载机销量增长近一倍，CLG8128H 型大型装载机实现了批量销售；大型挖掘机销售也已经全面铺开并得到客户的广泛认可。此外，公司国际业务近年来在本地化运营方面取得显著进步，装载机、挖掘机、压路机、平地机等产品同时在印度、波兰和巴西进行生产。其中，柳工印度公司工厂的制造本地化率接近 50%，通过充分利用本地制造能力、完善的营销服务配件网络及符合印度市场需求、具有较强竞争力产品组合优势，5 吨轮式装载机、轮式装载机、平地机销量均居印度市场前列，2018 年全年产品销量同比增长 50%并持续实现盈利。

在本轮工程机械行业复苏过程中，公司海外收入规模有所提升，2018年海外收入同比增长41.29%至34.42亿元，为历史最高点。但由于2018年国内收入增速更高，海外收入占比同比减少2.59个百分点至19.03%。2018年，公司挖掘机出口量为1542台，同比增长47.56%，出口销量占比在国内排名第4位，2019Q1公司挖掘机出口量同比增长38.94%至446台，高于行业31.93%的整体增速。随着公司国际化战略的深入推进，国际业务的拓展有望成为公司重要的收入增长点。

图 30: 近年来公司海外收入及占比变化情况 (万元)

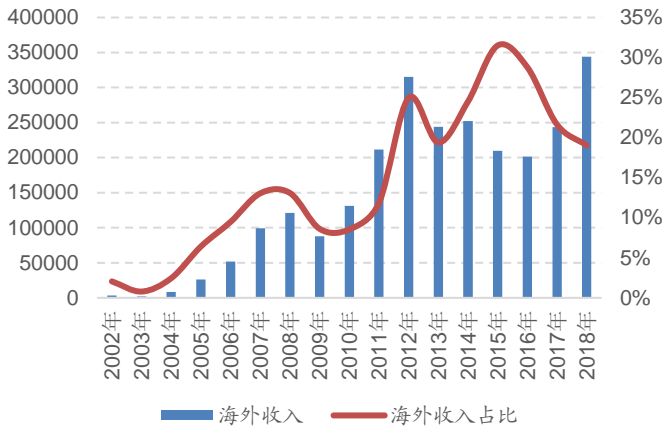
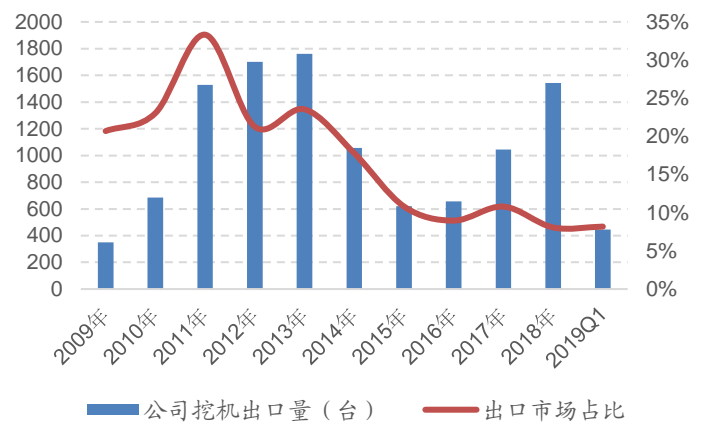


图 31: 近年来公司挖掘机出口量及出口市场占比情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

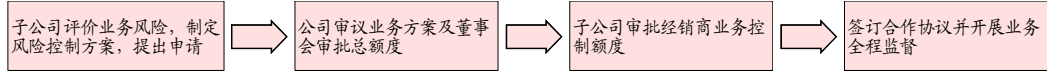
4、经营质量稳步提升，盈利能力处于上升通道

4.1 理性参与市场竞争，完善营销信用体系

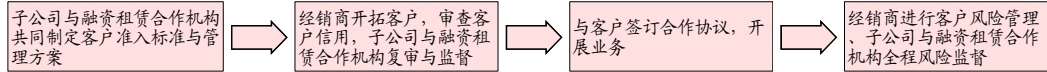
2019年3月22日，中国工程机械工业协会发布了《中国挖掘机行业市场不正当竞争风险提示函》，随着国内外工程机械市场进一步复苏，行业内有部分制造企业盲目追求市场占有率，制定的商务政策存在严重的过度竞争倾向，低首付、零首付等现象再现，价格战不断升级，某些激进行为与2009-2012年的乱象并无二致，中国工程机械工业协会指出为了促进行业长期稳定高质量、可持续发展，行业内企业应在市场合理利润空间内制定营销策略和商务政策，淡化价格手段和其他违反商业道德的行为，进而实现有序竞争。由于2019年挖掘机需求将进入低速增长区间，在行业集中度不断提高的过程中，企业间市场份额的竞争将在存量市场展开，有些企业经销商为了拿到季度奖励可能存在虚假销售情况，对经销商的阶梯式返利政策不利于长期发展，公司表示不会采取非理性的销售政策，通过持续完善国内营销信用体系，通过管控分期和融资销售比例、提高产品应收周转、提升融资渠道放款效率等策略，有效管控信用风险，提高融资销售效率；通过聚焦核心市场、核心产品线，国际业务适时调整子公司的授信支持，加强对应收账款的保险覆盖，有效降低了销售信用风险。

图 32: 公司风险控制管理流程

与经销商风险控制相关的管理过程



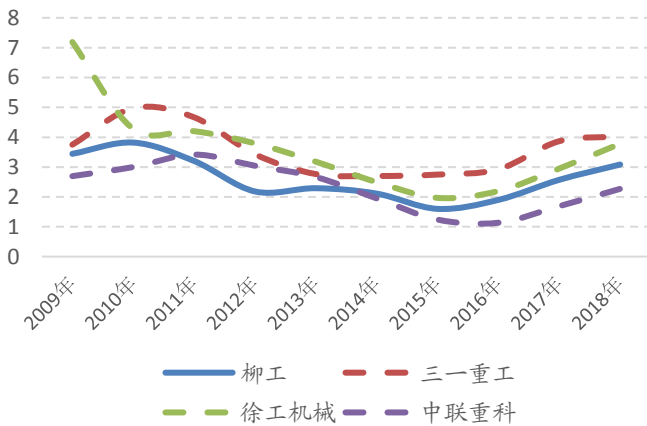
与终端客户风险控制相关的管理过程



资料来源: 公司公告、国开证券研究部

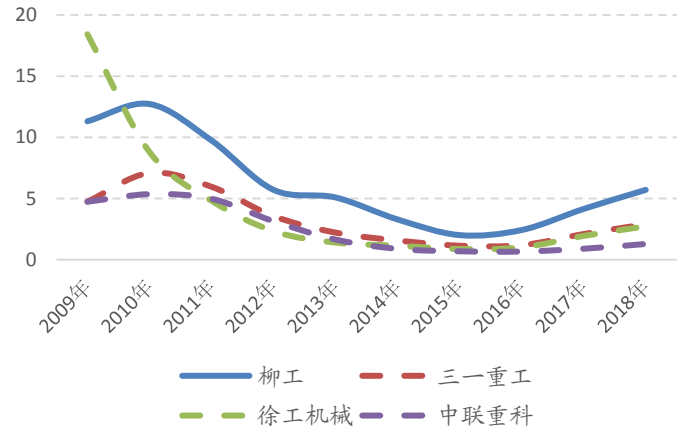
伴随着工程机械行业需求的整体转暖以及公司对销售体系的良好管控,公司存货周转率及应收账款周转率自 2016 年开始好转并持续提升, 2018 年应收账款周转率在行业内处于领先地位, 公司通过一系列并行措施, 经营质量不断优化、抵御风险的能力不断增强。

图 33: 国内工程机械龙头企业存货周转率回升



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 34: 国内工程机械龙头企业应收账款周转率回升

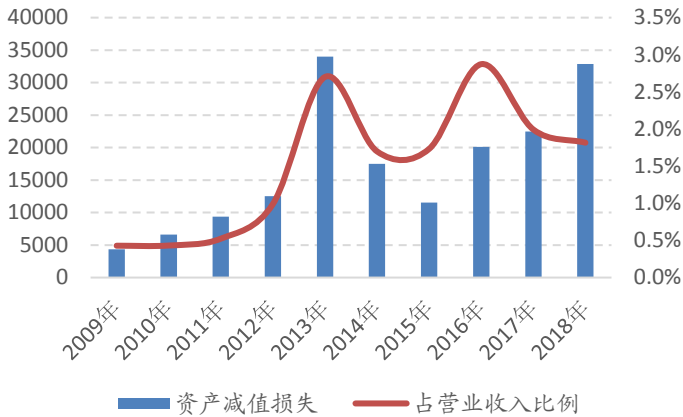


资料来源: Wind, 国开证券研究部

4.2 资产风险下降, 业绩弹性加大

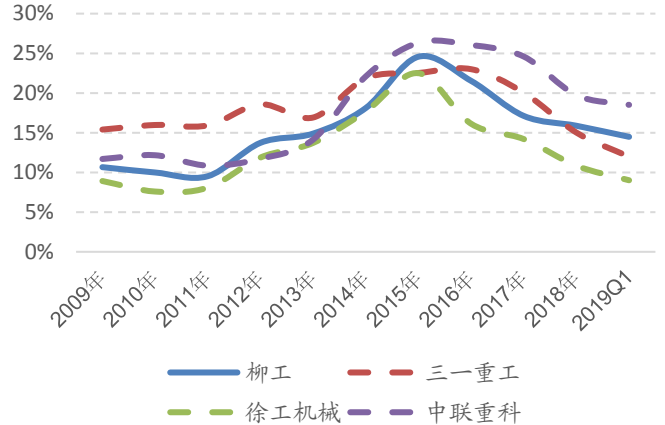
公司于2018年计提资产减值损失3.28亿元, 同比增长46.26%, 为2015年以来最高值, 通过设立直营公司的方式增强渠道管控能力, 在行业运行稳定的情况下, 大额计提资产减值损失后由应收账款引致的风险将逐步降低, 有利于公司利润表的继续修复。公司期间费用管控良好, 自2015年以来呈现持续下降的态势, 2018年同比下降1.24个百分点至15.88%, 2019Q1进一步下降至14.48%。自2016年以来公司净利润率、ROE开始触底回升, 盈利能力不断修复。

图 35: 近年来公司资产减值损失占营业收入比例情况



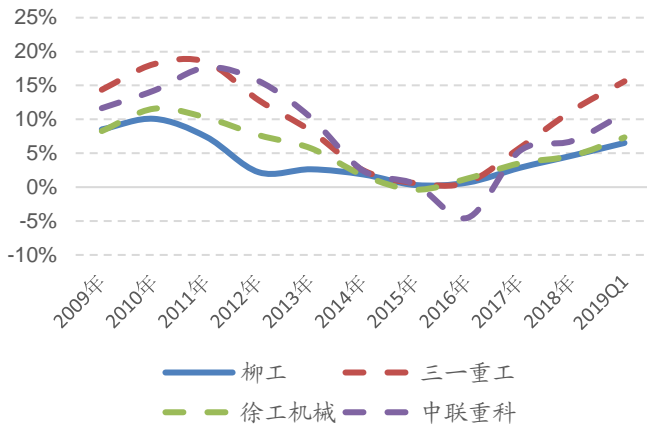
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 36: 公司及同业期间费用率变化情况



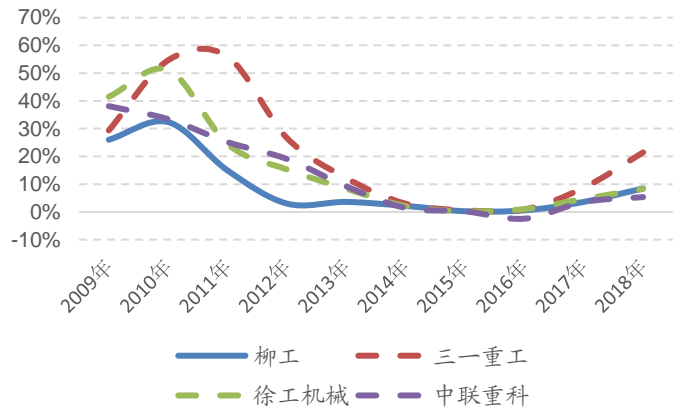
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 37: 公司及同业净利润率呈现上升趋势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 38: 公司及同业 ROE 呈现上升趋势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

5、盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 11.40、12.82、13.44 亿元，EPS 分别为 0.77、0.87、0.91 元，以 5 月 13 日 6.82 元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 8.9、7.8、7.5 倍，我们认为在基建投资增速逐步企稳叠加替换周期的双重因素刺激下，本轮工程机械行业景气周期有望被拉长，公司作为产品线齐全的龙头企业有望持续从中受益。随着国际化战略的稳步推进，公司未来成长空间有望进一步打开，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

6、风险提示

基建固定资产投资低于预期；市场竞争加剧导致公司业绩不达预期；海外业务开拓不及预期；国内外二级市场风险。

表 2: 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务分析和估值指标汇总				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18084.84	20819.47	22927.72	24380.84	收益率				
减: 营业成本	13959.31	15843.52	17522.99	18717.53	毛利率	22.81%	23.90%	23.57%	23.23%
营业税金及附加	98.73	113.66	125.17	133.11	期间费用/销售收入	15.88%	16.00%	15.48%	15.26%
销售费用	1598.11	1832.11	1994.71	2121.13	EBIT/销售收入	6.46%	8.19%	8.13%	7.81%
管理费用	1117.01	1249.17	1329.81	1414.09	EBITDA/销售收入	8.02%	11.36%	11.22%	10.80%
财务费用	156.38	249.77	225.65	185.87	销售净利率	4.65%	5.86%	5.99%	5.90%
资产减值损失	328.43	155.00	170.00	170.00	资产获利率				
加: 投资收益	81.65	0.00	0.00	0.00	ROE	8.46%	10.85%	11.16%	10.73%
公允价值变动损益	1.47	0.00	0.00	0.00	ROA	3.51%	6.03%	6.38%	6.31%
其他经营损益	-418.47	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.57%	8.00%	8.16%	8.14%
营业利润	1022.38	1376.24	1559.39	1639.10	增长率				
加: 其他非经营损益	11.16	78.86	78.86	78.86	销售收入增长率	60.55%	15.12%	10.13%	6.34%
利润总额	1033.54	1455.10	1638.25	1717.96	EBIT 增长率	145.05%	45.88%	9.33%	2.14%
减: 所得税	192.57	234.66	265.80	279.35	EBITDA 增长率	104.00%	63.02%	8.76%	2.31%
净利润	840.97	1220.44	1372.45	1438.61	净利润增长率	160.97%	45.12%	12.46%	4.82%
减: 少数股东损益	50.82	80.51	90.54	94.90					
归属母公司股东净利润	790.14	1139.93	1281.92	1343.71					
资产负债表					资本结构				
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	61.48%	60.89%	58.49%	56.09%
货币资金	3991.22	5621.26	6190.48	6582.83	投资资本/总资产	66.77%	64.79%	64.24%	63.00%
应收和预付款项	4442.11	5154.15	5536.58	5972.19	带息债务/总负债	45.36%	42.47%	39.14%	34.29%
存货	5167.60	5950.66	6565.76	7350.62	流动比率	1.51	1.55	1.69	1.83
其他流动资产	4359.76	4359.76	4359.76	4359.76	速动比率	0.70	0.79	0.87	0.95
长期股权投资	518.88	518.88	518.88	518.88	资产管理效率				
投资性房地产	72.71	59.00	45.28	31.56	总资产周转率	0.71	0.74	0.79	0.81
固定资产和在建工程	2949.58	2478.34	1949.77	1401.20	固定资产周转率	6.63	9.23	11.76	17.40
无形资产和开发支出	825.89	830.81	759.36	672.91	应收账款周转率	4.64	4.61	4.74	4.68
其他非流动资产	3287.81	3282.27	3276.74	3276.74	存货周转率	2.70	2.66	2.67	2.55
资产总计	26211.97	28255.12	29202.62	30166.69	业绩和估值指标				
短期借款	3977.75	4409.44	3791.32	2912.40	单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
应付和预收款项	6977.27	8451.13	8944.96	9664.50	EBIT	1168.68	1704.87	1863.90	1903.84
长期借款	2961.50	2961.50	2961.50	2961.50	EBITDA	1451.23	2365.80	2573.16	2632.57
其他负债	1382.47	1382.47	1382.47	1382.47	归母净利润	790.14	1139.93	1281.92	1343.71
负债合计	16114.47	17204.54	17080.25	16920.88	EPS (元)	0.54	0.77	0.87	0.91
股本	1462.81	1462.81	1462.81	1462.81	BPS (元)	6.59	7.13	7.80	8.49
资本公积	3089.92	3089.92	3089.92	3089.92	PE(倍)	12.63	8.86	7.84	7.49
留存收益	5084.71	5957.28	6938.53	7967.08	PB(倍)	1.03	0.96	0.87	0.80
归属母公司股东权益	9637.45	10510.01	11491.26	12519.81	PS(倍)	0.55	0.48	0.43	0.41
少数股东权益	460.06	540.57	631.11	726.01	EV/EBITDA(倍)	7.83	7.44	6.64	6.19
股东权益合计	10097.51	11050.58	12122.36	13245.82					
负债和股东权益合计	26211.97	28255.12	29202.62	30166.69					
现金流量表									
单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营性现金净流量	633.89	2184.13	1895.49	1944.14					
投资性现金净流量	183.74	-201.84	-181.84	-171.84					
筹资性现金净流量	-895.96	-195.89	-1144.43	-1379.96					
现金流量净额	-78.32	1786.40	569.23	392.34					

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 估值指标以公司 2019 年 5 月 13 日收盘价计算, 2019-2021 年数据系预测值

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层