

工程机械行业拐点来临下的首选

——柳工（000528.SZ）首次覆盖报告

机械设备/专用设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

看好公司的核心逻辑在于预计工程机械的拐点将至及公司自身的利润弹性。

- ◆ 工业企业利润出现向上拐点印证复苏即将到来，后续看好通用设备与专用设备行情：目前企业端从去库周期进入到补库周期，制造业 PMI（新订单-产成品库存）指数出现反弹，工业企业月度利于 23 年 8 月出现向上拐点。
- ◆ 工程机械国内需求出现边际改善：目前国内挖掘机销售已经实现连续两个月环比 10% 的增长，销售数据实现一定程度修复。根据保有量数据测算理论上每月挖掘机因存量替换产生的需求为 8 千台，而 2023 年 9 月挖掘机销量仅为 6263 台，从数据来看表明挖掘机销量已经见底。
- ◆ 工程机械出口端具备增长潜力：一带一路下工程机械出口将打开新的成长空间，中国的工程机械公司充分受益于中国对于俄罗斯、中东地区、南美地区等一带一路多个国家以及地区的基建输出。
- ◆ 主机厂利润率今年出现较强改善：工程机械上市公司实现营收 1932.4 亿元，同比增长 11.8%，归母净利润 157.9 亿元，同比增长 20.74%。2023 年上半年原材料以及海运费价格下降，导致主机厂利润率回升明显，预计全年利润增速快于收入增速仍有持续性。

公司看点：品类延伸带来的市占率提升以及规模效应下的毛利率提升。

- ◆ 市占率持续提升验证竞争力：2022 年柳工在国内地区的市占率为 3.28%，较 2021 年增长 0.07pct，较 2013 年增长 1.2pct，柳工的国内市占率整体呈现提升趋势，显示出柳工较强的核心竞争力。
- ◆ 股权激励激发公司活力：根据股权激励目标测算，预计 24-26 年公司利润总额将不低于 9.5 亿元、10.7 亿元、11.9 亿元，股权激励保证业绩下限提供安全边际，同时在股权激励驱动下，管理层有较强动力进行降本增效。
- ◆ 对标卡特彼勒，柳工具备较大成长空间：行业规模效应较为明显，卡特彼勒毛利率与净利率伴随着收入规模增长而呈现提升趋势，对标卡特彼勒 2022 年收入规模为 594.27 亿美元，归母净利率为 11.28%，而柳工 2022 年收入为 264.8 亿元，归母净利率仅为 2.26%，故预计柳工仍有较大提升空间。

投资建议：我们预计公司 22-25 年净利润复合增速为 35%。预计 23 与 24 年市盈率分别为 11.39 倍与 9.92 倍。我们给予 2023 年柳工 PE 为 15 倍，目标价格 8.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：毛利率下滑风险，行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	28,700.7	26,479.7	27,946.3	31,969.0	38,243.6
增长率（%）	24.77%	-7.74%	5.54%	14.39%	19.63%
归母净利润（百万元）	995.3	599.3	1,062.0	1,219.9	1,470.8
增长率（%）	-25.24%	-39.79%	77.20%	14.86%	20.57%
净资产收益率（%）	6.47%	3.81%	6.44%	7.05%	8.04%
每股收益（元）	0.51	0.31	0.54	0.63	0.75
PE	12.16	20.00	11.39	9.92	8.22
PB	0.59	0.77	0.73	0.70	0.66

资料来源：同花顺 iFind、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 11 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

尤少炜

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660123030009

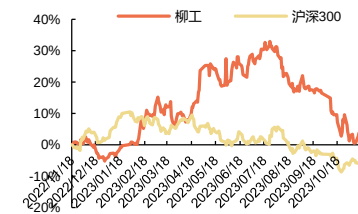
电子邮箱：youshaowei@shqsec.com

交易数据

时间 2023.11.18

总市值/流通市值（亿元）	124/90
总股本（亿股）	19.51
资产负债率	60.08%
每股净资产（元）	10.43
收盘价（元）	6.36
一年内最低价/最高价（元）	5.75/8.25

公司股价表现走势图



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

内容目录

1. 当前时点宜布局工程机械板块.....	4
1.1 看好通用设备与专用设备行情	4
1.2 工程机械国内需求出现边际改善	5
1.3 工程机械出口端具备增长潜力	8
1.4 主机厂利润率今年出现较强改善	10
2. 柳工核心投资逻辑	12
2.1 市占率持续提升验证竞争力	12
2.2 股权激励激发公司活力	15
2.3 对标卡特彼勒，柳工具备较大成长空间	17
2.4 同行业公司比较	19
3. 财务分析	21
3.1 公司营业收入重新恢复增长	21
3.2 毛利率稳中有升	22
3.3 费用端基本稳定	23
3.4 归母净利率有望持续增长	23
4. 盈利预测和投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资建议	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：规模以上工业企业利润月度数据出现拐点	4
图 2：通用设备指数、专用设备指数与 PMI 数据对比情况	5
图 3：工程机械行业分类	5
图 4：挖掘机月度销量情况	6
图 5：挖掘机月度内销情况	6
图 6：房地产新开工面积出现企稳	7
图 7：2013—2022 年我国工程机械进出口贸易额	8
图 8：挖掘机外销占比持续提升	9
图 9：一带一路经济走廊	10
图 10：对一带一路共建国家非金融类直接投资金额	10
图 11：2022 年 1-11 月我国对外承包工程行业分布	10
图 12：工程机械行业经营数据（单位：亿元）	11
图 13：工程机械企业整体收入、毛利率与净利率情况	11
图 14：国际钢铁价格指数	11
图 15：波罗的海集装箱运价指数：中国/东亚-北美西海岸	11
图 16：柳工国内市占率测算	12
图 17：柳工股权结构	15
图 18：柳工组织架构	16
图 19：卡特彼勒营业收入	17
图 20：卡特彼勒归母净利	18
图 21：卡特彼勒毛利率与归母净利率情况	18
图 22：卡特彼勒业务分地区收入占比	19

图 23: 柳工与可比公司营业收入对比 (单位: 亿元)	19
图 24: 柳工与可比公司毛利率对比	20
图 25: 柳工与可比公司净利率对比	20
图 26: 柳工与可比公司资产负债率对比	21
图 27: 柳工与可比公司资产周转率对比	21
图 28: 柳工与可比公司流动比率对比	21
图 29: 柳工与可比公司速动比率对比	21
图 30: 柳工收入情况	22
图 31: 柳工各产品收入结构占比	22
图 32: 柳工毛利率情况	23
图 33: 柳工费用率情况	23
图 34: 柳工归母净利润	24
图 35: 柳工归母净利率情况	24
表 1: 国内挖掘机市场保有量估计值及变化情况	6
表 2: 2023 年万亿特别国债重点应用方面	8
表 3: 工程机械使用金额占全社会固定资产投资额占比情况	8
表 4: 柳工主要产品以及用途情况	12
表 5: 柳工各项业务收入以及毛利率情况	14
表 6: 柳工 2023 年股权激励计划限制性股票行权安排	16
表 7: 柳工股权激励分配情况	17
表 8: 2022 年四家企业收入结构对比	20
表 9: 柳工各项业务收入以及毛利润预测	25
表 10: 柳工可比公司估值表	25
表 11: 公司盈利预测表	27

1. 当前时点宜布局工程机械板块

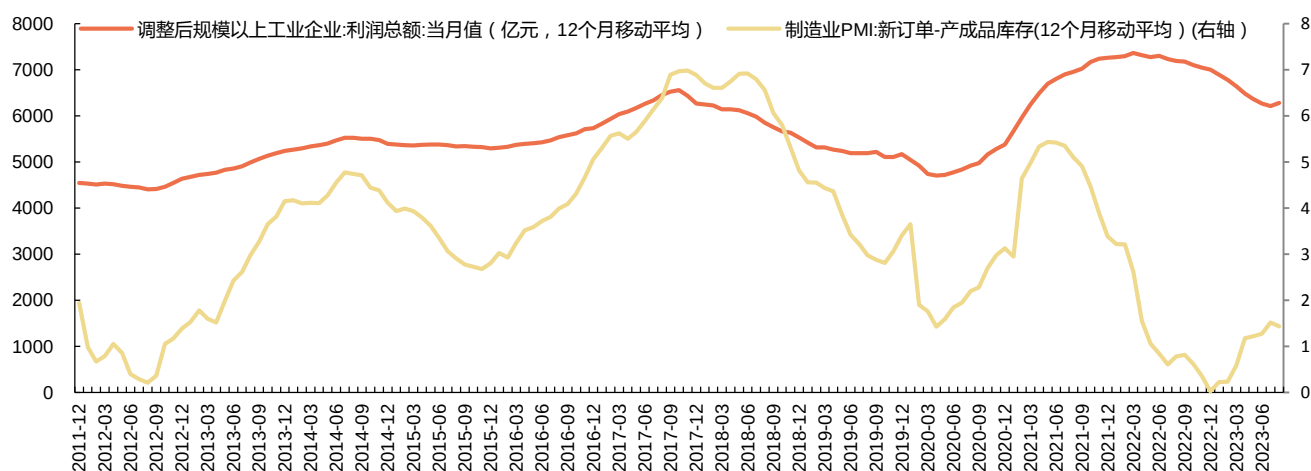
1.1 看好通用设备与专用设备行情

工业企业利润出现向上拐点印证复苏即将到来，后续看好通用设备与专用设备行情：

目前企业端从去库周期进入到补库周期：从国家统计局披露的数据来看，制造业 PMI 指数与工业企业月度利润有较大相关性。我们选取 PMI 指数中的新订单与产成品库存进行测算，将 PMI 新订单指数减去 PMI 产成品库存指数得到制造业 PMI（新订单-产成品库存）指数，代表当前企业端订单与库存的历史相对强弱情况，当该指数处于较高水平，说明企业端在手订单情况较好，库存相对较低，反之订单情况较差，库存水平相对较高。当该指数升高，说明企业端整体处于补库周期，反之属于去库周期。目前该指标从历史极低水平缓慢上行，说明伴随着经济修复，目前企业端已经进入到补库周期。

工业企业利润拐点已现，看好通用设备与专用设备板块行情：我们选取工业企业月度利润数据（为剔除掉季度影响，我们取 12 个月移动平均）进行分析，从数据来看，工业企业利润于 23 年 8 月出现向上拐点，印证了我国经济复苏周期即将到来，同时结合制造业 PMI（新订单-产成品库存）指数从底部区间反弹来看，我们认为当前我国经济正在从去库周期进入到补库周期，从逻辑来看当企业新订单数据出现好转才能修复企业端利润，继而当企业端利润实现修复，企业才有意愿向机械设备公司下订单购置设备扩大生产，故在当前从去库周期到补库周期的时间节点，我们更加看好通用设备与专用设备行情。

图1：规模以上工业企业利润月度数据出现拐点

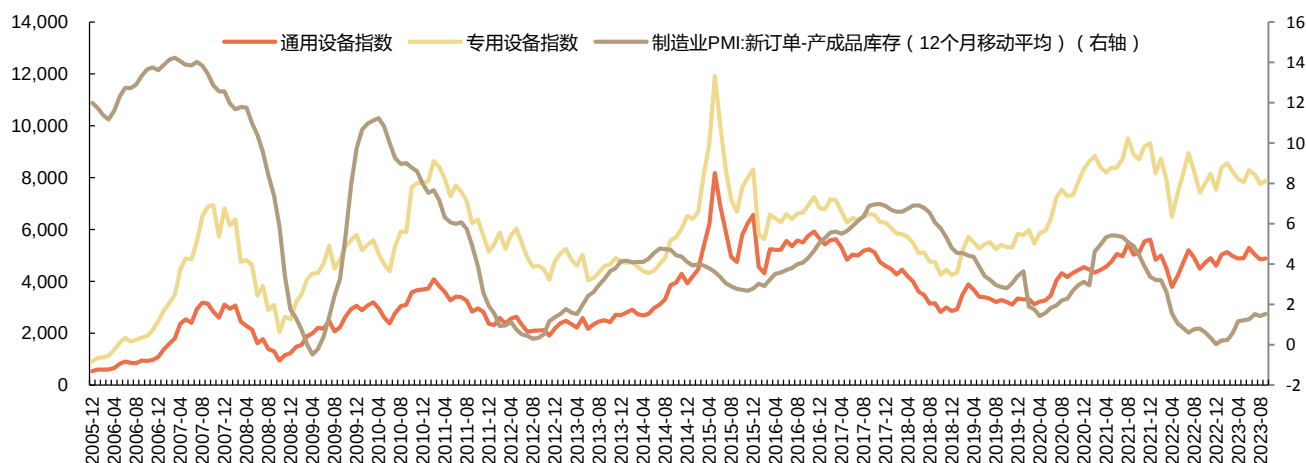


资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，申港证券研究所

从历史来看当制造业 PMI（新订单-产成品库存）指数从底部回升的阶段，此时通用设备与专用设备指数往往有较好表现，例如 09 年下半年、12 年-13 年、20 年-21 年，同时该 PMI 指标往往会先于指数见顶，例如 10 年年中、14 年年中与 21 年年中，可作为离场信号。

- ◆ 通用设备：机床、刀具、机器人、激光、零部件及基础件等。
- ◆ 专用设备：工程机械、锂电设备、光伏设备、轨交设备、油服等。

图2：通用设备指数、专用设备指数与 PMI 数据对比情况

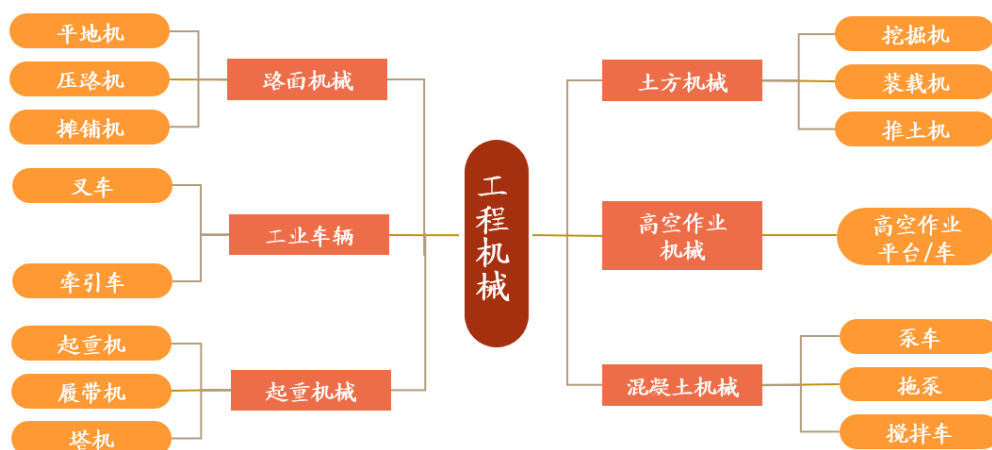


资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，申港证券研究所

1.2 工程机械国内需求出现边际改善

工程机械包含土方机械、高空作业机械、混凝土机械、路面机械等多种机械，根据月度销售数据来看，目前工程机械国内需求出现边际改善，我们以工程机械中影响最大的土方机械挖掘机销量情况为例进行分析。（因为在施工过程中挖掘机最先进场施工，其他机械诸如混凝土搅拌机、起重机等随后进场，故挖掘机销量是工程机械中比较重要的前瞻指标）

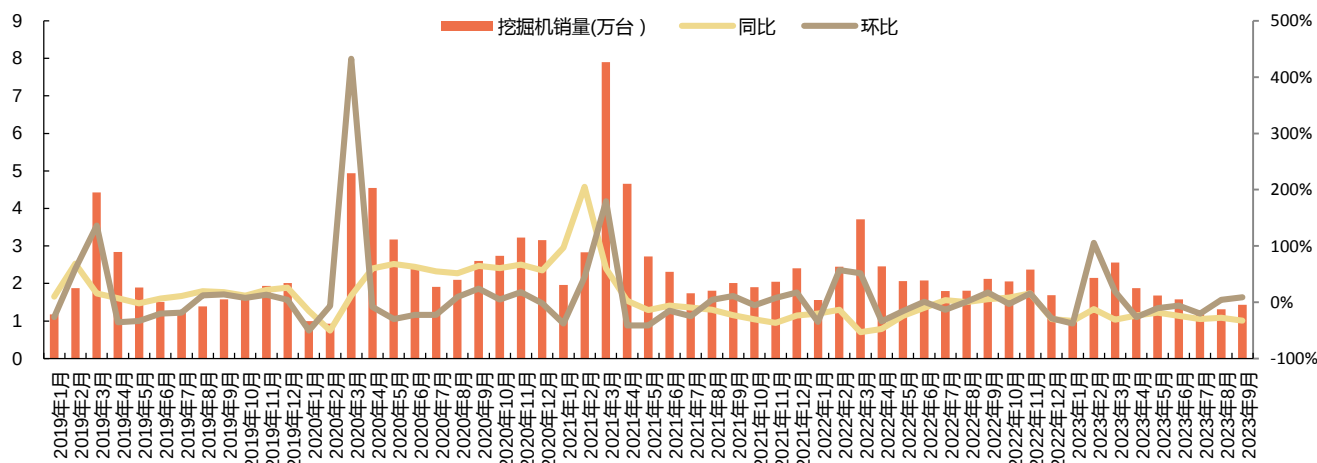
图3：工程机械行业分类



资料来源：《2023 年中国工程机械行业现状及趋势分析》，华经产业研究院，申港证券研究所

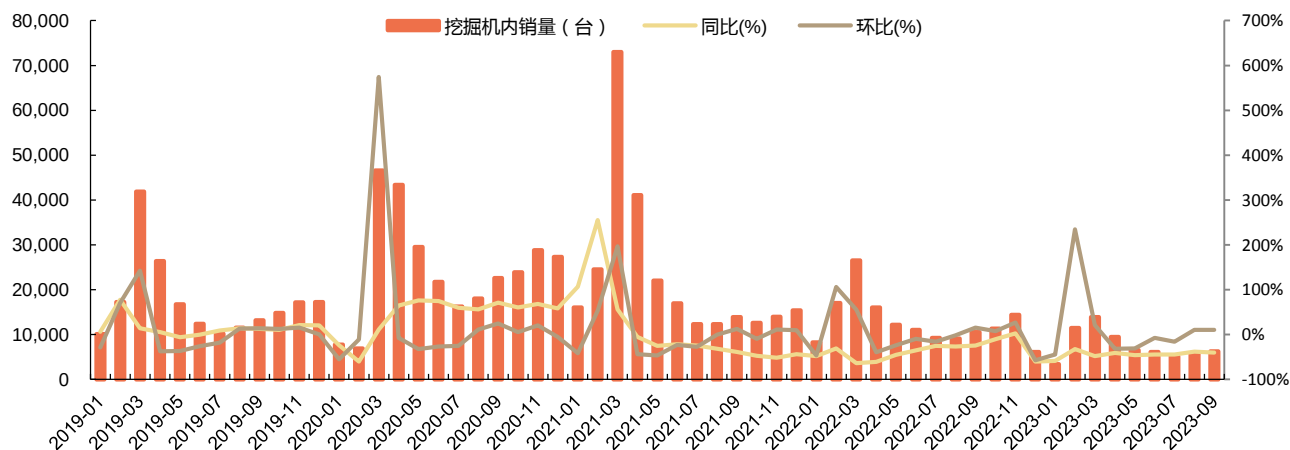
挖掘机月度数据出现环比修复：从数据来看，2023 年 9 月国内销售各类挖掘机 14283 台，同比下降 32.6%，其中内销 6263 台，同比下降 40.5%，环比增长 10.48%。2023 年 1-9 月，共销售挖掘机 148812 台，同比下降 25.7%；其中内销 68075 台，同比下降 43.3%。从数据来看，2023 年 7-9 月挖掘机国内销量数据分别为 5112 台、5669 台、6263 台，目前国内挖掘机销售已经实现连续两个月份环比 10% 的增长，销售数据实现一定程度修复。

图4: 挖掘机月度销量情况



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图5: 挖掘机月度内销情况



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

根据保有量数据测算，目前挖掘机销量已经见底。

根据《中国工程机械工业年鉴 2023》披露数据，根据挖掘机分会统计数据和估算方法，截至 2022 年年底，国内挖掘机 6 年保有量为 152.5 万台，8 年保有量为 168.7 万台，10 年保有量为 193.4 万台。按十年保有量数据测算当前我国挖掘机保有量为 193.4 万台，按照每年 5% 的存量替换比例（对应工程机械使用寿命为 20 年），故理论上每年挖掘机因存量替换产生的需求量为 9.67 万台，对应每个月的销量为 8 千台，而 2023 年 9 月挖掘机内销量仅为 6263 台，已低于因存量替换所产生的需求量，故我们认为挖掘机内销下行空间已然不大，当前挖机内销已基本见底。

表1: 国内挖掘机市场保有量估计值及变化情况

产品类型	6 年保有量		8 年保有量		10 年保有量	
	销量 (万台)	同比增长 (%)	销量 (万台)	同比增长 (%)	销量 (万台)	同比增长 (%)
大型挖掘机	21.8	7.4	23.8	3.5	27.4	-2.9
中型挖掘机	40.1	5.1	44	0.1	51.8	-5.4

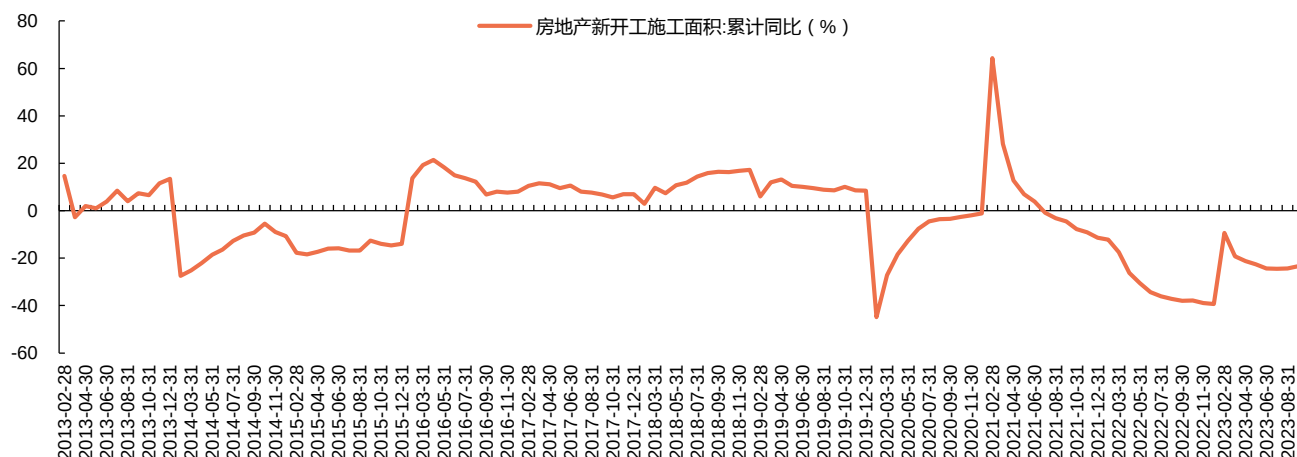
产品类型	6 年保有量		8 年保有量		10 年保有量	
	销量 (万台)	同比增长 (%)	销量 (万台)	同比增长 (%)	销量 (万台)	同比增长 (%)
小型挖掘机	90.7	6.7	100.9	4.3	114.1	2.5
合集	152.5	6.4	168.7	3.1	193.4	-0.5

资料来源:《中国工程机械工业年鉴 2023》, 中国工程机械工业协会挖掘机械分会, 申港证券研究所

9 月房地产新开工面积企稳, 与挖掘机月度数据好转相互呼应。

根据国家统计局数据显示, 我国 2023 年 9 月新开工面积 8232 万平方米, 环比增长 18.9%, 同比虽然仍下降 15%, 但降幅较 8 月份收窄 8 个百分点, 也是继 1-2 月份之后, 降幅再度缩小至 15% 以内。地产施工热度稍有好转, 1-9 月房地产新开工面积累计同比下滑 23.4%, 较 1-8 月份降幅收窄 1pct。由于挖掘机在地产新开工的进场顺序靠前, 所以当挖掘机内销数据好转, 也预示其他工程机械内销数据也将出现恢复。

图6: 房地产新开工面积出现企稳



资料来源: 国家统计局, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

万亿国债发行以及财政赤字率提升标志今年四季度财政政策将发力, 有利于提升固定资产投资额, 工程机械行业将有望收益。

据新华社讯, 2023 年 10 月 24 日, 十四届全国人大常委会第六次会议表决通过决议, 中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 10000 亿元, 此次增发的国债作为特别国债管理, 将全部通过转移支付方式安排给地方, 今年拟安排使用 5000 亿元, 结转明年使用 5000 亿元。同时, 财政赤字也相应增加。2023 年全国财政赤字由 38800 亿元提高至 48800 亿元, 中央财政赤字由 31600 亿元增加到 41600 亿元, 预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。财政政策发力将有利于提升我国固定资产投资额以及增加建设性支出, 尤其是此次特别国债还是以灾后恢复重建、防洪工程建设为主, 将大大提升对于工程机械使用量, 而从历史来看, 工程机械使用金额占全社会固定资产投资额比例在 1% 左右, 故预计工程机械行业将充分收益于财政政策发力。

表2：2023 年万亿特别国债重点应用方面

序号	项目
1	灾后恢复重建
2	重点防洪治理工程
3	自然灾害应急能力提升工程
4	其他重点防洪工程
5	灌溉建设改造和重点水土流失治理工程
6	城市排水防涝能力提升行动
7	重点自然灾害综合防治体系建设工程
8	东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设

资料来源：《透视我国增发 2023 年国债 1 万亿元的深意》，新华社，申港证券研究所

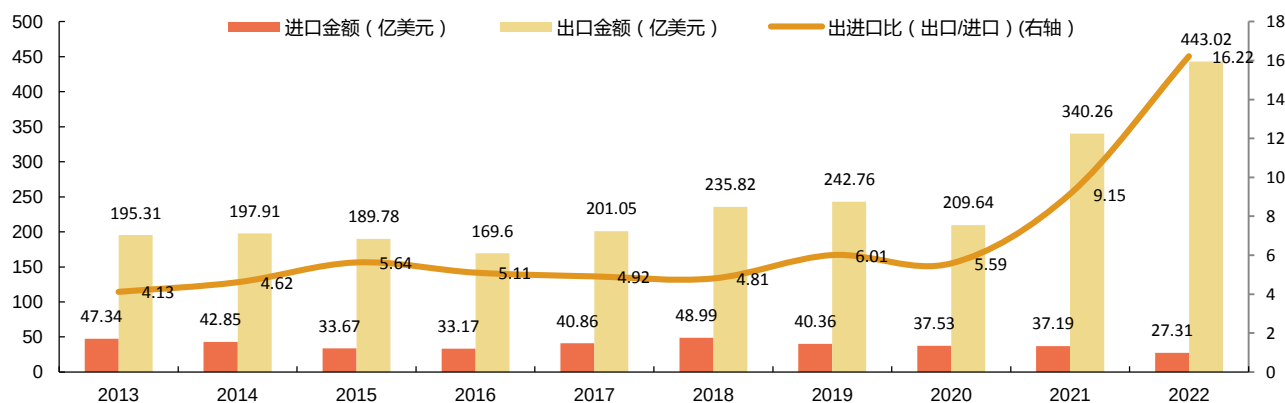
表3：工程机械使用金额占全社会固定资产投资额占比情况

指标	国内实际使用工程机械金额 (亿元)	全社会固定资产投资额 (亿 元)	工程机械使用金额占全社会 固定资产投资额比例 (%)
2013	4836	447074	1.08%
2014	4247	512761	0.83%
2015	3759	562000	0.67%
2016	3849	596501	0.65%
2017	4362	631684	0.69%
2018	4712	635636	0.74%
2019	5263	560874	0.94%
2020	6546	518907	1.26%
2021	7088	544547	1.30%
2022	5600	579556	0.97%

资料来源：《中国工程机械工业年鉴 2023》，申港证券研究所

1.3 工程机械出口端具备增长潜力

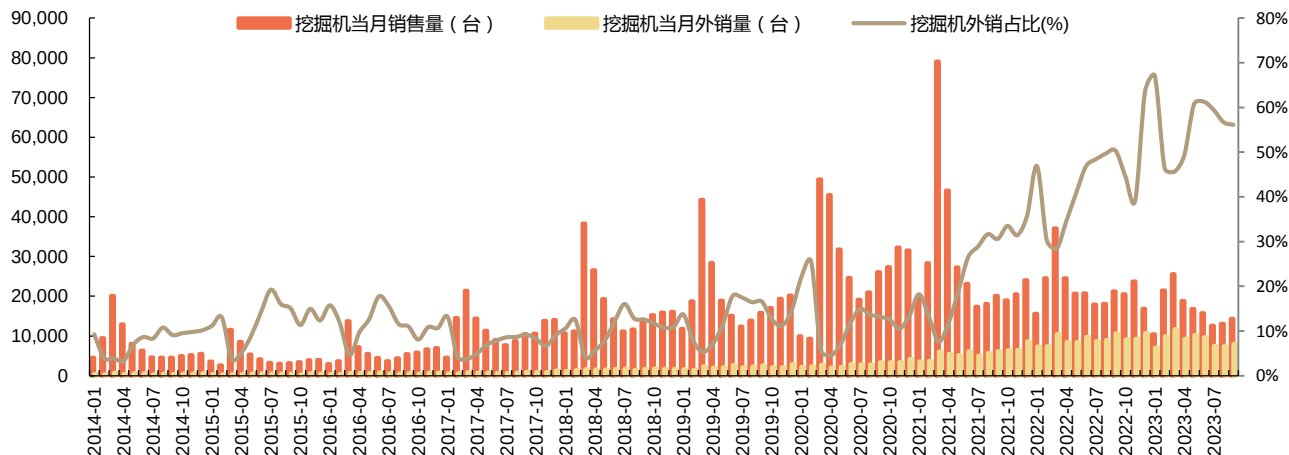
我国工程机械行业出口金额高速增长：从数据来看 2022 年我国工程机械行业实现出口金额 443 亿美元，同比增长 30.2%，2013 年至 2022 年复合增速为 9.53%，工程机械进出口比从 4.13 提升至 16.22。

图7：2013—2022 年我国工程机械进出口贸易额


资料来源：《中国工程机械工业年鉴 2023》，申港证券研究所

挖掘机外销占比持续提升: 2023 年 9 月份挖掘机外销 8020 台, 环比增长 7.85%, 占比为 56.15%。从历史来看挖掘机外销占比持续是大趋势, 外销成为决定销量的决定性因素。

图8: 挖掘机外销占比持续提升



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

一带一路下工程机械出口将打开新的成长空间。

目前一带一路的主要参与国家以发展中国家为主, 包括俄罗斯、中东地区、南美地区、中亚地区, 多为资源出口国家, 同时由于这些地区经济欠发达, 其基建水平提升空间也较大, 故我们认为在一带一路的合作机制之下, 中国将对这些地区进行基建输出, 而这些地区的各项资源例如中东的石油、南美的锂、巴西与澳大利亚的铁、俄罗斯与中亚的天然气等将源源不断的送往中国, 实现在欧亚大陆乃至环太平洋地区的经济大循环, 同时伴随着中国基建的输出, 我国的各家工程机械公司也将顺理成章的走出去, 打开新的成长空间。

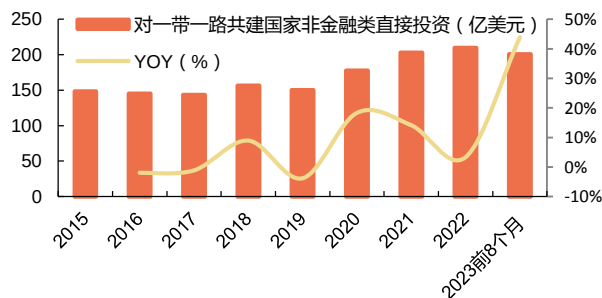
结合数据来看 2023 年 1-8 月我国对一带一路共建国家非金融类直接投资金额达到 200.7 亿美元, 同比增长 43.87%。同时从 2022 年 1-11 月我国对外承包工程行业分布来看仍以交通运输、一般建筑、电力、石化等传统基建项目为主, 故我们认为我国工程机械行业各家公司将有望充分受益于中国对于俄罗斯、中东地区、南美地区等一带一路多个国家以及地区的基建输出。

图9：一带一路经济走廊



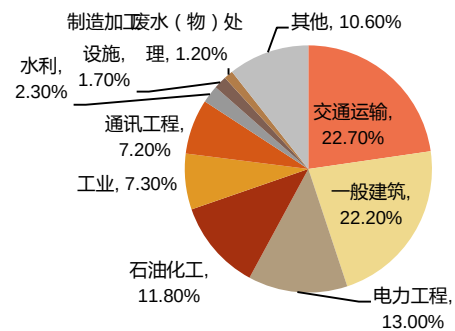
资料来源：《一带一路框架思路》，新华社，中国一带一路网，申港证券研究所

图10：对一带一路共建国家非金融类直接投资金额



资料来源：商务部，同花顺iFind，申港证券研究所

图11：2022年1-11月我国对外承包工程行业分布

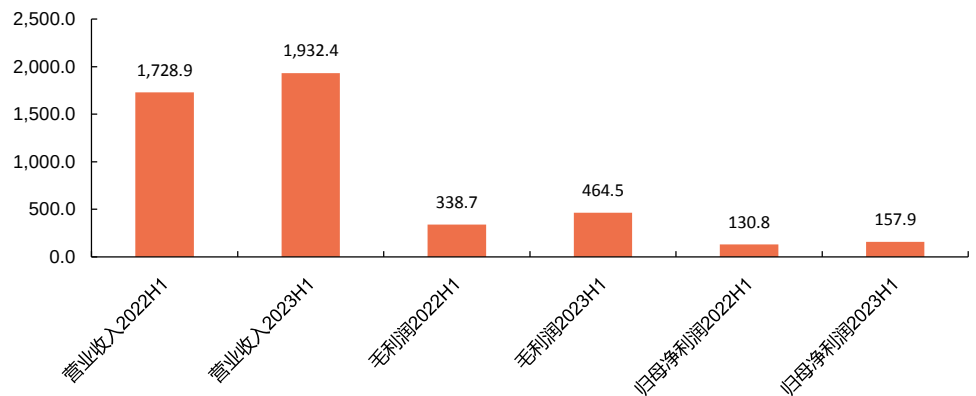


资料来源：商务部，《2022年中国对外承包工程市场发展现状分析》，华经产业研究院，申港证券研究所

1.4 主机厂利润率今年出现较强改善

2023 年上半年主要工程机械企业利润增速快于收入增速，加权毛利率与净利率均出现提升，主要受到钢材以及海运费价格下降影响。2023 年上半年，28 家 A 股上市工程机械企业（中信行业分类-工程机械 II，包含工程机械 III、叉车、电梯、高空作业车）实现营收 1932.4 亿元，同比增长 11.8%，归母净利润 157.9 亿元，同比增长 20.74%，销售毛利率 24.04%，同比增长 4.45pct，归母净利率 8.17%，同比增长 0.61pct。2023 年上半年原材料以及海运费价格下降，导致主机厂利润率回升明显，预计全年利润增速快于收入增速仍有持续性。

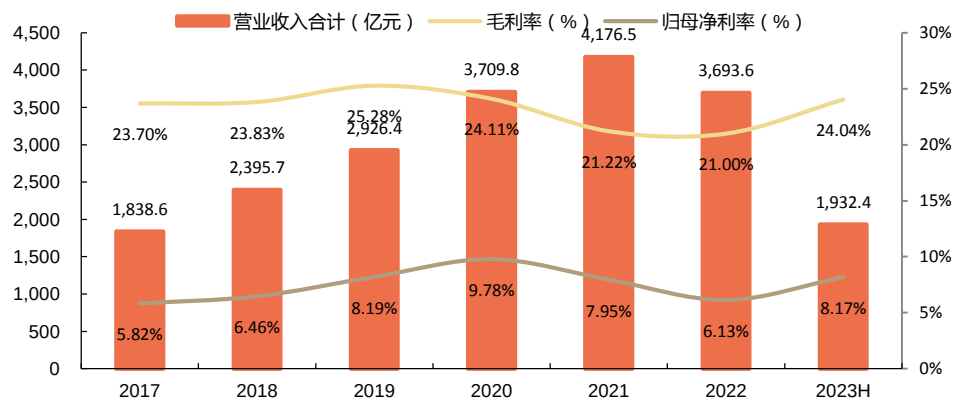
图12: 工程机械行业经营数据 (单位: 亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

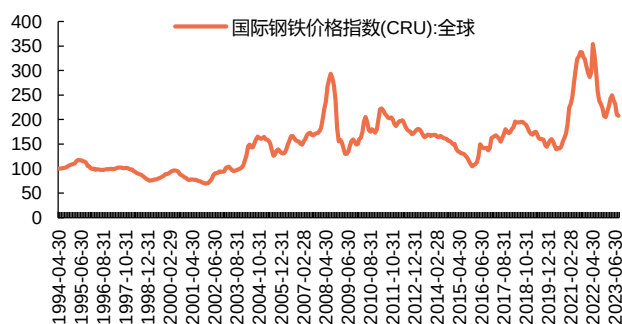
从上市公司报表数据来看, 目前工程机械企业行业盈利水平出现较大程度修复, 已经基本回升至 18-19 年水平, 同时距离上一轮盈利水平高峰仍有一定提升空间, 同时由于在工程机械行业属于重资产行业, 规模效应较为明显, 伴随整体行业收入规模持续增长, 预计下一轮盈利水平高峰大概率要高于上一轮水平。

图13: 工程机械企业整体收入、毛利率与净利率情况



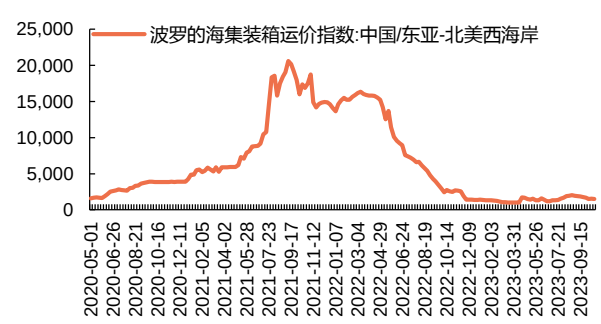
资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图14: 国际钢铁价格指数



资料来源: 中钢协, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图15: 波罗的海集装箱运价指数: 中国/东亚-北美西海岸



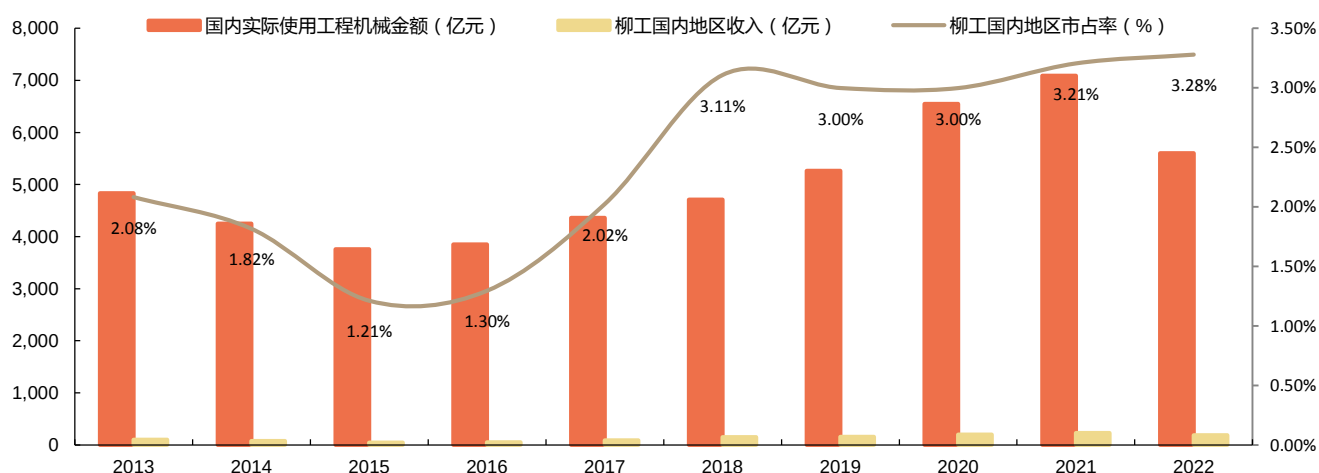
资料来源: Freightos, 同花顺 iFind, 申港证券研究所

2. 柳工核心投资逻辑

2.1 市占率持续提升验证竞争力

根据《中国工程机械工业年鉴 2023》所提供的国内实际使用的工程机械金额以及柳工国内收入测算，2022 年柳工在国内地区的市占率为 3.28%，较 2021 年增长 0.07pct，较 2013 年增长 1.2pct。从数据来看，柳工的国内市占率整体呈现提升趋势，显示出柳工较强的核心竞争力，另外目前柳工主要工程机械销售品类为土方机械中的挖掘机与装载机，目前柳工在装载机品类已经做到国内的行业第一，其他诸如高空作业机械、混凝土机械、工业叉车等品类仍有较大延伸拓展空间，同时结合公司股权激励所给予的业绩指引测算，伴随柳工业绩持续增长，预计柳工市占率仍具备持续提升逻辑。

图16：柳工国内市占率测算



资料来源：《中国工程机械工业年鉴 2023》，同花顺 iFind，申港证券研究所

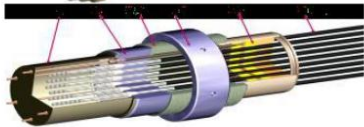
土石方铲运机械仍为柳工主要收入来源，其他品类仍有较大拓展空间。

柳工业务分为土石方铲运机械、其他工程机械及零部件等、预应力业务、融资租赁业务，2023 年上半年收入占比分别为 57%，33.6%、7.6%和 1.8%。其中土石方机械又以装载机和挖掘机为主，目前公司正在向农业机械、矿山机械、叉车等产品发力，预计将为公司贡献新的增长点，通过品类拓展提升公司整体市占率。

表4：柳工主要产品以及用途情况

产品类别	产品名称	产品照片	用途情况
土石方机械	装载机		主要用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。

产品类别	产品名称	产品照片	用途情况
	挖掘机		主要用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场。
	推土机		主要用于场地清理或平整，开挖深度不大的基坑以及回填，推筑高度不大的路基等。
	平地机		"主要用于构筑路基和路面、修筑边坡、开挖边沟，也可搅拌路面混合料、扫除积雪、推送散粒物料以及进行土路和碎石路的养护工作。
	汽车起重机		主要用于公共设施和港口的吊重等。
	多功能钻机		主要用于钻孔、打桩、沉桩等。
其他机械	混凝土设备		广泛应用于基础设施（高铁、桥梁、公路）和房地产的混凝土浇筑领域。
	甘蔗收获机		用于糖料蔗收获。

产品类别	产品名称	产品照片	用途情况
预应力产品	缆索		用于将作用于梁上的载荷通过缆索体系传递到具有承荷作用的锚固结构上。实现桥梁大跨度的要求。
			
	锚具		用于保持预应力筋的拉力并将其传递到结构上所用的永久性锚固装置。
	智能装备		用于工程机械各零部件的生产制造。
其他产品	压缩机		用于为各种采掘、钻进及其它工业用途提高气压稳定、气量充沛的驱动空气源。
	零部件		主要为工程机械配套零部件，用于生产工程机械整机。

资料来源：柳工 2023 年可转换公司债券募集说明书，申港证券研究所

表5：柳工各项业务收入以及毛利率情况

单位：亿元		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
土石方铲运机械	收入	81.10	130.84	136.19	162.79	171.51	155.58	85.73
	YOY	85.07%	61.33%	4.09%	19.53%	5.36%	-9.29%	3.15%
	收入占比	72.00%	72.35%	71.02%	70.77%	59.76%	58.76%	57.02%
	毛利率	22.85%	20.54%	21.07%	18.75%	16.56%	17.82%	23.49%
	毛利润	18.53	26.87	28.69	30.53	28.41	27.72	20.14
其他工程机械及零部件等	收入	27.98	45.63	49.88	60.51	90.16	84.47	50.47
	YOY	26.76%	63.08%	9.33%	21.31%	48.98%	-6.30%	21.39%
	收入占比	24.84%	25.23%	26.01%	26.31%	31.41%	31.90%	33.57%
	毛利率	18.55%	26.39%	27.87%	21.45%	16.02%	12.53%	12.46%

单位: 亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
毛利润	5.19	12.04	13.9	12.98	14.44	10.58	6.29
收入	--	--	--	--	20.13	20.79	11.46
YOY	--	--	--	--	--	3.27%	4.47%
预应力业务 收入占比	--	--	--	--	7.01%	7.85%	7.62%
毛利率	--	--	--	--	22.55%	20.59%	23.21%
毛利润	--	--	--	--	4.54	4.28	2.66
收入	3.56	4.38	5.7	6.72	5.21	3.95	2.69
YOY	-14.33%	22.97%	29.99%	17.92%	-22.52%	-24.11%	34.25%
融资租赁业务 收入占比	3.16%	2.42%	2.97%	2.92%	1.82%	1.49%	1.79%
毛利率	58.43%	53.42%	48.95%	50.89%	52.78%	48.61%	44.24%
毛利润	2.08	2.34	2.79	3.42	2.75	1.92	1.19

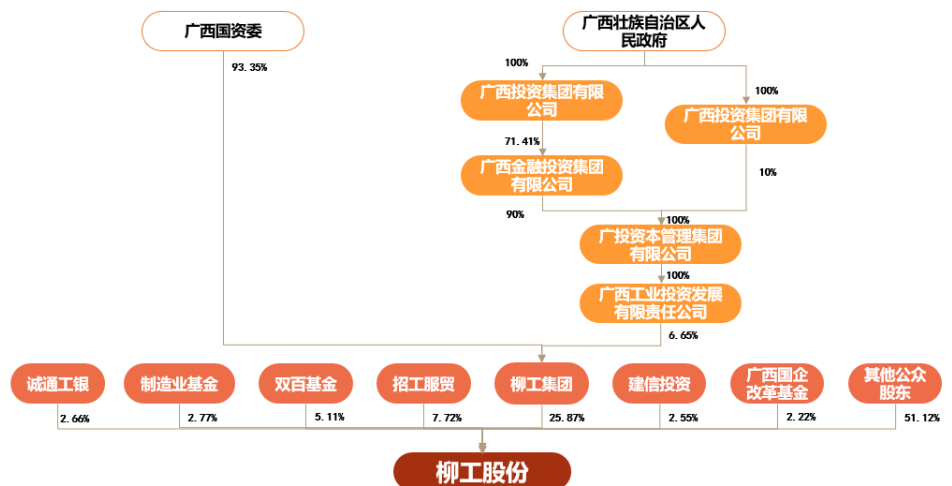
资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

2.2 股权激励激发公司活力

公司实际控制人为广西国资委。

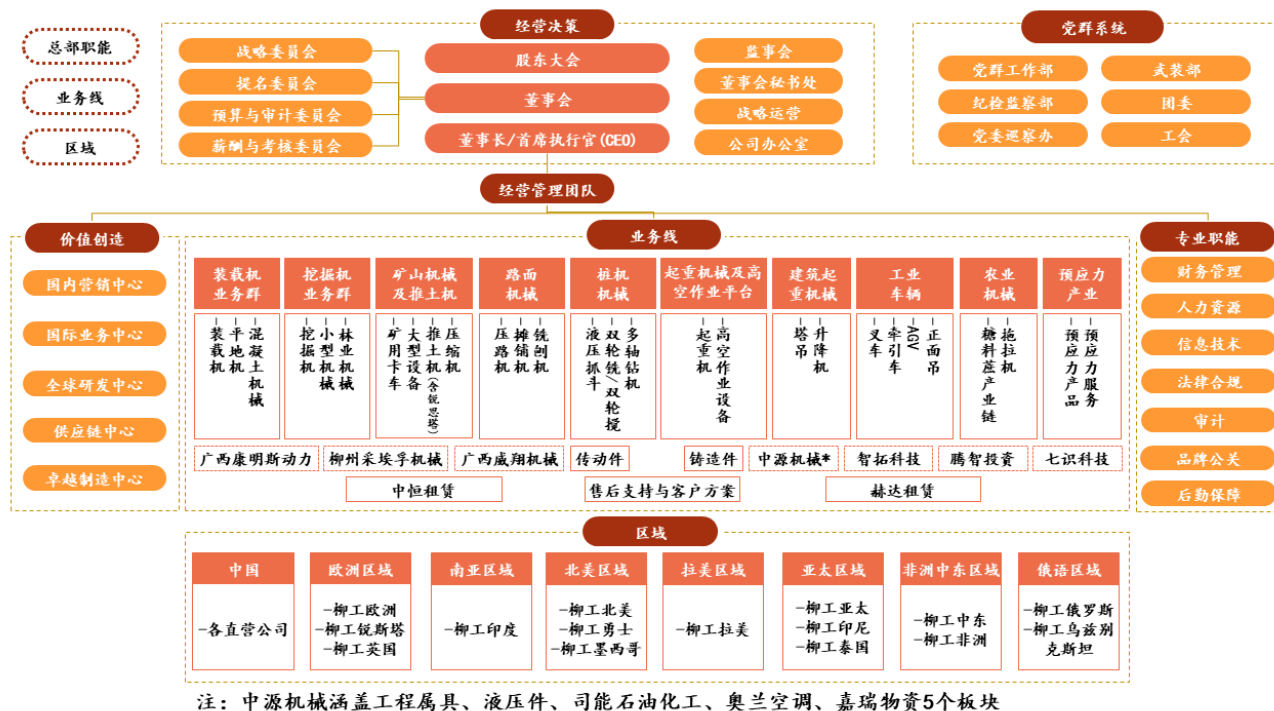
公司原控股股东为广西柳工集团有限公司, 持有公司股权比例为 34.67%。因柳工集团混合所有制改革, 2020 年 7 月 20 日, 柳工集团将其持有的公司股份全部过户至广西柳工集团机械有限公司。公司控股股东变更为柳工有限, 持有公司股权比例为 34.67%, 公司实际控制人为广西国资委; 2022 年 3 月 4 日, 柳工股份吸收合并柳工有限而向柳工有限全体股东发行股份上市, 公司控股股东变更为柳工集团, 持有公司股权比例为 25.87%, 实际控制人为广西国资委。

图17: 柳工股权结构



资料来源: 柳工 2022 年度报告, 申港证券研究所

图18: 柳工组织架构



注：中源机械涵盖工程属具、液压件、司能石油化工、奥兰空调、嘉瑞物资5个板块

资料来源：《柳工向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，申港证券研究所

注：截至日期2022年6月30日

柳工于2023年5月份发布股权激励，彰显管理层信心。

公司于今年 5 月发行股权激励，授予激励对象不超过 1100 人，占公司截至 2023 年 5 月 15 日的总人数比约为 6.7%，包括：公司董事、高级管理人员、经公司董事会认定的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心业务、技术和管理骨干、技能能手以上的技能专家。根据股权激励目标测算，预计 24-26 年公司利润总额将不低于 9.5 亿元、10.7 亿元、11.9 亿元。

表6：柳工 2023 年股权激励计划限制性股票行权安排

阶段名称	行权期间	业绩考核指标	行权比例
第一个行权期	自授予完成登记之日起 24 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	1、2024 年归母净利润资产收益率不低于 6.0%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值) 2、2024 年利润总额比 2022 年增长不低于 20%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值) 3、2024 年经济增加值不低于 5.0 亿或达到集团下达的目标值	40%
第二个行权期	自授予完成登记之日起 36 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	1、2025 年归母净利润资产收益率不低于 6.5%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值) 2、2025 年利润总额比 2022 年增长不低于 35%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值) 3、2025 年经济增加值不低于 6.2 亿或达到集团下达的目标值	30%
第三个行权期	自授予完成登记之日起 48 个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	1、2026 年归母净利润资产收益率不低于 7.0%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值) 2、2026 年利润总额比 2022 年增长不低于 50%，且不低于同行业平均业绩(或者对标公司 75 分位值)	30%

阶段名称	行权期间	业绩考核指标	行权比例
	日止	3、2026 年经济增加值不低于 7.2 亿或达到集团下达的目标值	

资料来源:《柳工 2023 年股票期权激励计划》(草案修订稿), 申港证券研究所

表7: 柳工股权激励分配情况

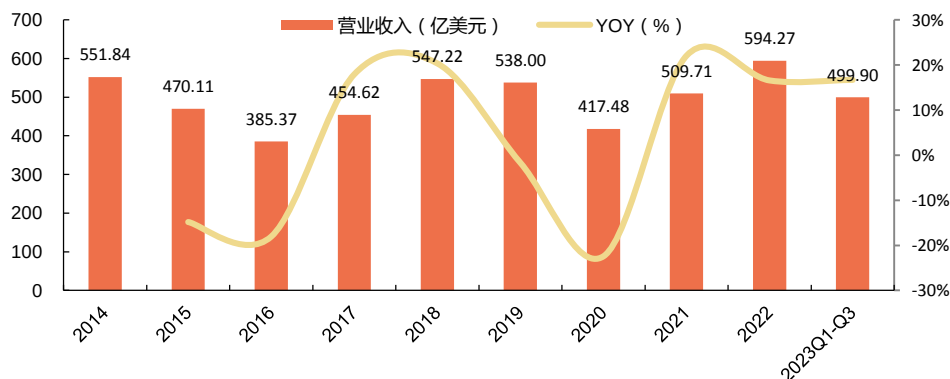
序号	姓名	高管岗位	授予总股数(万股)	占总授予量比例	占总股本比例
1	曾光安	党委书记、董事长、首席执行官	211	3.60%	0.11%
2	黄海波	党委副书记、副董事长、执行董事	127	2.20%	0.07%
3	文武	执行董事、高级副总裁	159	2.70%	0.08%
4	黄祥全	高级副总裁	133	2.30%	0.07%
5	俞传芬	高级副总裁	127	2.20%	0.07%
6	罗国兵	高级副总裁	121	2.10%	0.06%
7	袁世国	副总裁	93	1.60%	0.05%
8	朱斌强	副总裁	84	1.40%	0.04%
9	肖小磊	副总裁	84	1.40%	0.04%
10	潘恒亮	副总裁	70	1.20%	0.04%
11	黄华琳	董事会秘书	64	1.10%	0.03%
对公司经营业绩和未来发展有直接影响的核心业务、技术和管 理骨干、技能能手以上的技能专家 (不超过 1089 人)			4066	69.50%	2.08%
预留股数			515	8.80%	0.26%
合计			5854	100.00%	3.00%

资料来源:《柳工 2023 年股票期权激励计划》(草案修订稿), 申港证券研究所

2.3 对标卡特彼勒, 柳工具备较大成长空间

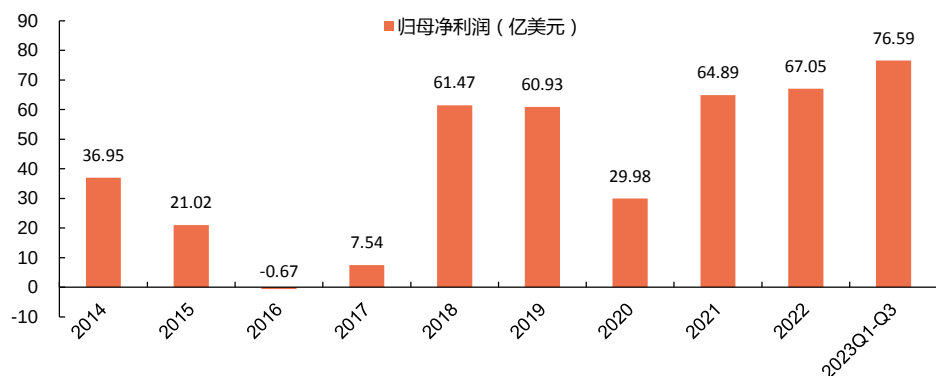
卡特彼勒公司是工程机械、矿用设备、非道路用柴油和天然气发动机、工业用燃气轮机以及内燃电传动机车领域企业, 卡特彼勒 2022 年营业收入 594.27 亿美元, 同比增长 16.59%, 归母净利润为 67.05 亿美元, 同比增长 3.33%, 2023 年前三季度收入为 499.9 亿美元, 同比增长 16.7%, 归母净利润为 76.59 亿美元, 同比增长 45.86%。

图19: 卡特彼勒营业收入



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图20: 卡特彼勒归母净利润

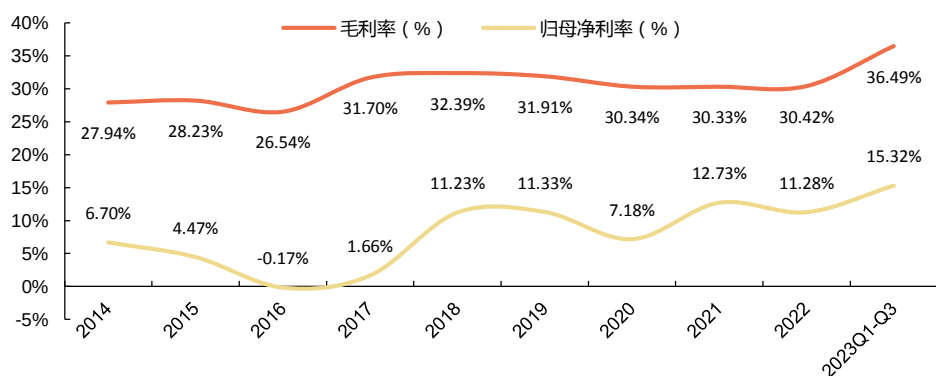


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

卡特彼勒毛利率与净利率呈现趋势性提升。

整体来看卡特彼勒近十年毛利率与净利率呈现提升趋势, 只有在 2016 年出现亏损, 主要是由于重新衡量养老金和 OPEB 计划有关的按市值计算的亏损增加、商誉减值费用和销售量下降。同时我们可以看到, 其规模效应较为明显, 我们选取收入体量较为相近的 14、18 与 22 年收入分别为 551.8 亿、547.2 亿、594.27 亿, 当年归母净利润率分别为 6.7%、11.23%、11.28%, 收入提升与净利率提升趋势对应, 说明该行业伴随着行业头部公司市占率提升, 其规模效应将拉动盈利能力提升。

图21: 卡特彼勒毛利率与归母净利润率情况

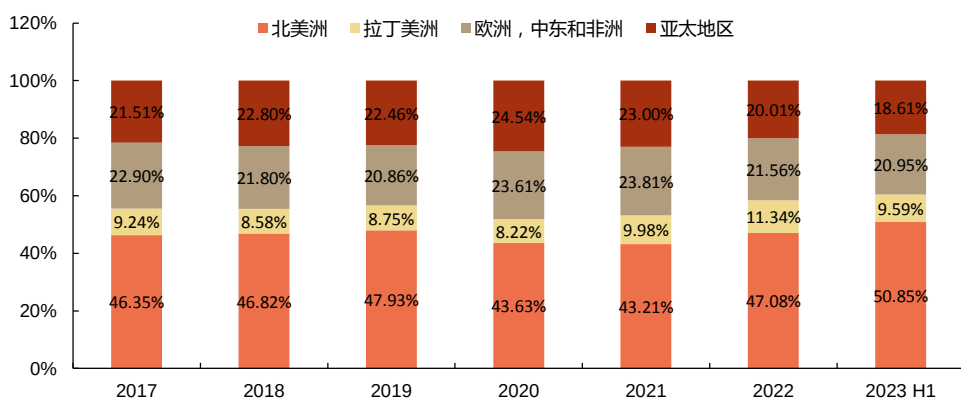


资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

卡特彼勒进行全球业务布局。

在地区分布上看, 卡特彼勒开拓了广阔的海外市场, 2022 年北美洲地区以外的收入占比为 52.92%, 广泛的海外业务依托于卡特彼勒对不同国家的定制化产品服务, 从而使其能在全球范围内建立深厚的市场根基。估计预计未来国内大型工程机械公司海外业务拓展愈发重要, 相应的取得成功的公司也将获得全球市场定价逻辑。

图22：卡特彼勒业务分地区收入占比



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

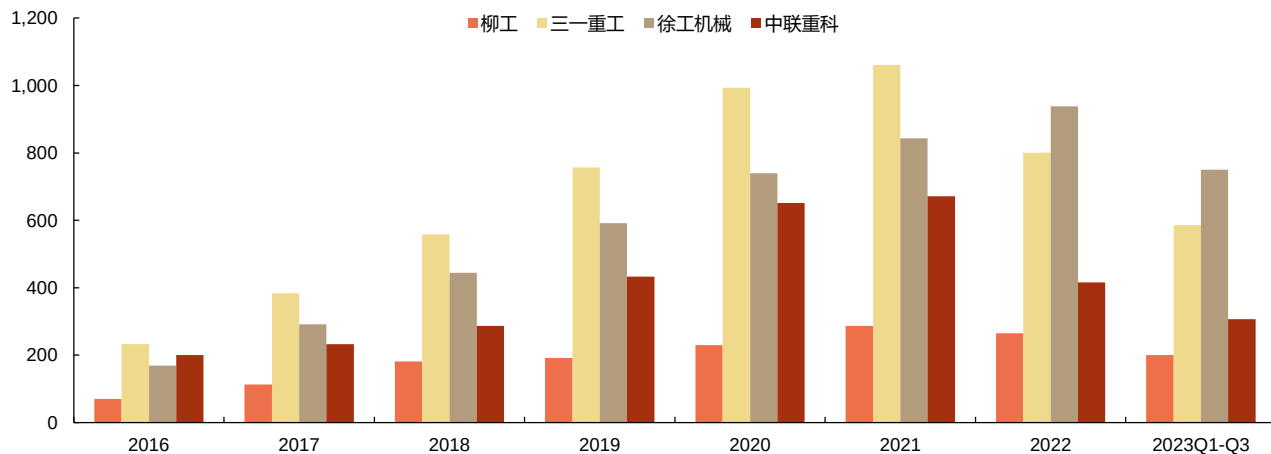
综上所述我们通过复盘卡特彼勒的业务发展情况得到以下几点启示：

- ◆ 工程机械行业属于长坡厚雪的行业,是可以出现 1 千亿美金市值以上的上市公司。
- ◆ 行业规模效应较为明显,卡特彼勒毛利率与净利率伴随着收入规模增长而呈现提升趋势,对标卡特彼勒 2022 年收入规模为 594.27 亿美元,归母净利率为 11.28%,而柳工 2022 年收入为 264.8 亿元,归母净利率仅为 2.26%,故预计柳工归母净利率仍有较大提升空间。
- ◆ 海外业务将成为工程机械上市公司的重要收入来源,卡特彼勒北美洲地区以外的收入占比为 52.9%,故未来对国内的工程机械上市公司而言,国内房地产周期影响将减弱,海外业务的增长将成为支持公司业务扩展的主要驱动因素。

2.4 同行业公司比较

我们选取柳工、三一重工、中联重科和徐工机械进行对比。目前柳工收入体量小于另外三家公司。

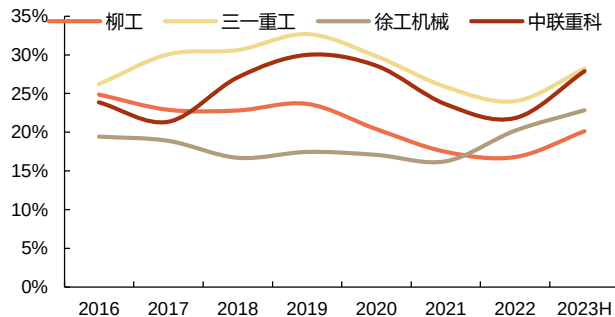
图23：柳工与可比公司营业收入对比（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

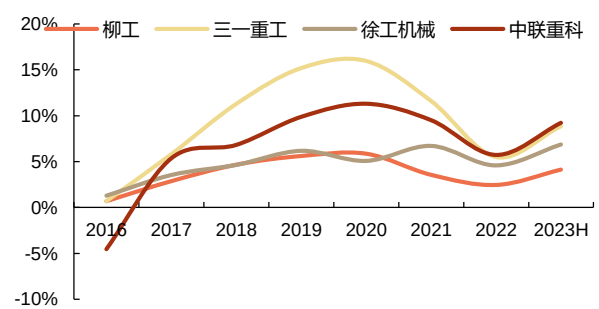
柳工盈利能力较大提升空间，整体上看，四家公司的毛利率与净利率走势较为一致，目前属于盈利修复阶段，而对比 2023 年上半年，三一、徐工、中联三家净利率分别为 8.85%、6.85%、9.22%，高于柳工的 4.12%，主要由于柳工当前收入体量较小，产品品类相对另外三家较少，规模效应尚不明显，预计后续伴随着柳工产品品类延伸，收入体量提升，柳工的盈利能力具备较大提升空间。

图24：柳工与可比公司毛利率对比



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图25：柳工与可比公司净利率对比



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

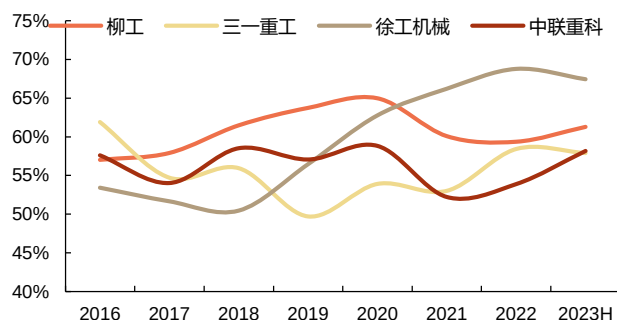
表8：2022 年四家企业收入结构对比

柳工		三一重工		中联重科		徐工机械	
土石方铲运机械	58.75%	挖掘机械类	44.68%	起重机械	45.59%	土方机械	25.20%
其他工程机械及 配件	31.90%	混凝土机械 类	18.85%	混凝土机械	20.32%	起重机械	25.43%
预应力机械	7.85%	起重机械类	15.83%	高空机械	11.04%	其他工程机械、 备件及其他	14.21%
融资租赁业务	1.49%	其他	10.56%	土方机械	8.44%	混凝土机械	10.13%
--	--	路面机械类	3.85%	其他机械和产品	8.27%	消防机械	6.98%
--	--	桩工机械类	3.83%	农业机械	5.14%	矿业机械	5.47%
--	--	其他业务	2.40%	金融服务	1.21%	道路机械	4.30%
--	--	--	--	--	--	桩工机械	8.28%
合计	100.00%	合计	100.00%	合计	100.00%	合计	100.00%

资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

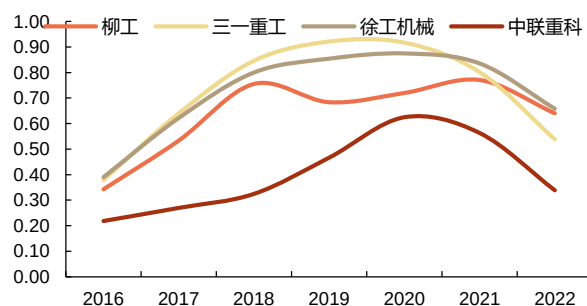
柳工运营效率较高。整体来看四家公司的资产负债率除徐工波动较大之外几乎都在比较小的范围内波动；四家公司的资产周转率的变化趋势较为一致，总体来看在 2016—2020 年呈上升趋势。对比 2023 上半年，三一、徐工、中联的总资产周转率分别为 0.25、0.30、0.19，均低于柳工的 0.34。表明柳工目前的投入产出的效率较高，企业营运能力较强。

图26: 柳工与可比公司资产负债率对比



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

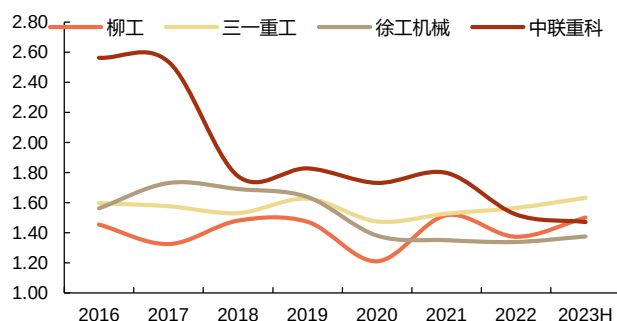
图27: 柳工与可比公司资产周转率对比



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

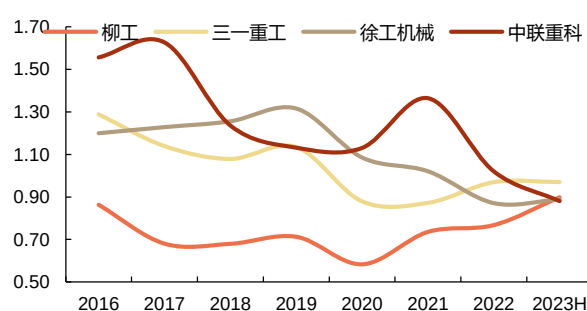
柳工资金流动性出现好转。对比 2023 上半年流动比率方面, 三一、徐工、中联三家公司的流动比率分别为 1.63、1.37、1.47, 柳工的流动比率为 1.50, 低于三一重工, 高于徐工机械和中联重科。柳工流动比率从 2022 年的 1.37 上升到 1.50, 相比其余三家公司增幅最大。速动比率方面, 2023 年上半年三一、徐工、中联三家公司的速动比率分别为 0.97、0.89、0.88, 柳工的速动比率为 0.90, 较 2022 年 0.77 上升 0.13, 上升幅度大于可比公司。整体来看, 柳工流动比率和速动比率好转, 表明柳工的短期偿债能力上升。

图28: 柳工与可比公司流动比率对比



资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

图29: 柳工与可比公司速动比率对比



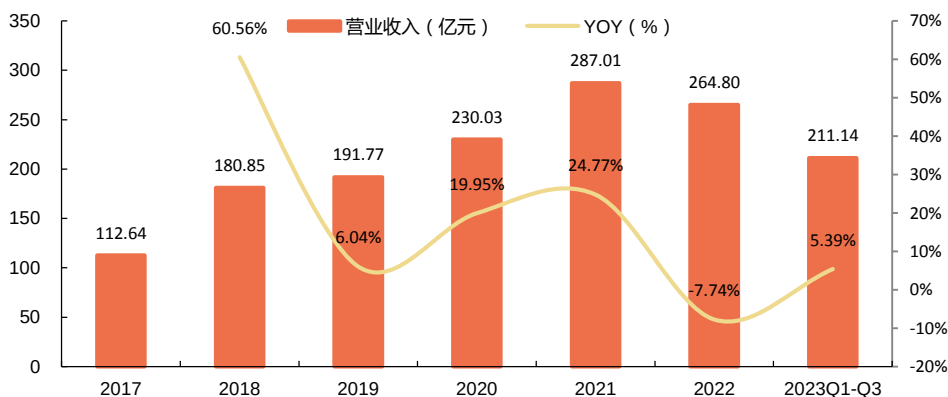
资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

3. 财务分析

3.1 公司营业收入重新恢复增长

公司 2022 年实现营业收入 264.8 亿元, 同比下降 7.74%; 17 年至 22 年公司营业收入复合增速为 18.64%, 2023 年前三季度公司营业收入为 211.14 亿元, 同比增长 5.39%。从数据来看, 公司在 2022 年受国内房地产行业低迷以及国内土方机械需求下降影响, 收入出现小幅下降, 但公司 2023 年前三季度收入增速实现转正, 显示出较强韧性。预计后续伴随着工程机械行业逐步进入旧机更新周期, 挖掘机、装载机等主流机械产品国内需求量有望迎来基本面拐点, 叠加工程机械海外市占率提升, 预计行业收入有望重新实现较快增长。

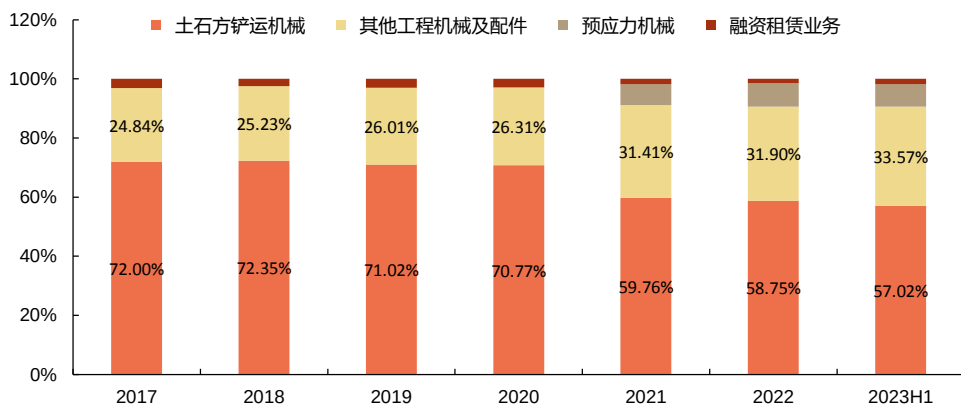
图30：柳工收入情况



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

公司收入主要来自于土石方铲运机械。从收入结构来看，土石方铲运机械主要包括装载机、挖掘机、平地机、滑移装载机、挖掘装载机、推土机、旋挖机、抓斗，是公司主要的营业收入来源，2023年上半年该收入占比为57.02%；其他工程机械及配件包括除土石方机械以外的叉车、路面机械、矿山机械、建筑机械、农用机械等，在2023年上半年的收入占比为33.57%；预应力机械包括OVM预应力锚固体产品、预应力及特种桥梁施工设备、工程缆索、减隔震产品（工程橡胶支座、阻尼器）、桥梁伸缩缝，在2023年上半年的收入占比为7.62%；融资租赁是为客户采购本公司及其他供应商的机械产品提供金融服务，在2023年上半年的收入占比为1.79%。总体来看土石方铲运机械的收入占比有下降趋势，但仍然是公司主要的营业收入来源。其他工程机械及机械部分的营业收入占比逐年提升。

图31：柳工各产品收入结构占比

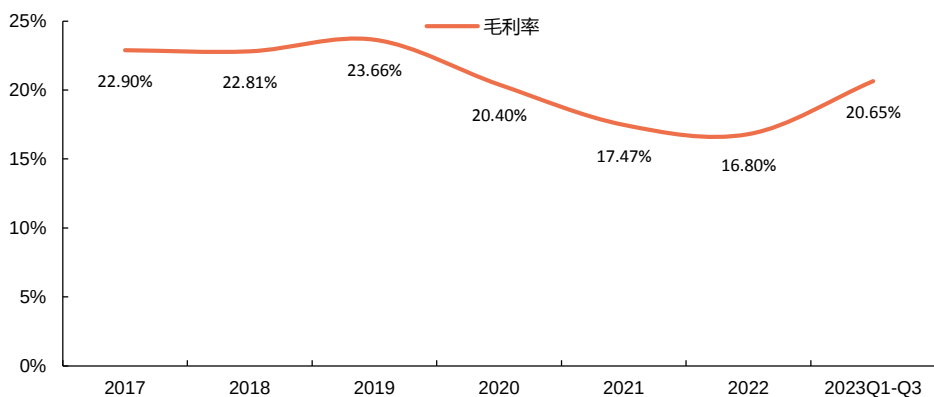


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

3.2 毛利率稳中有升

柳工2022年毛利率16.80%，比2021年下降0.67pct。公司毛利率降低主要受国内市场规模下滑的影响，但在今年前三季度毛利率实现了较大幅度的反弹，主要受益于今年原材料成本下行以及海外业务快速增长，预计伴随后续公司毛利率将受益于公司产品向高毛利率品类例如叉车、大型矿挖延伸，以及海外业务扩张，公司毛利率仍有持续提升空间。

图32：柳工毛利率情况

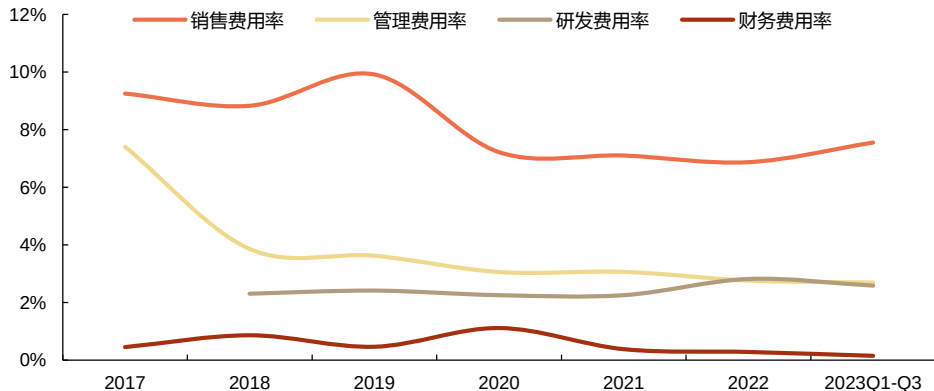


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

3.3 费用端基本稳定

公司费用端基本维持稳定。公司 2023 年前三季度销售费用率为 7.56%，较 22 年提升 0.68pct；管理费用率为 2.7%，较 22 年下降 0.07pct；研发费用率为 2.59%，较 22 年下降 0.23pct；财务费用率为 0.15%，较 22 年下降 0.13pct。整体来看，销售费用率在 2023 年稍有提升，主要是由于公司 23 年注重进行海外业务布局。

图33：柳工费用率情况

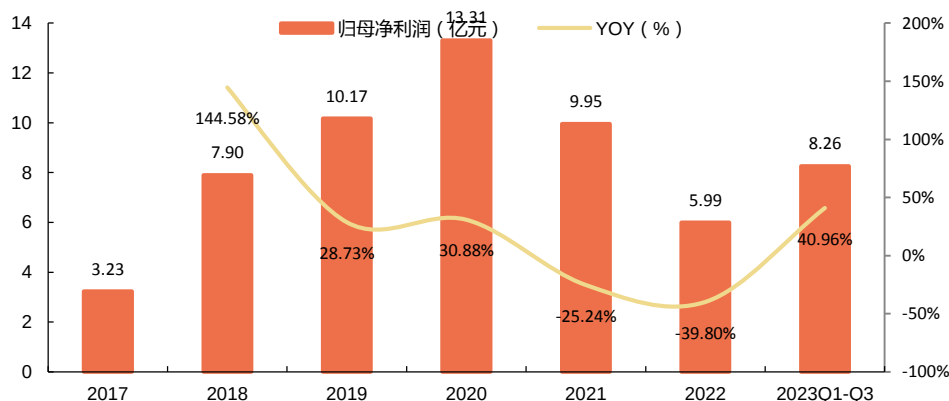


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

3.4 归母净利润有望持续增长

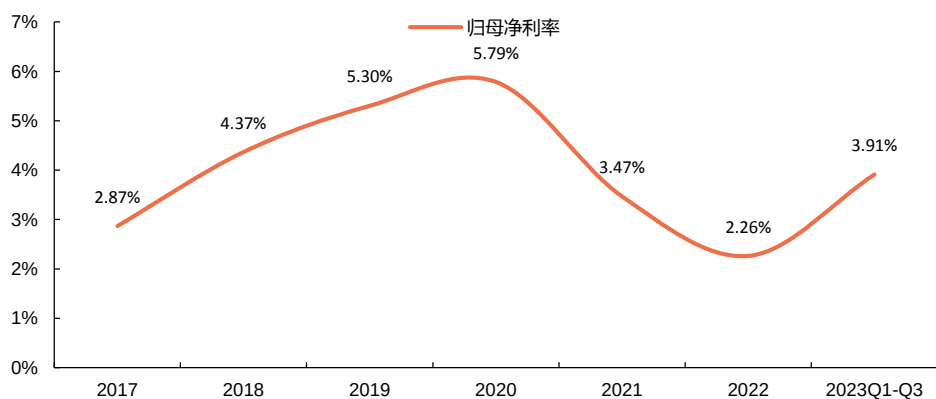
柳工 2022 年归母净利率为 2.26%，较 21 年下降 1.21pct，主要由于国内规模大幅度下滑，公司规模效应没有体现，但随着公司加大国际业务的出口力度，设备电动化、智能化、网联化、数字化、共享化技术推进，公司实施较为严格的降本增效措施，公司 2023 年前三季度归母净利润同比增长 40.96%，预计今明两年归母净利润受益于原材料成本下降以及公司高毛利率产品品类延伸仍有较大增长潜力。

图34：柳工归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图35：柳工归母净利率情况



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

预计公司 23-25 年营收分别为 279.46 亿元/319.69 亿元/382.44 亿元，分别同比增长 5.54%/14.39%/19.63%，分业务方面：

土石方铲运机械：为公司的主要收入来源，2022 年收入占比为 58.75%，其中包括装载机、挖掘机、推土机、平地机，预计 23-25 年土石方铲运机械收入同比增长 1.94%/12.00%/18.00%

其他工程机械及零部件：2022 年收入占比为 31.90%，其中包括汽车起重机、多功能钻机、混凝土设备、甘蔗收获机，预计 23-25 年其他工程机械及零部件收入同比增长 10.54%/20.00%/25.00%。

预应力业务：2022 年收入占比为 7.85%，其中包括缆索、锚具，预计 23-25 年预应力收入同比增长 10.25%/10.00%/10.00%

融资租赁业务：2022 年收入占比为 1.49%，其中智能装备、压缩机、零部件，预计 23-25 年收入同比增长 15.77%/5.00%/5.00%。

毛利率假设：公司毛利率提升逻辑同时参考三方面因素，一是柳工对标其他工程机械公司毛利率有较大提升空间；二是结合公司目前加强盈利能力管理，降本增效；三是考虑目前钢材等大宗原材料以及海运成本下行，故预计公司土石方机械毛利率稳步提升。

表9：柳工各项业务收入以及毛利润预测

单位：亿元		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
土石方铲运机械	收入	136.19	162.79	171.51	155.58	158.60	177.63	209.61	234.76
	YOY	4.09%	19.53%	5.36%	-9.29%	1.94%	12.00%	18.00%	12.00%
	收入占比	71.02%	62.66%	59.76%	58.75%	56.75%	55.56%	54.81%	53.52%
	毛利率	21.07%	18.75%	16.57%	17.82%	19.00%	19.50%	20.50%	21.50%
	毛利润	28.69	30.53	28.41	27.72	30.13	34.64	42.97	50.47
	YOY	6.77%	6.41%	-6.94%	-2.43%	49.62%	14.95%	24.05%	17.46%
其他工程机械及零部件	收入	49.88	60.51	90.16	84.47	93.37	112.04	140.05	168.07
	YOY	9.33%	21.31%	48.98%	-6.30%	10.54%	20.00%	25.00%	20.00%
	收入占比	26.01%	23.29%	31.41%	31.90%	33.41%	35.05%	36.62%	38.32%
	毛利率	27.86%	21.45%	16.01%	12.53%	12.45%	12.65%	12.85%	13.05%
	毛利润	13.9	12.98	14.44	10.58	11.62	14.17	18.00	21.93
	YOY	15.45%	-6.62%	11.25%	-26.73%	84.81%	21.93%	26.98%	21.87%
预应力业务	收入	--	--	20.13	20.79	22.92	25.21	27.73	30.51
	YOY	--	--	--	3.27%	10.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	收入占比	--	--	7.01%	7.85%	8.20%	7.89%	7.25%	6.96%
	毛利率	--	--	22.57%	20.56%	22.00%	22.20%	22.40%	22.60%
	毛利润	--	--	4.54	4.28	5.04	5.60	6.21	6.89
	YOY	--	--	--	-5.73%	89.56%	11.00%	10.99%	10.98%
融资租赁业务	收入	5.7	6.72	5.21	3.95	4.57	4.80	5.04	5.29
	YOY	29.99%	17.92%	-22.52%	-24.11%	15.77%	5.00%	5.00%	5.00%
	收入占比	2.97%	2.59%	1.81%	1.49%	1.64%	1.50%	1.32%	1.21%
	毛利率	48.96%	50.86%	52.90%	48.55%	44.16%	44.36%	44.56%	44.76%
	毛利润	2.79	3.42	2.75	1.92	2.02	2.13	2.25	2.37
	YOY	19.23%	22.58%	-19.59%	-30.18%	69.70%	5.48%	5.47%	5.47%

资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

4.2 投资建议

我们选取工程机械龙头三一重工、徐工机械、中联重科作为可比公司。采取 Wind 一致预期，可比公司 2023 年 PE 均值为 14.85 倍，最高值为 18.10 倍，最低值为 10.70 倍。预计公司 22-25 年净利润复合增速为 35%。预计 23 与 24 年市盈率分别为 11.39 倍与 9.92 倍。我们给予 2023 年柳工 PE 为 15 倍，目标价格 8.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：柳工可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600031.SH	三一重工	14.3	1213.58	0.79	1.04	1.33	18.10	13.75	10.75
000425.SZ	徐工机械	5.67	669.98	0.53	0.68	0.86	10.70	8.34	6.59
000157.SZ	中联重科	6.46	517.82	0.41	0.54	0.68	15.76	11.96	9.50
	可比公司均值			0.58	0.75	0.96	14.85	11.35	8.95
000528.SZ	柳工	6.2	120.97	0.54	0.63	0.75	11.39	9.92	8.22

资料来源：同花顺 iFind, Wind, 申港证券研究所

*股价数据为 2023 年 11 月 9 日收盘价，除柳工外其余公司盈利预测为 wind 一致预期。

5. 风险提示

毛利率下滑带来净利润风险。

如果行业竞争加剧，公司将面临较大的成本压力，对公司净利润造成较大影响。如果公司毛利率每下滑 1pct，则公司净利润下滑 11.4%。

行业竞争进一步加剧的风险。

工程机械行业属于完全竞争行业，市场竞争较为激烈。近年来我国基础设施建设加快，工程机械产品需求旺盛，国内的工程机械领域龙头企业纷纷扩大产能，国内工程机械产量有所上升，行业竞争加剧。各企业通过降低产品价格等手段抢占市场份额，造成行业利润空间进一步缩窄。若未来行业竞争趋势持续加剧，将对公司的经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险。

公司生产工程机械产品所需的主要原材料，如结构件、铸锻件等，其价格受钢材价格影响较大，钢材价格的波动对公司的生产成本存在较大影响。未来若钢材等上游原材料成本持续大幅上涨，将导致公司采购的各类原材料价格波动；若在短期内公司无法及时将新增成本向下游客户转移，将会对公司盈利能力产生不利影响。

部分结算模式下客户违约的回购风险。

公司产品结算模式主要有全额付款、融资租赁、定向保兑仓和按揭贷款等。在保兑仓结算模式下，公司对经销商的银行敞口差额在经销商无法按期填仓的情况下负有回购或担保义务；同时，在外部非关联方融资租赁机构作为出租人的融资租赁模式下，公司对承租人在无法支付租金的情况下亦负有回购或担保义务。若未来公司客户或经销商出现大范围违约，则公司需承担回购或担保义务，将对公司资金及经营业绩造成不利影响。

应收款项余额较高及未来发生坏账的风险。

公司各期末应收款项账面余额较大，主要受所处行业特点、客户结算模式等因素所影响，如不能及时收回或发生坏账，将会对公司业绩造成不利影响，提示投资者关注长期应收款及应收账款金额较高及发生坏账的风险。

表11: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	28701	26480	27946	31969	38244	流动资产合计	28713	29502	25606	29766	36012
营业成本	23686	22031	23064	26315	31301	货币资金	6407	7235	7635	8734	10449
营业税金及附加	127	128	135	154	185	应收账款	6267	7571	6576	7882	9788
营业费用	2040	1821	2090	2391	2861	其他应收款	576	1090	1150	1315	1574
管理费用	881	733	773	885	1058	预付款项	368	382	382	382	382
研发费用	649	747	838	959	1147	存货	9043	7988	8692	9835	11614
财务费用	109	75	19	6	68	其他流动资产	957	458	587	939	1489
资产减值损失	158	206	-68	-79	-91	非流动资产合计	11721	12756	14035	15503	17082
公允价值变动收益	0	0	1	1	1	长期股权投资	859	688	688	688	688
投资净收益	179	80	80	67	46	固定资产	4299	4900	5632	6571	7621
营业利润	1233	768	1400	1608	1939	无形资产	1253	1515	1591	1670	1754
营业外收入	33	35	0	0	0	商誉	167	167	167	167	167
营业外支出	9	13	0	0	0	其他非流动资产	65	106	106	106	106
利润总额	1256	790	1400	1608	1939	资产总计	40433	42258	39641	45269	53094
所得税	238	143	254	292	352	流动负债合计	18939	21488	19260	23968	30684
净利润	1018	647	1146	1317	1588	短期借款	5152	4889	2033	4923	8983
少数股东损益	22	48	84	97	117	应付账款	5452	5647	5831	6653	7913
归属母公司净利润	995	599	1062	1220	1471	预收款项	407	734	1080	1475	1947
EBITDA	3008	2867	1755	1994	2416	一年内到期的非流动负债	871	2448	2448	2448	2448
EPS（元）	0.51	0.31	0.54	0.63	0.75	非流动负债合计	5352	3595	2535	2535	2535
主要财务比率						长期借款	2641	1560	1560	1560	1560
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	224	62	62	62	62
成长能力						负债合计	24291	25083	21795	26503	33219
营业收入增长	24.77%	-7.74%	5.54%	14.39%	19.63%	少数股东权益	762	1427	1512	1608	1725
营业利润增长	-21.48%	-37.68%	82.28%	14.86%	20.57%	实收资本（或股本）	1475	1951	1951	1951	1951
归属于母公司净利润增长	-25.24%	-39.79%	77.20%	14.86%	20.57%	资本公积	10127	6019	6031	6031	6031
获利能力						未分配利润	6559	6799	6367	5872	5275
毛利率(%)	17.47%	16.80%	17.47%	17.69%	18.15%	归属母公司股东权益合计	15380	15747	16491	17313	18305
净利率(%)	3.55%	2.44%	4.10%	4.12%	4.15%	负债和所有者权益	40433	42258	39641	45269	53094
总资产净利润(%)	2.46%	1.42%	2.68%	2.69%	2.77%	现金流量表					
ROE(%)	6.47%	3.81%	6.44%	7.05%	8.04%	单位:百万元					
偿债能力						经营活动现金流	846	959	2059	319	55
资产负债率(%)	60%	59%	55%	59%	63%	净利润	1018	647	1146	1317	1588
流动比率	1.52	1.37	1.33	1.24	1.17	折旧摊销	1666	2024	0	221	241
速动比率	1.04	1.00	0.88	0.83	0.80	财务费用	109	75	19	6	68
营运能力						应付帐款减少	0	0	995	-1305	-1906
总资产周转率	0.77	0.64	0.68	0.75	0.78	预收帐款增加	0	0	345	395	473
应收账款周转率	5	4	4	4	4	投资活动现金流	-886	-478	2698	-1707	-1853
应付账款周转率	5.50	4.77	4.87	5.12	5.25	公允价值变动收益	0	0	1	1	1
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	4169	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.31	0.54	0.63	0.75	投资收益	179	80	80	67	46
每股净现金流(最新摊薄)	-1.83	0.48	0.21	0.56	0.88	筹资活动现金流	-2666	456	-4357	2487	3513
每股净资产(最新摊薄)	10.43	8.07	8.45	8.87	9.38	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	13.24	21.77	12.40	10.80	8.95	普通股增加	-1	476	0	0	0
P/B	0.65	0.84	0.80	0.76	0.72	资本公积增加	6985	-4108	12	0	0
EV/EBITDA	4.14	5.19	6.63	6.73	6.53	现金净增加额	-2705	937	401	1099	1714

资料来源: 同花顺 iFind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

投资评级说明

申港证券行业评级说明：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

申港证券公司评级说明：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）