

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 02150586775

年报业绩高速增长, 土方机械巨头逐步发力

——柳工(000528)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

市场数据(2021-04-02)

发布日期: 2021年04月06日

收盘价(元)	9.55
一年内最高/最低(元)	10.68/6.25
沪深300指数	5161.56
市净率(倍)	1.23
流通市值(亿元)	139.68

基础数据(2020-12-31)

每股净资产(元)	7.76
每股经营现金流(元)	1.36
毛利率(%)	20.40
净资产收益率-摊薄(%)	11.62
资产负债率(%)	64.97
总股本/流通股(万股)	147592.14/146266.26
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

事件:

柳工(000528)3月30日发布2020年年度报告, 公司实现营业收入230.03亿元, 同比增长19.95%; 归属于上市公司股东的净利润13.31亿元, 同比增长30.87%; 基本每股收益为0.9元。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2.8元(含税)。

点评:

● 年报业绩高速增长, 土方机械业务发力

公司实现营业收入230.03亿元, 同比增长19.95%; 归属于上市公司股东的净利润13.31亿元, 同比增长30.87%。2020年毛利率20.4%, 同比下滑3.26pct, 净利率5.85%, 同比提升0.25pct。

分地区看, 国内业务收入196.24亿, 同比增长24.36%, 国外业务实现营业收入33.79亿, 基本持平去年, 国外业务占比为14.69%。

分业务看, 土石方机械实现营收162.79亿, 同比增长19.53%, 其他工程机械及配件实现营收60.51亿, 同比增长21.31%。融资租赁业务实现营收6.72亿, 同比增长17.92%。

● 挖掘机、装载机压路机业务实现较快增长, 挖掘机逐渐成为公司主力产品

公司2020年挖掘机业务高速增长, 在土石方机械收入占比提升到40%左右, 销量增长55%左右, 优于行业增速16个百分点, 市场份额提升到8%, 行业第4, 逐渐逼近第一梯队。

装载机业务在土石方机械收入占比为30%左右, 销量增长26.5%, 营业收入增长22.5%, 国内销量同比增长55%, 市占率提升3.6pct, 创下十年新高的良好业绩, 公司装载机市占率行业第二, 营业收入居行业第一。

压路机业务近年取得较大突破, 市占率提升到行业第2。国内销量增长70%, 国外销量增长31%。

公司经过多年在土石方机械领域的技术和市场积累, 已经形成了土石方机械领域较强的竞争力, 公司未来以“全面国际化、全面智能化、全面解决方案”等三全战略的执行为重点, 继续打造挖掘机、装载机等拳头产品, 有望在挖掘机等工程机械核心品种上继续取得突破。

● 成本费用管控有所优化, 毛利率有所下滑

公司2020年毛利率20.4%, 同比下滑3.26pct; 净利率5.85%, 同比提升

0.25pct。毛利率下滑较大主要原因是公司执行新收入准则运费核算方式变化。2019年运费计入销售费用，而2020年运费计入营业成本，因此对整体毛利率影响约2.3%，此外，出口汇率对毛利率也有一定影响。除去这些影响因素，公司产品整体毛利率变化很小。

公司2020年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率依次为7.23%、3.06%、2.26%、1.11%，整体三费率为13.66%，对比去年减少2.78%，扣除运费核算方式的影响，三项费用率降低了0.48%。

● **柳工有限混改整体上市，公司加大公司治理和员工激励力度，有望改善盈利能力**

公司去年年底公告拟反向吸并母公司柳工有限旗下五个主体资产，实现柳工有限整体上市。这是柳工集团混改整体上市的重要一步。柳工有限体外的五个资产包括广西中源机械有限公司（）、柳州欧维姆机械、柳工建机江苏有限公司、广西柳工农业机械、柳工（柳州）压缩机有限公司。体外资产与上市公司业务有较强的协同效应，进入上市公司体内后，有望发挥上市公司公司治理、员工股权激励、资金、客户等多方面的协同与支持，实现提升公司市场竞争力和盈利能力的目的。

● **首次覆盖，给予公司“增持”投资评级**

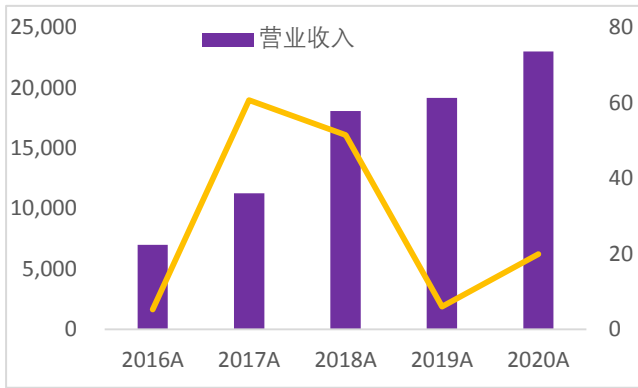
我们预测公司2021、2022、2023年归母净利润16.57亿、18.42亿、20.01亿元，2021、2022、2023年EPS分别为1.12元、1.25元、1.36元，按照收盘价9.55元/股计算，对应PE分别为8.5X、7.65X、7.04X。考虑到：1）制造业投资复苏趋势强，公司挖掘机、装载机、压路机等业务依然有较高的景气度；2）公司在土石方机械领域技术实力和市场地位较强，有望整合柳工有限旗下资产，做大做强土石方机械业务。首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：制造业投资复苏不及预期；原材料上涨导致公司产品毛利率波动；挖掘机等业务拓展不及预期。

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	23002.55	26486.52	28841.36	30380.16
增长率	19.95%	15.15%	8.89%	5.34%
归母净利润（百万元）	1331.31	1656.84	1842.05	2000.70
增长率	30.87%	24.45%	11.18%	8.61%
每股收益EPS（元）	0.90	1.12	1.25	1.36
净资产收益率ROE	11.29%	12.47%	12.45%	12.18%
PE	10.58	8.50	7.65	7.04
PB	1.23	1.10	0.98	0.88

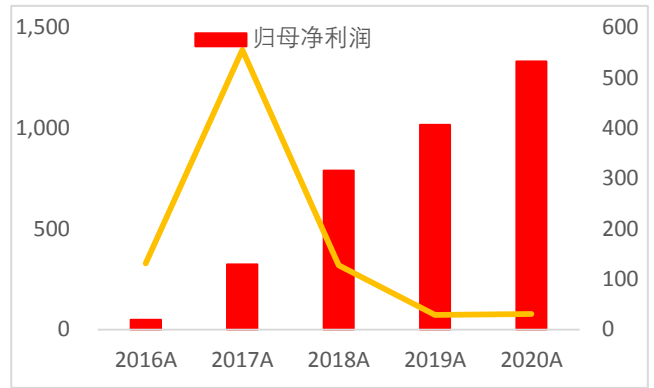
资料来源：wind，贝格数据，中原证券

图 1: 公司近年营业收入增长 (百万元)



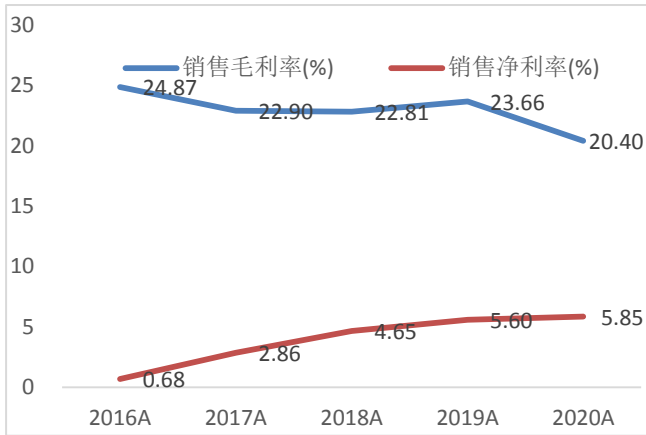
资料来源: wind, 中原证券

图 2: 公司近年归母净利润增长 (百万元)



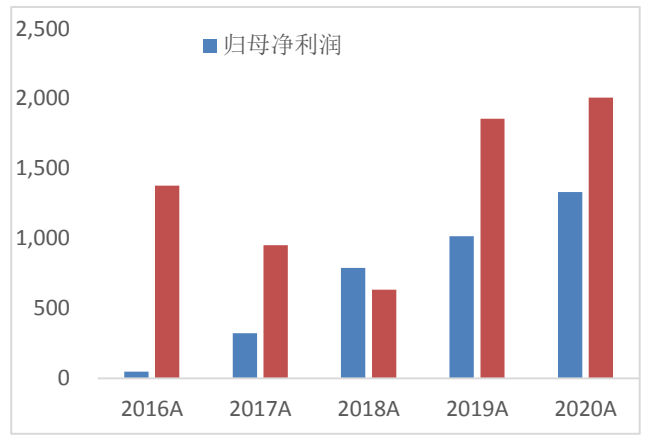
资料来源: wind, 中原证券

图 3: 近年公司销售毛利率、净利率 (%)



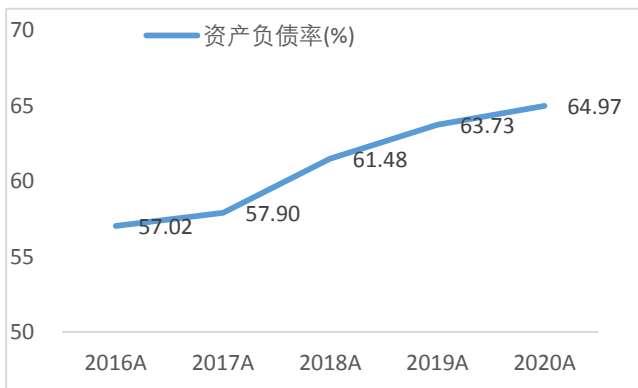
资料来源: wind, 中原证券

图 4: 近年公司经营活动现金净流量 (百万元)



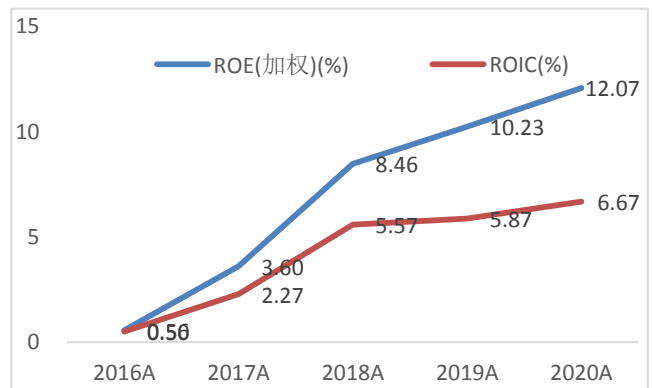
资料来源: wind, 中原证券

图 5: 公司资产负债率 (%)



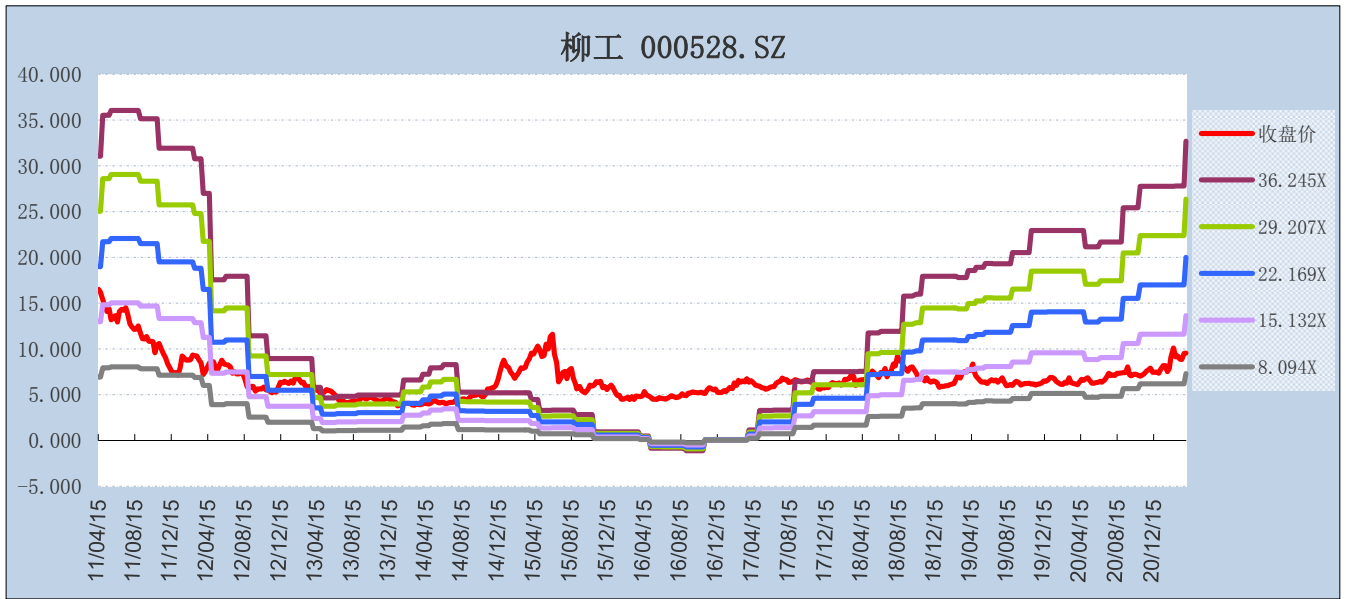
资料来源: wind, 中原证券

图 6: 近年公司 ROE、ROIC (%)



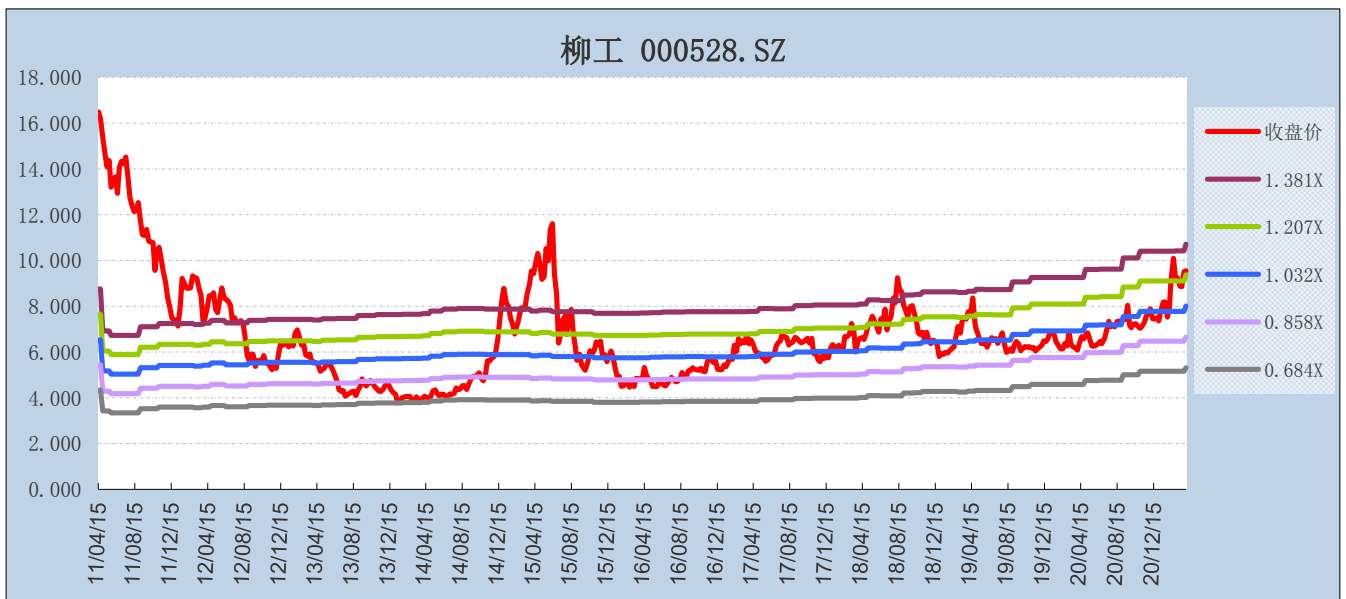
资料来源: wind, 中原证券

图 7: 柳工 PE-Band



资料来源: wind, 中原证券

图 8: 柳工 PB-Band



资料来源: wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23002.55	26486.52	28841.36	30380.16	净利润	1345.49	1656.84	1842.05	2000.70
营业成本	18310.09	20800.14	22417.92	23586.22	折旧与摊销	378.03	430.14	397.22	397.22
营业税金及附加	114.94	158.92	173.05	243.04	财务费用	256.24	317.84	403.78	394.94
销售费用	1662.22	1933.52	2163.10	2278.51	资产减值损失	-95.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	704.83	1456.76	1672.80	1701.29	经营营运资本变动	1389.87	-191.85	-134.40	-22.31
财务费用	256.24	317.84	403.78	394.94	其他	-1266.18	-143.00	-156.00	-178.00
资产减值损失	-95.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2007.83	2069.96	2352.65	2592.55
投资收益	152.18	143.00	156.00	178.00	资本支出	-389.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.61	0.00	0.00	0.00	其他	159.33	299.91	504.00	581.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-230.32	299.91	504.00	581.00
营业利润	1569.85	1962.35	2166.71	2354.16	短期借款	1678.58	-1199.20	-1200.00	-500.00
其他非经营损益	32.58	25.59	37.97	42.38	长期借款	-3465.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	1602.42	1987.94	2204.68	2396.54	股权融资	14.28	0.00	0.00	0.00
所得税	256.93	331.10	362.63	395.85	支付股利	-221.36	-266.26	-331.37	-368.41
净利润	1345.49	1656.84	1842.05	2000.70	其他	1115.88	-176.52	-734.78	-588.94
少数股东损益	14.18	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-878.33	-1641.98	-2266.15	-1457.35
归属母公司股东净利润	1331.31	1656.84	1842.05	2000.70	现金流量净额	857.42	727.89	590.51	1716.19
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6253.31	6981.20	7571.71	9287.90	成长能力				
应收和预付款项	5236.53	6511.09	6913.47	7068.58	销售收入增长率	19.95%	15.15%	8.89%	5.34%
存货	7071.13	8320.05	8840.87	9315.03	营业利润增长率	19.86%	25.00%	10.41%	8.65%
其他流动资产	5518.59	5297.76	5035.95	4689.27	净利润增长率	25.30%	23.14%	11.18%	8.61%
长期股权投资	714.86	714.86	714.86	714.86	EBITDA 增长率	28.52%	22.97%	9.50%	6.02%
投资性房地产	130.50	130.50	130.50	130.50	获利能力				
固定资产和在建工程	3338.93	3075.60	2812.26	2548.92	毛利率	20.40%	21.47%	22.27%	22.36%
无形资产和开发支出	1044.40	910.51	776.63	642.75	三费率	11.40%	14.00%	14.70%	14.40%
其他非流动资产	4702.24	4669.32	4669.32	4669.32	净利率	5.85%	6.26%	6.39%	6.59%
资产总计	34010.50	36610.90	37465.57	39067.13	ROE	11.29%	12.47%	12.45%	12.18%
短期借款	6699.20	5500.00	4300.00	3800.00	ROA	3.96%	4.53%	4.92%	5.12%
应付和预收款项	8780.22	10936.88	11633.12	12167.30	ROIC	19.81%	25.78%	28.91%	31.42%
长期借款	156.01	156.01	156.01	156.01	EBITDA/销售收入	9.58%	10.23%	10.29%	10.36%
其他负债	6462.27	6734.67	6582.42	6517.51	营运能力				
负债合计	22097.70	23327.56	22671.55	22640.82	总资产周转率	0.72	0.75	0.78	0.79
股本	1475.92	1475.92	1475.92	1475.92	固定资产周转率	7.74	9.02	10.80	12.62
资本公积	3142.31	3142.31	3142.31	3142.31	应收账款周转率	5.35	5.06	4.80	4.86
留存收益	6863.10	8253.67	9764.35	11396.64	存货周转率	2.84	2.70	2.61	2.60
归属母公司股东权益	11456.56	12827.10	14337.79	15970.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	132.72%	—	—	—
少数股东权益	456.24	456.24	456.24	456.24	资本结构				
股东权益合计	11912.80	13283.34	14794.02	16426.31	资产负债率	64.97%	63.72%	60.51%	57.95%
负债和股东权益合计	34010.50	36610.90	37465.57	39067.13	带息债务/总负债	32.14%	25.31%	20.75%	18.57%
					流动比率	1.21	1.28	1.39	1.48
					速动比率	0.85	0.89	0.95	1.03
					股利支付率	16.63%	16.07%	17.99%	18.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2204.12	2710.33	2967.71	3146.32	每股收益	0.90	1.12	1.25	1.36
PE	10.58	8.50	7.65	7.04	每股净资产	7.77	8.69	9.72	10.83
PB	1.23	1.10	0.98	0.88	每股经营现金	1.36	1.40	1.59	1.76
PS	0.61	0.53	0.49	0.46	每股股利	0.15	0.18	0.22	0.25
EV/EBITDA	5.46	3.79	2.74	1.82					
股息率	1.57%	1.89%	2.35%	2.61%					

资料来源: wind, 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。