



柳工 (000528.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

国企改革焕发活力，出口表现亮眼

投资逻辑：

股权、产品、考核机制打造改革“三板斧”，经营情况持续改善。
产品：加入预应力、高机、农机等弱周期业务，使得土方机械占比从20年70%+降低到1H23的57%，弱化行业周期对于公司收入波动影响；**考核机制：**23年新一轮股权激励考核增加对于利润率、ROE等盈利指标考核，盈利能力有望维持较高水平。**经营改善：**1H23营收增速9.2%，表现优于同业竞争对手；毛利率、净利率相比22年全年提升2pcts、1.7pcts，盈利水平持续改善。

发行可转债，提前布局产能。公司2023年3月发行可转债，募集资金30亿元，转股价为7.87元/股，拟投向挖掘智慧工厂、装载机智能化改造、中源液压新工厂等项目，增加挖机、装载机、液压件年产能分别为1.8万台、3万台、15万个。

国内：部分产品周期筑底企稳，公司挖机市占率提升。1) **装载机：**今年7-9月装载机国内市场销量同比维持在-25%，相对3-6月-30%~-40%，降幅缩窄，国内工程机械市场筑底信号渐行渐近；22年公司装载机市占率国内第一，达到20.4%，有望受益于周期回暖。

2) **挖机：**该产品与地产、基建相关性较高，目前仍处筑底阶段，我们预计新一轮挖机周期有望在24年开启；在行业下行期，公司积极调整挖机战略、改善渠道，挖机市占率从22年底6.9%提升至1Q23的10.4%，逆势提份额。预计2023-25年公司土方机械收入为171.4/199.5/240.3亿元，同比+10.2%/+16.4%/+20.5%。

海外：需求高景气，公司出口斩获颇丰。公司重视产品出口，在海外进行本土化建设，设有本土化渠道、研发基地、生产基地。根据公告，21-1H23公司海外收入分别为59.8/86.9/67.0亿元，收入占比达20.8%/32.8%/44.6%，海外市场拓展顺利；其中核心产品装载机、挖掘机1H23出口收入分别达约16、20亿元，同比约+30%、+50%。根据销售金额测算，公司挖机海外市占率从19年的0.3%提升至22年1.2%，预计随着海外本土化建设深入，公司海外强势表现有望持续。

盈利预测、估值和评级

我们预计23-25年公司的营业收入为294.2/337.9/396.7亿元、归母净利润为10.2/14.4/19.5亿元，对应PE分别为12/9/6倍。给予公司23年15倍PE，对应目标价7.86元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游基建投资不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨、汇率波动风险、限售股解禁风险。

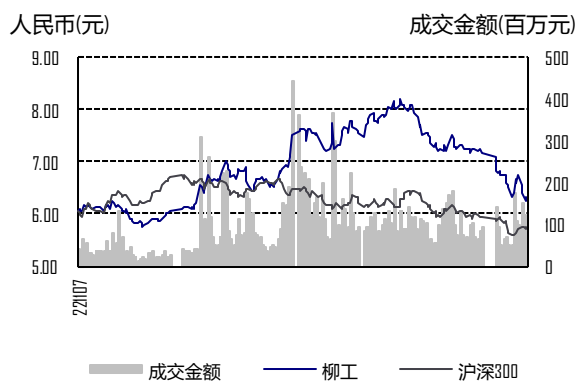
机械组

分析师：满在朋 (执业S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.34 元

目标价 (人民币)：7.86 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	28,701	26,480	29,416	33,793	39,666
营业收入增长率	24.77%	-7.74%	11.09%	14.88%	17.38%
归母净利润(百万元)	995	599	1,022	1,440	1,947
归母净利润增长率	-25.24%	-39.79%	70.57%	40.87%	35.21%
摊薄每股收益(元)	0.675	0.307	0.524	0.738	0.998
每股经营性现金流净额	0.57	0.49	0.64	1.32	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.47%	3.81%	6.25%	8.36%	10.59%
P/E	11.43	19.18	12.10	8.59	6.35
P/B	0.74	0.73	0.76	0.72	0.67

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 改革“三板斧”，股权、产品、内部考核优化	4
1.1 股权改革：混改+整体上市，协同效应增强	4
1.2 产品改革：多品类布局，弱化行业周期影响	4
1.3 内部考核改革：发布股权激励，注重盈利能力	7
2. 国企改革效果显著，“新柳工”再起航	7
2.1 改革效果显著，财务表现趋势向好	7
2.2 计提较为谨慎，抗风险能力较强	9
2.3 发行可转债，提前布局产能	10
3. 国内：周期筑底企稳，公司核心产品市占率位列头部，有望周期上行	10
3.1 国内工程机械行业处于下行周期	10
3.2 短期销量出现筑底信号，2024 年替换需求将引领新一轮挖机上行周期	10
3.3 公司装载机市占率第一，挖机市占率迅速提升	12
4. 海外：需求高景气，公司出口斩获颇丰	12
4.1 国产出海蔚然成风，挖机、装载机出口占比持续提升	12
4.2 顺出口东风，公司海外表现亮眼	13
4.3 海外本土化建设，市占率持续提升	14
5. 盈利预测与投资建议	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资建议：	17
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1：混改+整体上市，增强协同效应	4
图表 2：产品线扩张新品类，弱化周期影响	5
图表 3：1H23 土方机械收入占比降至 57%	5
图表 4：欧维姆近十年收入稳定增长	5
图表 5：公司在预应力行业规模处于头部	5
图表 6：中国公路桥梁稳定增长	5
图表 7：近几年中国高机销量呈现稳步上升趋势	6
图表 8：租+售平台双轮驱动	6
图表 9：高机销量增速维持 100%以上	6
图表 10：广西、云南为主要的甘蔗出产地	7



图表 11:	22 年公司在广西&云南甘蔗收获机市占率达 50%.....	7
图表 12:	我国拖拉机中大型化趋势显著.....	7
图表 13:	公司大型拖拉机马力提升至 350HP.....	7
图表 14:	公司股权激励在盈利方面做出要求.....	7
图表 15:	混改+重组后柳工抗周期下行能力有所展现.....	8
图表 16:	改革后公司收入增速表现亮眼.....	8
图表 17:	公司 1H23 归母净利润增速达 28.1%.....	8
图表 18:	高毛利的海外业务带动整体毛利率开始上行.....	9
图表 19:	公司近两年毛利率开始向头部靠近.....	9
图表 20:	公司销售费用率从 9.9%下行至 7.3%.....	9
图表 21:	公司管理费用率位于行业较低水平.....	9
图表 22:	工程机械融资租赁及按揭占比多高于 30%.....	9
图表 23:	柳工近三年应收账款计提较为充分.....	9
图表 24:	公司 2023 年可转债募投进行产能扩张、研发投入.....	10
图表 25:	国内工程机械行业周期性显著.....	10
图表 26:	23M1-M9 国内挖机销量已经低于 2013、14 年同期销量水平.....	11
图表 27:	挖机国内市场仍在筑底.....	11
图表 28:	装载机 7-9 月销量降幅相对 3-6 月降幅缩窄.....	11
图表 29:	挖掘机销量与经济周期相关性较大, 预计 2024 年开始新一轮上行.....	12
图表 30:	公司连续两年市占率排名国内第一.....	12
图表 31:	公司挖掘机市占率从 6.9%提升至 10.4%.....	12
图表 32:	国内挖掘机行业端出口销量节节攀升.....	13
图表 33:	挖掘机出口占比提升至 54.3%.....	13
图表 34:	装载机行业端出口销量维持高位.....	13
图表 35:	装载机出口占比提升至 46.6%.....	13
图表 36:	1H23 公司海外收入增速再创新高, 达 60.7%.....	13
图表 37:	1H23 公司海外收入占比达 44.6%.....	13
图表 38:	1H23 公司挖掘机出口达 20 亿元, 同比约+50%.....	14
图表 39:	公司俄语地区出口增速约 200%.....	14
图表 40:	海外产品结构改善, 表现为公司出口均价提升超 20%.....	14
图表 41:	海外渠道+工厂+研发基地构建海外核心竞争力.....	15
图表 42:	公司挖机海外市占率持续提升.....	15
图表 43:	公司营业收入拆分及预测.....	17
图表 44:	可比公司估值.....	18



1.改革“三板斧”，股权、产品、内部考核优化

国内首家工程机械上市公司，深耕行业六十余载。公司是我国工程机械行业首家上市公司，同时也是国内首款装载机生产商。从1966年研制出第一台装载机后，通过持续技术引进持续壮大核心主线装载机优势，另一方面开拓了挖掘机、路面机械等，持续拓宽产品矩阵。在2020年开始，顺国企改革之风，进行一系列的改革措施，包括混改、整体上市、股权激励等对股权、产品线、内部考核进行优化，“新”柳工再起航。

1.1 股权改革：混改+整体上市，协同效应增强

Step1: 2020年引入战投、员工持股，完成柳工有限混改。

■ 引入战投：2020年12月通过混改增资扩股，引入招工服贸、双百基金等7家战投以及员工持股平台（常州嘉佑），募资34.15亿元，持股占比达49%。在引入了战投后，更多的市场化考核指标、考核机制引入，如管理层任期制、市场化的人才进出制度、市场化的薪酬体系等，促使整个公司偏向市场化运营，激发经营活力。

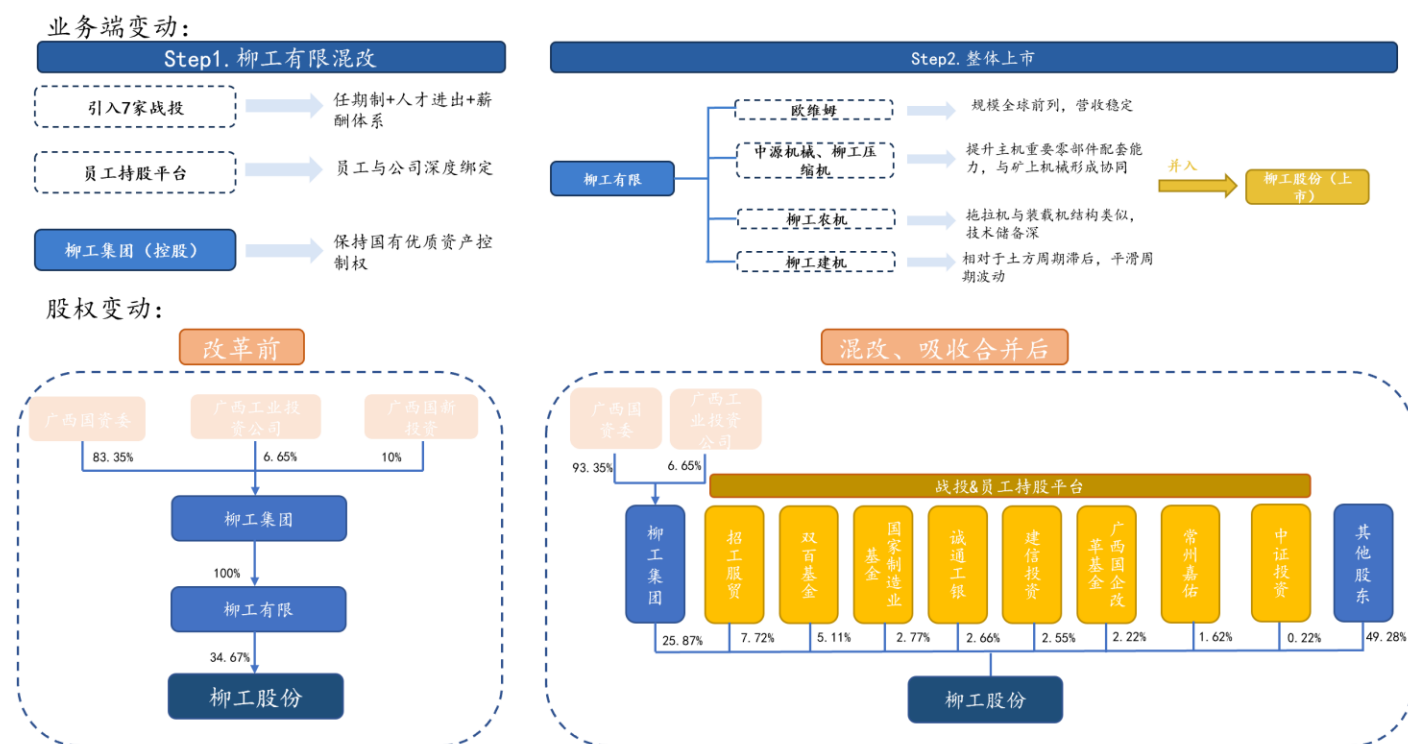
■ 员工持股：混改首次引入员工持股平台，使得员工与公司深度绑定，激发员工积极性。

Step2: 柳工股份吸收合并柳工有限，实现整体上市。

■ 2021年5月上市主体向柳工有限全体股东以7.49元定向增发10.17亿股，对价76.16亿元吸收合并柳工有限，其中原7家战投45424.2万股已全部于23年3月解禁，柳工集团、常州嘉佑50580.90、3173.12万股，预计分别于2025年3月、9月解禁。

■ 柳工有限五大业务并表，协同效应进一步增强。1) 渠道协同：欧维姆、农机等可以依靠上市公司的海外渠道快速拓展海外市场；2) 业务协同：中源机械可以与柳工之前零部件业务形成协同，压缩机是采矿首道工序所需机械，能与矿山机械协同。

图表1：混改+整体上市，增强协同效应



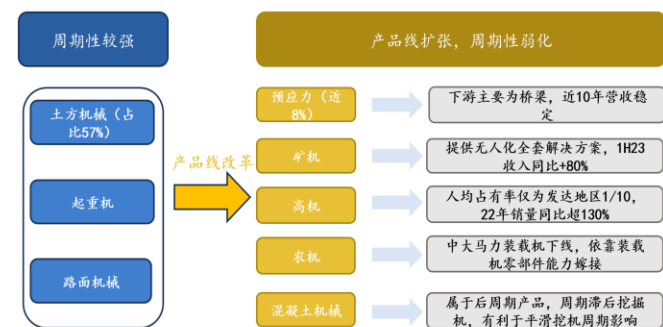
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 产品改革：多品类布局，弱化行业周期影响

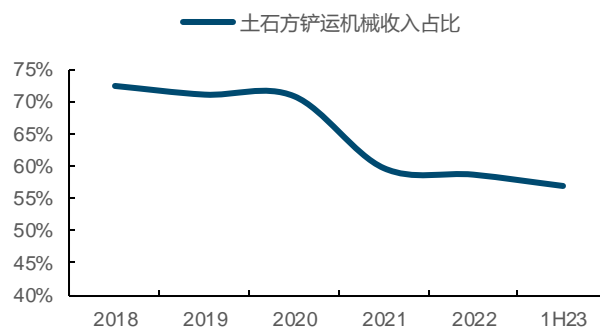
公司通过产品线变革，经营周期性得到弱化。在产品线改革之前，土方机械收入占比超70%，改革后，加入了预应力、矿机、高机等与房地产周期相关性越来越弱的业务，整体周期性得到一定弱化。预计随着农机、高机等业务不断打开市场，整体业绩的成长性能进一步提升。



图表2：产品线扩张新品类，弱化周期影响



图表3：1H23 土方机械收入占比降至 57%



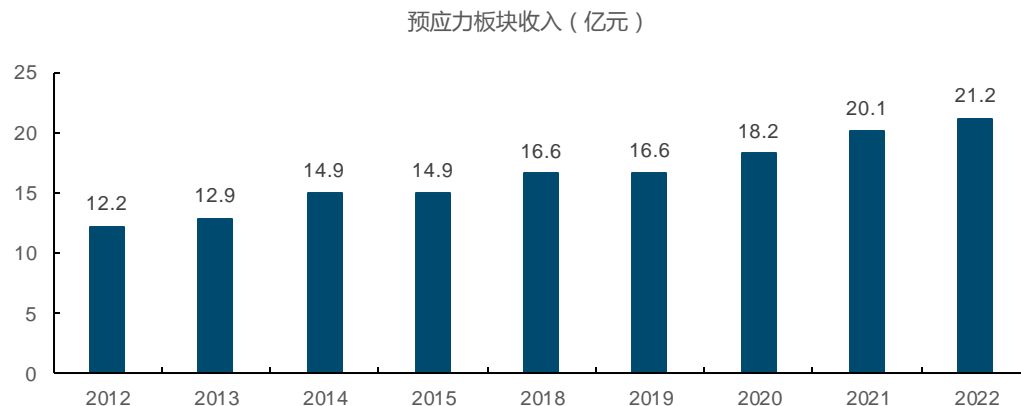
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

1.2.1 预应力机械收入呈现弱周期性，近十年稳定增长

预应力机械：子公司欧维姆专注预应力机械产品多年，近十年收入连续稳定增长，从2012年的12.2亿元提升至22年的21.2亿元，期间GAGR达5.7%，穿越周期成长。

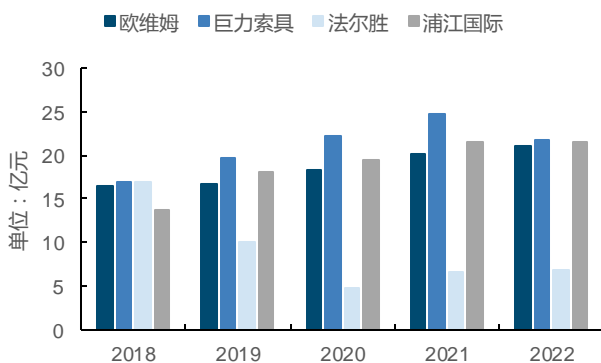
图表4：欧维姆近十年收入稳定增长



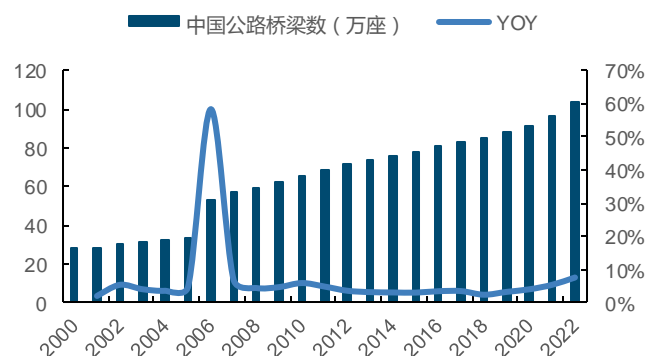
来源：Wind，国金证券研究所

公路桥梁替换需求将进一步支撑公司业绩稳定增长。欧维姆主营拉索、锚具等预应力产品，主要应用领域为桥梁建设等基础设施建设领域。根据《公路缆索结构体系桥梁养护技术规范》，桥梁斜缆索寿命为20年，疲劳损伤、锈蚀等问题会降低缆索可靠性，一般15-20年开始逐步更换。由交通部数据显示，2006年我国公路桥梁达新建小高峰，这批新桥缆索在21-26年将引领一波替换需求，子公司欧维姆作为预应力行业头部厂商，或将直接受益。

图表5：公司在预应力行业规模处于头部



图表6：中国公路桥梁稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

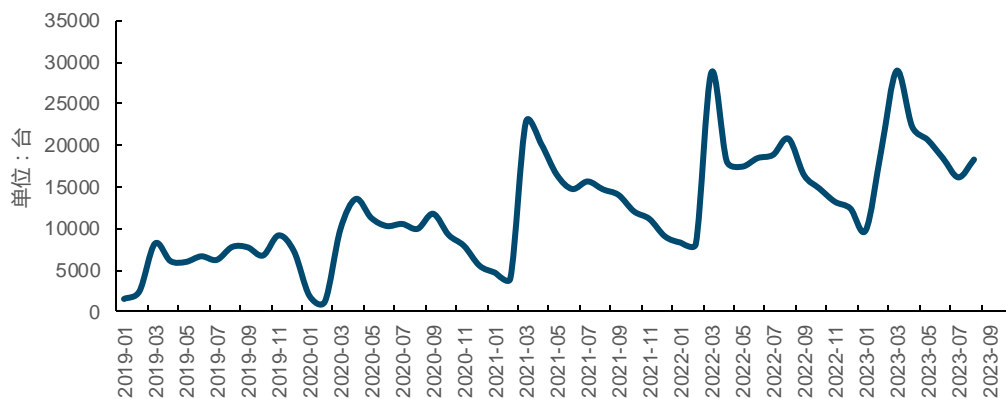
来源：Wind，交通部，国金证券研究所



1.2.2 高机：渗透率提升空间大，近两年收入连续翻倍增长

近几年中国升降工作平台销量呈现上升趋势，由 2019 年 1 月的 1578 台提升至 2023 年 8 月的 18315 台。

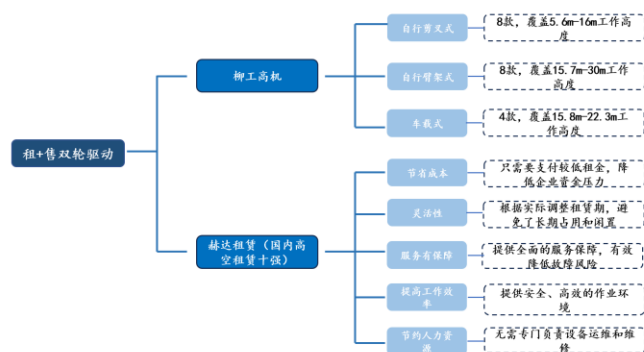
图表7：近几年中国高机销量呈现稳步上升趋势



来源：Wind，国金证券研究所

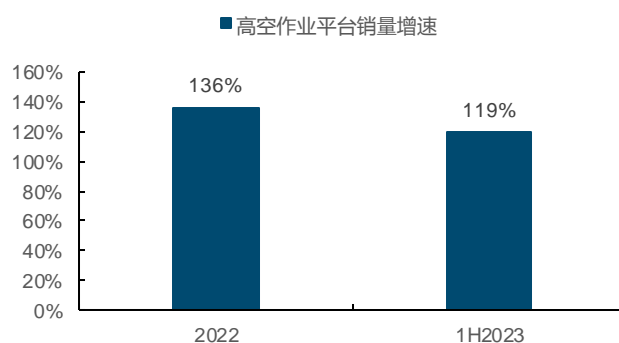
收购赫达设备租赁，形成租+售平台，双轮驱动高机业务高速增长，22、1H23 高机销量增速保持 100%以上。公司于 2020 年收购赫达租赁，为国内前十的高机租赁商，自此公司形成租+售垂直产业链，充分发挥产品与租赁优势，高机销量维持高速增长，22 年、1H23 销量增速超 100%。

图表8：租+售平台双轮驱动



来源：柳工高机官方公众号，国金证券研究所

图表9：高机销量增速维持 100%以上



来源：公司公告，国金证券研究所

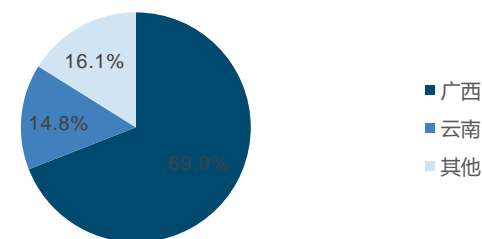
1.2.3 农机：甘蔗收获机市场占有率第一，大型拖拉机持续突破

公司为甘蔗收获机龙头企业，市场占有率达 50%。广西、云南是我国甘蔗主要产地，2021 年产量占比分别达 69.0%、14.8%，根据各省农机购置补贴公示数据，公司在广西和云南两地的甘蔗收获机市场占有率达 50%，是当之无愧的行业龙头。



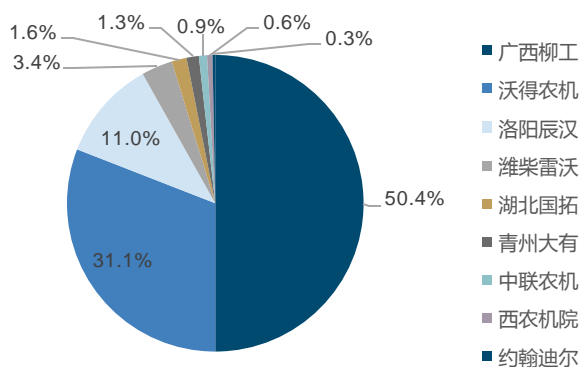
图表10：广西、云南为主要的甘蔗出产地

2021年甘蔗产量占全国总量份额



来源：Wind，国金证券研究所

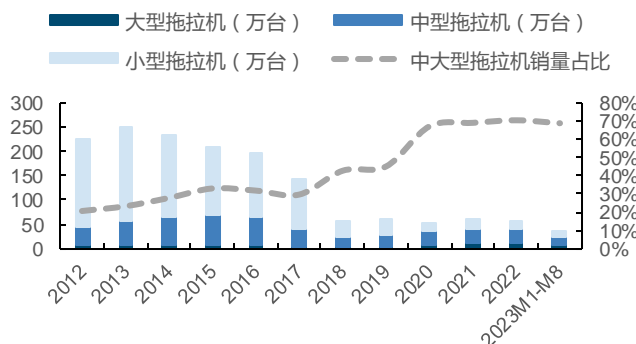
图表11：22 年公司在广西&云南甘蔗收获机市占率达 50%



来源：各省份农机购置补贴公示网，国金证券研究所

装载机与拖拉机结构类似，公司核心零部件能力赋能，拖拉机动力覆盖 80-350HP（中大型）。公司是国内第一台装载机生产商，是国内在装载机行业沉淀时间最长的公司，由于装载机与拖拉机在发动机、变速箱、驱动桥、传动轴布置结构类似，公司顺势通过核心零部件优势拓展到拖拉机领域，新品 350 马力混动拖拉机零部件自制率达 95%，打破海外垄断。

图表12：我国拖拉机中大型化趋势显著



来源：Wind，国金证券研究所 注：2018 总产量降低系我国拖拉机产品结构调整

图表13：公司大型拖拉机马力提升至 350HP

类型	国标分类	柳工产品
大型拖拉机	大于 100HP	180HP、200HP、240HP、350HP
中型拖拉机	25-100HP	80HP、90HP
小型拖拉机	小于 25HP	-

来源：公司官网，农机 360，国金证券研究所

1.3 内部考核改革：发布股权激励，注重盈利能力

迎合国企改革之风，股权激励注重盈利指标。公司股权激励在 ROE 和利润总额方面对做出了要求，2024-26 年 ROE 分别为 6.0%、6.5%、7.0%，利润增长相对 2022 年不低于 20%、35%、50%，看好公司未来盈利能力维持较高水平。

图表14：公司股权激励在盈利方面做出要求

对应考核年度	业绩考核目标		解除限售比例
	ROE	利润总额	
2024 年	高于 6.0%	相对 2022 年增长不低于 20% (9.5 亿元)	40%
2025 年	高于 6.5%	相对 2022 年增长不低于 35% (10.7 亿元)	30%
2026 年	高于 7.0%	相对 2022 年增长不低于 50% (11.9 亿元)	30%

来源：公司公告，国金证券研究所

2. 国企改革成效显著，“新柳工”再起航

2.1 改革成效显著，财务表现趋势向好

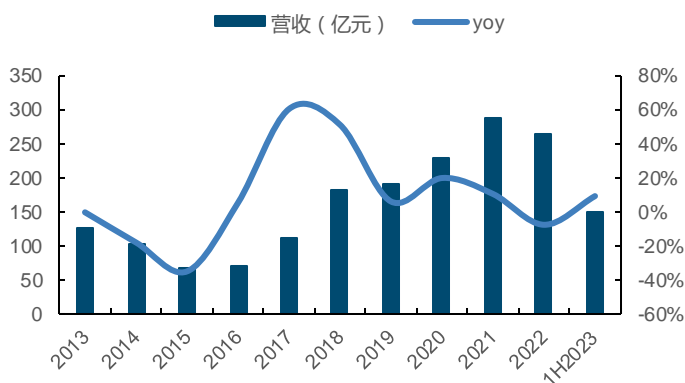
混改+整体上市后，无论从纵向还是横向角度来看，营收规模都明显改善。

- 纵向：公司自 21 年吸收柳工有限后，整体营收规模有所提升，营收规模从 2020 年 230.0 亿元提升至 21 年的 287 亿元。



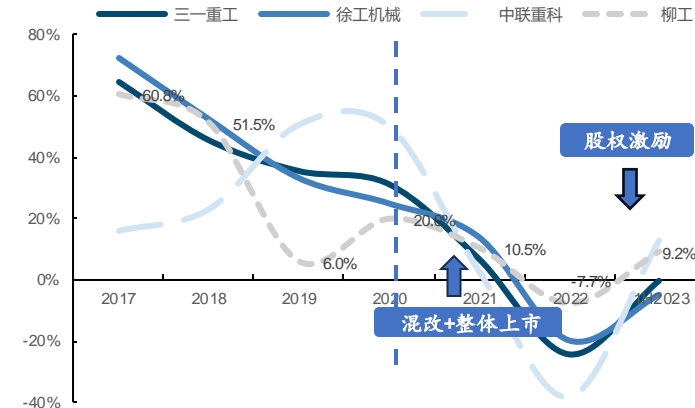
- **横向：**对比三一、徐工等国内头部厂商，公司表现优秀。在 21 年改革之前，公司在行业上行期的营收增速表现逊于同业可比公司，但是 2021 年开始，虽然受到行业下行影响，但公司收入降幅低于可比公司，1H2023 增速高于三一、徐工，表现较为优秀。

图表15：混改+重组后柳工抗周期下行能力有所展现



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

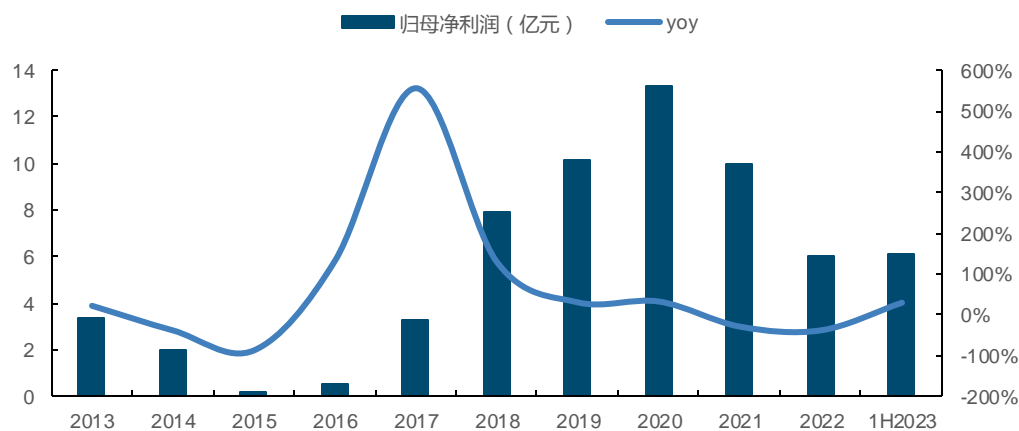
图表16：改革后公司收入增速表现亮眼



来源：ifind，公司公告，国金证券研究所

对比上一轮工程机械下行期（2013-2016 年），本轮下行期，凭借海外市场发力、多产品布局，公司展现了更强抗周期行，1H23 公司归母净利润增速达 28.1%，表现优于历史下行期。

图表17：公司 1H23 归母净利润增速达 28.1%

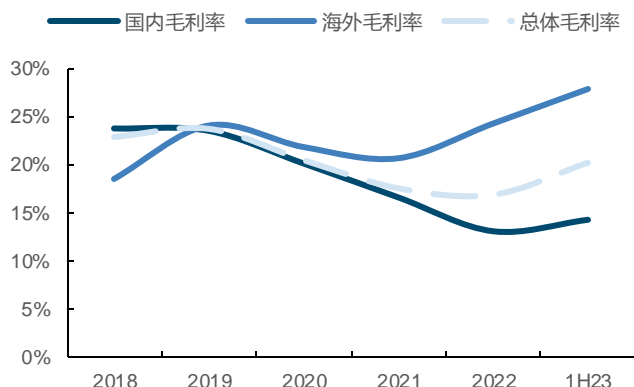


来源：Wind，国金证券研究所

盈利能力：改革后大力培育海外业务，带动整体毛利率持续修复。公司改革后，经营层面也发生明显改变，加大海外业务投入，海外收入占比从 20 年 14.7% 提升至 1H23 的 44.6%，使得高毛利的海外业务带动整体毛利率提升，从低点 16.8% 提升至 1H23 的 20.1%。

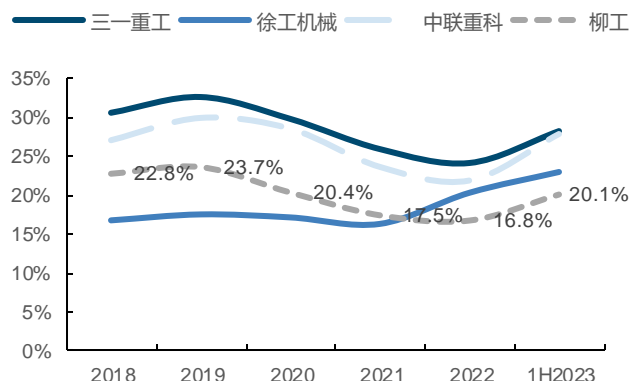


图表18: 高毛利的海外业务带动整体毛利率开始上行



来源: Wind, 国金证券研究所

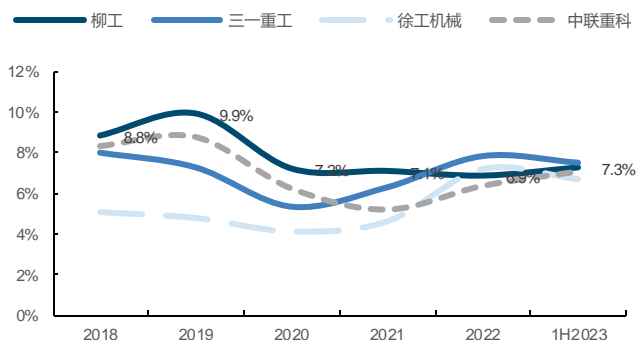
图表19: 公司近两年毛利率开始向头部靠近



来源: Wind, 国金证券研究所

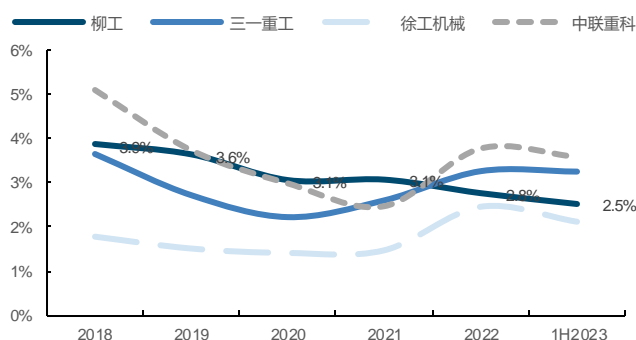
公司费用管控良好,费率处于行业较低水平。2018-1H23 期间,公司销售费用率从高点 9.9% 降至 7.3%,管理费用率从 3.9% 降至 2.5%,位于行业较低水平。

图表20: 公司销售费用率从 9.9% 下行至 7.3%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 公司管理费用率位于行业较低水平

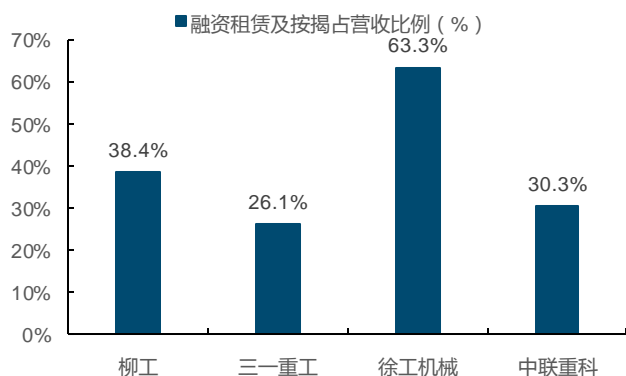


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2 计提较为谨慎, 抗风险能力较强

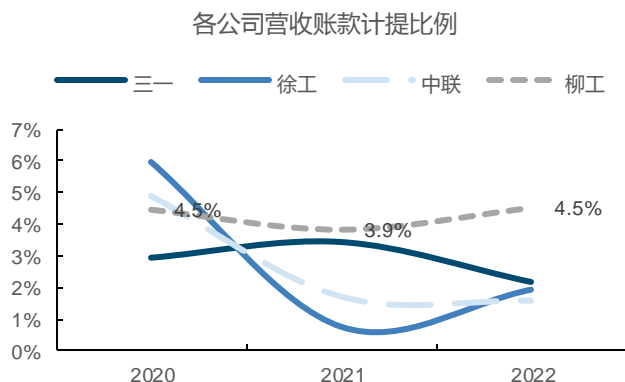
公司应收账款近三年维持在近 4%-4.5%, 对比竞争对手, 公司应收账款计提较充分, 抗风险能力较强。由于工程机械单价高, 所以工程机械销售中信用销售占比多高于 30%, 企业在下游开工不足时, 会面临一定信用风险。公司对应收账款计提在行业内较为谨慎, 我们认为在未来经营过程中, 公司的经营风险是相对较小的。

图表22: 工程机械融资租赁及按揭占比多高于 30%



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表23: 柳工近三年应收账款计提较为充分



来源: 各公司公告, 国金证券研究所



2.3 发行可转债，提前布局产能

公司在行业下行周期，前瞻布局产能。根据公司可转债募集说明书数据，公司本次募投30亿元，转股价为7.87元/股，分别扩充挖掘机、装载机、液压件产能1.8万台、3万台、15万个/年。

图表24：公司2023年可转债募投进行产能扩张、研发投入

	项目名称	项目投资金额（万元）	募投金额（万元）	产能规划/简介
1	柳工挖掘机智慧工厂项目	163794	140000	集中打造挖掘机智慧工厂，建成后产能挖掘机1.8万台/年
2	柳工装载机智能化改造项目	130000	70000	产能规划装载机3万台/年
3	中源液压业务新工厂规划建设项目	47200	24000	产能规划工程机械液压附件15万个/年
4	工程机械前沿技术研发与应用项目	24433	20000	提升研发能力
5	补充流动资金	46000	46000	补充流动资金

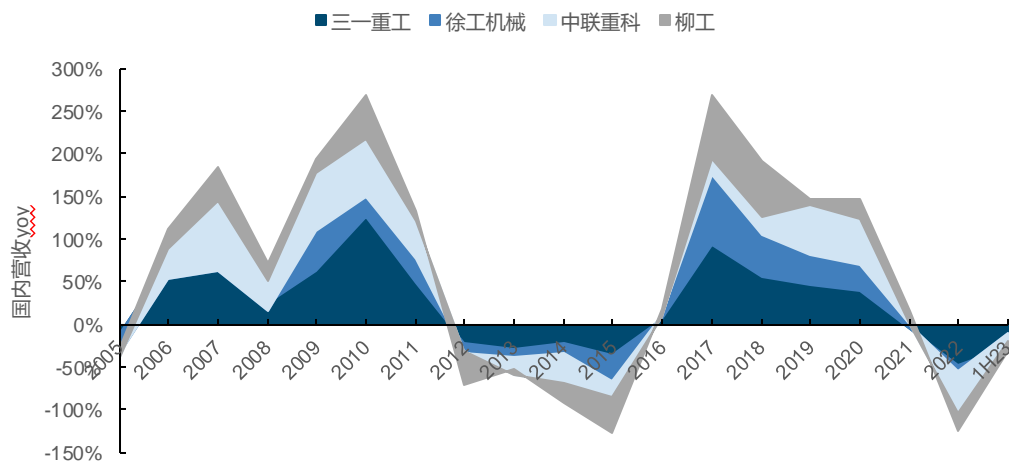
来源：公司公告，国金证券研究所

3.国内：周期筑底企稳，公司核心产品市占率位列头部，有望周期上行

3.1 国内工程机械行业处于下行周期

复盘：通过复盘近20年国内头部工程机械厂商营收增速数据，工程机械行业存在显著的周期性，目前处于国内工程机械行业的下行周期中。

图表25：国内工程机械行业周期性显著



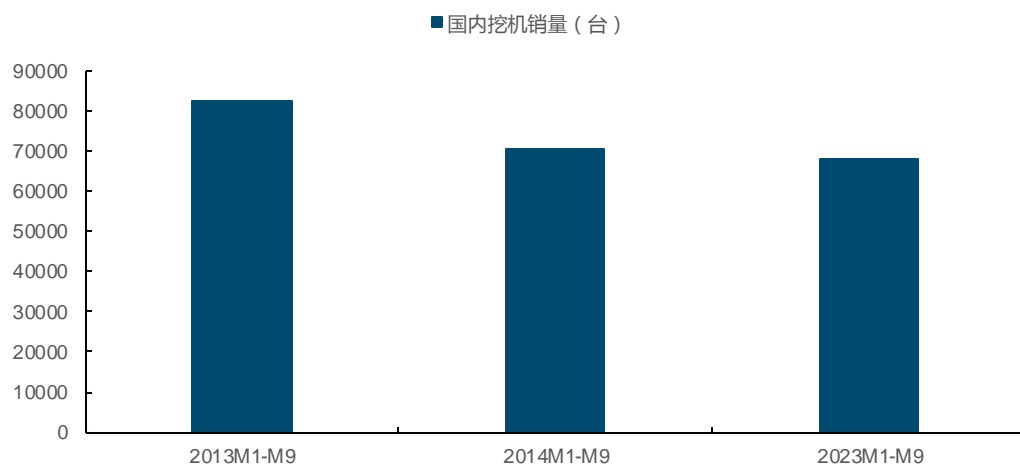
来源：Wind，国金证券研究所

3.2 短期销量出现筑底信号，2024年替换需求将引领新一轮挖机上行周期

销量接近冰点：目前国内挖机销量已经接近冰点，M1-M9累计销量基本为上一轮下行周期较低水平（2013、2014年）。



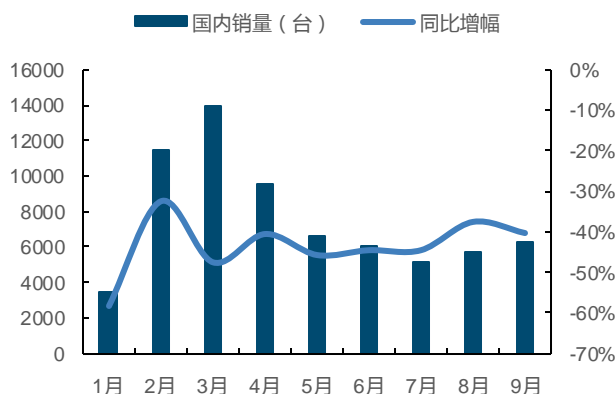
图表26: 23M1-M9 国内挖机销量已经低于 2013、14 年同期销量水平



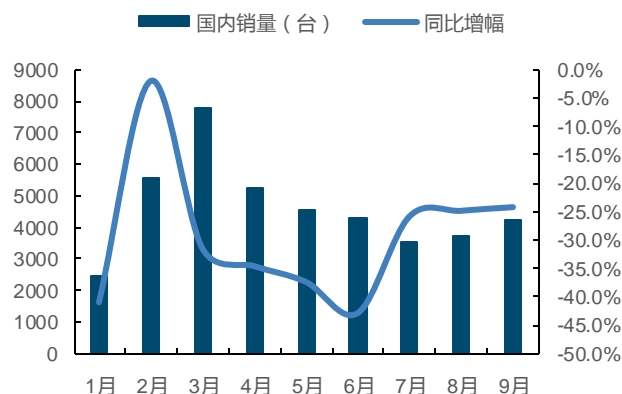
来源: Wind, 工程机械工业协会, 国金证券研究所

挖机销量仍在筑底, 装载机月度销量数据回暖。挖机 9 月国内销量同比降幅为-40.5%, 仍处于筑底过程中。装载机 7-9 月 (-25%) 销量同比降幅相对 3-6 月 (-30%~-40%) 降幅缩窄, 出现一定回暖信号。

图表27: 挖机国内市场仍在筑底



图表28: 装载机 7-9 月销量降幅相对 3-6 月降幅缩窄



来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所 注: 销量为 23 年数据

来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所 注: 销量为 23 年数据

复盘历史挖掘机销量数据, 预计新一轮挖机上行周期有望在 24 年开启

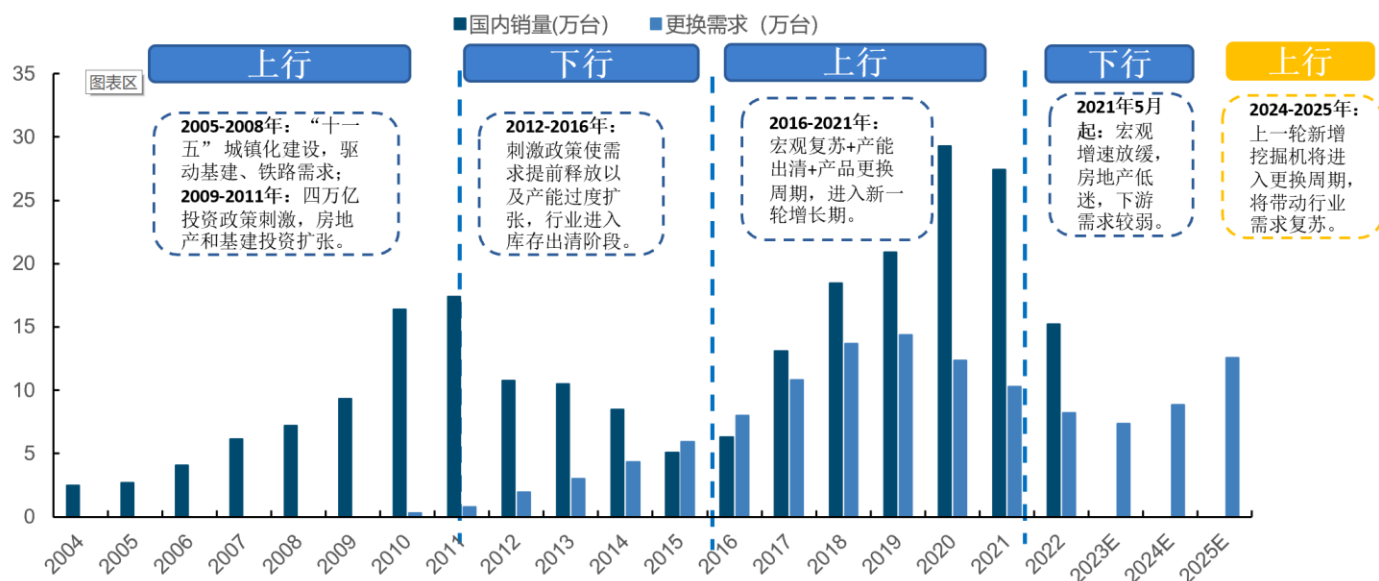
- 2005-2008 年: 国家“十一五”进一步推进城镇化建设, 基建、铁路进入投资周期, 城市公共交通、水利等投资年均增长 30% 左右。2009-2011 年: 四万亿投资政策驱动, 基建和房地产投资扩张, 挖掘机销量开始从 2008 年经济危机中走出, 开始维持 23 个月正增长。
- 2012-2016 年: 刺激政策提前释放了下游需求, 同时带来了产能的过度扩张和信用扩张, 行业进入库存出清阶段。
- 2016-2021 年: 行业竞争加剧, 盲目入行产能出清, 叠加宏观复苏和产品更换周期到达, 进入新一轮增长期。
- 2021 年 5 月至今: 宏观增速放缓、房地产、基建等下游需求相对低迷, 行业连续 14 个月负增长。

2023-2025 年: 24 年将进入上一轮新增挖掘机的更换周期, 行业复苏渐行渐近。

测算逻辑: 工程机械工况复杂、磨损大, 挖机的更换周期为 5-8 年, 假设挖机寿命为 8 年, 第 6 年开始更换, 第六到第十年的更换比例为 10%/20%/40%/20%/10%, 并进行加权计算测算出 23-25 年挖机的更换需求为 7.3/8.8/12.6 万台, 进入新一轮更换周期。



图表29：挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计2024年开始新一轮上行



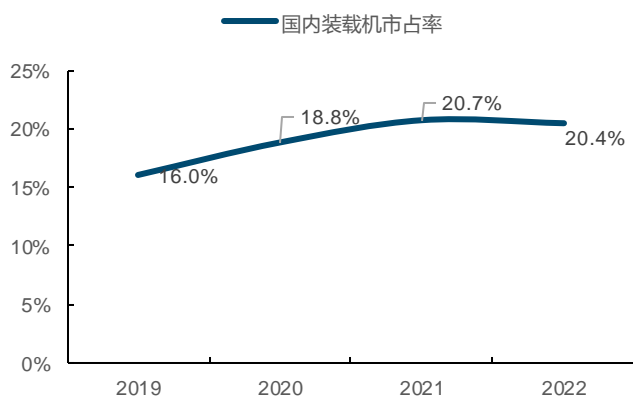
来源：公司公告，Wind，中国工程机械工业协会，国金证券研究所 注：2015-16年测算的更新需求大于实际需求，主要系2009-2011的超需求销售量，导致部分产品没有使用就进入二手市场，所以设备更新会相应延迟，预计2017-2018才逐步出清。

3.3 公司装载机市占率第一，挖机市占率迅速提升

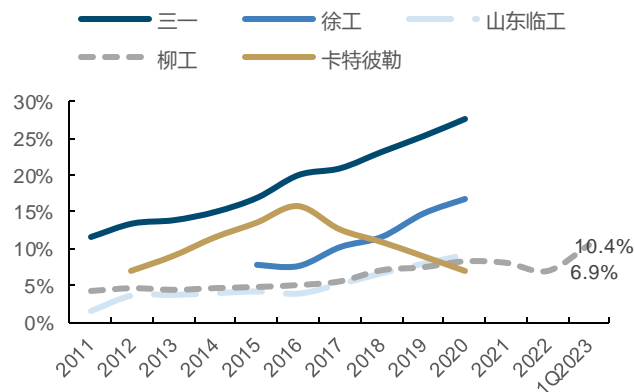
装载机：根据公司信用评级报告及工程机械协会数据，公司近两年装载机市占率国内第一，通过我们测算，2022年公司国内市占率为20.4%，预计将是装载机市场上行期最大受益者之一。

挖掘机：随着改革后战略调整，挖掘机产品显露峥嵘，根据公司23年信用评级报告测算，公司挖掘机市占率从22年的6.9%提升至1Q23的10.4%。

图表30：公司连续两年市占率排名国内第一



图表31：公司挖掘机市占率从6.9%提升至10.4%



来源：公司公告，前瞻研究院，工程机械工业协会，国金证券研究所 注：2019年为前瞻研究院数据，20-22年为通过公司披露销量、单价数据结合行业国内销量测算

来源：公司公告，工程机械工业协会，公司信用评级报告，国金证券研究所 注：11-20年市占率为工程机械协会披露数据，21-23Q1通过公司披露销量、价格测算

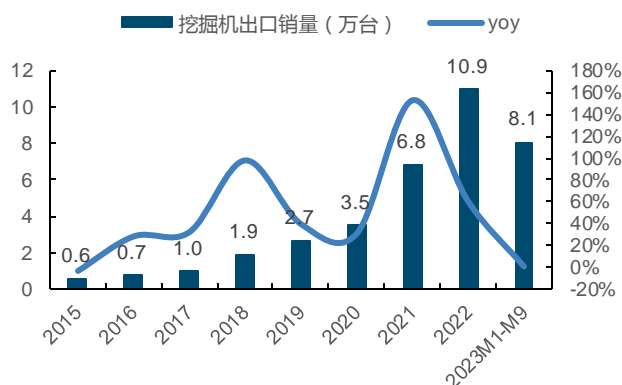
4. 海外：需求高景气，公司出口斩获颇丰

4.1 国产出海蔚然成风，挖机、装载机出口占比持续提升

经过多年发展，我国国产工程机械产品由于性价比、产品质量优势，开始在海外打开市场，挖掘机出口占比从2020年10.6%提升至23年M1-M9的54.3%，对应23年M1-M9出口销量8.1万台，同比增速降低系22年出口基数较大，我们认为，受下游多领域需求支撑，未来挖机出口能保持在较高水平。

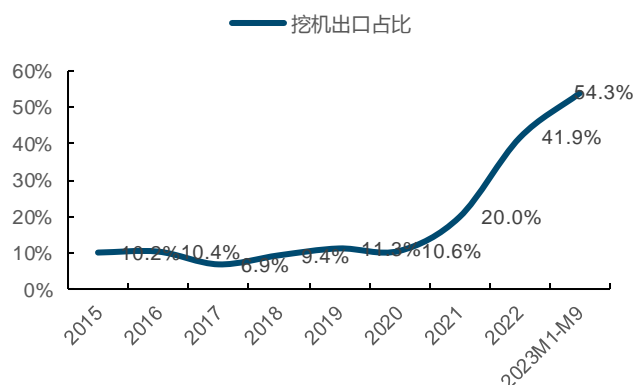


图表32: 国内挖掘机行业端出口销量节节攀升



来源: Wind, 工程机械工业协会, 国金证券研究所

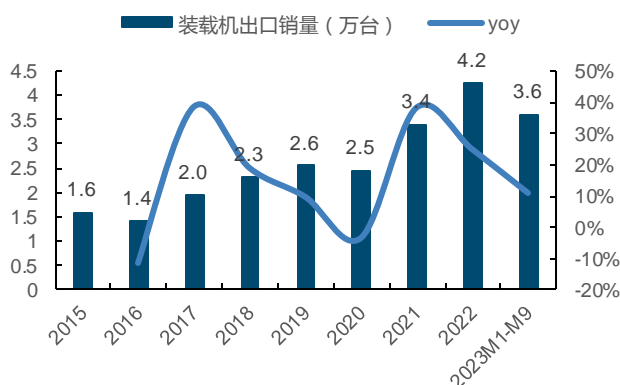
图表33: 挖掘机出口占比提升至 54.3%



来源: Wind, 工程机械工业协会, 国金证券研究所

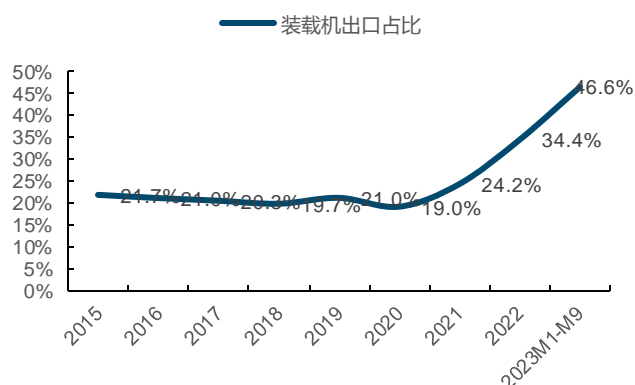
装载机出口占比迅速提升。装载机行业出口占比从 2020 年的 19.0% 提升至 23 年 M1-M9 的 46.6%，期间提升 27.6pcts，海外市场已经成为国产厂商的另一大增长极。

图表34: 装载机行业端出口销量维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 装载机出口占比提升至 46.6%

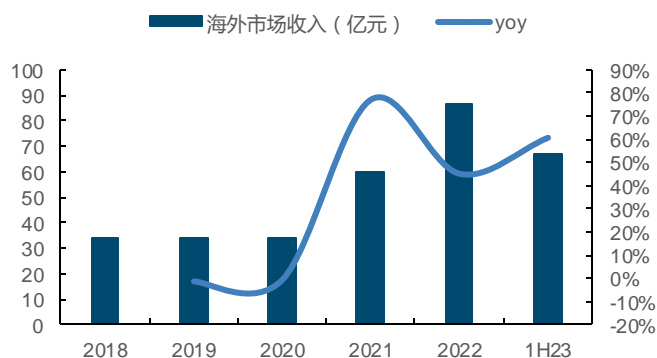


来源: Wind, 工程机械工业协会, 国金证券研究所

4.2 顺出口东风, 公司海外表现亮眼

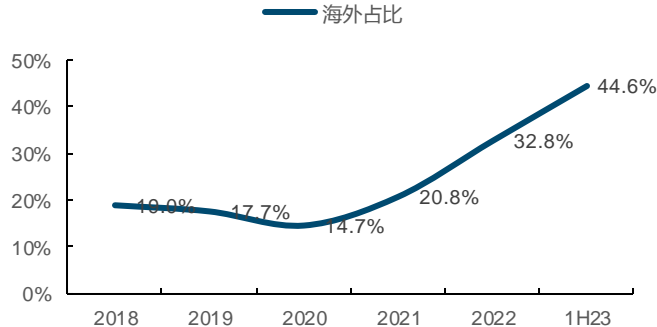
顺国产出海之风, 公司海外收入、占比提升。1H23 公司海外收入达 67 亿元, 同比+60.7%; 占比从低点 14.7% 提升至 44.6%, 表现亮眼, 出口已经开始成为公司的另一大增长点。

图表36: 1H23 公司海外收入增速再创新高, 达 60.7%



来源: 公司公告, 国金证券研究所 注: 21 年海外收入增长系吸收合并柳工有限所致, 实际增长率为-1.4%

图表37: 1H23 公司海外收入占比达 44.6%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

分产品: 根据公司 9 月 5 日投资者关系活动记录表, 在土石方机械中, 1H23 装载机、挖

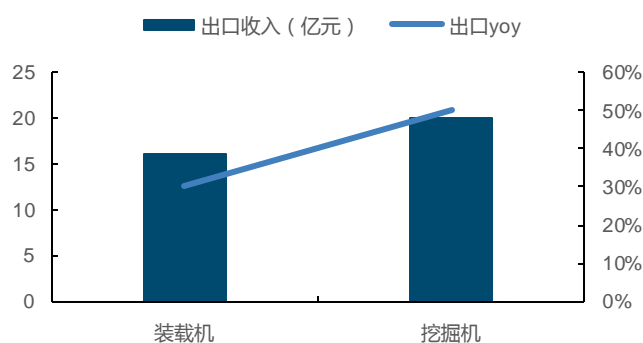


掘机出口额约 16、20 亿元，增速约为 30%、50%；非土石方机械由其体量相对较小，增速较高约为 80%。

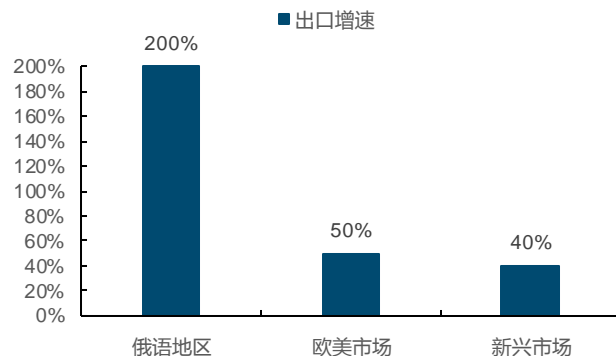
分地区：根据公司 9 月 5 日投资者关系活动记录表，公司在海外多地区表现优秀，其中俄语区增速较快，出口收入增速约 200%；其次，传统老牌地区欧美增速达 50%；新兴市场增速达 30-50%。

图表38：1H23 公司挖掘机出口达 20 亿元，同比约+50%

图表39：公司俄语地区出口增速约 200%



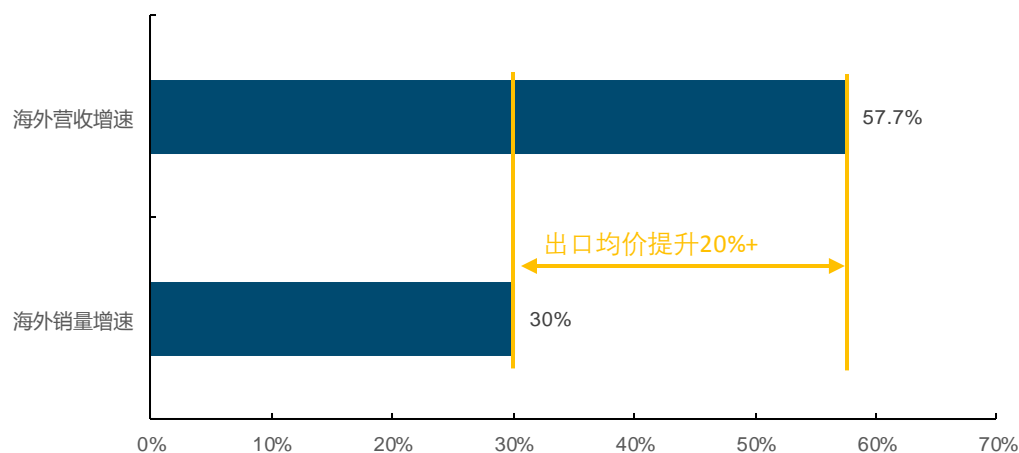
来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

海外产品结构改善，表现为出口均价提升 20%。根据公司公告，1H23 海外销量增长 30%，营收增长 57.7%，即出口均价提升超 20%。主要系海外产品结构优化，大型化产品销售增长。

图表40：海外产品结构改善，表现为公司出口均价提升超 20%



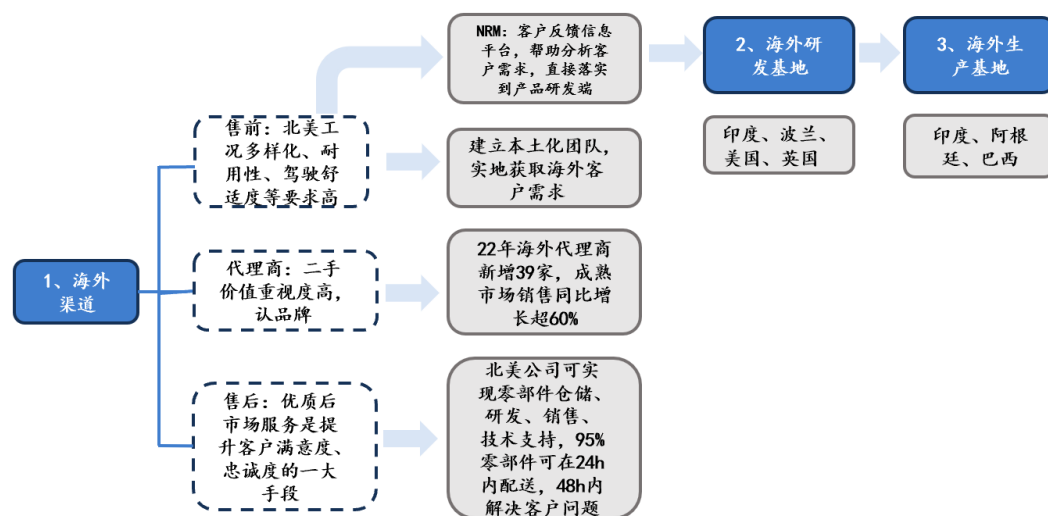
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所 注：数据为 1H23 期间

4.3 海外本土化建设，市占率持续提升

海外各区域布局本土化渠道、研发基地、工厂，三位一体形成海外业务核心竞争力。1) 公司售前的本土化团队直接对接客户，结合 NRM 平台反馈客户第一手信息，进行本土化研发、本土化生产，抹平海内外产业链之间的摩擦以及提升了产品的迭代速度，提供更适配当地使用工况的产品。2) 代理商：海外客户重视代理商推广与产品二手价值(品牌效应)，公司 22 年海外代理商新增 39 家，在成熟市场销售同比+60%。



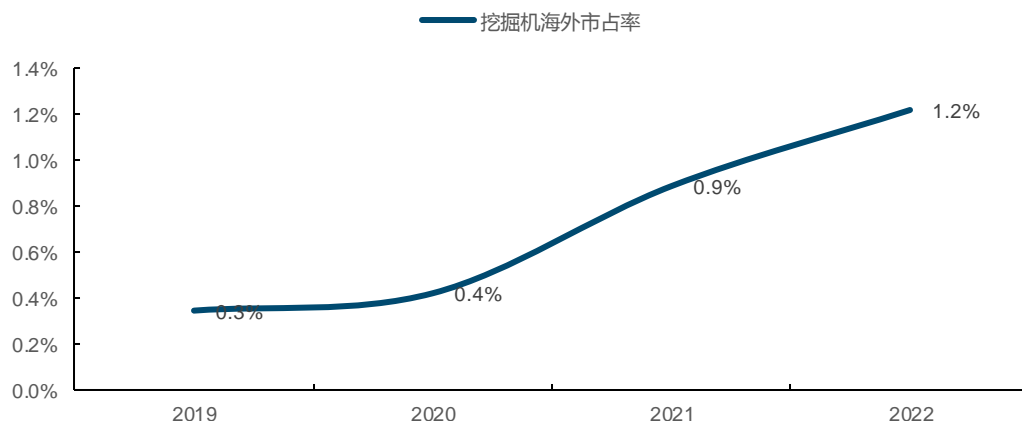
图表41：海外渠道+工厂+研发基地构建海外核心竞争力



来源：公司公告，国金证券研究所

海外市占率快速提升，依靠“三位一体”本土化布局有望进一步扩张市场份额。以挖掘机为例，公司海外市占率提升较快，海外市占率从2019年0.3%提升至22年的1.2%，未来有望通过持续不断的海外本土化建设进一步扩张市场份额。

图表42：公司挖机海外市占率持续提升



来源：The business research，公司公告，中国工程机械协会，国金证券研究所注：市占率通过销售规模估算

5. 盈利预测与投资建议

我们预计 23-25 年公司的营业收入为 294.2/337.9/396.7 亿元、归母净利润为 10.2/14.4/19.5 亿元，对应 EPS 为 0.52/0.74/1.00 元。

5.1 盈利预测

1、装载机械：

- 营收：1) 国内：公司装载机市占率 22 年为国内第一，预计未来装载机格局保持稳定，公司市占率缓慢提升，23-25 年国内市占率为 20.7%/21.2%/21.4%，随着大型化推进，单价缓升，预计 23-25 年内销收入为 34.4/35.9/42.4 亿元；2) 海外：根据公司 23 年半年报显示，公司装载机出口同比约+30%，表现优于行业整体水平，预计 23-25 年出口销量行业占比为 19.9%/20.4%/20.9%，并且考虑到外需紧平衡叠加产品大型化，23-25 年单价为 35/36/36.5 万元/台，预计 23-25 年外销收入为 35.5/42.9/51.4 亿元。
- 毛利率：根据公司半年报数据，1H23 土方机械毛利率达 23.5%，随着工程机械进入上行周期&海外收入占比提升，预计装载机毛利率有望回暖，预计 23-25 年装载机板块毛利率为 22.8%/23.5%/23.8%。



2、挖掘机机械：

- 营收：1) 国内：挖掘机与地产、基建周期相关性较高，当前行业仍然处于下行周期中，我们认为 23 年公司土方机械在国内市场收入小幅下滑，2024 年国内开启新一轮更换周期；公司 1Q23 市占率提升至 10.4%，随着国内渠道持续改革，市占率有望继续提升，预计 23-25 市占率为 10.0%/10.7%/11.4%。我们预计挖机内销收入 23-25 年为 34.6/38.3/47.5 亿元；2) 海外：公司挖掘机海外市场出口顺利，在高基数情况下，23H1 公司挖机出口同比约+50%，我们看好公司挖掘机海外收入持续提升，预计 23-25 年外销收入为 42.2/53.9/66.2 亿元。
- 毛利率：根据公司半年报数据，1H23 土方机械毛利率达 23.5%，随着 2024 年国内挖机替换周期到来以及海外需求维持高位，预计 23-25 年挖掘机毛利率为 19.4%/20.0%/20.5%。

3、其他工程机械及零部件：

- 营收：公司该板块业务包括农机、高机等高速增长业务，其中高机 22 年、1H23 销量增速达 136%、119%，根据前文分析，农业机械化、高机普及率提升仍有空间，看好上述两个板块保持增长态势；同时工程机械零部件业务属于工程机械整机上游，将随着国内周期筑底回升。预计 23-25 年该板块收入为 90.6/104.2/119.9 亿元，同比 +15.0%/+15.0%/+15.0%。
- 毛利率：根据公司半年报数据，1H23 该业务毛利率为 12.5%，随着周期回暖，预计 23-25 年该板块毛利率保持在 13.0%。

4、预应力机械：

- 营收：通过复盘欧维姆近十年营收，预应力业务保持稳定增长，周期性较弱，随着新一轮桥梁缆索替换周期到来，将带来一定增量，预计 23-25 年预应力板块收入为 21.8/22.9/24.1 亿元，同比+5.0%/+5.0%/+5.0%。
- 毛利率：根据公司半年报数据，1H23 该业务毛利率为 23.2%，预应力需求稳定，替换需求支撑下，预计 23-25 年毛利率保持在 23.5%。


图表43：公司营业收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18084.8	19177.3	23002.6	28700.7	26479.7	29415.5	33792.7	39666.4
yoy		6.0%	19.9%	24.8%	-7.7%	11.1%	14.9%	17.4%
毛利润（百万元）	4125.2	4537.3	4692.5	5014.0	4448.6	5640.9	6600.2	7866.9
毛利率	22.8%	23.7%	20.4%	17.5%	16.8%	19.2%	19.5%	19.8%
土方铲运机械								
营业收入（百万元）	13083.9	13619.24	16279.4	17151.34	15557.98	17139.8	19945.4	24027.9
yoy		4.1%	19.5%	5.4%	-9.3%	10.2%	16.4%	20.5%
毛利率	20.5%	21.1%	18.8%	16.6%	17.8%	21.3%	22.0%	22.4%
装载机								
收入（百万元）		5319.4	6501.0	7444.6	7028.0	6985.0	7882.2	9380.4
yoy			22.2%	14.5%	-5.6%	-0.6%	7.0%	10.0%
毛利率		17.0%	19.7%	17.6%	19.4%	22.8%	23.5%	23.8%
挖掘机械								
收入（百万元）		6615.1	8475.3	8147.2	6464.2	7675.9	9212.4	11369.1
yoy			28.1%	-3.9%	-20.7%	18.7%	20.0%	23.4%
毛利率		24.3%	20.8%	15.3%	15.4%	19.4%	20.0%	20.5%
其他土方机械								
收入（百万元）		1684.7	1303.1	1559.5	2065.7	2478.9	2850.7	3278.3
yoy			-22.7%	19.7%	32.5%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率				18.2%	20.2%	23.0%	24.0%	25.0%
其他工程机械及零部件								
收入（百万元）				9015.5	7881.3	9063.4	10423.0	11986.4
yoy					-12.6%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率				16.0%	11.6%	13.0%	13.0%	13.0%
预应力机械								
收入（百万元）				2013.4	2079.3	2183.2	2292.4	2407.0
yoy					3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率				22.6%	20.6%	23.5%	23.5%	23.5%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率预测：23 年公司大力开展海外业务，进行海外渠道建设，预计销售费用、管理费用有所增长，但随着公司海外业务顺利拓展、工程机械在 24-25 年进入新一轮上行周期，我们预计 24-25 年公司的销售费率有望持续压缩，预计 23-25 年销售费率为 7.7%/7.1%/6.9%、管理费率为 2.7%/2.7%/2.7%。

5.2 投资建议：

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 10.22/14.42/19.48 亿元，对应 PE 分别为 12/9/6 倍。我们选取三一重工、徐工机械、中联重科作为可比公司。参考可比公司估值，考虑到公司挖掘机市占率在行业下行期还能迅速提升，竞争力较强，给予公司 2023 年 15 倍 PE，合理估值为 153.3 亿元、对应股价 7.86 元，首次覆盖给予“买入”评级。



图表44：可比公司估值

股票名称	股价（元）	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
三一重工	14.24	1.43	0.51	0.73	0.98	1.26	16.09	31.41	19.54	14.58	11.27
中联重科	6.43	0.76	0.27	0.42	0.55	0.69	9.92	20.47	15.35	11.79	9.33
徐工机械	5.68	0.71	0.36	0.53	0.67	0.85	8.36	13.91	10.76	8.48	6.65
平均		0.96	0.38	0.56	0.73	1.06	11.46	21.93	15.22	11.62	9.09
柳工	6.34	0.67	0.31	0.52	0.74	1.00	9.40	20.68	12.10	8.59	6.35

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为 2023.11.05

6.风险提示

- 6.1 下游房地产、基建复苏不及预期。公司核心主业与房地产、基建等投资相关性较高，若下游房地产、基建投资不及预期，会对公司业绩产生不利影响。
- 6.2 海外市场竞争环境恶劣风险。公司近两年在海外市场增速较高，海外市场面临政治风险、汇率风险，若海外贸易环境恶化，可能对公司业务产生不利影响。
- 6.3 原材料上涨风险。公司原材料为钢材等大宗商品，若原材料大幅上涨，可能影响公司盈利水平。
- 6.4 汇率波动风险。1H23 公司海外收入占比超 40%，若汇率大幅波动，可能对公司业绩产生不利影响。
- 6.5 限售股解禁风险。公司于 2023 年 3 月解禁 45424.2 万股，限售股解禁后具有交易风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	23,003	28,701	26,480	29,416	33,793	39,666
增长率	24.8%	-7.7%	11.1%	14.9%	17.4%	
主营业务成本	-18,310	-23,686	-22,031	-23,775	-27,192	-31,799
%销售收入	79.6%	82.5%	83.2%	80.8%	80.5%	80.2%
毛利	4,692	5,015	4,449	5,641	6,600	7,867
%销售收入	20.4%	17.5%	16.8%	19.2%	19.5%	19.8%
营业税金及附加	-115	-127	-128	-159	-182	-198
%销售收入	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-1,662	-2,040	-1,821	-2,265	-2,399	-2,737
%销售收入	7.2%	7.1%	6.9%	7.7%	7.1%	6.9%
管理费用	-705	-881	-733	-794	-912	-1,071
%销售收入	3.1%	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-520	-649	-747	-971	-1,081	-1,269
%销售收入	2.3%	2.3%	2.8%	3.3%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	1,691	1,318	1,021	1,452	2,025	2,591
%销售收入	7.4%	4.6%	3.9%	4.9%	6.0%	6.5%
财务费用	-256	-109	-75	-85	-134	-135
%销售收入	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-313	-410	-567	-616	-583	-536
公允价值变动收益	1	0	0	35	0	0
投资收益	152	179	80	32	20	20
%税前利润	9.5%	14.3%	10.1%	2.5%	1.1%	0.8%
营业利润	1,570	1,233	768	1,279	1,787	2,400
营业利润率	6.8%	4.3%	2.9%	4.3%	5.3%	6.1%
营业外收支	33	23	22	20	20	20
税前利润	1,602	1,256	790	1,299	1,807	2,420
利润率	7.0%	4.4%	3.0%	4.4%	5.3%	6.1%
所得税	-257	-238	-143	-236	-327	-433
所得税率	16.0%	19.0%	18.1%	18.2%	18.1%	17.9%
净利润	1,345	1,018	647	1,062	1,480	1,987
少数股东损益	14	22	48	40	40	40
归属于母公司的净利润	1,331	995	599	1,022	1,440	1,947
净利率	5.8%	3.5%	2.3%	3.5%	4.3%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,345	1,018	647	1,062	1,480	1,987
少数股东损益	14	22	48	40	40	40
非现金支出	692	940	1,203	1,274	1,356	1,424
非经营收益	-54	-33	-41	157	305	330
营运资金变动	25	-1,078	-850	-1,238	-564	-402
经营活动现金净流	2,008	846	959	1,255	2,577	3,340
资本开支	-301	-872	-612	-1,503	-1,685	-1,685
投资	30	-164	-86	0	0	0
其他	41	150	219	32	20	20
投资活动现金净流	-230	-886	-478	-1,471	-1,665	-1,665
股权募资	4	3	89	0	0	0
债权募资	-742	-1,187	389	2,767	958	814
其他	-141	-1,482	-22	-673	-921	-1,149
筹资活动现金净流	-878	-2,666	456	2,094	38	-335
现金净流量	857	-2,731	937	1,877	950	1,340

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,253	6,407	7,235	9,091	10,025	11,354
应收款项	5,282	7,458	9,150	9,926	10,448	10,926
存货	7,071	9,043	7,988	8,315	9,178	10,455
其他流动资产	5,473	5,806	5,130	5,070	5,150	5,249
流动资产	24,080	28,713	29,502	32,401	34,801	37,983
%总资产	70.8%	71.0%	69.8%	70.1%	70.2%	71.0%
长期投资	4,844	4,301	4,177	4,197	4,197	4,197
固定资产	3,341	4,972	5,712	6,597	7,372	8,035
%总资产	9.8%	12.3%	13.5%	14.3%	14.9%	15.0%
无形资产	1,077	1,499	1,742	1,899	2,042	2,180
非流动资产	9,931	11,721	12,756	13,829	14,740	15,537
%总资产	29.2%	29.0%	30.2%	29.9%	29.8%	29.0%
资产总计	34,011	40,433	42,258	46,230	49,541	53,520
短期借款	8,936	6,023	7,337	7,527	8,486	9,300
应付款项	9,834	11,900	12,222	12,827	13,988	15,543
其他流动负债	1,133	1,016	1,928	1,804	1,984	2,232
流动负债	19,903	18,939	21,488	22,157	24,458	27,075
长期贷款	156	2,641	1,560	1,160	1,160	1,160
其他长期负债	2,038	2,711	2,035	5,084	5,191	5,344
负债	22,098	24,291	25,083	28,402	30,809	33,580
普通股股东权益	11,457	15,380	15,747	16,361	17,225	18,393
其中：股本	1,476	1,475	1,951	1,951	1,951	1,951
未分配利润	5,999	6,559	6,799	7,412	8,276	9,444
少数股东权益	456	762	1,427	1,467	1,507	1,547
负债股东权益合计	34,011	40,433	42,258	46,230	49,541	53,520

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.902	0.675	0.307	0.524	0.738	0.998
每股净资产	7.762	10.426	8.055	8.385	8.828	9.426
每股经营现金净流	1.360	0.574	0.490	0.643	1.321	1.712
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.210	0.295	0.399
回报率						
净资产收益率	11.62%	6.47%	3.81%	6.25%	8.36%	10.59%
总资产收益率	3.91%	2.46%	1.42%	2.21%	2.91%	3.64%
投入资本收益率	6.68%	4.26%	3.19%	4.01%	5.26%	6.35%
增长率						
主营业务收入增长率	19.95%	24.77%	-7.74%	11.09%	14.88%	17.38%
EBIT 增长率	22.97%	-22.05%	-22.54%	42.24%	39.43%	27.99%
净利润增长率	30.87%	-25.24%	-39.79%	70.57%	40.87%	35.21%
总资产增长率	13.89%	18.88%	4.51%	9.40%	7.16%	8.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.2	69.4	95.4	110.0	105.0	95.0
存货周转天数	125.9	124.2	141.1	130.0	127.0	125.0
应付账款周转天数	87.1	80.4	91.9	93.0	88.0	83.0
固定资产周转天数	48.7	54.7	67.6	65.8	60.4	53.1
偿债能力						
净负债/股东权益	25.15%	15.37%	9.87%	14.66%	14.08%	10.65%
EBIT 利息保障倍数	6.6	12.1	13.6	17.1	15.1	19.2
资产负债率	64.97%	60.08%	59.36%	61.44%	62.19%	62.74%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究