

柳工 (000528)

电动化小微挖引领工程机械电动化浪潮

买入 (维持)

2024年08月01日

证券分析师 周尔双

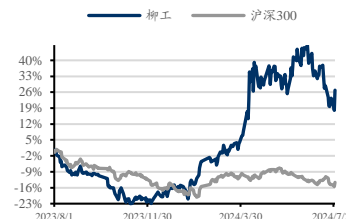
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26480	27519	30657	35433	41666
同比 (%)	(7.74)	3.93	11.40	15.58	17.59
归母净利润 (百万元)	599.33	867.81	1,456.28	1,938.38	2,727.72
同比 (%)	(39.90)	44.80	67.81	33.10	40.72
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.30	0.44	0.74	0.98	1.38
P/E (现价&最新摊薄)	36.02	24.88	14.82	11.14	7.91

股价走势



投资要点

- **电动化浪潮已至,小微挖引领挖掘机电动化。**目前的工程机械板块正处在电动化起量关键阶段。挖掘机由于兼具输运功能与机器人功能的复杂属性,成为当前全工程机械板块电动化的焦点。**电动工程机械中,由于经济效益更显著、作业场景更贴合电动化,中小型设备的渗透率明显较高。(1)经济效益:工程机械电动化的重要逻辑。**目前三电技术并未实现在持续较高负载工况下保持稳定的功率输出,中大型工程机械大多使用传统液压传动,整机能量转换率不到40%,对电池提出较高需求,提高购置成本,影响经济性。**(2)作业场景:工程机械电动化的必要条件。**小挖作业场景比较灵活,下游客户对经济性较敏感;而中大型工程机械多用于矿山、大型基建和土方工程等,此类场景利润率较高,客户对经济性反应不敏感,路径依赖较强,短期内不具备电动化渗透条件。
- **当前时点小微挖电动化趋势明显,公司顺势进军电动化小微挖。**契合电动化浪潮,柳工当前已推出3款小微挖产品。**(1)9017FE:**机重1.75吨,功率10kW(同吨位油挖11.8kW),斗杆/铲斗最大挖掘力分别为9/16kN,与同吨位油挖一致;核心三电系统免维护,充电1.5h,续航3-5h;**(2)9027FE:**机重2.75吨,功率16.5kW(同吨位油挖15.2kW),斗杆/铲斗最大挖掘力分别为12/20kN,与同吨位油挖一致;充电1.5h,续航3-5h;**(3)906FE:**机重6.16吨,功率50kW(同吨位油挖36kW),斗杆/铲斗最大挖掘力分别为31/41kN,与同吨位油挖一致;核心动力强劲,大扭矩高效率电机+大容量电池,充电1.5h,续航6-8h。**公司电动化积淀深厚、电动小微挖产品技术已趋于成熟,性能对标同吨位油挖。**
- **沿袭电动装载机发展路径,电动挖掘机成电动化后起之秀。**挖掘机与装载机在技术难度与作业场景上存在区别。电动化过程中装载机由于技术瓶颈较少、作业场景适配,自2024年以来率先进入电动化快速起量之路。**公司凭借自身油挖龙头地位以及海内外成熟的经销渠道,迅速成为全球电装龙头。**我们认为小微挖在成长路径上与装载机类似:公司挖掘机市占率快速提升,2023年市占率达9.7%,同比+4.5pct,预计2024年市占率将维持同比+4~5pct增速,已成为国内挖机龙头企业之一,而**小微挖是公司主要挖机产品。**因此我们认为公司电动化小微挖将借鉴电动装载机的成长之路,凭借公司小微挖高市占率与高成长性以及小微挖独特的经济性、电动化特性,即将进入电动化小微挖渗透率S型曲线快速上升期,迎来电动化小微挖快速放量。
- **盈利预测与投资评级:**公司是国内土方机械龙头企业,受益工程机械电动化趋势与电动化装载机、小微挖等产品快速放量。我们维持原有测算,预测公司2024-2026年归母净利润分别为14.6/19.4/27.3亿元,当前市值对应2024年-2026年PE分别为15/11/8倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**国内行业需求回暖不及预期、电动化渗透率不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

市场数据

收盘价(元)	10.04
一年最低/最高价	6.15/11.85
市净率(倍)	1.16
流通A股市值(百万元)	14,464.53
总市值(百万元)	19,869.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.67
资产负债率(% ,LF)	60.51
总股本(百万股)	1,978.99
流通A股(百万股)	1,440.69

相关研究

- 《柳工(000528): 2024年半年度业绩预告点评: Q2业绩符合预期,电动化出海逻辑持续验证》
2024-07-15
- 《柳工(000528): 混改释放利润弹性,国际化&电动化助力开启新征程》
2024-06-08

柳工三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33,275	41,079	31,452	39,238	营业总收入	27,519	30,657	35,433	41,666
货币资金及交易性金融资产	10,486	10,288	17,276	19,117	营业成本(含金融类)	21,790	24,132	27,652	32,158
经营性应收款项	8,784	13,897	5,352	8,389	税金及附加	172	184	213	250
存货	8,482	10,941	4,179	6,480	销售费用	2,251	2,545	2,906	3,375
合同资产	208	250	96	151	管理费用	814	950	1,098	1,292
其他流动资产	5,315	5,703	4,548	5,102	研发费用	907	1,073	1,205	1,417
非流动资产	13,303	12,870	12,356	11,850	财务费用	152	238	245	36
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	240	245	283	333
固定资产及使用权资产	6,208	5,964	5,573	5,108	投资净收益	102	92	106	125
在建工程	586	293	147	73	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	1,451	1,451	1,451	1,451	减值损失	(786)	0	0	0
商誉	165	165	165	165	资产处置收益	180	92	106	83
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	1,177	1,964	2,611	3,680
其他非流动资产	4,210	4,314	4,338	4,369	营业外净收支	33	(10)	(10)	(20)
资产总计	46,578	53,949	43,808	51,088	利润总额	1,209	1,954	2,601	3,660
流动负债	22,274	28,076	15,828	20,143	减:所得税	268	371	494	695
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,465	7,628	7,628	7,628	净利润	942	1,583	2,107	2,965
经营性应付款项	11,423	15,811	6,039	9,365	减:少数股东损益	74	127	169	237
合同负债	575	794	306	479	归属母公司净利润	868	1,456	1,938	2,728
其他流动负债	2,811	3,843	1,855	2,670	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.44	0.74	0.98	1.38
非流动负债	6,307	6,315	6,315	6,315	EBIT	1,076	2,192	2,846	3,696
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,257	EBITDA	1,775	2,729	3,383	4,234
应付债券	3,001	3,001	3,001	3,001	毛利率(%)	20.82	21.28	21.96	22.82
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	3.15	4.75	5.47	6.55
其他非流动负债	1,973	1,981	1,981	1,981	收入增长率(%)	3.93	11.40	15.58	17.59
负债合计	28,581	34,391	22,143	26,458	归母净利润增长率(%)	44.80	67.81	33.10	40.72
归属母公司股东权益	16,532	17,968	19,906	22,634					
少数股东权益	1,464	1,591	1,760	1,997					
所有者权益合计	17,997	19,559	21,666	24,630					
负债和股东权益	46,578	53,949	43,808	51,088					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,629	(186)	7,362	2,238	每股净资产(元)	8.42	9.03	10.01	11.39
投资活动现金流	(504)	368	144	121	最新发行在外股份(百万股)	1,979	1,979	1,979	1,979
筹资活动现金流	1,537	(392)	(548)	(548)	ROIC(%)	2.99	5.79	7.08	8.53
现金净增加额	2,677	(227)	6,958	1,811	ROE-摊薄(%)	5.25	8.11	9.74	12.05
折旧和摊销	699	537	538	538	资产负债率(%)	61.36	63.75	50.54	51.79
资本开支	(388)	82	96	63	P/E (现价&最新股本摊薄)	24.88	14.82	11.14	7.91
营运资本变动	(911)	(2,667)	4,372	(1,625)	P/B (现价)	1.30	1.21	1.09	0.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>