

柳工 (000528)

二次回购彰显信心，看好未来利润释放弹性
买入 (维持)

2024年12月10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	30913	35012	39165
同比 (%)	(7.74)	3.93	12.33	13.26	11.86
归母净利润 (百万元)	599.33	867.81	1,568.58	2,033.94	2,811.72
同比 (%)	(39.90)	44.80	80.75	29.67	38.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.30	0.43	0.78	1.01	1.40
P/E (现价&最新摊薄)	38.17	26.36	14.59	11.25	8.14

股价走势



投资要点

■ 股份回购+股权激励并举，彰显公司长期发展信心。

2024年12月2日公司发布公告，拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金合计3.0亿元-6.0亿元回购公司股份，拟用于股权激励或员工持股计划。本次回购为公司2024年第二次回购计划，以12月9日公司市值229亿元计算，回购股份占公司总股本1.3%-2.6%，为公司史上最大力度回购。公司已取得金额不超过4.2亿元，贷款利率1.96%，期限为一年专项贷款支持，高于目前市值对应股息率1.71%，较大程度展现公司对未来增长的信心。叠加24年7月回购的1932万股，本次回购后公司合计持有股份数3580-5229万股，均拟用于后续股权激励或员工持股计划。我们认为，公司通过股权激励有望形成常态化激励机制，激发公司内生活力。

■ 土方机械占比较高，国内业务阿尔法凸显

公司为老牌装载机龙头，近年来积极扩张产品型谱，但仍以土方机械为主。与起重机、混凝土机械相比，土方机械与近年下滑较快的基建房地产相关度较低，24H1土方机械已率先完成筑底反转。24Q1-Q3挖机内销同增8.6%，而汽车起重机和塔吊同比还是40%-60%的下滑。土方机械占比高的公司较为受益。公司2023年土方机械占比57.8%，国内市场阿尔法属性凸显。

■ 国际化&拓品类驱动公司盈利能力持续提升

公司稳步推进国际化策略，2024H1海外毛利率达29.1%，较国内毛利率18.2%高10.9pct，高于其他工程机械主机厂。我们认为，随着公司海外收入占比的持续提升，更高的国内外毛利率差将为公司带来更强的利润释放弹性，带动公司盈利规模、质量持续提升。同时，公司土方机械与矿山机械发力，产品结构持续优化。(1) **装载机**: 2024年以来装载机电动化渗透率持续提升，2024年10月电动装载机销量1038台，渗透率达12.4%，同比增长6.6pct。公司作为电动装载机龙头，有望持续受益。(2) **挖掘机**: 公司125吨级矿用挖掘机9135F已经形成订单，产品结构持续优化。(3) **矿山机械**: 公司矿山机械业务拓展顺利，实现快速增长。同时，公司积极研发创新，目前已经推出覆盖各吨级的电动矿卡(刚性车+宽体车)，有望在矿山机械电动化浪潮中率先受益。

■ **盈利预测与投资评级**: 二次回购彰显公司长期发展信心，看好25年内需复苏&国际化持续推进下公司的利润释放弹性。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测值为15.7/20.3/28.1亿元，对应当前市值PE分别为15/11/8x，维持“买入”评级。

■ **风险提示**: 政策力度不及预期，出海不及预期，国内行业回暖不及预期

市场数据

收盘价(元)	11.38
一年最低/最高价	6.16/13.71
市净率(倍)	1.30
流通A股市值(百万元)	16,322.12
总市值(百万元)	22,878.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.78
资产负债率(% ,LF)	59.49
总股本(百万股)	2,010.41
流通A股(百万股)	1,434.28

相关研究

《柳工(000528): 2024年三季度报点评: 业绩基本符合预期，电动化&国际化持续发力》

2024-10-24

《柳工(000528): 2024年三季度业绩预告点评: Q3归母净利润预计增长50%-70%，盈利持续高增》

2024-10-14

内容目录

1. 股份回购+股权激励并举，彰显公司长期发展信心.....	4
1.1. 积极推进混改步伐，发布 2024 年第二期股份回购方案.....	4
2. 内需复苏&国际化持续推进，利润释放空间大.....	5
2.1. 土方机械占比较高，24 年率先完成复苏.....	5
2.2. 国际化&拓品类驱动公司盈利能力持续提升.....	6
3. 盈利预测.....	7
4. 风险提示.....	7

图表目录

图 1: 2024 年柳工两次股份回购情况.....	4
图 2: 柳工单季度归母净利润及同比情况.....	4
图 3: 2024Q1-Q3 国内土方机械、起重机械销量（台）以及同比增速情况	5
图 4: 2023 年柳工分产品收入结构.....	6
图 5: 2022 年至今柳工营收增速优于行业（亿元）	6
图 6: 柳工海外收入占比持续提升.....	6
图 7: 各公司国内外毛利率差（海外毛利率-国内毛利率）	6
图 8: 电动装载机渗透率呈上升趋势（台）	7
图 9: 柳工 DW105A-E 电动宽体矿用车	7

1. 股份回购+股权激励并举，彰显公司长期发展信心

1.1. 积极推进混改步伐，发布 2024 年第二期股份回购方案

年内两次回购股份，提振市场信心。2024 年 12 月 2 日，公司发布股份回购公告，拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金合计 3.0 亿元-6.0 亿元回购公司股份。本次回购为公司 2024 年第二次股份回购计划，以 12 月 6 日公司市值 229 亿元计算，回购股份占公司总股本 1.3%-2.6%，为公司史上最大力度回购。公司已取得金额不超过 4.2 亿元，贷款利率 1.96%，期限为一年的回购 A 股股票专项贷款支持，高于目前市值对应股息率 1.71%，较大程度展现公司对未来增长的信心。

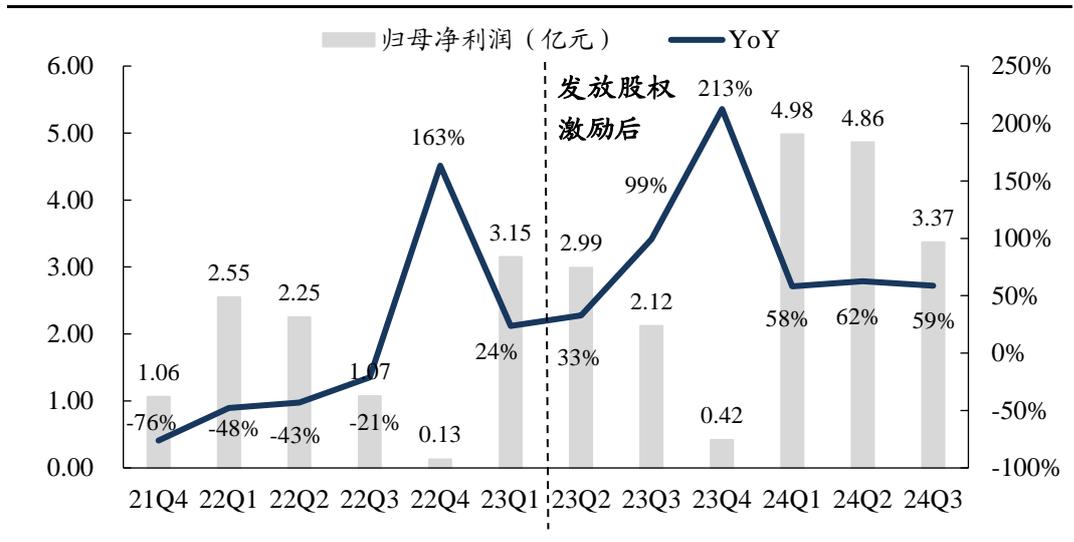
图1：2024 年柳工两次股份回购情况

回购时间	资金来源	回购金额	回购用途	回购价格	回购数量
2024 年 7 月	自有资金	2 亿元	股权激励或员工持股计划	不超过 18.2 元/股	1648-3297 万股
2024 年 12 月	自有资金&股票回购专项贷款资金	3.0-6.0.亿元	股权激励或员工持股计划	不超过 15.0 元/股	1932 万股

数据来源：柳工公告，东吴证券研究所

形成常态化激励机制，激发内生活力。本次回购预计回购股数 1648 万股到 3297 万股，叠加 24 年 7 月回购的 1932 万股，合计 3580 万股到 5229 万股，均拟用于后续股权激励或员工持股计划。2023 年 6 月公司发布股权激励，首次授予 5314 万股，聚焦核心管理层，实现充分激励，业绩规模、质量快速上升。我们认为，公司通过股权激励有望形成常态化激励机制，激发公司内生活力。

图2：柳工单季度归母净利润及同比情况



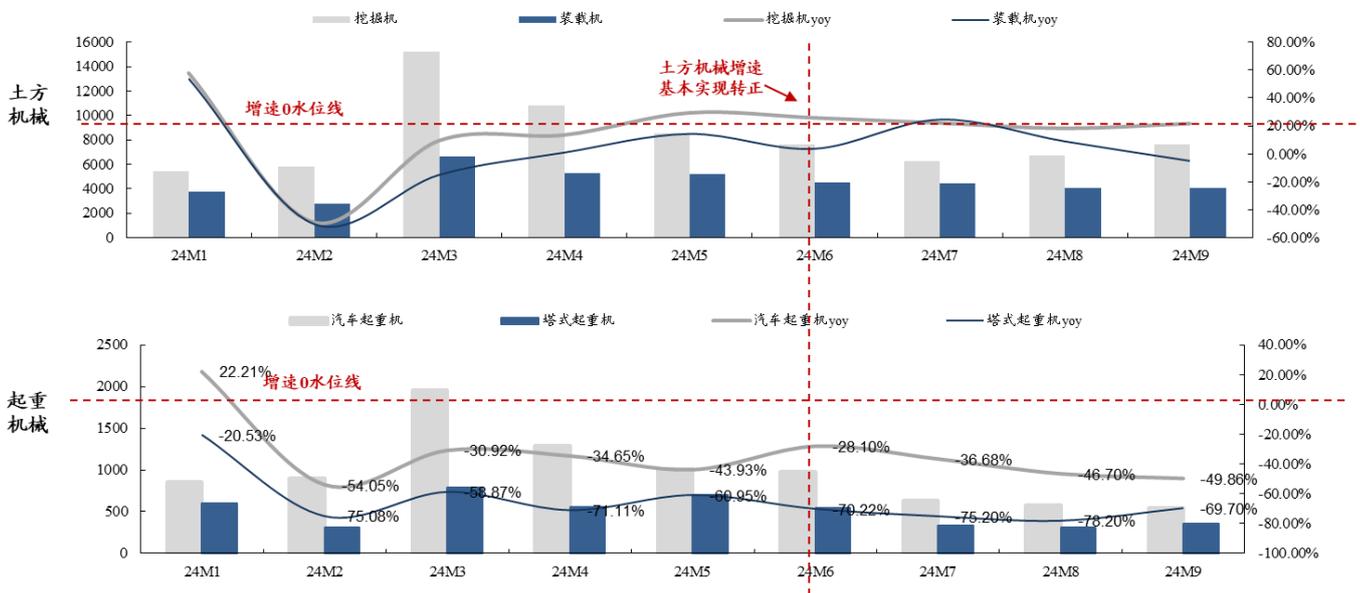
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 内需复苏&国际化持续推进，利润释放空间大

2.1. 土方机械占比较高，24 年率先完成复苏

土方机械率先实现复苏，起重机仍在探底阶段。①土方机械：挖掘机、装载机等产品在大型房建和基建项目中的入场顺序最早；除了房建基建以外，农村水利、矿山机械、隧道工程等场景也是非常大的下游，应用多样化使土方机械率先实现复苏；②起重机：下游应用较为简单，增速恢复受制于单一作业场景限制，2024M1-9 仍在探底阶段。

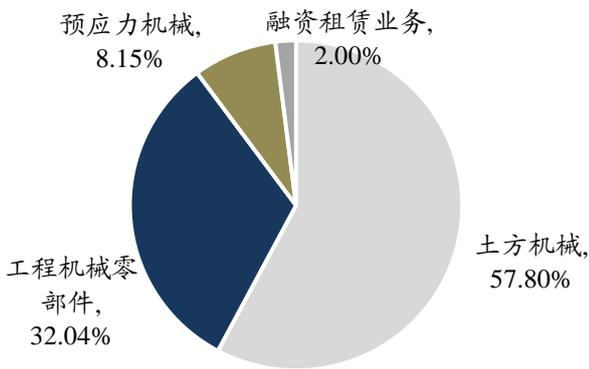
图3: 2024Q1-Q3 国内土方机械、起重机械销量（台）以及同比增速情况



数据来源：中国工程机械工业协会，东吴证券研究所

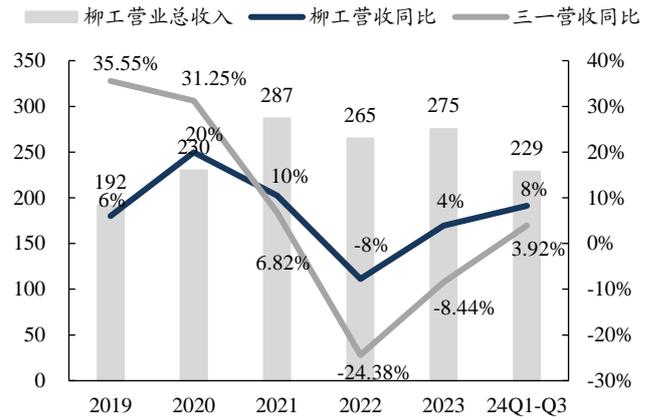
受益于土方机械先于其他机械品种恢复，公司国内业务具备个股阿尔法。公司积极扩张产品型谱，但仍以土方机械为主，2023 年土方机械收入占比 58%。与起重机、混凝土机械相比，土方机械与近年下滑较快的基建房地产相关度较低，24H1 土方机械已率先完成筑底反转。24Q1-Q3 挖机内销同增 8.6%，而汽车起重机和塔吊同比还是 40%-60% 的下滑。土方机械占比高的公司较为受益。公司 2023 年土方机械占比 58%，国内市场阿尔法属性凸显。

图4：2023年柳工分产品收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022年至今柳工营收增速优于行业（亿元）

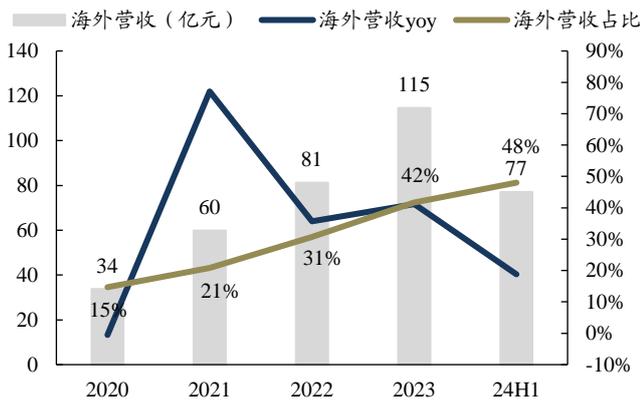


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 国际化&拓品类驱动公司盈利能力持续提升

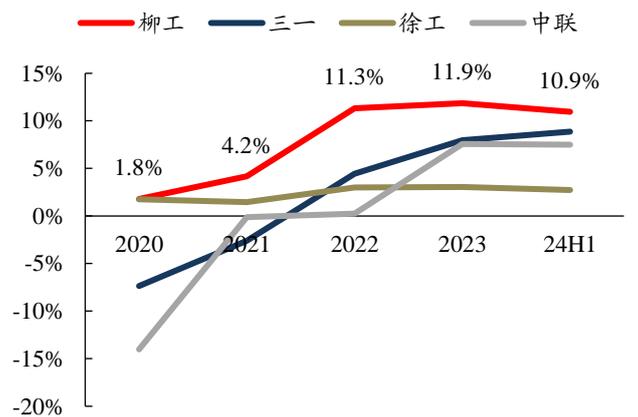
海外收入占比持续提升，带动公司盈利能力提升。2024H1 公司实现海外收入 77.1 亿元，同比增长 18.8%，海外收入占比达到 48.0%，同比提升 4.8pct。公司稳步推进国际化策略，2024H1 海外毛利率达 29.1%，较国内毛利率 18.2%高 10.9pct，高于其他工程机械主机厂。我们认为，随着公司海外收入占比的持续提升，更高的国内外毛利率差将为公司带来更强的利润释放弹性，带动公司盈利规模、质量持续提升。

图6：柳工海外收入占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：各公司国内外毛利率差（海外毛利率-国内毛利率）

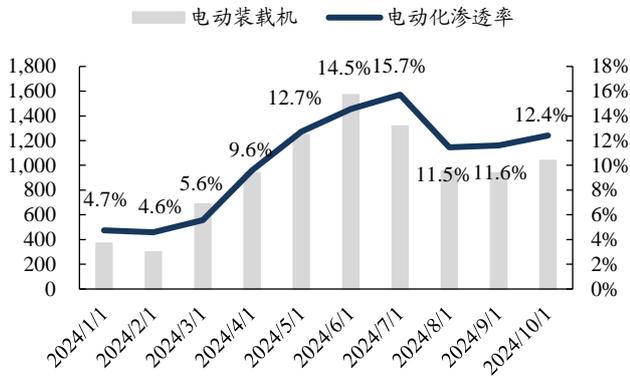


数据来源：Wind，东吴证券研究所

土方机械与矿山机械发力，产品结构持续优化。(1) **装载机**：2024 年以来装载机电动化渗透率持续提升，2024 年 10 月电动装载机销量 1038 台，渗透率达 12.4%，同比增长 6.6pct。公司作为电动装载机龙头，有望持续受益。(2) **挖掘机**：公司 125 吨级矿用挖掘机 9135F 已经形成订单，产品结构持续优化。(3) **矿山机械**：公司矿山机械业务拓

展顺利，实现快速增长。同时，公司积极研发创新，目前已经推出覆盖各吨级的电动矿卡（刚性车+宽体车），有望在矿山机械电动化浪潮中率先受益。

图8：电动装载机渗透率呈上升趋势（台）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：柳工 DW105A-E 电动宽体矿用卡车



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 盈利预测

二次回购彰显公司长期发展信心，看好 25 年内需复苏&国际化持续推进下公司的利润释放弹性。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测值为 15.7/20.3/28.1 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/11/8x，维持“买入”评级。

4. 风险提示

政策力度不及预期，出海不及预期，工程机械国内行业回暖不及预期。

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	51,564	47,057	48,729	营业总收入	27,519	30,913	35,012	39,165
货币资金及交易性金融资产	10,486	6,789	12,335	16,161	营业成本(含金融类)	21,790	24,145	27,022	29,814
经营性应收款项	8,784	21,187	16,121	14,948	税金及附加	172	185	210	235
存货	8,482	16,250	11,998	11,101	销售费用	2,251	2,566	2,853	3,133
合同资产	208	372	276	260	管理费用	814	958	1,068	1,175
其他流动资产	5,315	6,966	6,326	6,258	研发费用	907	1,082	1,190	1,292
非流动资产	13,303	13,110	12,544	12,007	财务费用	152	238	350	184
长期股权投资	669	669	669	669	加:其他收益	240	247	280	313
固定资产及使用权资产	6,208	5,964	5,573	5,108	投资净收益	102	93	105	117
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	62	70	78
长期待摊费用	14	14	14	14	营业利润	1,177	2,141	2,774	3,840
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	64,674	59,601	60,736	利润总额	1,209	2,131	2,764	3,820
流动负债	22,274	38,803	31,518	29,597	减:所得税	268	426	553	764
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	1,705	2,211	3,056
经营性应付款项	11,423	24,157	18,344	16,691	减:少数股东损益	74	136	177	244
合同负债	575	1,139	814	785	归属母公司净利润	868	1,569	2,034	2,812
其他流动负债	2,811	5,619	4,473	4,234	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.43	0.78	1.01	1.40
非流动负债	6,307	6,553	6,553	6,553	EBIT	1,076	2,369	3,113	4,004
长期借款	1,257	1,257	1,257	1,257	EBITDA	1,775	2,906	3,651	4,542
应付债券	3,001	3,001	3,001	3,001	毛利率(%)	20.82	21.90	22.82	23.88
租赁负债	76	76	76	76	归母净利率(%)	3.15	5.07	5.81	7.18
其他非流动负债	1,973	2,219	2,219	2,219	收入增长率(%)	3.93	12.33	13.26	11.86
负债合计	28,581	45,356	38,071	36,150	归母净利润增长率(%)	44.80	80.75	29.67	38.24
归属母公司股东权益	16,532	17,718	19,752	22,563					
少数股东权益	1,464	1,601	1,778	2,022					
所有者权益合计	17,997	19,318	21,529	24,586					
负债和股东权益	46,578	64,674	59,601	60,736					

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	(3,433)	5,906	4,206	每股净资产(元)	8.42	8.77	9.78	11.18
投资活动现金流	(504)	(18)	159	140	最新发行在外股份(百万股)	2,010	2,010	2,010	2,010
筹资活动现金流	1,537	(278)	(548)	(548)	ROIC(%)	2.99	6.18	7.63	9.08
现金净增加额	2,677	(3,727)	5,516	3,797	ROE-摊薄(%)	5.25	8.85	10.30	12.46
折旧和摊销	699	537	538	538	资产负债率(%)	61.36	70.13	63.88	59.52
资本开支	(388)	52	60	58	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.36	14.59	11.25	8.14
营运资本变动	(911)	(5,999)	2,774	239	P/B(现价)	1.35	1.30	1.16	1.02

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>