



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 柳工 (000528): 持续优化产业布局, 海外渠道建设进一步完善

2024年4月3日

### 分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

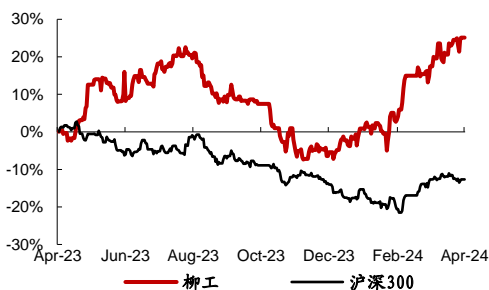
### 公司评级

当前价格:	8.59 元
上次评级:	推荐
本次评级:	推荐

### 公司基本数据

总股本 (百万股):	1951.22
流通股本 (百万股):	1413.73
流通 A 股市值 (亿元):	121.44
每股净资产 (元):	8.47
资产负债率 (%):	61.36

### 公司近一年股价与沪深 300 指数相对涨跌幅



数据来源: Wind

### 相关报告

- 公司近日发布2023年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入275.19亿元, 同比增长3.93%; 归母净利润8.68亿元, 同比增长44.80%; 利润分配预案为每10股派现2元(含税)。
- 综合毛利率提高, 期间费用率上升。2023年公司综合毛利率同比上升4.02个百分点至20.82%, 分行业来看, 工程机械板块毛利率同比上升4.12个百分点至19.91%; 预应力业务毛利率同比上升4.19个百分点至24.75%; 租赁业务毛利率同比减少1.47个百分点至45.56%。2023年公司期间费用率同比上升2.24个百分点至14.98%, 其中, 销售费用率同比上升1.30个百分点至8.18%; 管理费用率同比上升0.19个百分点至2.96%; 研发费用率同比上升0.47个百分点至3.29%; 财务费用率同比上升0.27个百分点至0.55%。2023年公司净利率同比上升0.98个百分点至3.42%, 盈利能力有所提升。
- 分项业务收入稳定增长, 持续优化产业布局。报告期内, 公司土石方机械营业收入同比增长2.24%至159.06亿元; 其他工程机械及零部件收入同比增长6.22%至88.18亿元; 预应力机械营业收入同比增长7.88%至22.43亿元; 租赁业务营业收入同比增长2.11%至5.51亿元。2023年国内工程机械仍处于下行周期, 此外, 受部分地区需求弱化及高基数因素影响, 出口市场增速出现放缓, 在此背景下公司加快产业结构调整, 不断丰富产品矩阵, 积极发展矿山机械、高空机械、农业机械、工业车辆等战略性新业务, 打造新的收入增长点。
- 巩固土方机械优势, 市占率行业领先。根据中国工程机械工业协会数据, 2023年纳入统计的企业挖掘机、装载机国内销量同比分别下降40.8%、30.1%。在行业相对低迷的背景下, 公司多措并举打造土方机械业务领域竞争优势。其中, 挖掘机业务在品牌、产品、营销等方面不断发力, 国内市场销量增速好于行业超20个百分点, 市占率同比提升3个百分点, 创历史最高水平; 装载机业务以客户需求为导向不断完善产品型谱, 国四产品策略有效落地, 市场份额持续保持领先, 电动装载机销量同比增长67%, 市占率稳居第一。
- 全面国际化战略深入推进, 海外收入创新高。近年来公司积极推进全价值链国际化和本地化运营, 在印度、波兰、巴西、阿根廷设立了四家海外制造基地, 拥有多家包含整机、服务、配件、培训能力的营销公司, 通过300多家经销商的2700多个网点为海外客户提供服务, 2023年新增39家经销商, 渠道覆盖率进一步提升, 澳洲子公司、中亚子公司、越南子公司、科特迪瓦子公司相继成立, 国际化战略进一步深化。凭借日趋完善的海外渠道布局以及“产品组合+解决方案”服务提供能力, 2023年公司海外收入同比增长41.18%至114.62亿元, 海外收入占比同比上升10.99个百分点至41.65%。

- 研发投入力度加大，关键技术取得突破。**2023年公司研发投入金额同比增长11.69%至10.47亿元，规模创历史新高，研发投入占营业收入的比例同比上升0.26个百分点至3.80%，研发人员数量占比同比上升2.17个百分点至11.76%，彰显了公司对于技术创新的重视程度。公司近年来逐步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，形成了覆盖中国、印度、英国、波兰、美国等国家的全球协同创新平台，在电动核心技术、装载机自主作业规划技术、预应力引领性关键技术等领域取得一系列突破，核心零部件自主研发能力增强，为公司产品结构优化升级提供支撑。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2024-2026年EPS分别为0.62、0.86、1.04元，以4月2日8.59元/股的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为13.85、9.99、8.26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；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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27519.12	30506.16	35162.03	40151.13
增长率(%)	3.93%	10.85%	15.26%	14.19%
归属母公司股东净利润	867.81	1201.88	1680.87	2032.14
增长率(%)	44.80%	38.50%	39.85%	20.90%
每股收益(元)	0.44	0.62	0.86	1.04
市盈率(倍)	19.52	13.85	9.99	8.26

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：公司2024-2026年业绩系作者预测值，估值指标以4月2日收盘价测算

**表：财务报表预测和估值数据汇总**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27519	30506	35162	40151	货币资金	10353	12986	15802	18729
%同比增速	3.93%	10.85%	15.26%	14.19%	交易性金融资产	133	183	213	243
营业成本	21790	24063	27550	31541	应收账款及应收票据	8305	8588	9107	9622
毛利	5729	6443	7612	8610	存货	8482	9032	9963	11147
%营业收入	20.82%	21.12%	21.65%	21.44%	预付账款	322	409	450	514
税金及附加	172	183	207	241	其他流动资产	5679	5814	5999	6272
%营业收入	0.63%	0.60%	0.59%	0.60%	流动资产合计	33275	37012	41533	46527
销售费用	2251	2288	2602	2891	长期股权投资	669	709	719	744
%营业收入	8.18%	7.50%	7.40%	7.20%	投资性房地产	325	366	366	369
管理费用	814	824	914	1004	固定资产合计	6120	6450	6894	7337
%营业收入	2.96%	2.70%	2.60%	2.50%	无形资产	1451	1472	1565	1657
研发费用	907	1007	1125	1205	商誉	165	165	165	165
%营业收入	3.29%	3.30%	3.20%	3.00%	递延所得税资产	1010	1010	1010	1010
财务费用	152	233	256	285	其他非流动资产	3563	3710	3707	3699
%营业收入	0.55%	0.76%	0.73%	0.71%	<b>资产总计</b>	<b>46578</b>	<b>50893</b>	<b>55961</b>	<b>61507</b>
资产减值损失	-254	-219	-236	-230	短期借款	6974	9243	11043	12743
信用减值损失	-531	-475	-500	-571	应付票据及应付账款	11369	12196	13209	14431
其他收益	240	183	211	241	预收账款	53	61	67	78
投资收益	102	107	105	120	应付职工薪酬	482	475	558	643
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	318	336	395	450
公允价值变动收益	6	15	10	10	其他流动负债	3078	2913	3161	3413
资产处置收益	180	122	141	161	流动负债合计	22274	25223	28433	31758
<b>营业利润</b>	<b>1177</b>	<b>1642</b>	<b>2238</b>	<b>2716</b>	长期借款	1257	1057	1457	1857
%营业收入	4.28%	5.38%	6.36%	6.77%	递延所得税负债	3001	3501	3301	3101
营业外收支	33	38	44	50	应付债券	47	65	68	70
<b>利润总额</b>	<b>1209</b>	<b>1680</b>	<b>2282</b>	<b>2767</b>	其他非流动负债	2002	2051	2049	2047
%营业收入	4.39%	5.51%	6.49%	6.89%	<b>负债合计</b>	<b>28581</b>	<b>31898</b>	<b>35308</b>	<b>38833</b>
所得税费用	268	397	507	627	归属于母公司的所有者权益	16532	17449	19012	20926
净利润	942	1284	1775	2140	少数股东权益	1464	1546	1641	1748
%营业收入	3.42%	4.21%	5.05%	5.33%	<b>股东权益</b>	<b>17997</b>	<b>18996</b>	<b>20653</b>	<b>22674</b>
归属于母公司的净利润	868	1202	1681	2032	<b>负债及股东权益</b>	<b>46578</b>	<b>50893</b>	<b>55961</b>	<b>61507</b>
%同比增速	44.80%	38.50%	39.85%	20.90%					
少数股东损益	74	82	94	108					
					<b>基本指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
					EPS (元)	0.44	0.62	0.86	1.04
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	BPS (元)	8.47	8.94	9.74	10.72
经营活动现金流净额	1629	1992	2153	2398	PE (倍)	19.52	13.85	9.99	8.26
投资活动现金流净额	-504	-628	-560	-522	PB (倍)	1.01	0.96	0.88	0.80
筹资活动现金流净额	1537	1270	1222	1051	EV/EBITDA (倍)	7.97	7.11	5.44	4.39
现金净流量	2677	2634	2815	2927	ROE	5.25%	6.89%	8.84%	9.71%

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：公司 2024-2026 年业绩系作者预测值，估值指标以 4 月 2 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