

柳工 (000528) / 专用设备
**土方机械、路面机械领军企业
行业复苏业绩弹性较大**
评级：增持(首次)

市场价格：9.30

目标价格：11—12

分析师：王华君

执业证书编号：S0740517020002

电话：01059013814

Email: wanghj@r.qlzq.com.cn

联系人：朱荣华

Email: zhurh@r.qlzq.com.cn

联系人：范炜

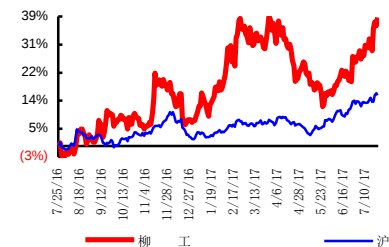
Email: fanwei@r.qlzq.com.cn

联系人：于文博

Email: yuwb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,125
流通股本(百万股)	1,125
市价(元)	9.30
市值(百万元)	10,463
流通市值(百万元)	10,463

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 《三一重工 (600031) 深度：工程机械龙头：王者归来！受益一带一路、军民融合；对标美国卡特彼勒》-2017.5.7
- 2 《徐工机械 (000425) 深度：汽车起重机龙头，业绩有望超预期。受益“一带一路”、PPP、国企改革》
- 3 《中联重科 (000157) 深度：工程机械领军企业，战略聚焦工程机械、农业机械》-2017.7.13
- 4 《安徽合力 (600761) 深度：中国叉车龙头：产品销售回暖，有望受益国企改革》-2017.7.19

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	6,655.82	7,005.40	9,023.74	11,072.38	13,282.18
增长率 yoy%	-35.34%	5.25%	28.81%	22.70%	19.96
净利润	21.31	49.26	397.76	650.55	978.47
增长率 yoy%	-89.26%	131.13%	707.46%	63.55%	50.41%
每股收益 (元)	0.02	0.04	0.35	0.58	0.87
每股现金流量	0.13	1.22	1.38	1.73	2.16
净资产收益率	0.24%	0.55%	4.30%	6.57%	8.99%
P/E	437.68	166.98	24.73	15.12	10.05
PEG	—	1.27	0.03	0.24	0.20
P/B	1.03	0.92	1.06	0.99	0.90
备注：					

投资要点
■ 柳工：国内土方机械、路面机械领军企业；受益于工程机械行业复苏

柳工是工程机械第一家上市公司，在土方机械、路面机械领域处于领先地位。其中：装载机市占率位居国内第一、挖掘机市占率为内资企业第三；压路机、推土机和平地机分列国内第二、第三和第二。

■ 工程机械行业：经历 5 年深度调整后，工程机械产品销量有望持续超预期

- 1) **国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求：**2017 年上半年，国内基础设施固定资产投资增速达 16.8%，我们判断基建投资增速有望保持高位。同时考虑到国内工程机械行业规模从 07-11 年迅速发展，工程机械设备生命周期为 6-8 年，今后 3-5 年的更新替代需求将逐步扩大。
- 2) **全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设：**从全球看，“一带一路”推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长。2017 年 1-5 月，我国对外承包工程业务完成营业额 3470 亿（同比增长 6.3%）；新签合同额 5191 亿，同比增长 5.5%。
- 3) **行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，利润向龙头企业集中：**经历 5 年深度调整后，部分缺乏核心技术与竞争力的中小品牌企业退出市场，行业市场集中度不断提高。以挖掘机销量为例，行业 CR3 从 2011 年的 32.55% 提升至 2017 年的 42.88%。

■ 柳工：下游需求持续向好，重点产品（挖掘机、装载机）表现突出

- 1) **公司工程产品销量同比大幅增长：**土石方机械、路面机械行业持续向好。以挖掘机为例，2017 年 1-6 月，柳工挖掘机累计销量 4199 台，同比增长 116.9%，市占率上升至 5.59%。
- 2) **资产质量最好的工程机械上市公司之一：**公司三费率从 2016 年起即开始大幅降低，同时公司的应收账款/营收、存货数量指标都要优于行业内其他龙头公司。
- 3) **柳工是海外出口占比最高的工程机械上市公司之一：**2016 年柳工海外销售额达 20.16 亿，占主营收入近 30%；我们判断 17 年全年柳工海外收入占比将超过 30%。考虑到公司在海外的生产、销售、服务体系已基本成熟，我们预计公司海外收入占比 2020 年左右有望提升至 40%。

■ 柳工：2017 年中报净利润 2.38-2.46 亿元，同比上升 14 倍左右。

业绩大幅增长主要原因：工程机械市场需求快速增长，公司各产品线销量稳步提升，国内国际市场收入均有不同程度的增长，成本费用得到有效控制，促进公司利润的大幅度上升，我们判断公司全年有望保持较高的盈利增速。

■ 盈利预测与估值：公司为低估值的优质国企。公司 PB 为 1.1 倍，PB 估值低于工程机械行业平均水平，整体市值 100 亿元左右；我们预计 2017-2019 年收入可达 90/111/133 亿元，EPS 达 0.35/0.58/0.87 元，对应 PE 分别为 25/15/10 倍。首次覆盖，目标价 11-12 元，给予“增持”评级。
■ 风险提示：宏观经济和工程机械市场波动风险；全球或主要国家贸易实施保护措施；原材料价格上涨过快风险。

内容目录

一、柳工：土方机械、路面机械领军企业，海外业务布局超前.....	5 -
1. 中国工程机械第一家上市公司：土方机械、路面机械业内领先	5 -
2. 公司实际控制人为广西国资委，未来有望受益于国企改革.....	6 -
3. 2017 年中报业绩同比增长约 14 倍，核心产品销量增长明显	7 -
4. 2017 年公司收入目标 77 亿元；业绩有望大幅超预期	8 -
二、中国工程机械行业：5 年深度调整后，反弹持续性有望超预期.....	9 -
1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整	9 -
2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升	9 -
(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求.....	9 -
(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设.....	10 -
(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，利润向龙头企业集中 ...	10 -
三、柳工：下游需求持续向好，土方机械、路面机械表现突出.....	11 -
1. 公司土方产品（挖掘机、装载机）销量同比继续翻番增长.....	11 -
(1) 公司挖掘机销量行业内资企业排名第三，近年来市占率持续提升 ...	11 -
(2) 公司为国内装载机龙头，市占率多年保持行业第一	12 -
2. 路面机械：行业领军企业，公司销量同比大幅增加	14 -
四、柳工：资产质量最好的工程机械上市公司之一	16 -
1. 公司经营成本费用有望持续下降，保障毛利率水平	16 -
2. 公司财务管控能力优异，资产质量在行业内处于较高水平.....	16 -
五、柳工：海外出口占比最高的工程机械上市公司之一.....	17 -
六、盈利预测与估值：PB 估值较低，未来业绩弹性较大	18 -
1. 盈利预测	18 -
2. 估值分析与投资建议	18 -
七、风险提示	18 -

图表目录

图表 1: 公司具备全产业链的领先的生产线.....	- 5 -
图表 2: 公司主要产品的市场地位皆处于前列.....	- 5 -
图表 3: 公司的生产研发基地遍布全国.....	- 5 -
图表 4: 公司海外布局多个子公司、研发制造基地.....	- 5 -
图表 5: 柳工的发展历程: 从前期的技术积累、产品突破到近年的国际化战略.....	- 6 -
图表 6: 柳工集团目前拥有十余家一级子公司, 其中多家与上市公司主营相关.....	- 7 -
图表 7: 2017 年 H1 公司业绩预计同比增长 14 倍.....	- 7 -
图表 8: 土方机械及工程机械业务板块营收占比大.....	- 7 -
图表 9: 2012 年起, 公司综合毛利率企稳回升.....	- 8 -
图表 10: 近年来, 公司主营业务毛利率情况.....	- 8 -
图表 11: 2017 年 1-6 月房地产开发投资增速达 8.5%.....	- 10 -
图表 12: 今年 1-6 月基础设施固定资产投资增速 16.8%.....	- 10 -
图表 13: 2017H1 国内挖掘机销量同比增长 100.5%.....	- 11 -
图表 14: 柳工 1-6 月挖掘机销量同比增长 116.9%.....	- 11 -
图表 15: 国内挖机销量中柳工占比达 5.59%.....	- 12 -
图表 16: 近年来柳工挖机市占率逐渐增大.....	- 12 -
图表 17: 小松挖掘机利用小时数持续保持高位.....	- 12 -
图表 18: 1-6 月柳工大中小挖销量同比增长超 100%.....	- 12 -
图表 19: 2017 年装载机销量有望扭转下滑趋势.....	- 13 -
图表 20: 目前国内装载机保有量达 170 万台左右.....	- 13 -
图表 21: 2017H1 装载机行业累计销量 49188 台, 同比增加 32.98%.....	- 13 -
图表 22: 2014 年 1-10 月, 柳工装载机市占率 17.1%, 行业排名第一.....	- 13 -
图表 23: 2017 年采矿业固定资产投资增速触底回升.....	- 14 -
图表 24: 我国城市化率不断稳步提升.....	- 14 -
图表 25: 2017H1 压路机行业累计销量 9646 台, 同比增加 51.1%.....	- 15 -
图表 26: 2017H1 柳工压路机市占率 9.5%, 行业排名第二, 仅次于徐工.....	- 15 -
图表 27: 2017H1 推土机行业累计销量 3269 台, 同比增加 162.6%.....	- 15 -
图表 28: 2017H1 柳工推土机市占率 4.71%, 行业第三, 仅次于山推和宣工.....	- 15 -
图表 29: 2017 H1 平地机行业累计销量 2326 台, 同比增加 41.4%.....	- 15 -
图表 30: 2017H1 柳工推土机市占率 17.71%, 行业排名第二, 仅次于徐工.....	- 15 -
图表 31: 公司三费率 2016 年起逐步降低.....	- 16 -
图表 32: 公司经营性现金流自 2012 年起保持正值.....	- 16 -
图表 33: 公司应收账款/营收在行业中处于低位.....	- 16 -

图表 34：公司存货近年来始终保持降低趋势.....	- 16 -
图表 35：工程机械出口市场开始回暖（万美元）	- 17 -
图表 36：柳工营收出口占比近 30%，有望继续提升.....	- 17 -
图表 37：工程机械产业链公司估值比较：柳工估值相对较低.....	- 18 -
图表 38：柳工三张表	- 19 -

一、柳工：土方机械、路面机械领军企业，海外业务布局超前

1. 中国工程机械第一家上市公司：土方机械、路面机械业内领先

- 柳工始成立于 1958 年，是从事工程机械研发、生产、销售的行业大型骨干企业，是中国工程机械第一家上市公司。
- 公司主要产品包括：装载机、挖掘机、推土机、平地机、摊铺机、铣刨机、滑移装载机、挖掘装载机、压路机、叉车、汽车起重机、履带起重机、高空作业车、集装箱正面吊运机、吊管机、矿用自卸车、强夯机等。其中装载机市占率位居国内第一、挖掘机市占率为内资企业第三；压路机、推土机和平地机分列国内第二、第三和第二。

图表 1：公司具备全产业链的领先的生产线



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 2：公司主要产品的市场地位皆处于前列

产品	国内市场地位排名
装载机	国内第一
挖掘机	内资企业第三
压路机	国内第二
推土机	国内第三
平地机	国内第二

来源：中泰证券研究所

- 公司不断通过外延合作，实现全系列产品的覆盖：1987 年，公司与卡特彼勒合作，引入装载机技术。1995 年，柳工开始与凯斯合作生产滑移装载机；与德国采埃孚合作生产驱动桥和传动系统，并成功研发出第一台压路机，迈进路面机械行业。2001 年成立挖掘机公司布局挖机，2007 年成立叉车事业部，2008 年进军推土机行业，并成立安徽柳工起重机公司，基本实现了全系列产品的覆盖。

图表 3：公司的生产研发基地遍布全国



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

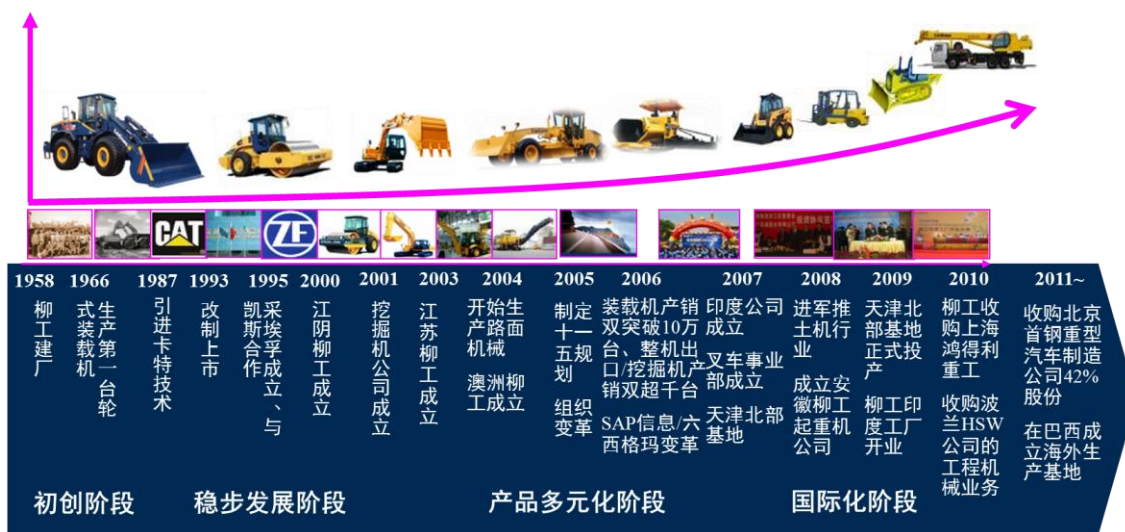
图表 4：公司海外布局多个子公司、研发制造基地



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **放眼全球，国际化战略布局超前：**公司是国内行业中最早于 1990 年代就开展国际业务的企业之一。公司董事会于 2002 年提出了“建设开放的、国际化的柳工”的战略后，柳工开始按照“营销网络-制造基地-兼并收购”三部曲的战略思维开展国际化业务。从 2004~2008 年相继成立澳洲、印度、北美和拉美子公司起，经过十多年的境外开拓经营，公司目前已进入深度国际化阶段。公司在海外设立了印度、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。

图表 5：柳工的发展历程：从前期的技术积累、产品突破到近年的国际化战略



来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- **研发实力雄厚，发展后劲足：**在不断外延发展，进军国际市场的途中，公司产品高超的技术水平是其坚实后盾。公司具有国家级企业技术中心、国家级土方机械工程技术研究中心、四十多个专业研究院所、多项国家专利以及一千多名研发人员。公司研发实力居国内工程机械企业前列，发展后劲足。

2. 公司实际控制人为广西国资委，未来有望受益于国企改革

- **公司大股东广西柳工集团有限公司，实际控制人为广西国资委：**广西柳工集团是国家重点联系的首批 300 家国有大型企业集团之一，2010 年营业收入超过 190 亿人民币。公司坚持以工程机械为核心，以建筑机械、地下施工机械、电工机械、机械零部件等多元化业务为一体，致力成为国内领先、国际一流的装备制造集团。集团母公司为上市公司的发展提供了坚实保障，柳工集团目前拥有一级子公司 15 家，其中多家子公司主业与上市公司相关。
- **未来有望受益国企改革：**公司截至目前无股权激励计划、员工持股计划或其他员工激励措施。

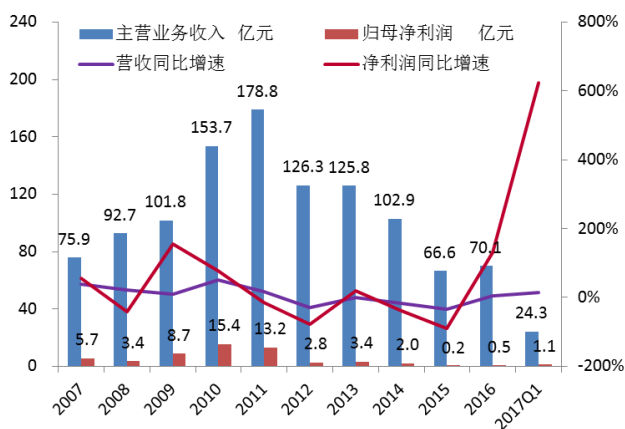
图表 6：柳工集团目前拥有十余家一级子公司，其中多家与上市公司主营相关

集团子公司	主营业务
1 广西柳工机械股份有限公司	装载机、挖掘机、起重机、推土机、叉车、路面机械、小型工程机械等
2 扬州柳工建设机械有限公司	混凝土机械、建筑机械等
3 上海鸿得利重工股份有限公司	建筑机械、混凝土机械、电工机械等
4 柳州欧维姆机械股份有限公司	OVM 锚固体系，OVM 钢绞线拉索体系，悬索桥锚碇体系，系杆、吊杆体系，体外索体系，岩锚体系，桥梁橡胶支座及伸缩缝，液压提升、顶推、转体系统，高压电动油泵及液压泵站，真空灌浆工艺及配套产品等
5 上海金泰工程机械有限公司	地下施工机电液一体化设备
6 广西柳工高级润滑油有限公司	润滑油、润滑脂、冷却液及工程塑料件的生产及销售
7 柳州市柳工物资有限公司	机械、配件、金属材料（不含贵稀金属）、润滑剂类、矿产品类销售及咨询服务
8 柳州柳工铸铁件有限公司	铸件等相关业务
9 柳州柳工机械综合件厂	机械零配件
10 柳州柳工人力资源服务公司	劳务、商务服务
11 广西汇智创投资有限公司	投资及管理咨询服务等
12 广西柳工置业投资有限公司	房地产、建筑及装饰材料等业务
13 柳州肉类联合加工厂	生猪屠宰、冷藏等
14 广西柳工奥兰空调有限公司	生产制造和销售工程机械空调器和配件

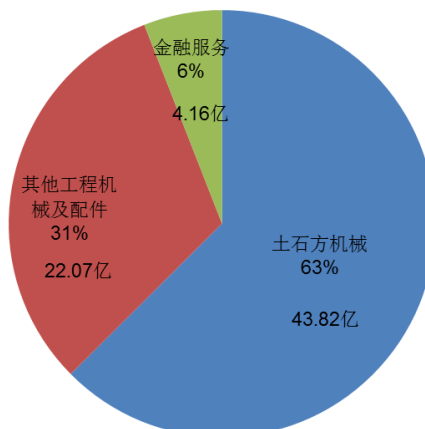
来源：公司官网，中泰证券研究所

3. 2017 年中报业绩同比增长约 14 倍，核心产品销量增长明显

- **2017 年半年度业绩超预期：**公司公告半年期业绩预报，报告期归母净利润达 2.38-2.46 亿元，基本每股收益为 0.2217-0.2188 元，同比上升 1390%-1440%。
- **公司对业绩变动原因：**工程机械行业市场需求快速增长，公司各产品线销量稳步提升，国内国际市场收入均有不同程度的增长，成本费用得到有效控制，促进了公司利润的大幅度上升。

图表 7：2017 年 H1 公司业绩预计同比增长 14 倍


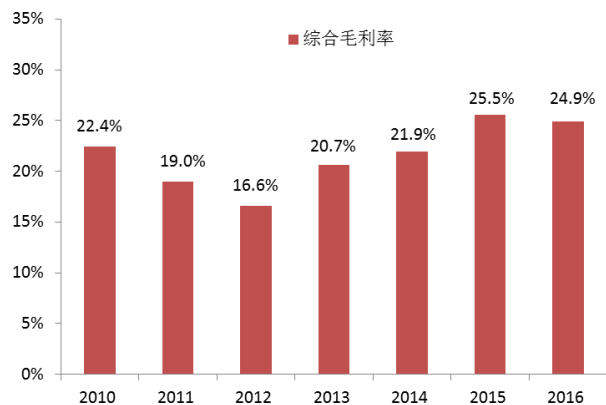
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 8：土方机械及工程机械业务板块营收占比大


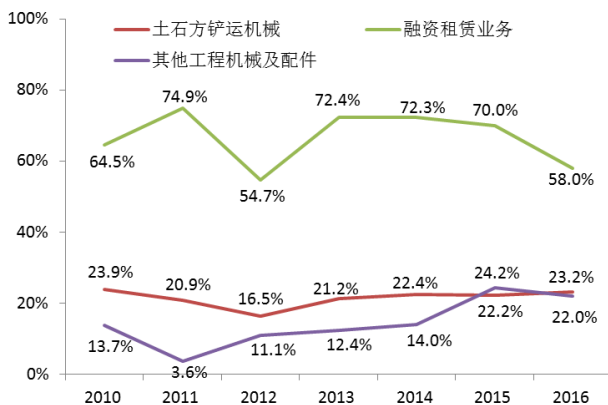
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **公司综合毛利率水平近年来逐步上移，2016 年达 24.9%。**2017 年一季度公司销售毛利率为 23.45%，同比提高 0.07 个百分点。

- 2016 年公司实现收 70.1 亿元，同比增长 5.25%，近 5 年来首次同比正增长；实现归母净利润 0.5 亿元，同比增长 131.1%。公司的盈利能力同比有较大提升，净资产收益率逐步提升。

图表 9：2012 年起，公司综合毛利率企稳回升


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 10：近年来，公司主营业务毛利率情况


来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

4. 2017 年公司收入目标 77 亿元；业绩有望大幅超预期

- 公司 2016 年年报披露：2017 年度力争实现营业收入 77 亿元，并确保公司业绩优于行业。
- 面向 2020 年的“2345”战略---四年内再造一个柳工：柳工结合全球工程机械行业发展趋势，于 2016 年 8 月提出了公司面向 2020 年的“2345”战略，包括 2 大目标“整体销售收入实现 150 亿元，金融与服务占比 15%”，3 个全面“全面国际化、全面解决方案、全面智能化”，4 项驱动“营销驱动、机制驱动、资本驱动以及组织和人才驱动”，5 类业务“工程机械、矿山机械、叉车物流、环境产业及金融与服务”。

二、中国工程机械行业：5 年深度调整后，反弹持续性有望超预期

- 中国的工程机械是市场竞争较为充分的行业。多年来形成国有、民营、外资、合资企业同台竞技的开放格局。之前 10 年工程机械销售出现较大幅度的波动。在较为残酷的市场环境中，正逐步孕育出较为出色的工程机械公司，其拥有较为稳健的资产负债表、值得信赖的产品以及较高的客户忠诚度，强大的研发能力，使其在工程机械此轮筑底后，具有进军国际市场的能力。

1. 工程机械行业：2011 年为前期高点，后经历 5 年深度调整

- 工程机械产品市场需求受国家固定资产投资和基础设施建设投资规模的影响较大，下游客户主要为基础设施、房地产等投资密集型行业，这些行业与宏观经济周期息息相关。
- 2008 年，为了缓解全球金融危机的冲击，我国出台了“四万亿”经济刺激政策，并陆续推出多个区域振兴计划，保证社会固定资产投资的持续增长，从而带动了工程机械行业的高速发展，2011 年工程机械行业市场达到一个高点。2012 年之后，随着全球经济复苏乏力，国内经济增速和固定资产投资增速均呈现放缓趋势，不少工程机械行业客户逐步退出市场，大量二手车的释放影响了新机销售，行业经历了长时间的深度调整。
- 近 5 年的行业调整期间，上市公司业绩调整幅度较大。上市公司收入下跌，应收账款、存货逐步增大，经营性现金流压力突出。上市公司净利润也受到越来越大的资产减值损失的影响。在严峻的形势下，部分上市公司龙头逐步采取了严控信用销售、裁撤人员、主动处置应收账款等措施，为下一轮工程机械的反弹复苏积聚力量。
- 2016 年下半年以来，国内外经济企稳复苏势头明显，受基建投资增速与 PPP 项目落地执行率提升、设备更新升级周期逐步来临的影响，工程机械行业的市场需求回暖，行业整体盈利水平逐步上升。

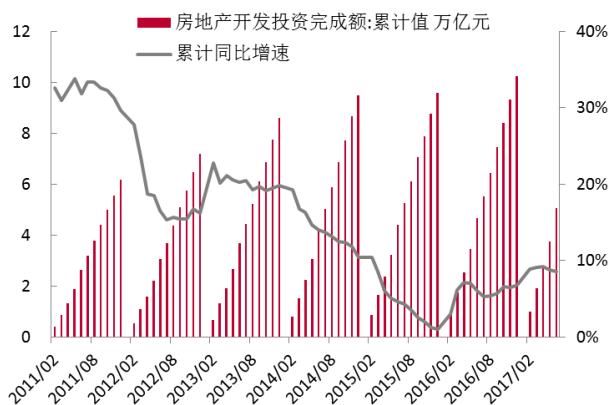
2. 工程机械行业：基建拉动需求、更新需求增加、行业集中度提升

(1) 国内市场：基础设施建设拉动有效新增需求+存量更新需求

- 国内工程机械行业依然具有长远广阔的市场前景。国家正大力实施京津冀协同战略、长江经济带战略、泛珠三角三角洲经济区战略；推进以城市群为主体形态的新型城镇化建设；打造美丽乡村、建设新农村。
- 2016 年下半年开始，国家以 PPP 为经济拉动模式，主要在基础建设方面实施了较大规模的项目投资。从下游需求看，尤其是高铁、地铁等基础设施建设一个持续的过程，持续期至少 3-4 年。目前国内在基础设施中大力推广 PPP 模式，城市轨道交通、铁路干线和支线建设、矿山、农田水利等基础设施领域需求回暖。2016 年供给侧改革，带动煤炭、钢铁、水泥等价格的上涨，矿山建设需求回暖，带动大型工程机械（大型挖掘机、汽车起重机）等产品的销量。
- 近期工程机械销量中更新换代占了较大份额，工程机械朱格拉周期来临。根据《中国工程机械工业年鉴》，我国工程机械同类产品的使用寿命

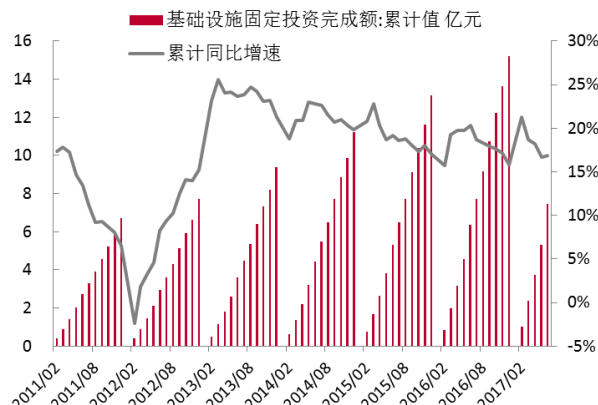
和平均无故障间隔时间均约为国外产品的 1/2。譬如以挖机为例，挖掘机国外产品平均使用寿命约为 12000~20000h（液压挖掘机）；中国产品为 6000~8000h（液压挖掘机）。若根据挖掘机设备月工作小时约 140h 来计算，更新周期约为 8-9 年；国内产品的平均使用寿命约 7000 小时，根据 100h 的月均工作小时数来测算，更新周期约为 6 年。考虑到国内工程机械行业规模从 2007-2011 年迅速发展，那时销售的工程机械设备将开始逐步需要更换，今后 5 年时间的更新替代需求将逐步扩大。

图表 11: 2017 年 1-6 月房地产开发投资增速达 8.5%



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 今年 1-6 月基础设施固定资产投资增速 16.8%



来源: wind, 中泰证券研究所

(2) 全球市场：“一带一路”带动、美国加大基础设施建设

- 从全球看，“一带一路”推动基础设施互联互通，推动基建工程建设与中国对外工程承包加快增长，且需求量巨大。2017 年 1-5 月，我国对外承包工程业务完成营业额 3470 亿（同比增长 6.3%）；新签合同额 5191 亿，同比增长 5.5%。
- 特朗普政府推行积极财政与加大基础设施建设的经济政策，并已于 2017 年 3 月向美国国会提交了超万亿美元的基础设施建设计划，超竞选承诺的 5500 亿美元，带来海外市场重大的战略发展机遇。

(3) 行业集中度提升，龙头企业竞争优势凸显，利润向龙头企业集中

- 自 2012 年以来，工程机械行业经过 5 年的持续深度调整，部分缺乏核心技术与竞争力的中小品牌企业退出市场，工程机械行业总体呈现市场份额集中度不断提高的趋势。
- 从产品来看，在混凝土机械、土方机械、工程起重机械等市场，以若干龙头企业为代表的国产品牌占主导地位，市场份额稳固且继续提升，预计具有品牌、规模、技术、服务优势的龙头企业将获得更大的竞争优势。

三、柳工：下游需求持续向好，土方机械、路面机械表现突出

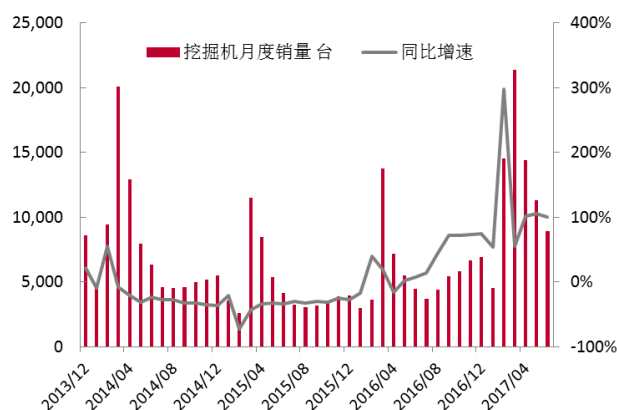
1. 公司土方产品（挖掘机、装载机）销量同比继续翻番增长

- **柳工主要产品涉土方机械板块，核心产品竞争力强：**在过去近 20 年内，柳工产品从单一的装载机，发展成为全系列土方机械、物流机械、吊装机械等多品种的产品。现在已能够为土石方施工、矿山采掘以及港口作业等方面提供全系列的各种产品和服务。与此同时，柳工还努力为客户提供全寿命周期管理的持续服务。
- **土石方机械行业持续向好，柳工市场占有率稳步提升：**自 2016 年下半年开始，国家通过 PPP 等方式启动较多基础建设以及环境项目，大幅提升了市场各类工程机械产品的使用率，而土方机械产品由于寿命短、且在施工中先行使用，因此首先出现较好反弹。

(1) 公司挖掘机销量行业内资企业排名第三，近年来市占率持续提升

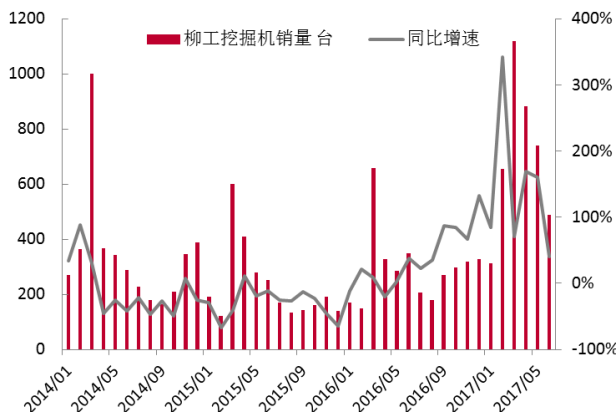
- 根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-6 月挖掘机累计销量为 75068 台，累计同比增长 100.5%。柳工 1-6 月累计销量 4199 台，同比增长 116.9%，高于行业增速，其市占率已上升至 5.59%。

图表 13:2017H1 国内挖掘机销量同比增长 100.5%



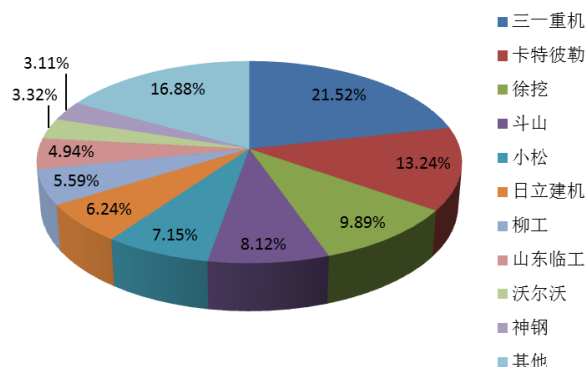
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 14：柳工 1-6 月挖掘机销量同比增长 116.9%



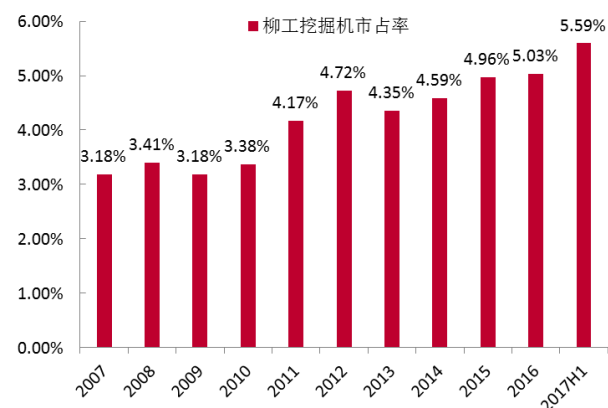
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 15：国内挖机销量中柳工占比达 5.59%



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

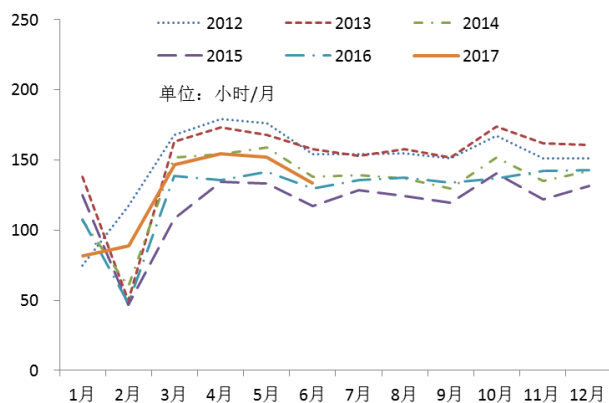
图表 16：近年来柳工挖机市占率逐渐增大



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

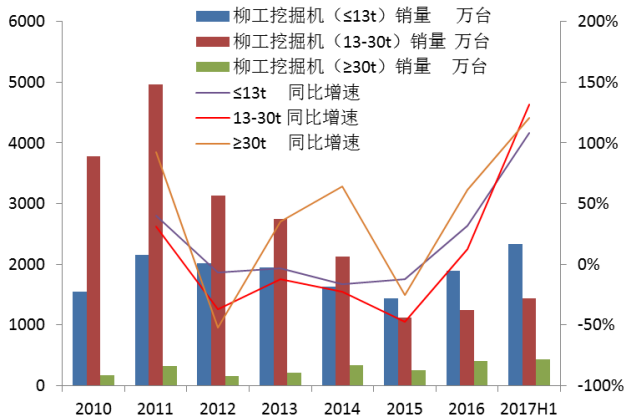
- **工作小时数保持在高位运行：**根据小松披露的数据，其中国地区挖掘机 6 月份均开工时间达到了 133.5 小时/台，同比上升 3.1%，有望持续保持在高位运行。
- **从结构上来看，大、中、小挖同时复苏：**从大挖、中挖和小挖历史销量数据可以看出，2012 年~2013 年之前中挖的销量占比最大，其主要原因是房地产领域的投资旺盛。2012 年~2013 年以后，房地产投资增速减缓，基建投资代替房地产投资成为国家稳定经济的重要手段，此时小挖的销量占比迅速提升。值得注意，大挖销量的同比增速 2016 年也开始提升，这与 2016 年起大宗商品价格上涨拉动矿山开采需求，以及国家大型基建投资增速持续保持高位相验证。

图表 17：小松挖掘机利用小时数持续保持高位



来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

图表 18:1-6 月柳工大中小挖销量同比增长超 100%

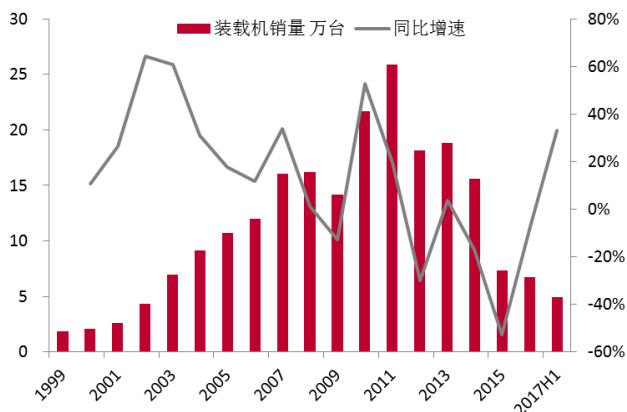


来源：wind，中国工程机械工业协会，中泰证券研究所

(2) 公司为国内装载机龙头，市占率多年保持行业第一

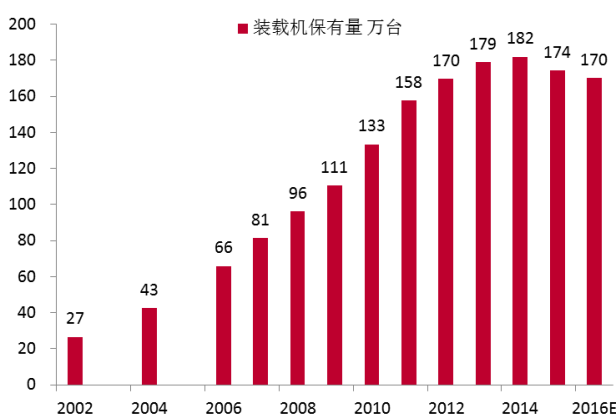
- 我国装载机行业从 2001 年的井喷式超高速发展，到 2008 年总销售量已达 16 万台以上，受全球金融危机的影响，我国装载机行业在一段时间内市场出现了短暂下滑，并于 2011 年达到行业巅峰。随着宏观经济的走弱，装载机行业紧接着迎来了连续 6 年的下滑。

图表 19：2017 年装载机销量有望扭转下滑趋势



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

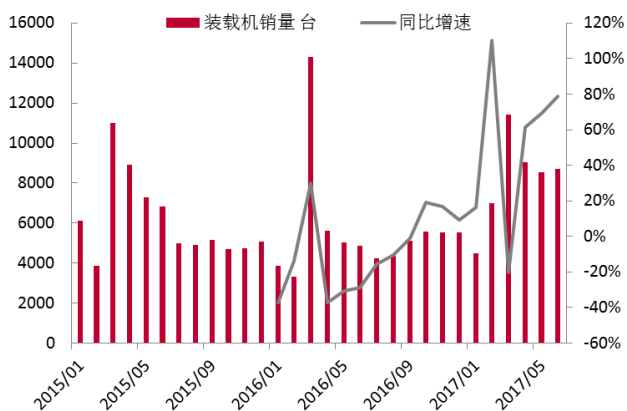
图表 20：目前国内装载机保有量达 170 万台左右



来源：wind，中国工程机械工业年鉴，中泰证券研究所

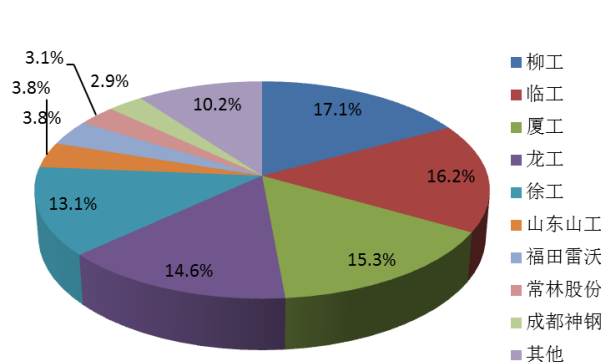
- 2016 年下半年，紧随着挖掘机的复苏势头，装载机的销量增速开始止跌回升。截至 2016 年末，国内装载机保有量约为 170 万台左右。根据工程机械行业协会最新数据，2017 年 1-6 月装载机累计销量 49188 台（含 <ZL30 型小装），同比增长 32.98%，且第二季度开始装载机开始呈现加速增长态势。柳工市占率保持行业第一，我们判断近期的装载机销售中，柳工的市占率有望进一步提升。

图表 21：2017H1 装载机行业累计销量 49188 台，同比增加 32.98%



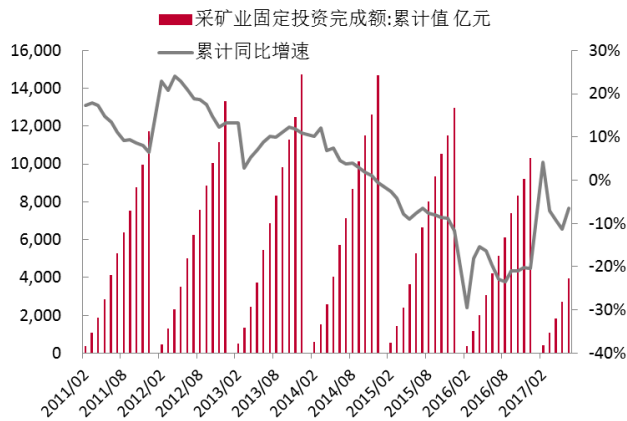
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 22：2014 年 1-10 月，柳工装载机市占率 17.1%，行业排名第一

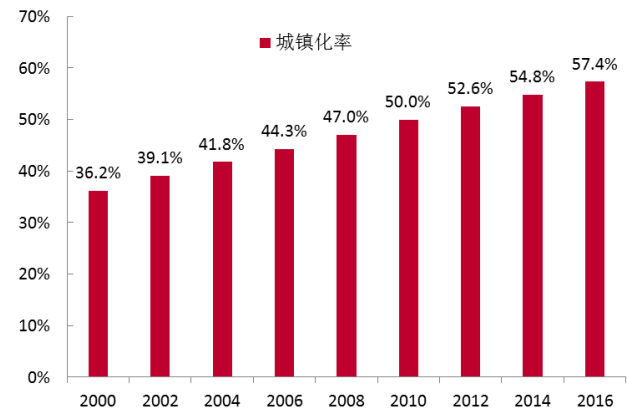


来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所（截止 2014.10 数据）

- 装载机的下游主要分布在矿产、大宗商品，基建等领域，其销量与受采矿业和制造业的固定资产投资强相关。我们判断在未来 3 年左右时间，装载机销量将维持在较高的增速水平。主要下游需求体现在：
 - 1) 矿产需求的拉动：**煤炭工业是拉动我国装载机市场最主要的行业之一。装载机销量最多的山西、山东、河北、内蒙、陕西等省区，也是我国的产煤大省区。受益于 2016 年下半年以来煤价上涨，煤炭行业基本得到好转。进入 2017 年，供暖结束后煤炭价格基本保持稳定，没有出现大幅下滑，同时煤炭产销维持较为稳定位置。下游稳定，保障了装载机需求的持续性。

图表 23：2017 年采矿业固定资产投资增速触底回升


来源：wind，中泰证券研究所

图表 24：我国城市化率不断稳步提升


来源：国家统计局，中泰证券研究所

2) 以高铁、地铁为代表的基础设施建设拉动：拉动装载机行业最大的交通设施建设是高铁及城际铁路的建设。“十三五”规划中提出到 2020 年高铁营业里程达到 3 万公里，截至 2016 年年底，国内高铁营业里程已经达到 2.2 万公里，未来四年内将新增 0.8 万公里；此外，财新网报道《铁路十三五发展规划征求意见稿》中提出，“十三五”期间铁路固定资产投资规模将达 3.5 至 3.8 万亿元，到 2020 年城际铁路规模达到 5000 公里。“十三五”期间中央将进一步加大预算内资金对交通基础设施的支持力度，重点投向中西部铁路、城际铁路，地方财政性资金也将向城际铁路、城市轨道交通等领域倾斜。

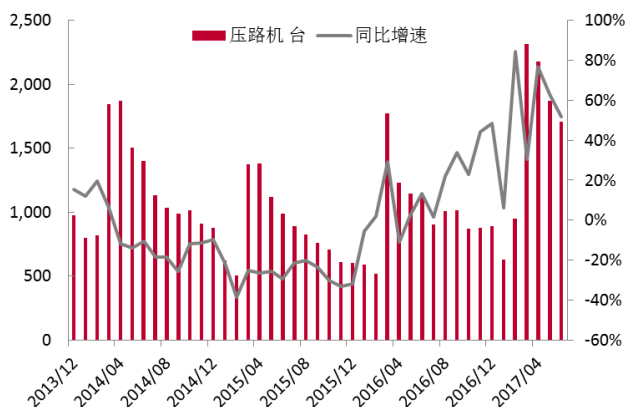
3) 城市化建设：根据国家统计局数据，截至 2016 年底我国城市化率已达 57.4%，年化增加约 1.3 个百分点。发达国家城市化率为 70%~75% 左右。从长远看，我国城市化建设、商品房建设，还要持续相当长的时间，城市化建设对我国装载机行业的发展有长期的基本面支持。

4) “一带一路”国际市场出口：近几年来我国装载机的国际市场发展非常迅速，对我国装载机市场发展的贡献率越来越大。随着“一带一路”战略的深入实施，我国装载机的国际市场将有望再上一个台阶。

2. 路面机械：行业领军企业，公司销量同比大幅增加

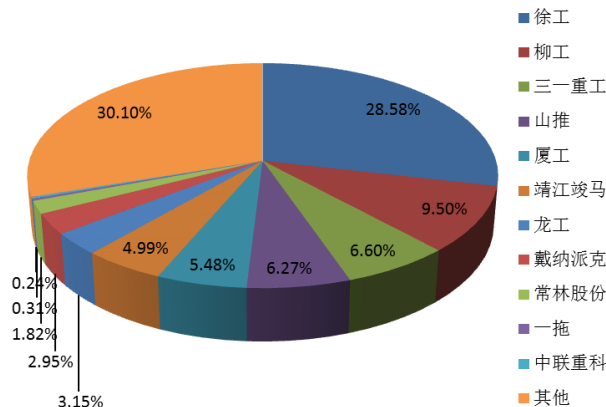
- 以压路机、推土机、平地机为代表的路面机械在 2016 年下半年销量明显反弹。2017 年上半年，国内压路机、推土机、平地机销量分别达到 9646、3269 和 2326 台，分别同比增长 51.1%、162.6%和 41.4%，也彻底扭转了维持了数年的行业衰退。
- 从市占率上面来分析，柳工的压路机、推土机和平地机销量分别排名国内第二、第三和第二，其中平地机、推土机的市占率上升明显，压路机的市占率略有下滑。
- 柳工作为行业龙头，压路机、推土机、平地机 2017 年 1-6 月累计销量分别达 916、156 和 412 台，同比增长 82.47%、71.11%和 53.7%，增速位列同行业公司前列。

图表 25：2017H1 压路机行业累计销量 9646 台，同比增加 51.1%



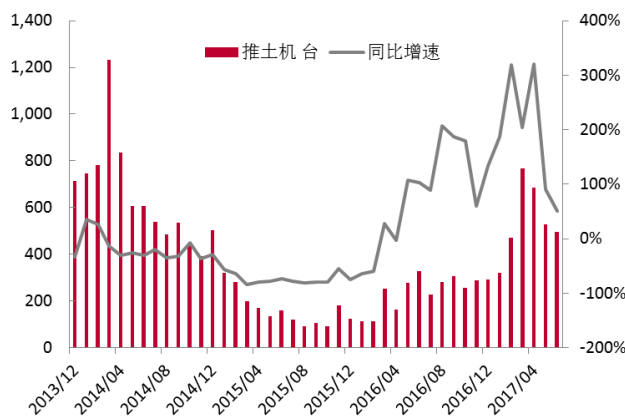
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 26：2017H1 柳工压路机市占率 9.5%，行业排名第二，仅次于徐工



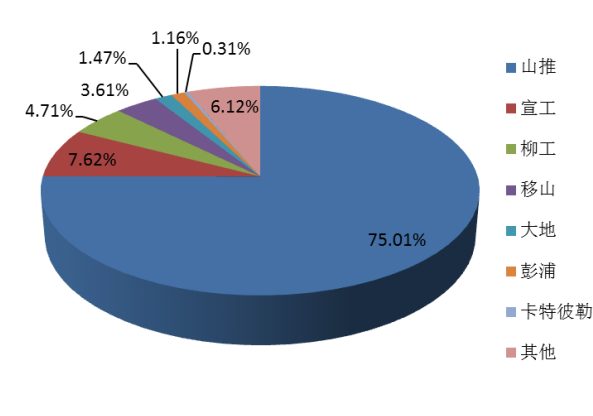
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 27：2017H1 推土机行业累计销量 3269 台，同比增加 162.6%



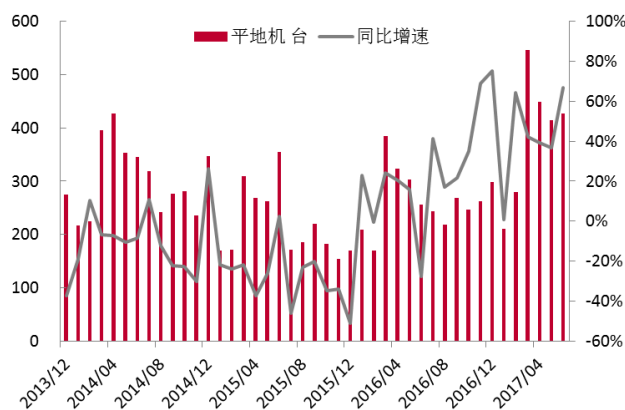
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 28：2017H1 柳工推土机市占率 4.71%，行业第三，仅次于山推和宣工



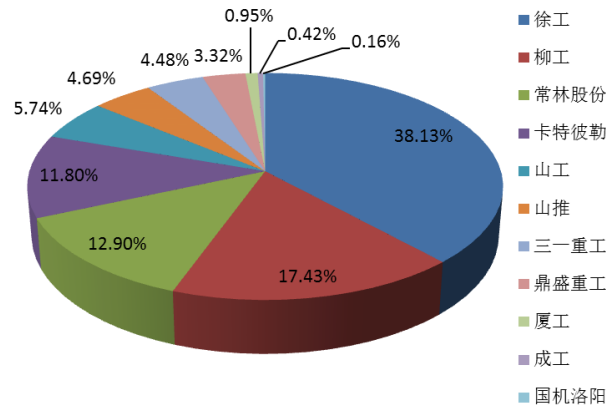
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 29：2017 H1 平地机行业累计销量 2326 台，同比增加 41.4%



来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

图表 30：2017H1 柳工推土机市占率 17.71%，行业排名第二，仅次于徐工



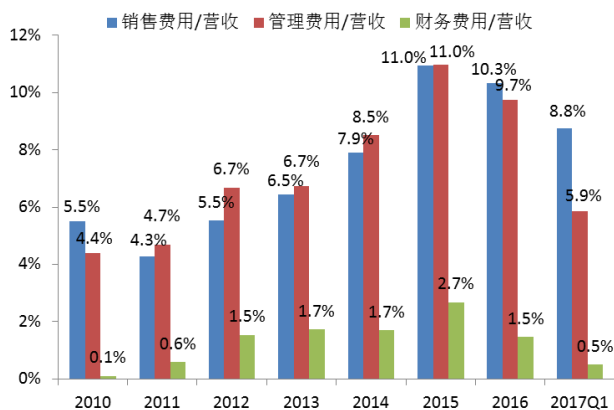
来源：wind，工程机械行业协会，中泰证券研究所

四、柳工：资产质量最好的工程机械上市公司之一

1. 公司经营成本费用有望持续下降，保障毛利率水平

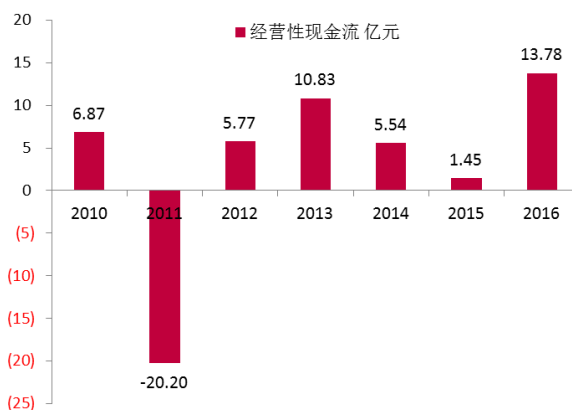
- **公司销售的增长将产生规模效应，平均成本下降：**柳工近三年以来人员逐步下降，员工总人数从2014年的10657人下降到2016年的7976人，下降幅度为25%左右；此轮土石方机械在2017年的反弹，预计将带动柳工相关板块有较大幅度的收入增长，因此预计该公司2017年上半年平均成本将下降，毛利率同比出现提升。
- **公司财务成本将开始下降：**2017年第一季度，柳工发布公告，宣布偿还本金为13亿，年息为5.2%的“12柳工债”；柳工债务的偿还预计可在2017年为上市公司节省0.51亿财务费用。

图表 31：公司三费率 2016 年起逐步降低



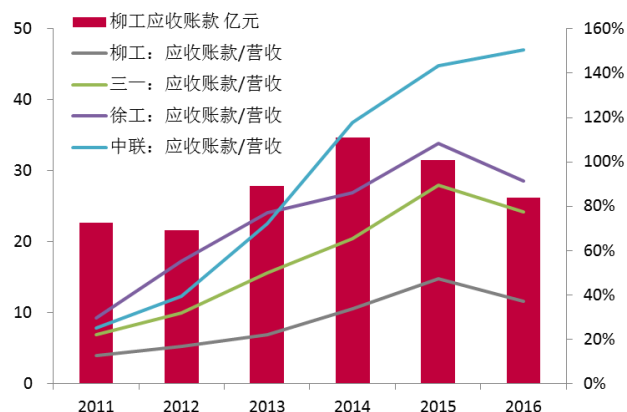
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 32：公司经营现金流自 2012 年起保持正值



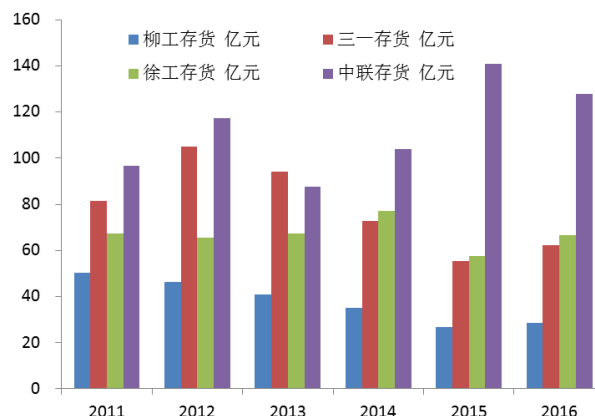
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 33：公司应收账款/营收在行业中处于低位



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 34：公司存货近年来始终保持降低趋势



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

2. 公司财务管控能力优异，资产质量在行业内处于较高水平

- **财务管控举措合理，经营性现金流持续改善：**2016 年公司通过消化库存，降低风险资产，优化应收账款管理，经营性现金流达 4.5 亿元，为近六

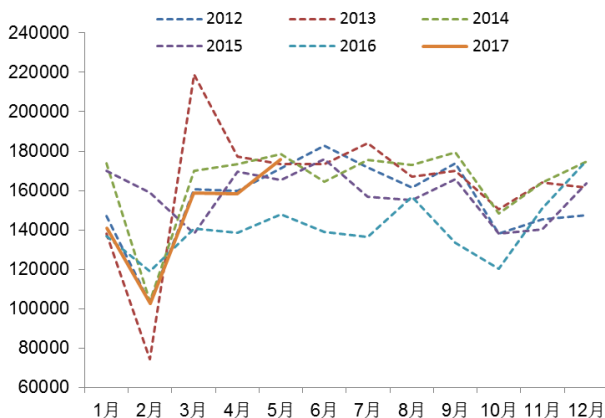
年最高水平。

- **财务管控效果明显：**根据公司定期报告的统计，2011 年-2016 年期间，柳工经营活动产生的现金流量净额是整体波动上升，存货总额总体下降，而应收账款总额整体是控制良好，体现了企业良好的资产质量控制能力。

五、柳工：海外出口占比最高的工程机械上市公司之一

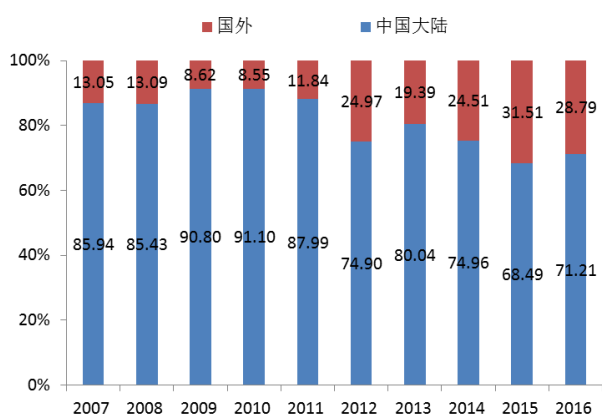
- **受益于一带一路政策，2017 年工程机械出口市场开始回暖：**根据来自海关的数据，2017 年 1-4 月份，我国工程机械出口贸易额为 56 亿 1020 万美元，同比增长 4.76%，工程机械出口增速下降的局面已经得到了扭转。
- 随着“一带一路”政策的逐步落实，我国出口贸易额将有可能实现稳步上涨的趋势，而中国工程机械出口的同比增长部分原因得益于今年“一带一路”政策。以中国对巴基斯坦的工程机械出口为例，迄今为止增速达到了 115%，根据中国路面机械网披露的信息，目前中国投资中巴经济走廊项目（柳工参与其中）达 51 个，其中 19 个已投入运行，巴方公布的投资额目前已超过 460 亿美元。

图表 35：工程机械出口市场开始回暖（万美元）



来源：wind，中泰证券研究所

图表 36：柳工营收出口占比近 30%，有望继续提升



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **柳工出口占比近 30%，海外市场销售仍旧保持强势：**2016 年柳工海外销售金额达到 20.16 亿，占主营业务收入近 30%；预计今年上半年在行业复苏期间，柳工海外收入占比仍旧将保持强势，我们预计公司海外收入占比 2020 年左右有望提升至 40%。

在过去的十几年内，柳工的产品和业务已经辐射到全球 140 多个国家，在海外设立印度、波兰、巴西三个制造工厂，在英国、印度、波兰等设立了研发中心，海外员工接近 1600 人，达到 20%的比例，同时还有一批具有国际水平的外籍青年员工。在“一带一路”地区中，柳工拥有 178 家国际经销商、6 家配件中心和 8 家培训中心。柳工的产品已经覆盖“一带一路”的近 50 个国家，2016 年柳工产品在东盟十国的市场占有率第二。

根据第一工程机械网的报道，凭借日益强大的品牌知名度和美誉度，扎实的产品性能，柳工挖掘机最终赢得英国第一大挖掘机租赁客户信赖，

2017年6月单次采购了50台922E订单。海外市场在2017年有望取得重大突破。

六、盈利预测与估值：PB 估值较低，未来业绩弹性较大

1. 盈利预测

- **核心假设：**宏观经济复苏平稳，工程机械行业反弹可持续，行业竞争格局稳定，主要产品销量增速稳定，核心产品毛利率稳定；
- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 90 亿元、111 亿元、133 亿元，同比分别增长 28.5%、22.2%、18.2%；归属于母公司净利润分别为 4 亿元、6.5 亿元、9.8 亿元，同比分别增长 712.0%、62.5%、50.8%，EPS 分别为 0.35 元、0.58 元、0.87 元。

2. 估值分析与投资建议

- 当前公司 PB 为 1.1 倍左右，PB 估值低于工程机械平均水平，整体市值 100 亿人民币左右；公司在工程机械行业，尤其是土石方机械板块处于龙头地位，未来公司利润弹性较大。
- **PE 估值分析：**对工程机械产业链龙头公司估值比较，柳工的估值较低，考虑到公司相对更好的财务状况与海外出口业务的弹性，公司利润有望快速增长。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35、0.58、0.87 元，对应 PE 为 25x、15x、10x。首次覆盖，目标价 11~12 元，给予“增持”评级。

图表 37：工程机械产业链公司估值比较：柳工估值相对较低

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E
柳 工	000528.SZ	9.30	0.02	0.04	0.35	0.58	0.87	438	167	25	15	10
徐工机械	000425.SZ	4.03	0.01	0.03	0.11	0.17	0.22	529	116	35	24	18
三一重工	600031.SH	8.50	0.02	0.03	0.32	0.42	0.53	351	169	26	20	16
中联重科	000157.SH	4.82	0.01	-0.12	0.13	0.18	0.25	414	-	36	27	19
安徽合力	600761.SH	11.61	0.64	0.64	0.67	0.80	0.91	22	19	17	14	13
恒力液压	601100.SH	20.50	0.10	0.11	0.42	0.57	0.76	127	260	46	34	25
平均								314	146	31	22	17

来源：中泰证券研究所（估价更新至 2017.07.24，除柳工外估值均为 wind 一致性预期）

七、风险提示

- **受宏观经济形势因素影响的风险：**工程机械板块经营存在不确定性。
- **全球或主要国家贸易实施保护措施：**公司的海外业务营收占比较高，存在国外销售市场贸易保护的风险。
- **原材料价格上涨过快的风险：**石油、钢材等大宗商品价格可能持续变动，并维持在高位，存在生产要素成本上升风险。
- **汇率波动的不确定性：**海外投资、销售存在收益下降的风险。

图表 38：柳工三张表

损益表（人民币千元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10,293,406	6,655,816	7,005,395	9,023,742	11,072,382	13,282,183
增长率	-18.21%	-35.3%	5.3%	28.8%	22.7%	20.0%
营业成本	-8,035,487	-4,956,778	-5,263,247	-6,194,799	-7,406,316	-8,652,014
% 销售收入	78.1%	74.5%	75.1%	68.7%	66.9%	65.1%
毛利	2,257,919	1,699,037	1,742,149	2,828,943	3,666,066	4,630,169
% 销售收入	21.9%	25.5%	24.9%	31.4%	33.1%	34.9%
营业税金及附加	-56,937	-86,374	-70,397	-92,693	-117,905	-138,442
% 销售收入	0.6%	1.3%	1.0%	1.0%	1.1%	1.0%
营业费用	-814,055	-728,918	-724,298	-914,844	-1,144,967	-1,364,474
% 销售收入	7.9%	11.0%	10.3%	10.1%	10.3%	10.3%
管理费用	-876,090	-685,817	-682,030	-877,207	-1,087,656	-1,298,276
% 销售收入	8.5%	10.3%	9.7%	9.7%	9.8%	9.8%
息税前利润（EBIT）	510,837	197,928	265,424	944,199	1,315,537	1,828,977
% 销售收入	5.0%	3.0%	3.8%	10.5%	11.9%	13.8%
财务费用	-174,341	-177,618	-102,151	-135,456	-90,745	-63,519
% 销售收入	1.7%	2.7%	1.5%	1.5%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-174,842	-115,320	-201,311	-231,628	-247,213	-262,362
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-9,016	-19,194	-37,607	-26,704	-29,086	-29,712
% 净利润	—	—	—	—	—	—
营业利润	152,638	-114,204	-75,644	550,411	948,493	1,473,384
营业利润率	1.5%	-1.7%	-1.1%	6.1%	8.6%	11.1%
营业外收支	144,137	165,511	193,681	218,373	238,347	258,937
税前利润	296,774	51,307	118,037	768,784	1,186,840	1,732,321
所得税率	2.9%	0.8%	1.7%	8.5%	10.7%	13.0%
所得税	-103,615	-30,542	-70,468	-395,001	-574,075	-809,687
所得税率	34.9%	59.5%	59.7%	51.4%	48.4%	46.7%
净利润	193,159	20,765	47,570	373,783	612,766	922,634
少数股东损益	-5,361	-548	-1,691	-23,974	-37,781	-55,840
归属于母公司的净利润	198,520	21,313	49,260	397,757	650,546	978,474
净利润率	1.9%	0.3%	0.7%	4.4%	5.9%	7.4%

现金流量表（人民币千元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	193,159	20,765	47,570	373,783	612,766	922,634
少数股东损益	0	0	0	-23,974	-37,781	-55,840
非现金支出	518,869	376,433	431,825	480,806	489,728	503,768
非经营收益	232,707	288,900	302,661	-24,701	-86,467	-128,798
营运资金变动	-390,293	-540,704	596,131	718,474	927,375	1,138,165
经营活动现金净流	554,443	145,394	1,378,186	1,524,388	1,905,620	2,379,928
资本开支	158,727	179,903	-378,104	-297,582	-314,391	-352,081
投资	-24,727	-65,619	-357,145	0	0	0
其他	26,120	17,324	-25,622	-26,704	-29,086	-29,712
投资活动现金净流	-157,334	-228,197	-4,662	270,878	285,305	322,368
股权募资	0	200	0	0	0	0
债权募资	-109,533	823,395	-594,042	-1,025,031	-1,183,724	65,357
其他	-550,281	-393,157	-351,686	-166,969	-235,318	-100,427
筹资活动现金净流	-659,814	430,438	-945,728	-1,192,000	-1,419,042	-35,069
现金净流量	-262,705	347,634	427,795	603,266	771,883	2,667,228

资产负债表（人民币千元）	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,949,447	4,268,761	4,714,275	5,341,516	6,151,179	8,874,247
应收款项	4,089,808	3,822,126	3,161,708	4,552,463	5,705,935	6,745,225
存货	3,527,910	2,670,241	2,869,577	3,410,309	4,109,644	4,746,997
其他流动资产	2,520,453	2,581,142	2,513,963	2,513,797	2,538,150	2,561,456
流动资产	14,087,618	13,342,269	13,259,522	15,818,085	18,504,909	22,927,925
% 总资产	69.1%	66.8%	64.4%	69.3%	73.5%	78.3%
长期投资	2,293,823	2,733,226	3,530,080	3,530,080	3,530,080	3,530,080
固定资产	2,936,453	2,823,415	2,671,607	2,376,056	2,067,345	1,749,151
% 总资产	14.4%	14.1%	13.0%	10.4%	8.2%	6.0%
无形资产	700,500	699,478	733,773	700,937	691,090	674,734
非流动资产	6,288,546	6,643,593	7,324,579	6,996,193	6,677,635	6,343,085
% 总资产	30.9%	33.2%	35.6%	30.7%	26.5%	21.7%
资产总计	20,376,163	19,985,862	20,584,101	22,814,278	25,182,543	29,271,010
短期借款	2,137,411	3,567,616	5,000,360	3,975,329	2,791,605	2,856,963
应付款项	4,834,376	3,673,982	3,888,708	4,501,992	5,423,350	6,292,553
其他流动负债	272,588	222,532	229,502	346,541	270,923	303,301
流动资产	7,244,375	7,464,130	9,118,570	8,823,863	8,485,878	9,452,817
长期贷款	766,013	568,834	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
其他长期负债	3,166,294	2,920,173	1,491,733	3,755,358	5,848,842	8,047,736
负债	11,176,682	10,953,137	11,610,303	13,579,221	15,334,720	18,500,553
普通股股东权益	9,170,288	9,030,040	8,972,804	9,258,037	9,908,584	10,887,058
少数股东权益	29,193	2,685	994	-22,980	-60,761	-116,601
负债股东权益合计	20,376,163	19,985,862	20,584,101	22,814,278	25,182,543	29,271,010

比率分析	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益（元）	0.176	0.019	0.044	0.353	0.578	0.870
每股净资产（元）	8.150	8.025	7.974	8.228	8.806	9.675
每股经营现金净流（元）	0.493	0.129	1.225	1.376	1.727	2.165
每股股利（元）	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.16%	0.24%	0.55%	4.30%	6.57%	8.99%
总资产收益率	0.97%	0.11%	0.24%	1.95%	3.15%	4.34%
投入资本收益率	3.70%	0.87%	1.33%	6.93%	12.95%	27.74%
增长率						
营业总收入增长率	-18.21%	-35.34%	5.25%	28.81%	22.70%	19.96%
EBIT增长率	-41.79%	-61.25%	34.10%	255.73%	39.33%	39.03%
净利润增长率	-40.20%	-89.26%	131.13%	707.46%	63.55%	50.41%
总资产增长率	-7.25%	-1.90%	1.14%	10.83%	10.38%	16.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.9	181.5	150.3	154.1	157.4	155.1
存货周转天数	172.9	228.2	192.1	200.9	202.5	200.3
应付账款周转天数	90.7	96.4	87.5	91.0	90.7	90.3
固定资产周转天数	100.4	137.4	127.5	95.3	70.6	53.0
偿债能力						
净负债/股东权益	22.62%	31.68%	28.68%	9.98%	-10.88%	-34.63%
EBIT利息保障倍数	2.9	1.1	2.6	7.0	14.5	28.8
资产负债率	55.25%	55.21%	56.01%	54.65%	52.29%	52.19%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。