

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

柳工 (000528): 改革注入新活力, 持续优化业务结构

分析师:

2023年12月29日

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

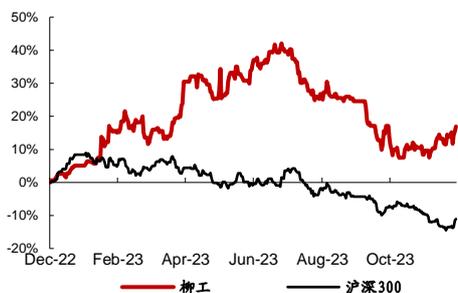
公司评级

当前价格:	6.74
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

公司基本数据

总股本(百万股):	1951.21
流通股本(百万股):	1413.73
流通A股市值(亿元):	95.29
每股净资产(元):	8.36
资产负债率(%):	61.04

公司近一年股价与沪深300指数相对涨跌幅



相关报告

- **老牌工程机械企业, 改革注入新动力。**公司历史积淀深厚, 以装载机业务起家并逐步形成了挖掘机械、起重机械等多种产品线, 目前已发展成为全球领先的装备与技术解决方案提供商。2022年柳工有限实现整体上市, 旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产的整体注入促使公司业务进一步向上下游延伸及横向拓展, 产业布局进一步完善。
- **推出股票期权激励计划, 调动管理层积极性。**公司以2023年6月26日为首次授予日, 向符合条件的974名激励对象授予5314万份股票期权, 行权价格为7.10元/股, 设定了包括净资产收益率、利润总额、经济增加值等能够反映企业经营效益及效率的行权标准, 同时对激励对象个人设置了严密的绩效考核体系, 将充分调动核心经营管理团队的积极性, 有利于促进业务创新与拓展, 进而提高公司整体经营质效。
- **国内工程机械需求有望改善, 国际业务是行业中长期亮点。**随着各项稳增长措施的深入推进及替换需求的上升, 2024年国内工程机械行业整体需求有望边际改善。从中长期来看, 随着智能化、电动化、国际化等一系列战略的推进以及核心零部件自主化率的提升, 国内工程机械企业有望凭借技术、产品、服务等综合竞争优势重塑全球市场竞争格局, 不断提升市场份额。
- **研发投入力度加大, 巩固核心竞争力。**公司聚焦工程机械主业, 始终坚持加强核心技术攻关, 拥有中国土方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心, 构建了全球研发中心、产品研究院、零部件研究所、海外研究所等多位一体的研发体系。基于较强的技术创新能力, 公司核心零部件体系已在全价值链过程中形成, 能够为整机产品提供全套动力、传动、液压、控制和执行系统解决方案, 保障产业链供应链安全。
- **深耕国际化, 逐步进入高端市场。**公司是业内较早开展国际业务的企业之一, 目前已在海外设立了印度、波兰、巴西、印尼4家制造基地和印度、波兰、美国、英国4家海外研发机构, 并在重点国家相继新增成立泰国、中亚、西非、澳大利亚等公司, 近年来新增的118家经销商中约70%集中在核心市场, 业务基本覆盖国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区, 海外运营能力不断增强。2023H1, 公司海外业务收入同比增长57.64%至64.91亿元, 营收占比同比上升13.26个百分点至43.17%, 均创历史同期新高。上半年公司海外市场整机销量同比增长30%以上, 装载机、挖掘机两大拳头产品继续保持较好的增长势头, 5吨级电动装载机率先导入欧美市场。未来随着高端市场的进一步开拓, 国际业务有望成为公司重要的收入增长点。
- **盈利预测与投资评级:**维持此前的盈利预测, 预计公司2023-2025年EPS分别为0.50、0.71、0.92元, 以12月29日6.74元/股的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为13.48、9.49、7.33倍, 维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示:**市场竞争加剧导致公司业绩不达预期; 稳增长政策实施效果低于预期; 中美全面关系进一步恶化、地缘政治冲突加剧引致的市场风险; 国内外二级市场风险。

主要财务数据及预测

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26479.74	30112.37	34003.11	38086.57
增长率 (%)	-7.74%	13.72%	12.92%	12.01%
归属母公司股东净利润	599.33	981.43	1380.36	1788.38
增长率 (%)	-39.90%	63.76%	40.65%	29.56%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.71	0.92
市盈率(倍)	21.74	13.48	9.49	7.33

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 公司2023-2025年业绩系作者预测值, 估值指标以12月29日收盘价测算

目录

1、老牌工程机械企业，改革注入新活力	4
1.1 公司历史沿革与股权结构	4
1.2 顺应国企改革政策方向，柳工集团完成混改	5
1.3 吸收合并柳工有限，获得优质资产注入	7
1.4 出售柳工锐斯塔，进一步优化业务结构	10
2、推出股票期权激励计划，调动管理层积极性	11
3、2023 年前三季度业绩改善，盈利能力提升	12
4、稳增长加码，工程机械行业需求有望边际改善	15
5、注重研发创新，深入推进国际化战略	17
5.1 研发投入力度加大，巩固核心竞争力	17
5.2 深耕国际化，海外业务有望成为重要的收入增长点	18
6、盈利预测与投资评级	19
7、风险提示	19

图表目录

图 1：公司历史沿革与发展历程	4
图 2：公司股权结构情况	5
图 3：柳工集团两步无偿划转过程中公司股权变动（2020.7.30）	6
图 4：柳工有限引入战略投资者后公司股权结构图	7
图 5：公司产品线不断延伸	10
图 6：近年来公司营业收入变化情况（万元）	13
图 7：近年来公司归母净利润变化情况（万元）	13
图 8：近年来公司期间费用率变化情况	13
图 9：近年来公司毛利率/净利率变化情况	13
图 10：近年来公司收入构成情况	14
图 11：近年来公司毛利构成情况	14
图 12：近年来公司分项毛利率变化情况	14
图 13：近年来公司国内外业务毛利率变化情况	14
图 14：近年来 1-10 月挖掘机销量变化（台）	15
图 15：小松开工小时数月度变化情况（小时）	15
图 16：我国基建与房地产投资增速变化情况	16
图 17：近年来主要企业国内挖掘机销量变化情况（台）	16
图 18：近年来我国工程机械出口金额（亿美元）	17
图 19：近年来公司研发费用变化情况（万元）	18
图 20：近年来公司技术人员规模上升（人）	18

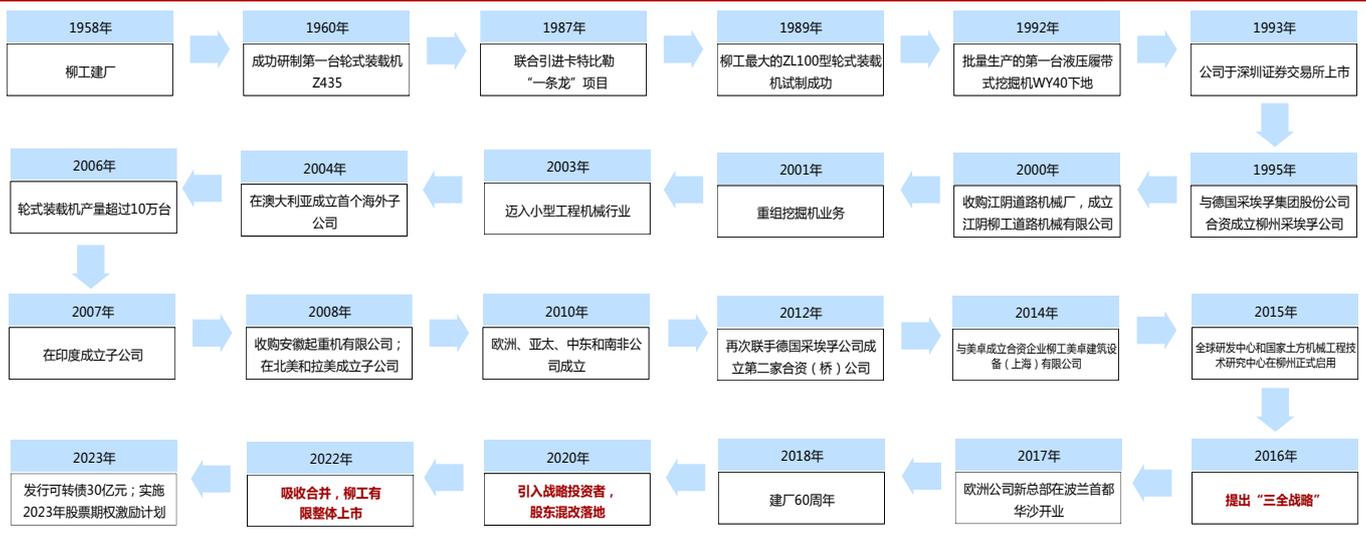
图 21：公司深度布局国际化	19
图 22：近年来公司海外收入及占比变化情况（万元）	19
表 1：吸收合并交易对价及交易完成后持股比例情况	8
表 2：吸收合并注入资产简要情况	8
表 3：公司向激励对象授予的股票期权分配情况	11
表 4：首次授予的股票期权行权期及各期行权时间安排及公司层面业绩考核指标	12
表 5：2023 前三季度中国工程机械主要出口区域情况	17
表 6：财务报表预测和估值数据汇总	20

1、老牌工程机械企业，改革注入新活力

1.1 公司历史沿革与股权结构

公司历史积淀深厚，自 1966 年推出第一台现代化轮式装载机后不断延伸产业链，逐步形成了铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工、养护机械、桩工机械等多种整机产品线。公司是业内较早开展国际业务的企业之一，2002 年提出“建设开放的、国际化的柳工”战略，通过导入国际先进的管理技术、与世界一流企业合资生产关键零部件等手段，塑造了具有优良口碑的世界级品牌，凭借技术优势逐步获得海外客户认可，成为行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。2022 年柳工有限实现整体上市，旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产的整体注入促使公司业务进一步向上下游延伸及横向拓展，产业布局进一步完善。

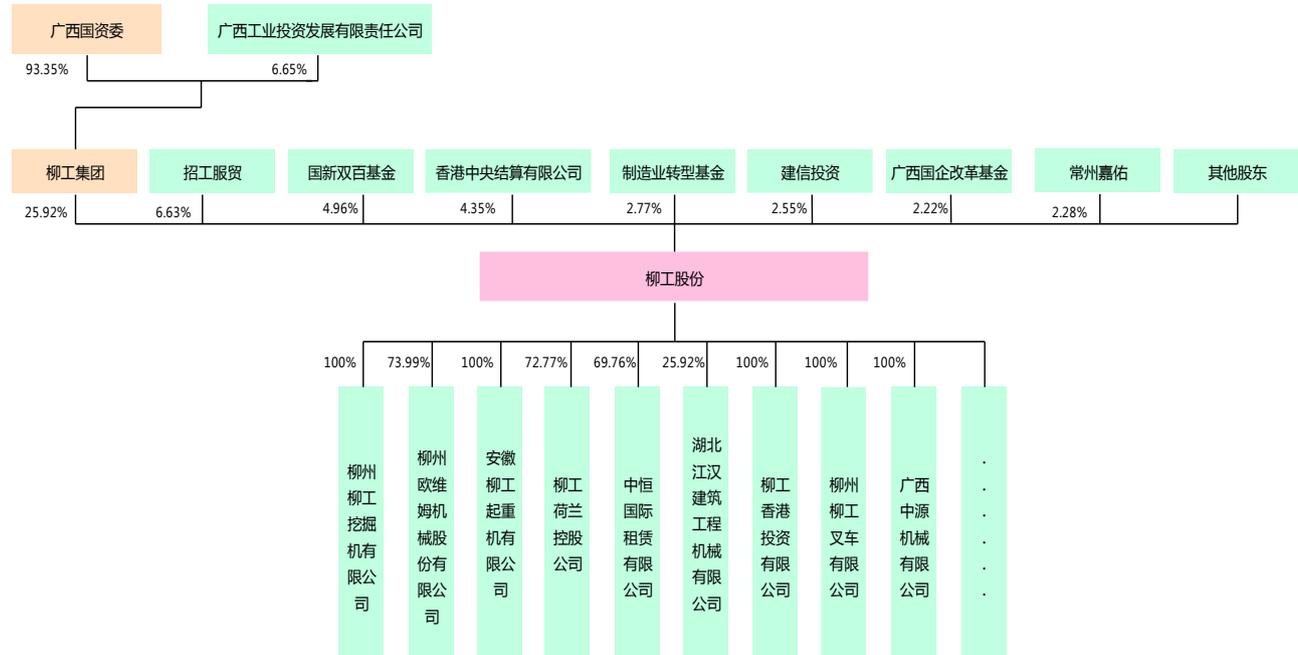
图 1：公司历史沿革与发展历程



资料来源：公司官网、国开证券研究部整理

截止到 2023 年 9 月 30 日，公司控股股东为柳工集团，持股比例为 25.92%，实际控制人为广西国资委。公司在柳工集团完成混改、吸收合并柳工有限后，公司股东层级较少，体制机制得到激活，治理结构得到优化，有利于公司市场竞争力提升。

图 2: 公司股权结构情况

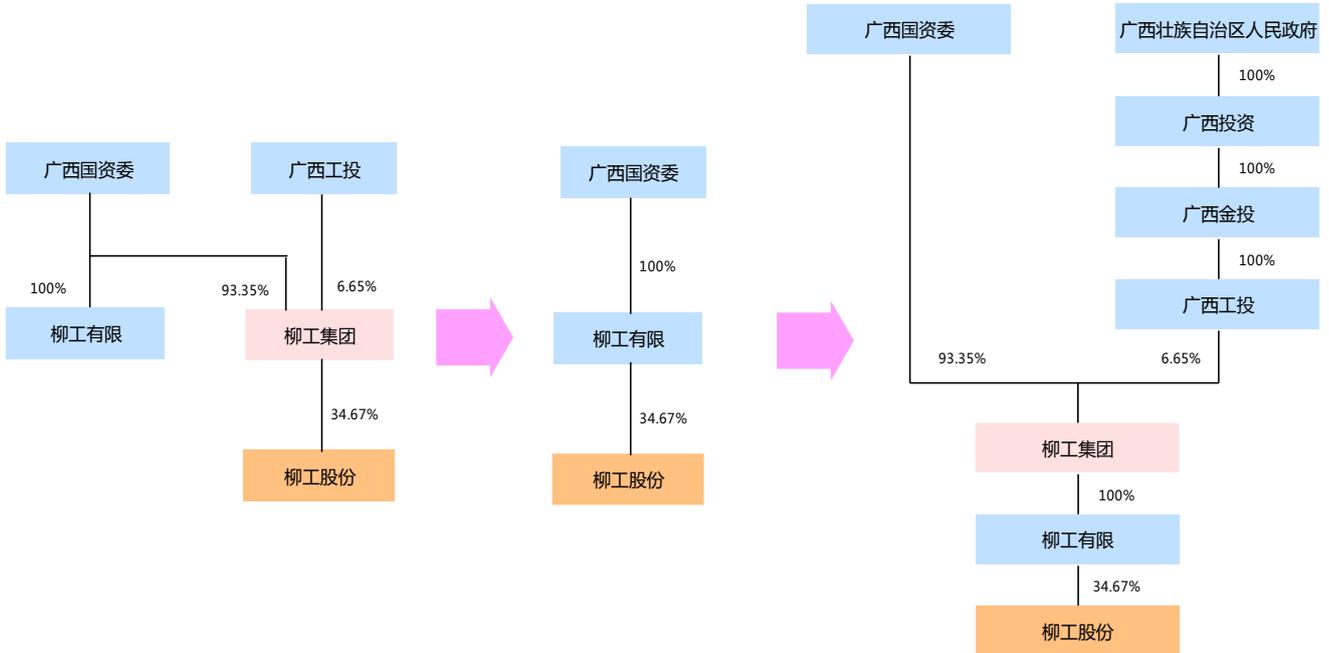


资料来源：公司公告、国开证券研究部

1.2 顺应国企改革政策方向，柳工集团完成混改

2019年，广西国资委印发《自治区国资委监管企业高质量发展三年行动方案（2019-2021年）》，明确提出了鼓励发展混合所有制经济，积极推进主业处于充分竞争行业和领域的国有企业混合所有制改革。柳工集团于2019年10月9日收到广西国资委下发的《自治区国资委关于广西柳工集团有限公司实施混合所有制改革有关事项的批复》（桂国资复[2019]148号），柳工集团混改实施方案获得广西国资委审批通过。2020年7月，柳工集团将其持有的公司股权无偿划转至其全资子公司柳工有限，与此同时广西国资委将其持有的柳工有限100%股权无偿划转至柳工集团，经过此次无偿划转后，公司控股股东变更为柳工有限，实际控制人仍为广西国资委，柳工集团成为公司的间接控股股东。

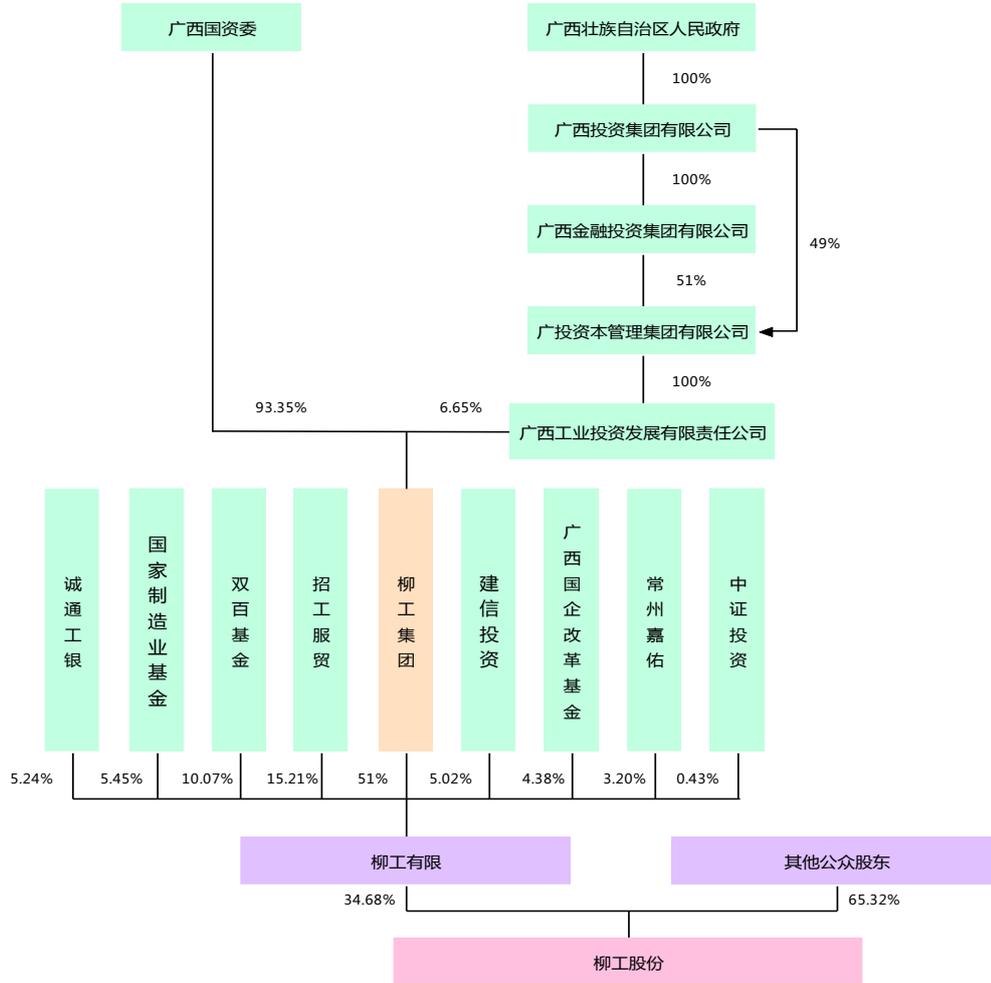
图 3: 柳工集团两步无偿划转过程中公司股权变动 (2020.7.30)



资料来源: 公司公告, 国开证券研究与发展部

柳工集团混合所有制改革涉及的增资扩股暨股权转让项目于 2020 年 9 月 27 日在北部湾产权交易所公开挂牌并于 2020 年 11 月 26 日挂牌期满, 遴选出广西招工服贸投资合伙企业(有限合伙)、国新双百壹号(杭州)股权投资合伙企业(有限合伙)、国家制造业转型升级基金股份有限公司、广西国有企业改革发展一期基金合伙企业(有限合伙)、建信金融资产投资有限公司、北京诚通工银股权投资基金(有限合伙)、中信证券投资咨询有限公司等 7 家战略投资者。2020 年 12 月 15 日柳工有限完成增资扩股, 7 家战略投资者及常州嘉佑企业管理合伙企业(有限合伙, 员工持股平台)参与本次增资扩股, 总投资金额 34.14 亿元。增资扩股完成后, 柳工集团对柳工有限的持股比例变更为 51%。

图 4: 柳工有限引入战略投资者后公司股权结构图



资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

1.3 吸收合并柳工有限，获得优质资产注入

为了进一步整合优势资源，2021年1月28日公司第八届董事会第三十次会议审议通过了《关于公司吸收合并广西柳工集团机械有限公司暨关联交易方案的议案》。2021年12月3日，中国证监会上市公司并购重组审核委员会召开2021年第32次并购重组委工作会议，对公司发行股份吸收合并广西柳工集团机械有限公司暨关联交易事项进行了审核，本次交易获得无条件通过。公司作为吸收合并方，通过向柳工有限的全体股东柳工集团、招工服贸、双百基金、国家制造业基金、诚通工银、建信投资、广西国企改革基金、常州嘉佑及中证投资发行股份，吸收合并柳工有限。本次交易资产作价742,844.93万元，发行价格为7.49元/股，发行股份数量为991,782,278股，由于柳工有限持有的公司股票注销，

实际新增股份数量为 480,150,815 股，柳工集团、7 家战略投资者、常州嘉佑成为公司的股东。

表 1: 吸收合并交易对价及交易完成后持股比例情况

交易对方	交易对价 (万元)	发行股份数量 (股)	吸收合并后持有公司股权比例
柳工集团	378,850.97	505,809,038	25.87%
招工服贸	112,999.70	150,867,425	7.72%
双百基金	74,784.58	99,845,895	5.11%
国家制造业基金	40,509.33	54,084,549	2.77%
诚通工银	38,910.27	51,949,632	2.66%
建信投资	37,311.22	49,814,716	2.55%
广西国企改革基金	32,514.06	43,409,966	2.22%
常州嘉佑	23,766.69	31,731,224	1.62%
中证投资	3,198.10	4,269,833	0.22%
合计	742,844.92	991,782,278	50.72%

资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

公司吸收合并柳工有限的资产交割日为 2021 年 12 月 31 日，双方于 2022 年 1 月 26 日签署《资产交割确认书》，柳工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务转移至柳工股份享有及承担，柳工有限持有柳州欧维姆机械股份有限公司、广西柳工农业机械股份有限公司、广西中源机械有限公司、柳工（柳州）压缩机有限公司及柳工建机江苏有限公司股权过户至公司名下，柳工有限通过将主业优质资产全部注入公司实现整体上市。

表 2: 吸收合并注入资产简要情况

公司名称	柳工有限持股比例	主营产品
中源机械	100%	主要包括工程机械零部件和工业机器人等智能装备
欧维姆	77.86%	主要包括欧维姆品牌的斜拉索系统、锚具等预应力产品及工程橡胶制品等
柳工农机	97.87%	主要包括甘蔗收获机及全程配套机具等农业机械
柳工压缩机	60.18%	主要包括移动式空气压缩机和活塞式压缩机（空气及特殊气体）等
柳工建机	100%	主要包括混凝土泵车、混凝土运输车、混凝土搅拌设备及工业制砂设备及配件等

资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

吸收合并事项完成前,公司主业为工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和服务,装载机、挖掘机是公司的核心业务。尽管公司装载机市场占有率连续多年稳居国内第一梯队,挖掘机国内市占率不断提升,但由于工程机械周期性相对较强导致公司收入呈现一定的波动性。随着柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产的整体注入,公司主营业务进一步向上下游延伸及横向拓展,有利于优化产业结构、完善产业布局。一方面,公司工程机械业务规模效应将进一步显现,盈利能力有望提升。另一方面,公司通过优良的管理经验与激励机制,充分发挥上市公司的平台和渠道优势,有利于提升欧维姆、柳工农机、柳工建机等公司的经营效率,非周期类业务的拓展也将增强公司抵御周期风险的能力。

2023年以来,公司核心业务工程机械国内需求持续低迷,公司一方面重点发展装载机、挖掘机等土方机械优势产品,充分发挥矿山机械与土石方机械的产业协同,通过国四产品全面推广、电动产品领跑赛道以及渠道升级等多重措施,实现工程机械产品销量增速整体跑赢行业,2023年上半年,大型装载机销量同比增长50%,电动装载机销量同比增长37%且市占率稳居国内首位;挖掘机销量增速优于行业23.5个百分点,市占率提升3.6个百分点。另一方面,公司积极拓展弱周期和非工程机械业务,工业车辆、预应力机械等业务发展势头良好,在一定程度上平滑了工程机械业务的周期性波动。2023H1,公司土石方机械业务收入同比增长3.15%至85.73亿元;其他工程机械及零部件业务收入同比增长22.81%至50.47亿元;预应力机械收入同比增长4.47%至11.46亿元,主要分项业务均实现了稳定增长,业务整合效果开始显现。

图 5: 公司产品线不断延伸



资料来源: 公司公告、公司官网, 国开证券研究部

1.4 出售柳工锐斯塔, 进一步优化业务结构

公司董事会于 2023 年 9 月 28 日召开的临时会议审议通过了《关于柳工锐斯塔机械有限责任公司出售资产的议案》, 同意全资子公司锐斯塔以 2.12 亿兹罗提(折算人民币 3.60 亿元)向波兰 HSW 公司出售其主要生产性资产, 将波兰制造业务转移到国内基地进行整合。公司于 2012 年全资收购了波兰 HSW 公司旗下民用工程机械业务及其全资子公司 Dressta, 成立锐斯塔成功打造全球领先的全系列推土机产品线。受多重因素影响, 锐斯塔自收购后经营效果未达预期, 叠加近年来周边地缘政治影响导致成本大幅度上升, 亏损进一步加剧。通过本次资产出售, 一方面将增厚公司当期利润; 另一方面, 将 Dressta 产品制造业务转移至国内可降低推土机产品 30%以上综合制造成本, 有利于提升公司推土机业务的市场竞争力, 进而提升公司整体盈利能力。

2、推出股票期权激励计划，调动管理层积极性

公司分别于 2023 年 4 月 25-26 日、2023 年 5 月 16 日审议通过了《关于公司 2023 年股票期权激励计划(草案)及其摘要的议案》、《关于公司 2023 年股票期权激励计划(草案修订稿)及其摘要的议案》等相关议案。2023 年 6 月 25 日，公司召开第九届董事会第十二次(临时)会议，同意对首次授予激励对象名单和授予权益数量、行权价格进行调整，并同意以 2023 年 6 月 26 日为首次授予日，向符合授予条件的 974 名激励对象授予 5314 万份股票期权，占授予权益量的 90.77%，行权价格为 7.10 元/股。预留部分股票期权数量为 540 万份，占授予权益量的 9.23%。

表 3: 公司向激励对象授予的股票期权分配情况

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
曾光安	党委书记、董事长、首席执行官	210.736	3.60%	0.11%
黄海波	党委副书记、副董事长、执行董事	127.0614	2.17%	0.07%
文武	执行董事、高级副总裁	158.8268	2.71%	0.08%
黄祥全	高级副总裁	133.2596	2.28%	0.07%
俞传芬	高级副总裁	127.0614	2.17%	0.07%
罗国兵	高级副总裁	120.8633	2.06%	0.06%
袁世国	副总裁	92.9718	1.59%	0.05%
朱斌强	副总裁	83.6746	1.43%	0.04%
肖小磊	副总裁	83.6746	1.43%	0.04%
潘恒亮	副总裁	69.7288	1.19%	0.04%
黄华琳	董事会秘书	64.3055	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 963人)		4041.5208	69.04%	2.07%
预留股数		540.0991	9.23%	0.28%
合计		5853.7837	100.00%	3.00%

资料来源：公司公告，国开证券研究部

公司于 2023 年 7 月 13 日已办理完成了 2023 年股票期权激励计划首次授予股票期权的授予登记工作，自授予完成日起满 24 个月后，激励对象应在未来 36 个月内分三期行权，行权比例分别 40%、30%、30%。行权条件方面，公司结合了国有企业市场实践以及自身发展特点，设定了包括净资产收益率、利润总额、经济增加值等能够反映企业经营效益及效率的标准，作为股票期权行权的公司层面业绩考核指标。此外，公司对激励对象个人还设置了严密的绩效考核体系，根据激励对象前一年度绩效考评结果，确定激励对象个人是否达到可行权的条件。公司推出激

励计划并设定合理科学的业绩考核指标体系，将充分调动核心经营管理团队的积极性，有利于促进业务创新与拓展，加速实现战略转型，进而提高公司整体经营质效。

表 4：首次授予的股票期权行权期及各期行权时间安排及公司层面业绩考核指标

行权期	时间安排	行权比例	业绩考核指标
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	40%	2024 年归母净资产收益率不低于 6.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；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）；2024 年经济增加值不低于 5.0 亿或达到集团下达的目标值。
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	30%	2025 年归母净资产收益率不低于 6.5%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；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）；2025 年经济增加值不低于 6.0 亿或达到集团下达的目标值。
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	30%	2026 年归母净资产收益率不低于 7.0%，且不低于同行业平均业绩（或者对标公司 75 分位值）；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）；2026 年经济增加值不低于 7.0 亿或达到集团下达的目标值。

资料来源：公司公告，国开证券研究部

注：在剔除了变动幅度异常样本后，选取三一重工、中联重科、徐工机械、山河智能等 24 家专用设备制造业上市公司作为本次期权激励计划行权的业绩考核指标对标公司。

3、2023 年前三季度业绩改善，盈利能力提升

近年来工程机械行业收入占公司营业收入比重始终维持在 90%以上，因此公司经营业绩变化与工程机械行业景气度高度相关。自 2016 年四季度开始，由于此前连续 5 年左右的行业低迷导致的销售低基数叠加替换周期来临，工程机械前端产品挖掘机销售量开始强势反弹，公司营业收入进入上行通道并于 2021 年达到 287.01 亿元的高点。从归母净利润角度来看，受项目开工低于市场预期、房屋新开工面积同比下降等多重因素影响，国内工程机械需求自 2021 年二季度开始较前期有所弱化，叠加成本上升影响，公司 2021 年归母净利润同比下降 25.24%至 9.95 亿元，2022 年归母净利润同比下降 39.79%至 5.99 亿元，公司盈利能力承压。2023 年以来，公司通过加大海外市场开拓力度、拓展弱周期和非工程机械业务等措施，前三季度实现营业收入 211.14 亿元，同比增长 5.39%；归母净利润 8.26 亿元，同比增长 41.00%，公司业绩边际改善。

图 6: 近年来公司营业收入变化情况 (万元)



图 7: 近年来公司归母净利润变化情况 (万元)



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

2023 年前三季度期间费用率上升，盈利能力提升。近年来公司期间费用控制能力有所提升，2022 年公司期间费用率为 12.75%，为 2013 年以来最低点。2023 年前三季度，公司期间费用率同比上升 2.09 个百分点至 14.21%，其中，销售费用率同比上升 0.88 个百分点至 7.56%；管理费用率同比上升 0.03 个百分点至 2.73%；研发费用率同比上升 0.64 个百分点至 3.23%；财务费用率同比上升 0.54 个百分点至 0.69%。2023 年前三季度，公司综合毛利率同比上升 4.38 个百分点至 20.65%。目前公司国内业务毛利率水平低于国际业务，但随着产品结构的持续优化和调整，公司第三季度国内业务毛利率有所改善。2023 年前三季度，公司净利率同比上升 0.90 个百分点至 3.94%，随着公司全产业链降本以及非工程机械业务规模化效果的逐步显现，公司盈利能力有望稳步提升。

图 8: 近年来公司期间费用率变化情况

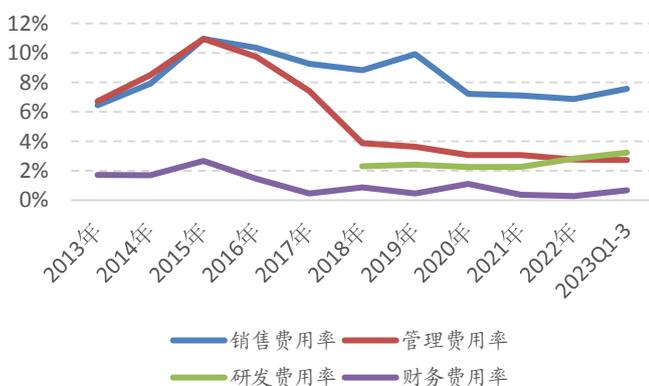


图 9: 近年来公司毛利率/净利率变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

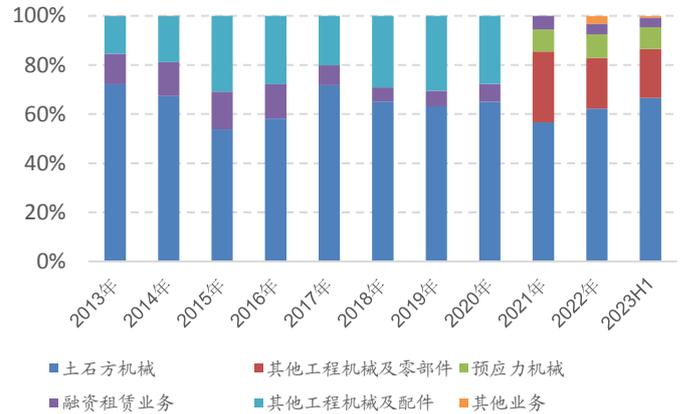
资料来源: Wind、国开证券研究部

从历史上看，土石方机械是公司最主要的收入及利润来源，2023H1收入及毛利占比分别为57.02%、66.54%，随着公司其他工程机械及零部件、以及预应力机械业务的发展，近年来公司土石方机械收入占比有所降低。2023H1，公司其他工程机械及零部件、预应力业务毛利占比分别为20.02%、8.77%。

图 10: 近年来公司收入构成情况



图 11: 近年来公司毛利构成情况



资料来源: Wind、国开证券研究部
注: 自 2021 年起公司分产品统计口径变化

资料来源: Wind、国开证券研究部

从毛利率角度来看，2023H1公司土石方机械、其他工程机械及零部件、预应力机械、融资租赁业务毛利率分别为23.5%、12.53%、23.16%、44.16%，同比分别变化7.1、0.3、2.8、-5.5个百分点。其中，融资租赁业务在公司分项业务中毛利率较高，其他工程机械及零部件业务毛利率相对较低。

图 12: 近年来公司分项毛利率变化情况

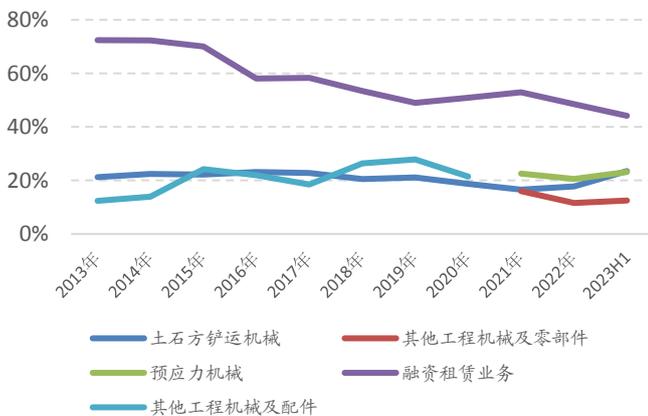
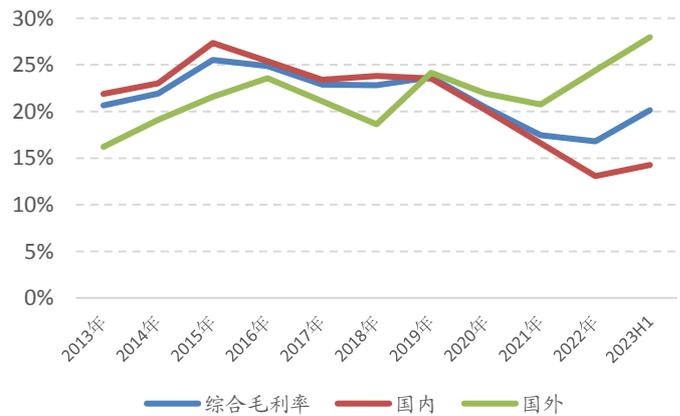


图 13: 近年来公司国内外业务毛利率变化情况



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

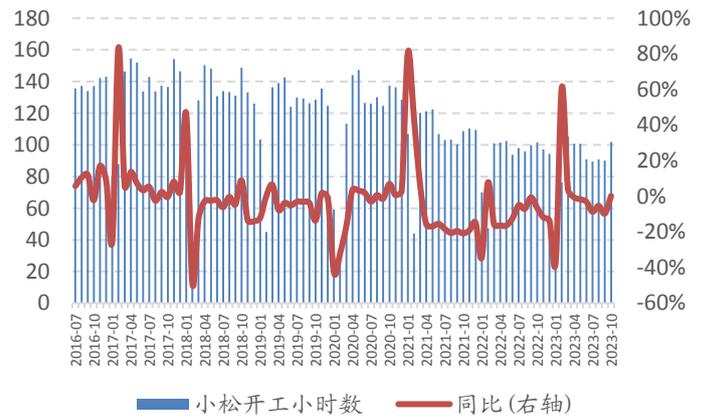
4、稳增长加码，工程机械行业需求有望边际改善

2023 年国内工程机械仍处于下行周期，市场需求相对不足。工程机械主要应用于基建、房地产、矿山开采等领域，行业景气度与宏观经济形势高度相关。受宏观经济下行压力加大、房地产市场持续低迷等因素影响，2023 年以来我国工程机械行业仍处于下行调整周期。根据中国工程机械工业协会（CCMA）数据，2023 年 1-10 月纳入统计的主机制造企业挖掘机销量同比下降 26%至 16.34 万台，国内市场销量同比下降 43%至 13.13 万台；装载机销量同比下降 15.5%至 8.56 万台，国内市场销量同比下降 30.3%至 4.58 万台；平地机销量同比下降 7.39%至 5550 台，国内市场销量同比下降 17.41%至 811 台，国内工程机械需求延续了较为的态势。2023 年 1-10 月小松开工小时数(中国地区)累计同比下降 2.4%至 889.6，为 2010 年以来同期最低值，作为工程机械前端产品，挖机有效开工率明显不足从侧面反映了当前国内工程机械需求仍然相对较弱。

图 14: 近年来 1-10 月挖掘机销量变化 (台)



图 15: 小松开工小时数月度变化情况 (小时)



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

资料来源: 小松官网、国开证券研究与发展部

2024 年国内工程机械需求有望改善，挖机替换周期有望开启。2023 年四季度我国增发 1 万亿元国债，其中今年使用 5000 亿元，2024 年使用 5000 亿元，集中力量支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力，随着基建重大项目、重点工程的加速推进，2024 年我国基建投资有望稳步向上。在房地产市场的持续低迷的背景下，“认房不认贷”、首套房存量贷款利率下调等一系列支持政策的密集出台，随着未来保交楼推进、融资

端支持、保障房、城中村改造加快，房地产销售与投资均有望在 2024 年触底企稳，有利于拉动国内工程机械行业需求改善。此外，国内挖掘机销售景气周期始于 2016 年四季度，挖掘机使用寿命为 8 年左右，在开工率提升的前提下，2024 年挖掘机替换需求有望提升，并逐步传导至其余后端工程机械品种。

图 16: 我国基建与房地产投资增速变化情况



图 17: 近年来主要企业国内挖掘机销量变化情况 (台)



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

资料来源: CCMA、国开证券研究与发展部

海外出口保持较强韧性,国内企业有望重塑全球竞争格局。2023 年以来,尽管全球经济放缓、海外市场环境日趋复杂对我国部分工程机械产品出口市场产生了一定的影响,但在产品竞争力日益提升的背景下,我国工程机械出口市场仍呈现稳定增长的态势。根据海关总署数据,2022 年我国工程机械产品出口金额同比增长 30.2%至 443.02 亿美元,规模创历史新高。2023 年 1-10 月出口金额同比增长 11.8%至 408.17 亿美元。近年来国内部分龙头企业瞄准欧美高端市场,不断完善渠道布局,同时加大研发投入力度,提速国际产品开发,聚焦产品高端化升级、经营质效的提升,根据 CCMA 数据,近四年前三季度我国工程机械欧美地区出口复合增速超过 20%。尽管部分品种、部分区域出口受需求变化及基数原因影响短期出现了一定的波动,但从中长期来看,随着智能化、电动化、国际化等一系列战略的推进以及核心零部件自主化率的提升,国内工程机械企业有望凭借技术、产品、服务等综合竞争优势重塑全球市场竞争格局,不断提升市场份额。

图 18: 近年来我国工程机械出口金额 (亿美元)



表 5: 2023 前三季度中国工程机械主要出口区域情况

国家 (地区)	出口额 (亿美元)	同比	占比	近四年前三季度复合增速
美国	33.33	-3.36%	8.98%	23.82%
欧盟及英国	49.68	2.59%	13.39%	31.32%
东盟	54.52	-10.20%	14.69%	25.77%
俄罗斯联邦	45.59	104.40%	12.28%	73.53%
印度	12.81	20.95%	3.45%	36.20%
非洲拉美	66.66	12.47%	17.96%	43.41%
其他	108.54	22.26%	29.25%	31.91%
合计	371.13	13.90%	100%	35.08%

资料来源: 海关总署、国开证券研究与发展部

资料来源: CCMA、国开证券研究与发展部

5、注重研发创新，深入推进国际化战略

5.1 研发投入力度加大，巩固核心竞争力

公司聚焦工程机械主业，始终坚持加强核心技术攻关，近年来公司技术人员规模呈现上升趋势。2023 前三季度公司研发费用同比大幅增长 31.45% 至 6.83 亿元，彰显了对于研发的重视程度。公司近年来逐步形成了完善的研发体系，拥有中国土方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心，构建了全球研发中心、产品研究院、零部件研究所、海外研究所等多位一体的研发机构，不断探索智能化、电动化、大数据等前沿科技，实现核心零部件技术的自主可控，有效解决了众多卡脖子问题。2023 年上半年公司共计发布 76 款整机新产品，进一步扩大特殊市场、细分市场的产品覆盖能力，电动化动力及电池技术、挖掘机运动控制技术、多款控制平台等研发取得重大进展。核心零部件自主化率提升是我国工程机械企业进一步建立国际竞争优势的重要前置条件，基于较强的技术创新能力，公司核心零部件体系已在全价值链过程中形成，能够为整机产品提供全套动力、传动、液压、操控和执行系统解决方案，保障产业链供应链安全。

图 19: 近年来公司研发费用变化情况 (万元)

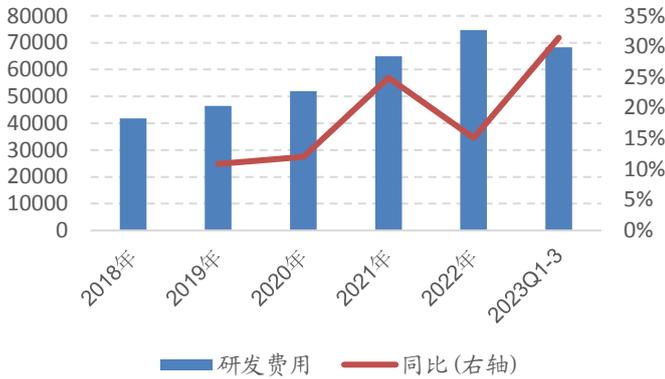


图 20: 近年来公司技术人员规模上升 (人)



资料来源: Wind、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

5.2 深耕国际化，海外业务有望成为重要的收入增长点

公司是业内较早开展国际业务的企业之一，目前进入深度国际化阶段，已在海外设立了印度、波兰、巴西、印尼 4 家制造基地和印度、波兰、美国、英国 4 家海外研发机构，并在重点国家相继新增成立泰国、中亚、西非、澳大利亚等公司，近年来新增的 118 家经销商中约 70%集中在核心市场，业务基本覆盖国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区，海外运营能力不断增强。2023H1，公司海外业务收入同比增长 57.64%至 64.91 亿元，营收占比同比上升 13.26 个百分点至 43.17%，均创历史同期新高。得益于区域、产品结构优化，公司海外业务毛利率同比上升 7.73 个百分点至 27.97%。2023 年上半年公司海外市场整机销量超 1.5 万台，同比增长 30%以上，装载机、挖掘机两大拳头产品继续保持较好的增长势头，5 吨级电动装载机率先导入欧美高端市场。公司深耕海外市场多年，未来随着高端市场的进一步开拓，国际业务有望成为重要的收入增长点。

图 21: 公司深度布局国际化



图 22: 近年来公司海外收入及占比变化情况 (万元)



资料来源: 公司官网、国开证券研究部

资料来源: Wind、国开证券研究部

6、盈利预测与投资评级

维持此前的盈利预测, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.50、0.71、0.92 元, 以 12 月 29 日 6.74 元/股的收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为 13.48、9.49、7.33 倍, 维持公司“推荐”的投资评级。

7、风险提示

市场竞争加剧导致公司业绩不达预期; 稳增长政策实施效果低于预期; 中美全面关系进一步恶化、地缘政治冲突加剧引致的市场风险; 国内外二级市场风险。

表 6: 财务报表预测和估值数据汇总

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26480	30112	34003	38087	货币资金	7235	9170	10886	13344
%同比增速	-7.74%	13.72%	12.92%	12.01%	交易性金融资产	30	80	110	140
营业成本	22031	24054	26965	30074	应收账款及应收票据	7826	8539	9074	9527
毛利	4449	6058	7038	8013	存货	7988	9029	9752	10629
%营业收入	16.80%	20.12%	20.70%	21.04%	预付账款	382	409	455	511
税金及附加	128	163	172	195	其他流动资产	6041	6089	6257	6416
%营业收入	0.48%	0.54%	0.50%	0.51%	流动资产合计	29502	33315	36533	40567
销售费用	1821	2228	2448	2666	长期股权投资	688	728	738	763
%营业收入	6.88%	7.40%	7.20%	7.00%	投资性房地产	235	286	297	303
管理费用	733	828	884	952	固定资产合计	4902	4955	5080	5210
%营业收入	2.77%	2.75%	2.60%	2.50%	无形资产	1515	1490	1554	1608
研发费用	747	994	1088	1143	商誉	167	167	167	167
%营业收入	2.82%	3.30%	3.20%	3.00%	递延所得税资产	910	910	910	910
财务费用	75	81	103	130	其他非流动资产	4340	4516	4712	4921
%营业收入	0.28%	0.27%	0.30%	0.34%	资产总计	42258	46366	49990	54448
资产减值损失	-206	-221	-240	-236	短期借款	4889	6458	6958	7758
信用减值损失	-360	-450	-508	-569	应付票据及应付账款	9817	10215	10564	11206
其他收益	290	132	136	152	预收账款	42	51	53	61
投资收益	80	39	51	57	应付职工薪酬	398	417	474	527
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	297	331	345	404
公允价值变动收益	0	15	10	10	其他流动负债	6045	6042	6484	6764
资产处置收益	18	14	18	20	流动负债合计	21488	23514	24878	26720
营业利润	768	1295	1809	2362	长期借款	1560	1360	1760	2160
%营业收入	2.90%	4.30%	5.32%	6.20%	递延所得税负债	62	1062	1332	1502
营业外收支	22	15	17	19	应付债券	53	65	68	70
利润总额	790	1310	1826	2381	其他非流动负债	1919	2054	2052	2050
%营业收入	2.98%	4.35%	5.37%	6.25%	负债合计	25083	28055	30090	32502
所得税费用	143	275	366	485	归属于母公司的所有者权益	15747	16830	18339	20278
净利润	647	1035	1460	1896	少数股东权益	1427	1481	1560	1668
%营业收入	2.44%	3.44%	4.29%	4.98%	股东权益	17175	18311	19900	21946
归属于母公司的净利润	599	981	1380	1788	负债及股东权益	42258	46366	49990	54448
%同比增速	-39.90%	63.76%	40.65%	29.56%					
少数股东损益	48	53	80	108					
					基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
					EPS (元)	0.31	0.50	0.71	0.92
					BPS (元)	8.07	8.63	9.40	10.39
					PE (倍)	21.74	13.48	9.49	7.33
					PB (倍)	0.84	0.78	0.72	0.65
					EV/EBITDA (倍)	8.01	6.19	4.89	3.72
					ROE	3.81%	5.83%	7.53%	8.82%

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

注: 公司 2023-2025 年业绩系作者预测值, 估值指标以 12 月 29 日收盘价计算

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士，对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至于公司研究与发展部担任行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

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

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层