

柳工 (000528)

2024 年中报点评: Q2 业绩符合预期, 电动化国际化持续发力

买入 (维持)

2024 年 08 月 29 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)	30.91	21.34	12.72	9.56	6.79

股价走势



投资要点

■ α属性凸显, Q2 业绩位于预告中值以上

2024H1 公司实现营业收入 160.6 亿元, 同比增长 6.8%; 归母净利润 9.8 亿元, 同比增长 60.2%; 扣非归母净利润 9.0 亿元, 同比增长 73.0%。单 Q2 来看, 公司实现营业收入 81.2 亿元, 同比增长 12.1%; 归母净利润 4.9 亿元, 同比增长 62.5%; 扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 79.5%, 业绩位于预告中值靠上。分产品来看: (1) 土石方机械: 2024H1 营收 99.4 亿元, 同比+15.9%, 主要受益于国内份额提升&海外市场扩张; (2) 其他工程机械及零部件: 2024H1 营收 46.7 亿元, 同比-7.5%, 我们判断主要系建筑机械等产品国内需求较弱拖累。2024H1 公司国内市场土方机械板块销量增速优于行业 8.8pct, 海外市场销量增速优于行业 21.8pct, α属性凸显。

■ 混改降本增效&收入结构改善, 盈利能力持续提升

2024H1 公司销售毛利率 23.4%, 同比+3.3pct, 其中国内/海外毛利率同比分别+4.0/+1.1pct; 销售净利率 6.3%, 同比增长 2.2pct。单 Q2 看, 公司 2024Q2 销售毛利率 24.0%, 同比+2.4pct, 销售净利率 6.2%, 同比+2.1pct, 盈利能力持续提升。1) 毛利端: 毛利率提升一方面得益于公司混改后从制造&采购端降本增效; 另一方面得益于高毛利的海外业务收入占比提升, 2024H1 海外收入同比+18.8%, 高于整体收入增速。2) 费用端, 2024H1 公司期间费用率 14.0%, 同比+1.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.8/-0.1/+0.0/+0.4pct, 销售费用率提升主要系加大海外渠道铺设, 财务费用率提升主要系汇兑影响。

■ 电动化&国际化持续发力, 未来成长空间广阔

(1) 电动化: 2024H1 电动装载机销量同增 159%, 市场占有率行业领先。电装单台价格、毛利率均高于油装且海外认可度较高, 有望带动营收利润规模持续扩张。(2) 国际化: 公司稳健推进国际化进程, 积极响应海外多品类需求, 2024H1 小型工程机械、矿卡、汽车起重机、高机海外收入增速均超 100%; 摊铺机、铣刨机销量增速超 300%, 国际化拓品类成果显著。

■ 混改提升经营质量, 股权激励+定增巩固竞争力

2022 年公司完成混改并实现整体上市, 混改完成后陆续发布股权激励和定增, 有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性, 综合竞争力大幅增强: ① 股权激励: 绑定 974 名高管及核心骨干技术人员, 业绩考核指标聚焦经营质量, 彰显公司发展信心。② 定增: 募资 30 亿元用于工厂升级、零部件产能扩张、“三化”研发。挖掘机项目投产后工厂将升级为智慧工厂且中大型挖掘机实现产能翻倍; 装载机项目投产后布局大型装载机提升竞争力; 中源液压业务新工厂全面投产后液压零部件产能大幅扩张, 零部件自制率提升有助于降本增效, 综合竞争力进一步增强。

■ 盈利预测与投资评级: 公司 2024H1 业绩位于预告中值靠上, 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测值为 14.56/19.38/27.28 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 13/10/7x, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期, 电动化技术突破不及预期。

市场数据

收盘价(元)	9.36
一年最低/最高价	6.15/11.85
市净率(倍)	1.07
流通 A 股市值(百万元)	13,484.86
总市值(百万元)	18,523.38

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.71
资产负债率(% ,LF)	60.34
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): 电动化小微挖引领工程机械电动化浪潮》

2024-08-01

《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	51,801	47,743	50,436	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	7,233	12,509	15,876	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	21,017	16,321	15,910	税金及附加	172	184	213	250
存货	8,482	16,242	12,278	11,974	销售费用	2,251	2,545	2,906	3,375
合同资产	208	369	280	277	管理费用	814	950	1,098	1,292
其他流动资产	5,315	6,940	6,355	6,399	研发费用	907	1,073	1,205	1,417
非流动资产	13,303	13,110	12,544	12,007	财务费用	152	238	336	179
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	240	245	375	476
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	4,553	4,525	4,526	营业外净收支	33	(10)	(10)	(20)
资产总计	46,578	64,911	60,287	62,443	利润总额	1,209	1,954	2,601	3,660
流动负债	22,274	38,771	32,040	31,232	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	7,887	7,887	7,887	净利润	942	1,583	2,107	2,965
经营性应付款项	11,423	24,144	18,771	18,003	减:少数股东损益	74	127	169	237
合同负债	575	1,130	824	835	归属母公司净利润	868	1,456	1,938	2,728
其他流动负债	2,811	5,610	4,558	4,507	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	6,553	6,553	6,553	EBIT	1,076	2,192	2,938	3,839
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,257	EBITDA	1,775	2,729	3,475	4,377
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	2,219	2,219	2,219	收入增长率(%)	3.93	11.40	15.58	17.59
负债合计	28,581	45,324	38,593	37,785	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	17,996	19,934	22,662					
少数股东权益	1,464	1,591	1,760	1,997					
所有者权益合计	17,997	19,587	21,694	24,659					
负债和股东权益	46,578	64,911	60,287	62,443					

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	(3,408)	5,598	3,734	每股净资产(元)	8.42	9.05	10.02	11.40
投资活动现金流	(504)	12	196	152	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	113	(548)	(548)	ROIC(%)	2.99	5.76	7.24	8.79
现金净增加额	2,677	(3,283)	5,246	3,338	ROE-摊薄(%)	5.25	8.09	9.72	12.04
折旧和摊销	699	537	538	538	资产负债率(%)	61.36	69.83	64.02	60.51
资本开支	(388)	82	96	63	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.34	12.72	9.56	6.79
营运资本变动	(911)	(5,823)	2,607	(129)	P/B (现价)	1.11	1.03	0.93	0.82

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>