

柳工 (000528.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

盈利能力提升，业绩符合预期

业绩简评

1月24日公司发布23年全年业绩预告，23年全年公司实现归母净利润8.09~9.59亿元（同比+35%~60%）、扣非后归母净利润为5.22~6.71亿元（同比+10%~42%）；其中Q4单季度实现归母净利润-0.17~1.32亿元，符合市场预期。

经营分析

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，预计23-25年公司净利率为3.0%/4.0%/5.0%。

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%。根据公告，23年公司海外收入同比增速超过30%，全年海外收入首次超过百亿元。

产品实现多元化发展，有望弱化周期影响。根据公告，公司积极推动公司多元化发展，高空作业车、工业车辆、预应力、后市场等弱周期、新战略性业务收入占比持续增长，有助于公司在国内行业下行阶段逐步弱化周期影响。

盈利预测、估值与评级

我们根据公告调整盈利预测，预计2023-2025年公司营业收入为281.97/313.67/356.76亿元，归母净利润为9.17/12.59/17.47亿元，对应PE为14/10/8X，维持“买入”评级。

风险提示

下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

机械组

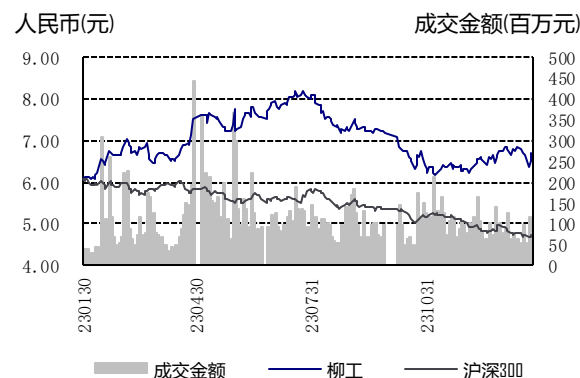
分析师：满在朋（执业S1130522030002）

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.68元

相关报告：

1.《柳工公司深度研究：国企改革焕发活力，出口表现亮眼》，2023.11.6



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	28,197	31,367	35,676
营业收入增长率	24.77%	-7.74%	6.49%	11.24%	13.74%
归母净利润(百万元)	995	599	917	1,259	1,747
归母净利润增长率	-25.24%	-39.79%	53.02%	37.29%	38.74%
摊薄每股收益(元)	0.675	0.307	0.470	0.645	0.895
每股经营性现金流净额	0.57	0.49	0.73	1.24	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.47%	3.81%	5.63%	7.38%	9.65%
P/E	11.43	19.18	14.34	10.45	7.53
P/B	0.74	0.73	0.81	0.77	0.73

来源：公司年报、国金证券研究所

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	28,197	31,367	35,676
增长率	24.8%	-7.7%	6.5%	11.2%	13.7%	
主营业务成本	-18,310	-23,686	-22,031	-22,803	-25,277	-28,667
%销售收入	79.6%	82.5%	83.2%	80.9%	80.6%	80.4%
毛利	4,692	5,015	4,449	5,394	6,091	7,009
%销售收入	20.4%	17.5%	16.8%	19.1%	19.4%	19.6%
营业税金及附加	-115	-127	-128	-152	-169	-178
%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	-2,171	-2,415	-2,747
%销售收入	7.2%	7.1%	6.9%	7.7%	7.7%	7.7%
管理费用	-705	-881	-733	-761	-847	-963
%销售收入	3.1%	3.1%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-520	-649	-747	-846	-1,004	-1,142
%销售收入	2.3%	2.3%	2.8%	3.0%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	1,691	1,318	1,021	1,464	1,655	1,979
%销售收入	7.4%	4.6%	3.9%	5.2%	5.3%	5.5%
财务费用	-256	-109	-75	-80	-124	-127
%销售收入	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-313	-410	-567	-761	-445	-175
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%	2.7%	1.3%	0.9%
营业利润	1,570	1,233	768	1,150	1,566	2,156
营业利润率	6.8%	4.3%	2.9%	4.1%	5.0%	6.0%
营业外收支	33	23	22	20	20	20
税前利润	1,602	1,256	790	1,170	1,586	2,176
利润率	7.0%	4.4%	3.0%	4.1%	5.1%	6.1%
所得税	-257	-238	-143	-213	-287	-390
所得税率	16.0%	19.0%	18.1%	18.2%	18.1%	17.9%
净利润	1,345	1,018	647	957	1,299	1,787
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	917	1,259	1,747
净利率	5.8%	3.5%	2.3%	3.3%	4.0%	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	957	1,299	1,787
少数股东损益	14	22	48	40	40	40
非现金支出	692	940	1,203	1,419	1,218	1,064
非经营收益	-54	-33	-41	147	282	303
营运资金变动	25	-1,078	-850	-1,090	-372	-201
经营活动现金净流	2,008	846	959	1,433	2,428	2,953
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	2,124	755	705
其他	-141	-1,482	-22	-622	-826	-1,042
筹资活动现金净流	-878	-2,666	456	1,502	-71	-337
现金净流量	857	-2,731	937	1,464	693	951

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	8,677	9,354	10,293
应收账款	5,282	7,458	9,150	9,345	9,608	10,012
存货	7,071	9,043	7,988	7,975	8,531	9,425
其他流动资产	5,473	5,806	5,130	5,047	5,109	5,184
流动资产	24,080	28,713	29,502	31,045	32,601	34,914
%总资产	70.8%	71.0%	69.8%	69.2%	68.9%	69.2%
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%	14.7%	15.6%	15.9%
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%	30.8%	31.1%	30.8%
资产总计	34,011	40,433	42,258	44,873	47,342	50,451
短期借款	8,936	6,023	7,337	6,884	7,639	8,344
应付款项	9,834	11,900	12,222	12,296	13,015	14,030
其他流动负债	1,133	1,016	1,928	1,719	1,844	2,037
流动负债	19,903	18,939	21,488	20,898	22,498	24,410
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	5,050	5,123	5,232
负债	22,098	24,291	25,083	27,108	28,781	30,803
普通股股东权益	11,457	15,380	15,747	16,298	17,053	18,101
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	7,349	8,104	9,152
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	44,873	47,342	50,451

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.902	0.675	0.307	0.470	0.645	0.895
每股净资产	7.762	10.426	8.055	8.353	8.740	9.277
每股经营现金净流	1.360	0.574	0.490	0.734	1.244	1.513
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.188	0.258	0.358
回报率						
净资产收益率	11.62%	6.47%	3.81%	5.63%	7.38%	9.65%
总资产收益率	3.91%	2.46%	1.42%	2.04%	2.66%	3.46%
投入资本收益率	6.68%	4.26%	3.19%	4.14%	4.45%	5.03%
增长率						
主营业务收入增长率	19.95%	24.77%	-7.74%	6.49%	11.24%	13.74%
EBIT 增长率	22.97%	-22.05%	-22.54%	43.38%	13.08%	19.53%
净利润增长率	30.87%	-25.24%	-39.79%	53.02%	37.29%	38.74%
总资产增长率	13.89%	18.88%	4.51%	6.19%	5.50%	6.57%
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	68.6	65.1	59.0
偿债能力						
净负债/股东权益	25.15%	15.37%	9.87%	13.42%	13.27%	11.34%
EBIT 利息保障倍数	6.6	12.1	13.6	18.4	13.4	15.6
资产负债率	64.97%	60.08%	59.36%	60.41%	60.79%	61.05%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-11-06	买入	6.34	7.86~7.86

来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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