

非金融公司|公司深度|柳工（000528）

装载机龙头混改提效，国际化电动化促成长



| 报告要点

公司为装载机高阿尔法龙头，尤其电动装载机先发优势明显，得益于海外拓展顺利叠加混改能效释放，公司盈利能力有望持续提升。同时公司所处行业呈拐点向上趋势——β1：我们认为工程机械行业内销处于筑底阶段，设备更新政策有望推动更新替换趋势。β2：我们看好装载机电动化趋势，主要系：（1）电动和燃油装载机的价差逐渐缩窄；（2）电动装载机运营成本低，全生命周期经济性凸显；（3）电装可满足环保要求高的工作环境。相较燃油装载机，电动装载机单价及毛利率均更高，且电动化或是国内主机厂提升海外份额的关键，柳工作为国内装载机龙头有望充分受益于电动化、全球化大趋势。

| 分析师及联系人



刘晓旭



蒙维涵

SAC: S0590524040006

柳工 (000528)

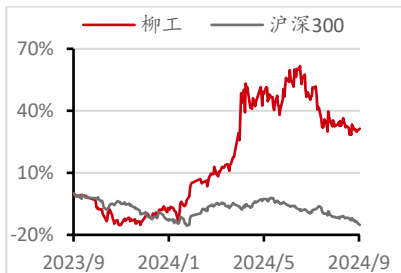
装载机龙头混改提效，国际化电动化促成长

行业： 机械设备/工程机械
 投资评级： 买入（首次）
 当前价格： 9.44 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,979/1,441
 流通A股市值(百万元) 13,600.12
 每股净资产(元) 8.71
 资产负债率(%) 60.34
 一年内最高/最低(元) 11.85/6.15

股价相对走势



相关报告



扫码查看更多

投资要点

国内装载机龙头，自主出海创新高

柳工创立于1958年，是中国工程机械第一家上市公司。装载机是公司的拳头产品，销量稳居行业第一。2016-2023年公司营收从70.1亿元增长至275.2亿元，CAGR约22%，归母净利润从0.5亿元提升至8.7亿元，CAGR约51%。公司出海业务顺利拓展，海外营收从2021年60亿元增长至2023年115亿元，CAGR约38%，营收占比从2021年的21%提升至2023年的42%。公司海外拓展顺利叠加混改能效释放，2024H1公司营收161亿元，同比增长7%，其中海外营收77亿元，同比增长19%，占比48%；归母净利润9.8亿元，同比增长60%。

工程机械内需筑底回升，出海逻辑逐步兑现

本轮下行周期的中大挖销量在3年间下降幅度超过70%，已接近上一轮周期的下降幅度，我们认为工程机械内销处于筑底阶段，存量设备更新替换以及电动化或是新一轮工程机械内销上行的核心驱动力。同时，出海成为国内主机厂的必争之地。工程机械外销从2020年约27万台增长至2023年约66万台，CAGR约35%。但是国内龙头的海外份额仍然较低，电动化或是海外突围的关键。

装载机电动化大势所趋，龙头出海开启全球化新征程

我们看好装载机电动化趋势，主要系：（1）电动和燃油装载机的价差逐渐缩窄；（2）电动装载机运营成本低，全生命周期经济性凸显；（3）电装可满足环保要求高的工作环境。电动装载机每年可节省运营成本约28万元；考虑5年生命周期，电动装载机可减少总成本约40%。我们预计2028年全球装载机市场规模约2990亿元，其中电动装载机市场规模约690亿元，电动化率约25%；预计2028年中国装载机市场规模约540亿元，其中电动装载机市场规模约224亿元，电动化率约42%。

混改打造阿尔法，全球化+电动化布局迎收获期

公司“混改+股权激励+可转债”三箭齐发，盈利能力有望显著提升。“混改”后，公司整合集团资产完成整体上市，引进战略投资者和员工持股平台完成市场化。此外，公司坚持全球化战略二十多年，2023年海外营收破百亿，全球化+电动化迎来收获期。短期看，公司作为国内装载机龙头，有望凭借电动化在海外弯道超车；中期看，挖掘机市场份额显著提升，中大挖持续拓展提升盈利能力；长期看，农机&预应力&矿机板块有望成为新增长曲线。

看好公司混改提效&全球化电动化，给予“买入”评级

我们预计公司2024-2026年的营业收入分别为303.9/351.1/405.2亿元，分别同比增长约10%/16%/15%；归母净利润分别为15.4/21.0/26.6亿元，分别同比增长77%/37%/26%；EPS分别为0.8/1.1/1.3元/股，2024-2026年CAGR为32%。鉴于公司混改逐渐释放利润弹性叠加海外拓展顺利，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国内需求复苏不及预期，海外拓展不及预期，行业竞争加剧

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26480	27519	30386	35106	40516
增长率(%)	-7.74%	3.93%	10.42%	15.53%	15.41%
EBITDA(百万元)	1462	2025	3045	3753	4546
归母净利润(百万元)	599	868	1535	2103	2658
增长率(%)	-39.79%	44.80%	76.92%	36.95%	26.43%
EPS(元/股)	0.30	0.44	0.78	1.06	1.34
市盈率(P/E)	31.2	21.5	12.2	8.9	7.0
市净率(P/B)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.8	9.5	8.2	6.9	5.8

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年09月09日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

(1) 公司为装载机高阿尔法龙头，尤其电动装载机先发优势明显，得益于海外拓展顺利叠加“混改+股权激励+可转债”三箭齐发，公司盈利能力有望持续提升。

(2) 公司坚持全球化战略二十多年，2023 年海外营收破百亿，全球化+电动化迎来收获期。海外营收从 2021 年 60 亿元增长至 2023 年 115 亿元，CAGR 约 38%，营收占比也从 2021 年的 21%提升至 2023 年的 42%。

(3) 相较燃油装载机，电动装载机单价及毛利率均更高，且电动化或是国内主机厂提升海外份额的关键，柳工作为国内装载机龙头有望充分受益于电动化、全球化大趋势。

(4) 从盈利角度，2021-2023 年国内平均毛利率为 15.3%，国外平均毛利率为 24.3%，相较于国内高出 9.0pct。因此海外业务占比的提升，有效带动公司整体盈利能力提升。

核心假设

(1) 工程机械行业本轮国内下行周期的中大挖销量在 3 年间下降幅度超过 70%，已接近上一轮周期的下降幅度，我们认为工程机械内销处于筑底阶段，存量设备更新替换以及电动化或是新一轮工程机械内销上行的核心驱动力。同时，出海成为国内主机厂的必争之地。工程机械外销从 2020 年约 27 万台增长至 2023 年约 66 万台，CAGR 约 35%。但是国内龙头的海外份额仍然较低，电动化或是海外突围的关键。

(2) 装载机行业电动化率持续提升，市场空间广阔。我们看好装载机电动化趋势，主要系：①电动和燃油装载机的价差逐渐缩窄；②电动装载机运营成本低，全生命周期经济性凸显；③电装可满足环保要求高的工作环境。我们预计 2028 年中国装载机市场规模约 540 亿元，其中电动装载机市场规模约 224 亿元，电动化率约 42%；预计 2028 年全球装载机市场规模约 2990 亿元，其中电动装载机市场规模约 690 亿元，电动化率约 25%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 303.9/351.1/405.2 亿元，分别同比增长约 10%/16%/15%；归母净利润分别为 15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比增长 77%/37%/26%；EPS 分别为 0.8/1.1/1.3 元/股，2024-2026 年 CAGR 为 32%。鉴于可比公司 2024 年平均 PE 为 13 倍，综合绝对估值法（DCF 法测算得到每股价值 11.9 元）和相对估值法，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 11.6 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

(1) 短期看，公司作为国内装载机龙头，电动装载机先发优势明显，有望凭借电动化在海外弯道超车提升市场份额。

(2) 中期看，挖掘机市场份额有望持续提升，中大挖持续拓展提升盈利能力。

(3) 长期看，农机&预应力&矿机等板块有望成为新增长曲线。

正文目录

1. 国内装载机龙头，自主出海创新高	6
1.1 深耕行业六十余年，装载机市场领军者	6
1.2 海外占比不断提高，盈利能力加速提升	8
2. 工程机械行业：内需筑底回升，出海逻辑逐步兑现	12
2.1 国内：周期底部基本确立，更新替换复苏需求	12
2.2 国外：工程机械空间广阔，电动化为海外突围新引擎	17
3. 装载机行业：电动化大势所趋，龙头出海开启全球化新征程	21
3.1 电动化浪潮兴起，推动行业规模持续提升	21
3.2 乘电动化之东风，看好国产品牌海外份额提升	24
4. 混改打造阿尔法，全球化+电动化布局迎收获期	26
4.1 “混改+激励”激发内生活力，“可转债”加码长期竞争力	26
4.2 海外营收破百亿，电动装载再赋能	32
4.3 挖机销量加速提升，结构持续优化	35
5. 盈利预测、估值与投资建议	38
5.1 盈利预测	38
5.2 估值与投资建议	40
6. 风险提示	43

图表目录

图表 1: 柳工深耕工程机械领域 60 余年	6
图表 2: 公司可提供全系列工程机械设备以及全面解决方案	7
图表 3: 广西国资委为柳工实际控制人（截至 2024 年 9 月 3 日）	8
图表 4: 2016-2023 年公司营收 CAGR 约 22%	9
图表 5: 2016-2023 年归母净利润 CAGR 约 51%	9
图表 6: 2023 年土方机械营收占比约 58%	9
图表 7: 2023 年土方机械毛利率约 23.4%	9
图表 8: 2022 年以来公司毛利率与净利率快速提升	10
图表 9: 公司控费能力不断增强	10
图表 10: 2016-2023 年海外营收 CAGR 约 28%	11
图表 11: 2024H1 海外毛利率为 29.1%，比国内高 10.9pct	11
图表 12: 2023 年经营现金流净额对比（亿元）	11
图表 13: 公司现金流质量优于其他头部企业	11
图表 14: 工程机械下行周期或将接近底部	13
图表 15: 中国地区小松挖机开工数降幅收窄（小时）	14
图表 16: 庞源租赁塔吊吨米利用率（%）	14
图表 17: 房地产投资表现相对较弱&基建投资起到支撑作用	14
图表 18: 2024 年以来水利基建投资增速远高于平均水平	14
图表 19: 2024 年 6 月挖掘机销量同比+25.6%	15
图表 20: 2024 年 6 月装载机销量同比+22.6%	15
图表 21: 2024 年 6 月起重机销量同比-13.9%	15

图表 22:	2024 年 6 月高机销量同比-18.8%	15
图表 23:	挖掘机 8 年保有量约 170 万台	16
图表 24:	挖掘机 10 年保有量 190 万台	16
图表 25:	多地政府制定“设备更新”相关政策	16
图表 26:	2024 年 6 月叉车单月电动化率约 75%	17
图表 27:	2024 年 6 月装载机单月电动化率约 15%	17
图表 28:	2024 年 1-6 月工程机械累计外销约 37 万台, 同比增长约 12%	18
图表 29:	2024 年 6 月挖掘机外销同比-0.5%	18
图表 30:	2024 年 6 月装载机外销同比+29.8%	18
图表 31:	2024 年 6 月起重机外销同比-8.5%	19
图表 32:	2024 年 6 月高机外销同比+9.8%	19
图表 33:	2023 年全球工程机械市场空间约 1370 亿美元	19
图表 34:	2023 年全球工程机械销售额 top10	20
图表 35:	2023 年全球工程机械竞争格局	20
图表 36:	2023 上半年叉车电动化率情况	20
图表 37:	2023 年全球高机电动化率约 86%	20
图表 38:	2023 年全球电动挖掘机&装载机销量(台)及占比	21
图表 39:	电动装载机 5 年生命周期总成本约 126 万元	22
图表 40:	预计 2028 年国内电动化装载机渗透率提升至 42%	23
图表 41:	保守测算下 2028 年全球电动化装载机渗透率约 25%	24
图表 42:	2023 年柳工电装市占率 26.6% (国内出货量口径)	24
图表 43:	我国装载机市场高度集中	24
图表 44:	全球工程机械厂商电动化产品布局情况	25
图表 45:	国内工程机械主机厂全球化布局	25
图表 46:	宁德时代和比亚迪是全球动力电池供应商龙头	26
图表 47:	柳工集团混改扩股流程(截至 2020 年 12 月 31 日)	27
图表 48:	柳工吸收合并柳工有限流程(截至 2022 年 3 月 31 日)	28
图表 49:	吸收合并使柳工产品结构得到丰富	29
图表 50:	吸收合并使柳工可以消除短板&协同业务	30
图表 51:	合并后柳工毛利率提升约 1pct	30
图表 52:	公司限制性股票激励计划	31
图表 53:	公司可转债资金使用情况	31
图表 54:	柳工毛利率可提升空间较大	32
图表 55:	柳工净利率可提升空间较大	32
图表 56:	柳工坚持全球化战略二十多年&“三步走”开启全面国际化	33
图表 57:	柳工 65 年装载机奋斗史	34
图表 58:	柳工电动装载机兼顾长续航&低能耗	35
图表 61:	柳工挖机布局由小挖向大挖拓展	36
图表 68:	公司营收测算汇总(亿元)	40
图表 69:	FCFF 法参数假设	41
图表 70:	FCFF 法估值表	41
图表 71:	FCFF 估值敏感性测试	41
图表 72:	工程机械行业可比公司的平均估值水平	42

1. 国内装载机龙头，自主出海创新高

1.1 深耕行业六十余年，装载机市场领军者

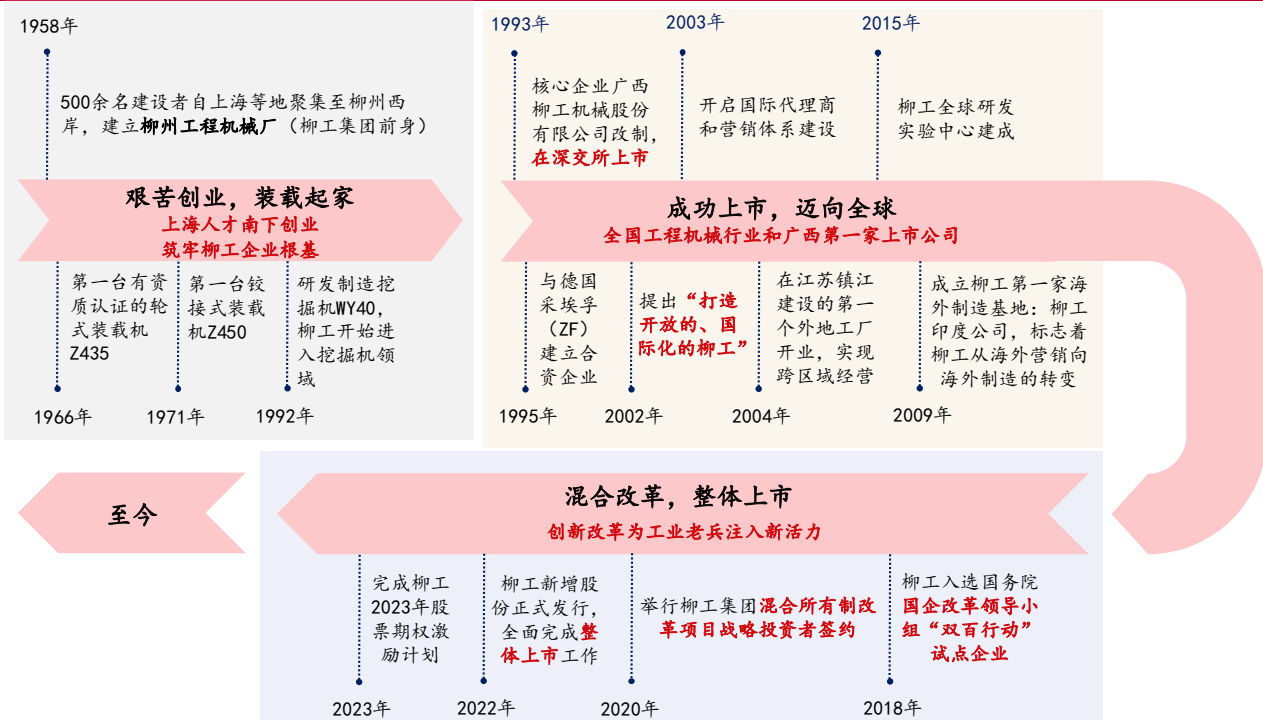
柳工创立于 1958 年，至今已深耕工程机械市场领域 60 余年，公司主营业务为工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和服务，是中国工程机械第一家上市公司。据 Yellow Table 2024 年全球工程机械主机制造商 50 强数据，柳工排名 19，是上榜中国企业中的第 4 名。

(1) **艰苦创业，装载起家**：1966 年公司研制出我国第一台装载机后不断延长产业链，逐渐成为工程机械行业领跑企业之一。

(2) **成功上市，迈向全球**：1993 年，公司在深交所上市。2002 年后，公司与国际知名企业合作，推动国际化发展，先后在亚洲、北美洲、欧洲建立海外销售平台和制造基地，并在 2015 年完成柳工全球研发实验中心的建设。

(3) **混合改革，整体上市**：2020 年，公司通过吸引外部投资、更新股权结构和吸收合并等方式推动企业混改，并在 2022 年全面完成整体上市工作，焕发新活力。

图表 1：柳工深耕工程机械领域 60 余年



资料来源：公司官网，柳工挖掘机，国际工程与劳务杂志，铁甲工程机械网，国联证券研究所

柳工产品版图丰富，装载机稳居行业第一。公司是全球少数能提供全系列产品的供应商，拥有以装载机、挖掘机、推土机等为主的土石方机械，以及建筑机械、农业机械、混凝土机械，预应力锚具及工程机械生产配套等业务，涉及 30 余条整机产品线。其中装载机是公司的拳头产品，具有 1-25 吨等各种规格的机型，电动产品和“国四”产品全面落地。目前公司装载机累计销量全球第一，装载机国内市场占有率回归行业第一。

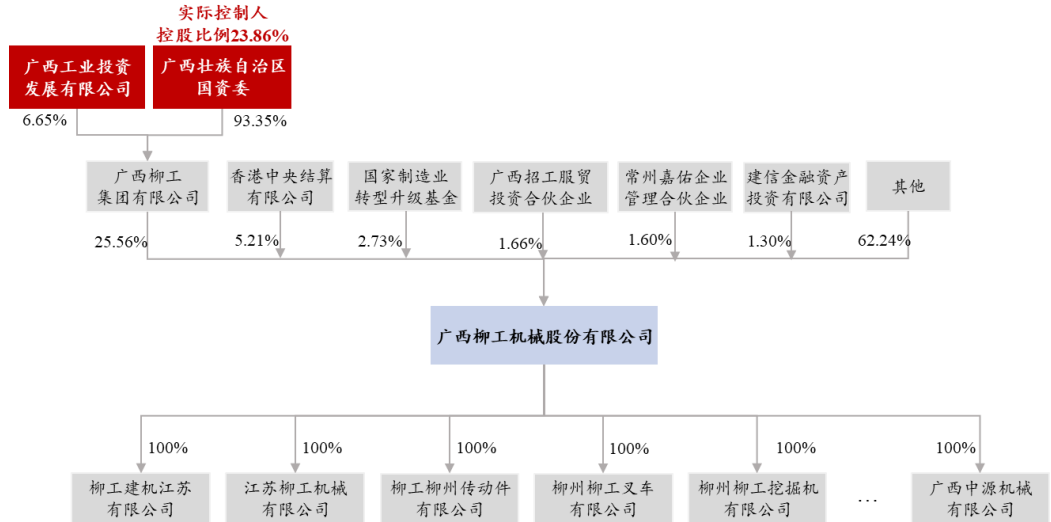
图2：公司可提供全系列工程机械设备以及全面解决方案



资料来源：公司官网，国联证券研究所

柳工以“混”促“改”，引进战略投资者&员工持股平台激发内生动力，吸收合并资产实现整体上市。2020 年柳工集团为克服管理机制不灵活、运行效率不高等问题，顺应政策号召实行国企混合制改革，引进战略投资者和员工持股平台，并整合主业资产；2022 年柳工集团实现资产的整体上市，上市主体即为柳工。截至 2024 年 8 月 19 日，公司的实际控制人为广西国资委，控股比例 23.86%；第一大股东为柳工集团，持股比例 25.56%；战略投资者国家制造业转型升级基金、建信金融分别持有公司 2.73%、1.30%的股份。

图表3：广西国资委为柳工实际控制人（截至2024年9月3日）



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 海外占比不断提高，盈利能力加速提升

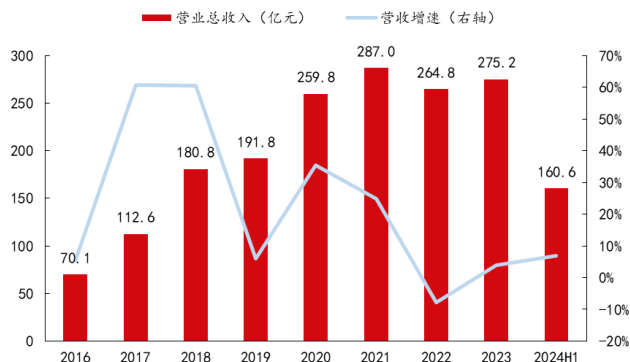
2023 年公司营收逆势增长，利润实现高增。

营收端，2016-2023 年公司营收从 70.1 亿元增长至 275.2 亿，CAGR 约 22%。其中 2016-2021 年受益于工程机械行业上行，公司营收增速较高，CAGR 约 33%；2022 年由于行业下行，公司营收 264.8 亿元，同比-8%；2023 年公司海外拓展顺利叠加混改能效释放，营收达 275.2 亿元，同比+4%。

利润端，2016-2023 年公司归母净利润从 0.5 亿元提升至 8.7 亿元，CAGR 约 51%。其中 2016-2021 年归母净利润随行业上行，CAGR 约 82%，增速显著高于营收增速，规模效应明显；2022 年公司归母净利润 6.0 亿元，同比-40%，主要系行业下行而大幅受创。2023 年公司归母净利润 8.7 亿元，同比+45%。

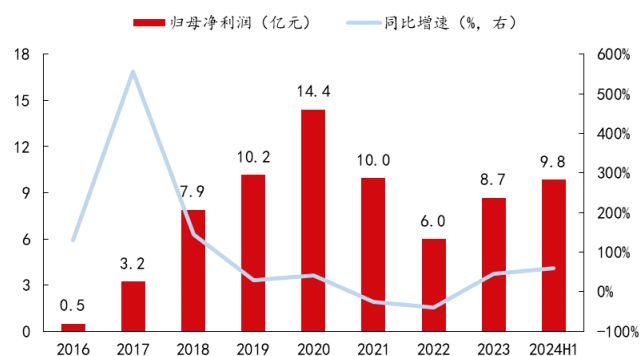
2024H1 公司业绩持续高增长，营收 160.6 亿元，同比增长 7%；归母净利润 9.8 亿元，同比增长 60%。

图表4：2016-2023年公司营收 CAGR 约 22%



资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020 年数据为合并调整后数据

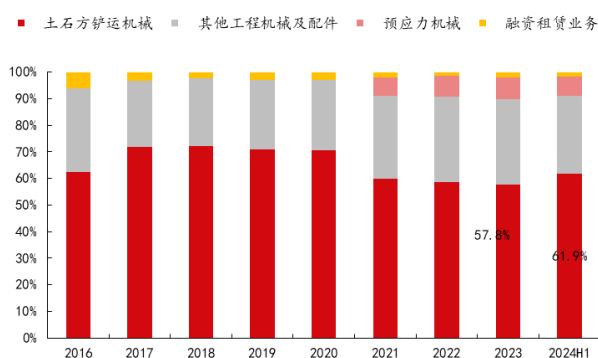
图表5：2016-2023年归母净利润 CAGR 约 51%



资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020 年数据为合并调整后数据

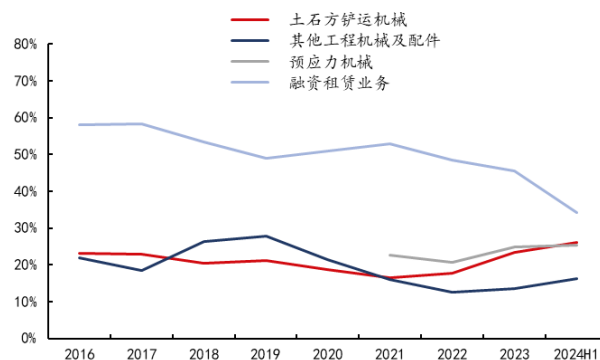
土方机械业务为公司主要收入来源，2023 年营收占比约 58%。2017-2020 年公司土方机械（装载机、挖掘机、推土机和平地机等）营收占比约 70%，为公司主要收入来源。2021-2023 年公司混改后引入混凝土机械、农用机械、预应力机械等业务，土方机械营收占比有所下降（2023 年约 58%）。2022-2023 年，得益于混改&海外业务拓展顺利，公司核心业务土方机械/预应力机械的毛利率都有明显提升，分别从 2022 年的 17.8%/20.6%提升至 2023 年的 23.4%/24.8%，分别提升 5.6pct/4.2pct。

图表6：2023 年土方机械营收占比约 58%



资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020 年数据为合并调整前数据

图表7：2023 年土方机械毛利率约 23.4%



资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020 年数据为合并调整前数据

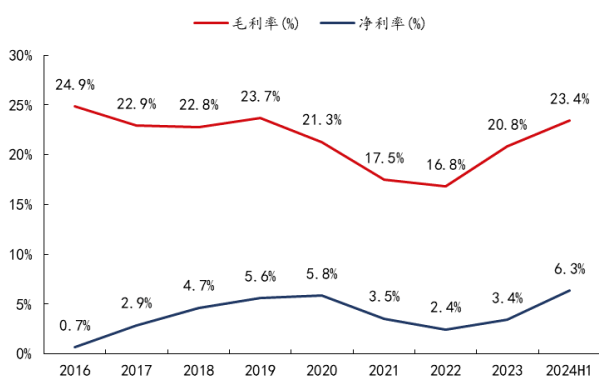
2016 年以来，公司盈利能力先后经历上行、下行、上行三个阶段，驱动因素分别为【行业上行&企业规模效应】【行业下行&疫情影响】【国际化布局&混改】。

(1) 2016-2019 年：公司毛利率基本维持稳定，约 23%-25%；净利率快速提升，从 2016 年的 0.7%提升至 2019 年的 5.6%，主要系公司跟随行业上行扩大生产规模&加强内部管理，大幅降低期间费用率。

(2) **2019-2022年**：公司毛利率/净利率承压，分别从2019年的23.7%/5.6%降低至2022年的16.8%/2.4%，主要系疫情影响叠加行业下行，市场供大于求，竞争格局恶化导致盈利能力承压。

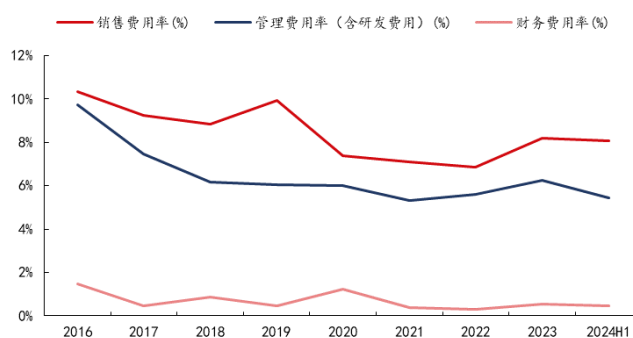
(3) **2022年至今**：毛利率/净利率快速修复，分别从2022年的16.8%/2.4%提升至2024H1的23.4%/6.3%，主要系高毛利的海外业务占比提升&混改释放利润弹性。

图表8：2022年以来公司毛利率与净利率快速提升



资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020年数据为合并调整后数据

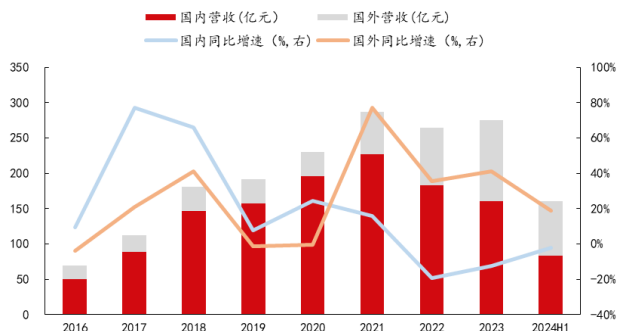
图表9：公司控费能力不断增强



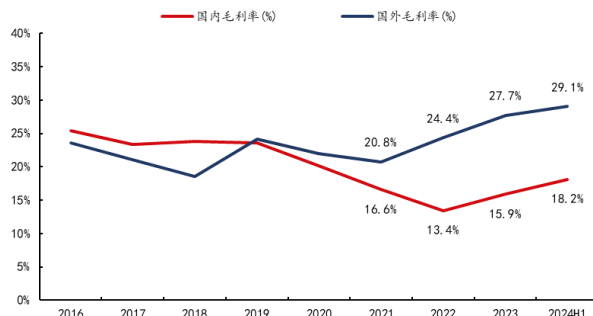
资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020年数据为合并调整后数据

海外业务占比不断提升，有效平滑国内周期波动。2021年以来，国内工程机械经历高点后周期向下，因此公司的国内营收增速进入负增长，从2021年227亿元降低至2023年161亿元，CAGR约-16%；但海外在疫情影响下本土供应能力减弱，产品竞争力强&海外营销网点布局较早的国内龙头主机厂（包括柳工）迎来出海机遇，因此公司出口业务高速增长，海外营收从2021年60亿元增长至2023年115亿元，CAGR约38%，营收占比也从2021年的21%提升至2023年的42%。

从盈利角度，2021-2023年国内平均毛利率为15.3%，国外平均毛利率为24.3%，相较于国内高出9.0pct。2024H1公司国外毛利率持续提升至29.1%，相较于国内毛利率18.2%，高出10.9pct。因此海外业务占比提升，或将有效带动公司整体盈利能力提升。

图表10：2016-2023年海外营收 CAGR 约 28%


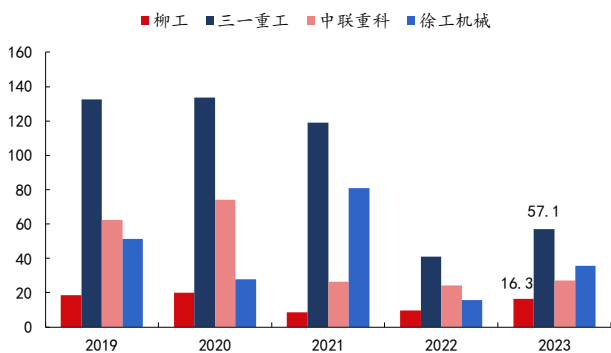
资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020年数据为合并调整前数据

图表11：2024H1 海外毛利率为 29.1%，比国内高 10.9pct


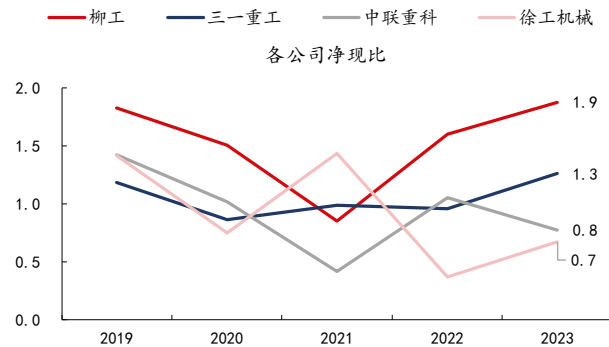
资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020年数据为合并调整前数据

从经营现金流净额看，2021年以来，公司经营现金流净额明显改善，从2021年8.5亿元提高至2023年16.3亿元，但绝对值相比工程机械行业龙头三一重工仍有一定差距。

从净现比角度，柳工现金流质量优于行业龙头。2023年柳工净现比高达1.9，远高于行业其他龙头企业三一重工（约1.3）、中联重科（约0.8）、徐工机械（约0.7），表明公司现金流质量优异，收款能力较强。

图表12：2023年经营现金流净额对比（亿元）


资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：2020年数据为合并调整后数据

图表13：公司现金流质量优于其他头部企业


资料来源：iFinD，国联证券研究所。注：净现比=经营现金流量净额/归母净利润；2020年数据为合并调整后数据

2. 工程机械行业：内需筑底回升，出海逻辑逐步兑现

2.1 国内：周期底部基本确立，更新替换复苏需求

挖掘机在工程机械中的销售占比最高，其周期性变化可以反映整个工程机械行业的发展趋势。复盘 2006 年以来的两轮工程机械周期，我们认为内需或将筑底，设备更新+基建投资有望开启新一轮上行周期。

2006.02-2011.04 下行周期：2006 “十一五”时期，房地产和基建的固定投资快速增长，带动工程机械进入上行周期，彼时挖掘机销量与新房开工增速趋势基本一致。2008 年，为缓解全球金融危机的冲击，中国出台了刺激经济增长的一揽子计划（“四万亿计划”），刺激工程机械下游的深层次需求，2011 年挖掘机销量达到峰值。

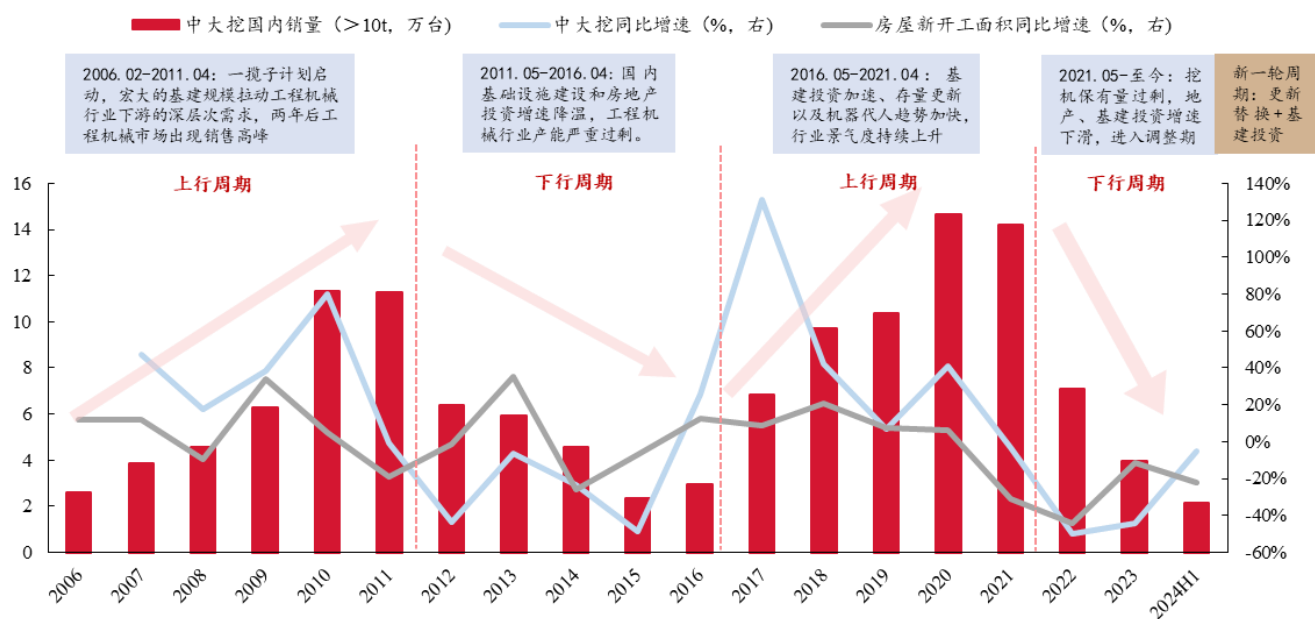
2011.05-2016.04 下行周期：伴随全球经济复苏乏力，国内基础设施建设和房地产投资降温，工程机械行业产能严重过剩，行业进入出清阶段。

2016.05-2021.04 上行周期：随着“一带一路”倡议和新型城镇化建设的大力推进，基建投资增速加快；叠加存量设备更新以及机器人趋势加快，行业景气度持续上升。工程机械行业迎来了长达 5 年的恢复性增长。

2021.05-至今下行周期：2021 下半年以来，工程机械行业进入下行周期，国内销量整体走弱，挖掘机保有量过剩，至今经历约 3 年。

我们认为本轮产能出清相比上一轮更快，或将接近尾声。从销量上看，由于小挖有机器人替人等因素影响，中大挖的周期性更加明显，上一轮下行周期的中大挖销量从 2011 年约 11.3 万台下降到 2016 年约 3.0 万台，5 年时间下降约 74%；本轮下行周期的中大挖销量从 2021 年约 14 万台下降到了 2023 约 4 万台，3 年时间下降约 72%，已经接近上一轮周期的下降幅度，我们认为内销或已进入底部区间。

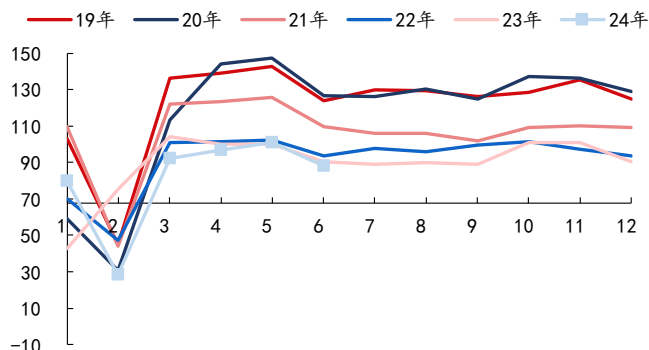
图表14：工程机械下行周期或将接近底部



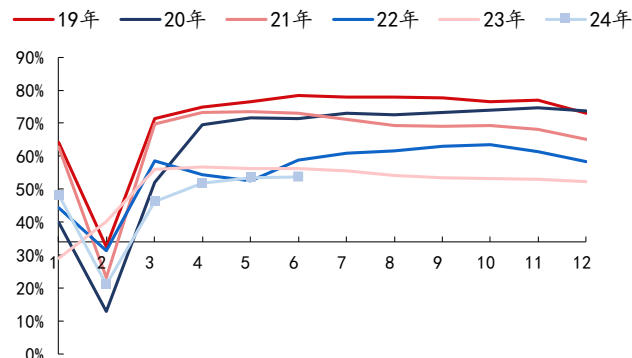
资料来源：iFinD, 中国工程机械工业协会, 观研产业研究院, 国联证券研究所

下游挖机开工回暖，房地产端投资相对偏弱呈现“去地产化”，基建投资相对平稳起支撑作用。2024 年以来，全球范围内的开工情况均有所好转，其中中国地区小松挖掘机开工小时数同比降幅从 2 月份约-62%收窄至 6 月份约-3%；同期，欧洲/北美/日本开工小时数同比降幅也在收窄。此外，通过庞源租赁数据也可以得到一致的结论，2024 年国内塔吊吨米利用率从 2 月份的 21%大幅提升至 6 月份的 54%，同比降幅从 2 月份的-19pct 收窄至 6 月份的-3pct，反映出下游开工情况逐步修复。

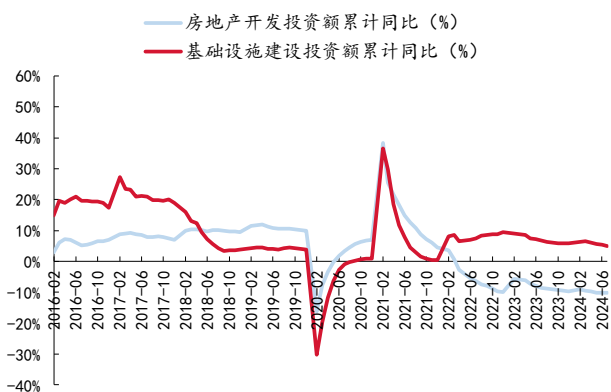
从投资角度，2022 年下半年以来，房地产开发投资表现偏弱，2024 年 1-6 月累计投资额约 5.3 万亿元，同比-10.1%。相比之下，基建投资相对平稳，2024 年 1-6 月累计投资额约 8.4 万亿元，同比+5.4%，起到一定支撑作用。其中，水利基建是重点投资方向，2024 年 1-6 月水利基建累计投资额同比+27.4%，远高于基建整体水平，对小挖的需求拉动作用明显。我们认为 2024 年下半年房地产投资表现或依旧偏弱，基建投资尤其是水利投资有望成为主要支撑力量。

图表15：中国地区小松挖掘机开工数降幅收窄（小时）


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表16：庞源租赁塔吊吨米利用率（%）


资料来源：庞源租赁，国联证券研究所

图表17：房地产投资表现相对较弱&基建投资起到支撑作用


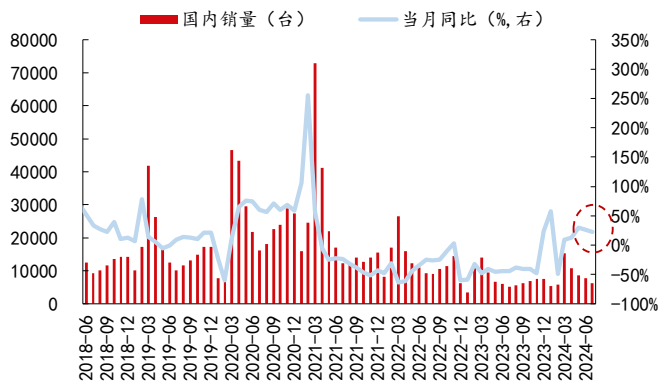
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表18：2024年以来水利基建投资增速远高于平均水平


资料来源：iFind，国联证券研究所

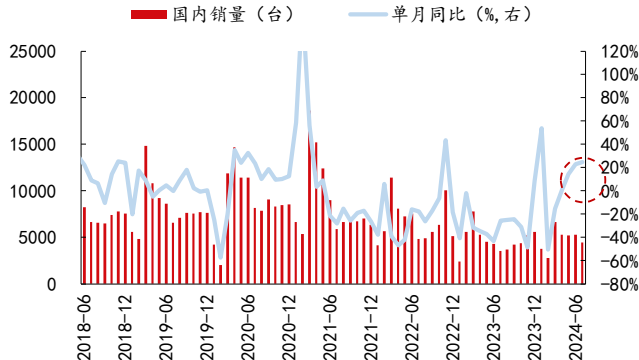
2024年以来，“挖机”内销修复已经扩散到“非挖”产品线，其中装载机单月增速已实现转正，起重机&高机同比降幅收窄。2024年3月，挖掘机内销增速先行转正并持续提速；紧接着，装载机在4月实现当月增速的同比转正；起重机&高机尚未实现，但同比降幅正在不断收窄。2024年6月挖掘机/装载机/起重机/高机内销约0.8/0.5/0.3/1.0万台，同比增速约26%/23%/-14%/-19%；2024年1-6月挖掘机/装载机/起重机/高机累计内销约5.3/2.9/1.8/5.3万台，同比增速约+5%/-3%/-19%/-34%。

图表19: 2024年6月挖掘机销量同比+25.6%



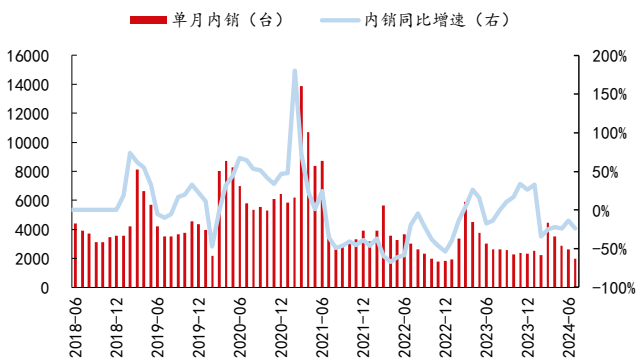
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表20: 2024年6月装载机销量同比+22.6%



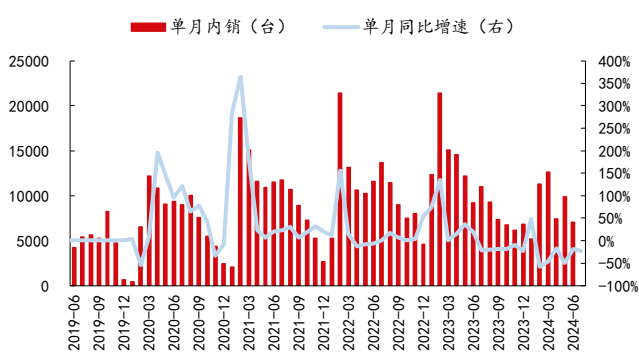
资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表21: 2024年6月起重机销量同比-13.9%



资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表22: 2024年6月高机销量同比-18.8%

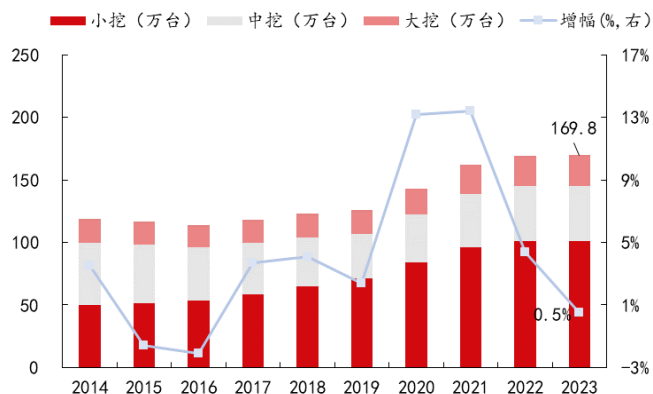


资料来源: iFinD, 国联证券研究所

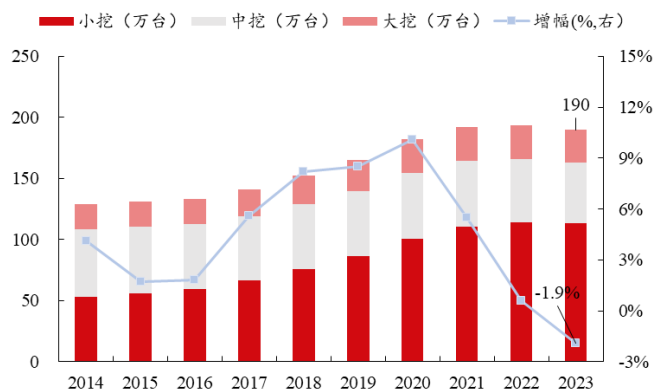
更新替换+电动化或是新一轮工程机械内销上行的核心驱动力。

(1) 存量市场提供土壤，政策引导激发需求。

截至2023年底，挖机8年保有量约170万台，10年保有量约190万台，具有大量的潜在存量更新需求。2016年为上一轮周期的起点，按照8-10年的设备更新替换周期，2024年有望迎来新一轮增长。

图表23: 挖掘机8年保有量约170万台


资料来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 国联证券研究所

图表24: 挖掘机10年保有量190万台


资料来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, 国联证券研究所

工程机械是典型的 to C 市场, 设备“以旧换新”得到政策作为引导。截至 2022 年, 国二及以下机型占比 21.6% 左右 (国一机型占 3.6%, 国二机型占 18%)。2023 年至今, 多地政府通过补贴、扩大禁用区域、提高禁排标准等方式, 推动国二及以下非道路移动机械的加速淘汰; 2024 年 3 月, 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 自上而下地加速老旧“国一”、“国二”机型出清, 以及存量“国三”切换“国四”。

图表25: 多地政府制定“设备更新”相关政策

部门	日期	政策名称	主要内容
无锡市	2024.04	《关于实施中小微企业设备购置更新改造贷款担保支持政策的通知》	加大财政金融政策支持, 鼓励引导新一轮大规模设备更新, “设备担”担保总规模200亿元, 单户企业担保额度最高5000万元
上海市	2024.04	《上海市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动计划(2024—2027年)》	推动工业设备高端化、绿色化、智能化升级; 拉动购置成本高的大宗耐用消费品以旧换新
广东省	2024.04	《广东省推进工业设备更新和技术改造提质增效工作方案》	到2027年, 工业领域设备投资规模较2023年增长25%以上
江苏省	2024.04	《制造业贷款财政贴息政策》	对制造业相关设备购置与更新改造项目, 省级财政给1%贴息, 鼓励市县两级再给1%贴息
安徽省	2024.03	《关于开展设备更新改造项目摸排的通知》	指出设备更新改造储备项目所属产业链包括仪器仪表、工程机械、光伏和新型储能等
深圳市	2023.12	《深圳市关于新形势下加快工业企业技术改造升级的若干措施》	目标是到2027年, 全市工业领域设备投资规模较2023年增长30%
南京市	2023.05	《南京市工业企业重大设备技改项目奖补实施办法》	支持本市工业企业重大设备投资, 引导实施大规模技术改造, 增加技改投入力度, 全面提高产品能效环保和数字化智能化水平

资料来源: ArcLab, 国联证券研究所

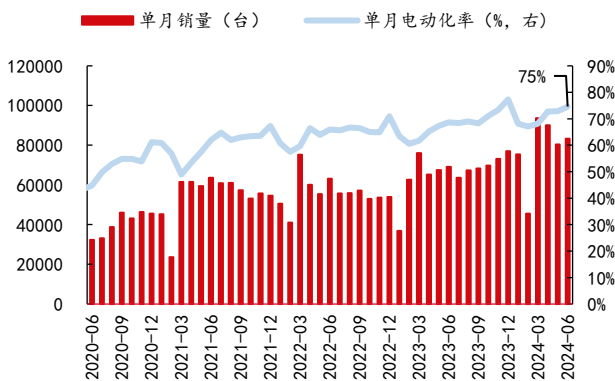
(2) 工程机械电动化大势所趋，具有长期成长逻辑。

叉车&高机基本完成电动化，装载机&搅拌机电动化正在加速渗透，挖机&起重机蓄势待发。叉车&高机的工作场所比较固定，工况也相对简单，因此电动化程度最高。2020年我国叉车电动化率已达到约50%，2023年电动化率约70%；高机电动化进程也较快，根据国内高机龙头浙江鼎力销售数据，2023年公司臂式高机电动化率约73%，剪叉式高机电动化率约97%，桅柱式高机电动化率约100%。

装载机&搅拌机因工作范围相对可控（工况相对叉车&高机更复杂），电动化进程晚于叉车和高机，但近两年电动化率快速提升。其中，国内搅拌机电动化率从2022年约10%上升至2023年约29%；装载机电动化率从2022年约1%提升至2023年约3.5%。2024上半年，电动搅拌机累计销量约4110台，同比增速约+118%；同期，电动装载机累计销量约5110台，同比增速约+360%，6月单月电动化率约15%。

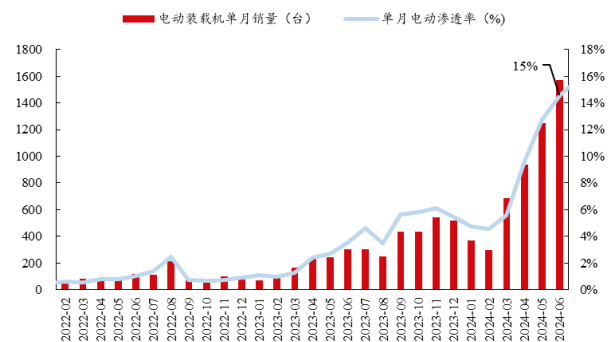
挖机&起重机的工况最为复杂，需要应对极端工作条件（高温、高寒、高海拔等），对电动化技术提出了更高的挑战。目前两者电动化率相对较低，处于初步探索阶段。

图表26：2024年6月叉车单月电动化率约75%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表27：2024年6月装载机单月电动化率约15%



资料来源：iFinD，国联证券研究所

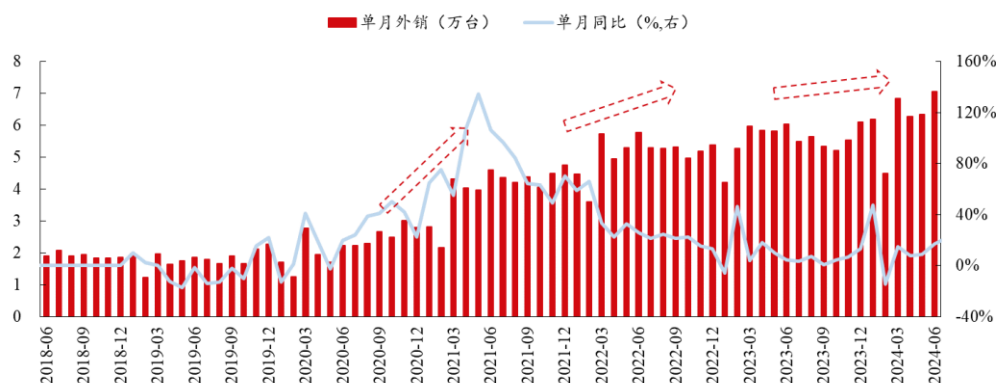
2.2 国外：工程机械空间广阔，电动化为海外突围新引擎

国内房地产投资较弱背景下，出海成为国内主机厂的必争之地。2020年以来，疫情导致海外供应链中断，海外布局完善的国内龙头主机厂出口增速加快。工程机械海外销量从2020年27万台增长至2023年66万台，CAGR约35%；海外销量占比也从2020年18%提升至2023年37%。

2024上半年，工程机械外销在高基数的情况下依旧保持正增长，1-6月累计外

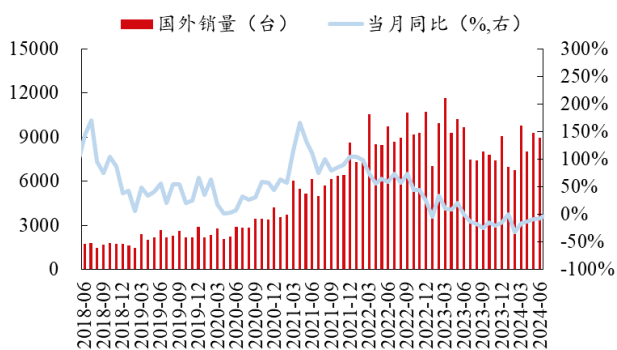
销约 37 万台，同比+12%。从产品分类来看，2024 上半年工程机械外销正增长主要依靠“非挖”中装载机的带动，挖掘机外销在经历 2022-2023 的高位后进入负增长，目前降幅已不断收窄，2024 年下半年进入低基数期，有望恢复正增长。

图表28：2024 年 1-6 月工程机械累计外销约 37 万台，同比增长约 12%



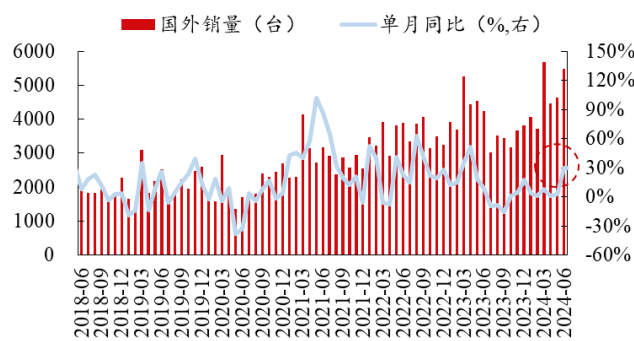
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表29：2024 年 6 月挖掘机外销同比-0.5%



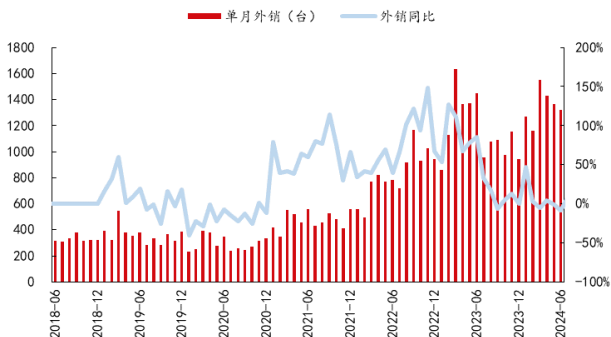
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表30：2024 年 6 月装载机外销同比+29.8%



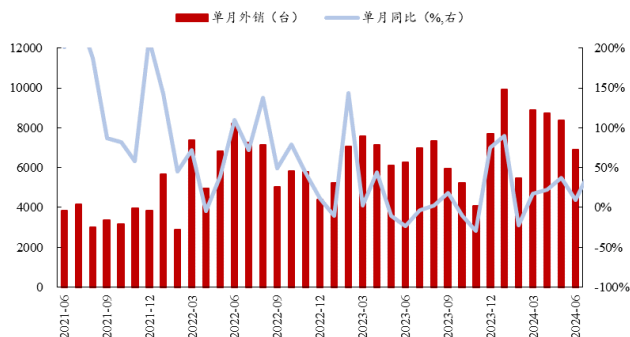
资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表31：2024年6月起重机外销同比-8.5%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表32：2024年6月高机外销同比+9.8%

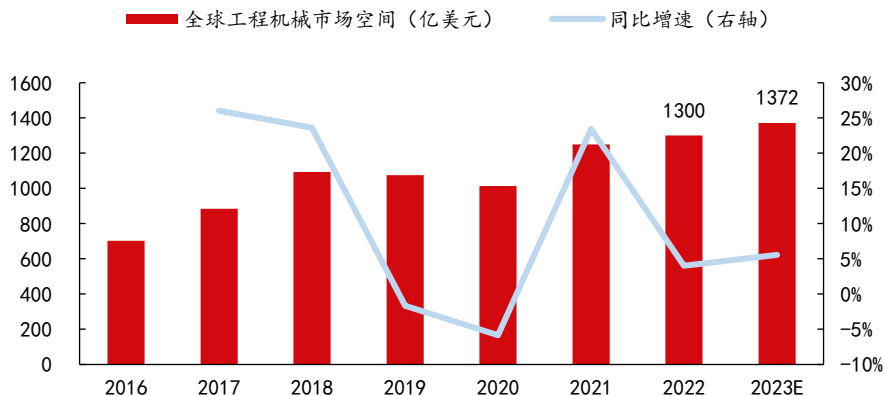


资料来源：iFind，国联证券研究所

海外工程机械市场空间广阔，中国龙头虽然已经加速出口，但海外份额仍然较低，电动化或为破局关键。根据中研普华产业研究院数据，2022年全球工程机械市场规模为1300亿美元，同比增长4%；我们假设2023年全球工程机械市场规模变化趋势与TOP50工程机械制造商销售额变化趋势一致（同比约5.6%），预计2023年全球工程机械市场规模约1370亿美元。其中，中国工程机械市场约占全球份额的1/3，海外仍有广阔的市场空间。

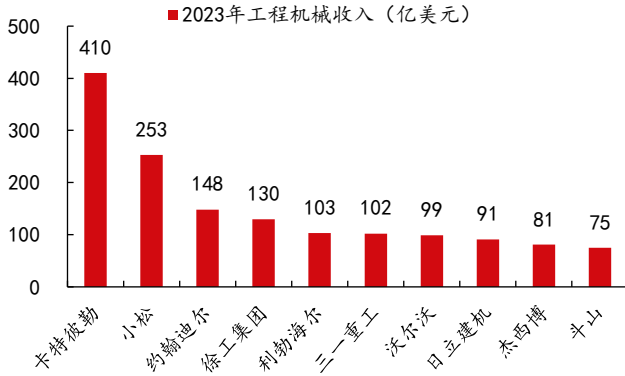
从格局上看，国内龙头主机厂的市场份额与海外龙头（卡特彼勒、小松）仍有较大差距，国内主机厂海外份额提升有明确空间。我们统计了2023年全球工程机械制造商销售额排名top50主机厂营业收入，从市场份额角度看，美国企业的份额占比约29%、日本企业的份额占比约20%、中国企业的份额占比约17%。其中美国卡特彼勒以17%的市场份额位居全球榜首，日本小松以10%的份额跟随其后，中国徐工/三一则分别以5.3%/4.2%排名第4/6名。

图表33：2023年全球工程机械市场空间约1370亿美元



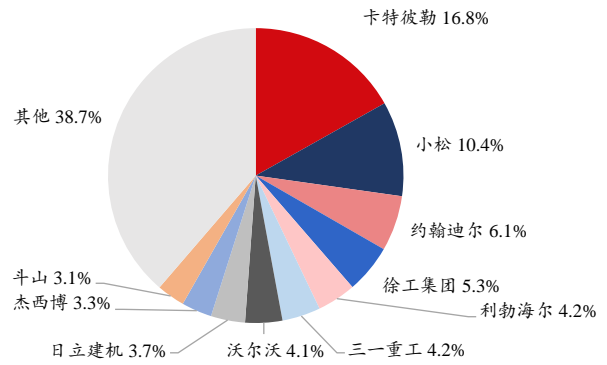
资料来源：中国工程机械工业年鉴，中研普华产业研究院，KHL，国联证券研究所

图表34：2023 全球工程机械销售额 top10



资料来源：KHL，国联证券研究所

图表35：2023 年全球工程机械竞争格局

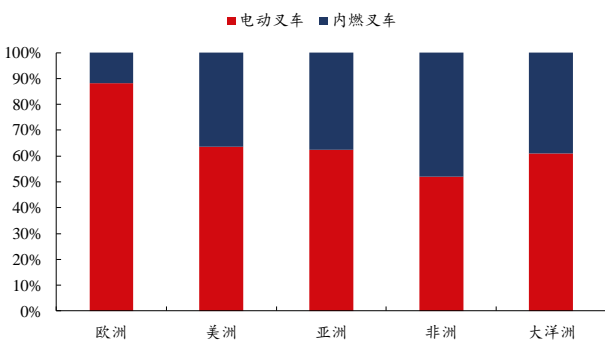


资料来源：KHL，国联证券研究所；KHL 数据以全球 TOP50 工程机械企业营业收入为依据，包括土方机械、起重机、矿机、农机等主机以及零部件等

电动化是工程机械海外突围的新引擎，借鉴叉车&高机凭借电动化在海外弯道超车的经验，我们短期看好装载机电动化，长期看好挖机电动化。在双碳和新能源趋势下，以石油为能源的工程机械势必要迎来一场电动化变革，目前叉车&高机的电动化率较高，装载机&挖机还处于起步阶段。2023 上半年全球叉车电动化率超 70%，其中欧洲的电动化率最高，约 88%；美洲电动率超 50%。高机的电动化率也处于较高水平，2023 年全球电动化率约 86%。

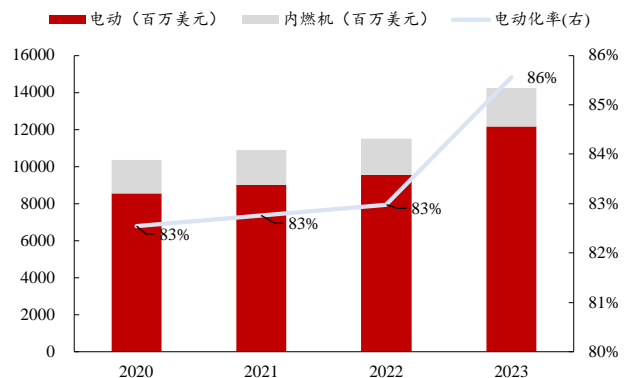
相比之下，工程机械的主要产品挖掘机&装载机的电动化率还处于较低水平，2023 年全球电动挖掘机&装载机销量仅 7300 台，电动化率不足 1%（仅为 0.6%），且以装载机为主。按照电动装载机销售区域划分，中国电动装载机的占比最高，2023 全年销量达到了 3544 台，约占全球的 50%；其次是欧洲市场，约占 27%；一带一路沿线等其他地区约占 21%；北美市场约占 3%。

图表36：2023 上半年叉车电动化率情况



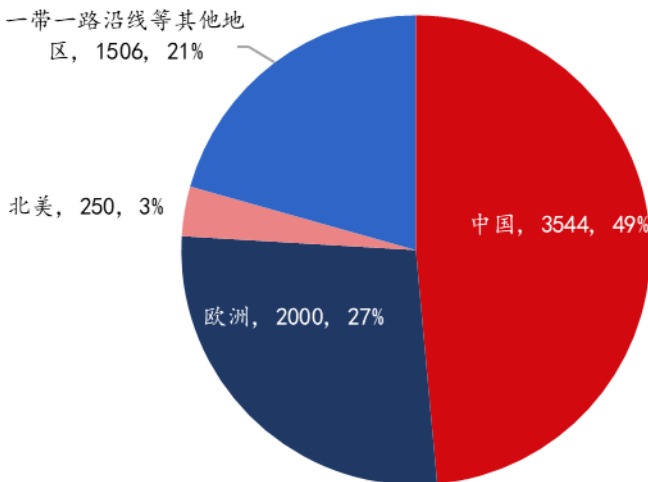
资料来源：WITS，国联证券研究所

图表37：2023 年全球高机电动化率约 86%



资料来源：Precedence Research，国联证券研究所

图表38：2023 年全球电动挖掘机&装载机销量（台）及占比



资料来源：工程机械品牌网，国联证券研究所

3. 装载机行业：电动化大势所趋，龙头出海开启全球化新征程

3.1 电动化浪潮兴起，推动行业规模持续提升

装载机电动化是国内外发展趋势，目前电动装载机全球渗透率不足 1%，但未来的发展趋势已不容小觑，主要系：

(1) **电动和燃油装载机的价差逐渐缩窄**：随着工程机械行业从“国三”向“国四”排放阶段过渡，国四标准要求工程机械必须采用更为先进的排放控制技术，由于需要采用新技术和后处理装置，国四设备的生产成本将增加。而随着近几年三电技术逐渐成熟，电池价格也随之下降，电动装载机和燃油装载机的价差逐渐缩窄，且电动装载机的性能不断提升，续航能力和工作效率显著提高。

(2) **电动装载机使用成本低，全生命周期经济性凸显**：相比燃油装载机，单台电动装载机每年可节省运营成本约 28 万元；考虑 5 年生命周期，燃油装载机总成本约 208 万元，电动装载机总成本约 126 万元，可减少成本约 40%。

(3) **满足环保要求高的工作环境**：电动装载机可实现零排放、低噪音，满足环

保要求高的工作场景，例如：钢厂、矿山、室内、隧道、港口等。

从最核心的经济性角度来看，电动化技术的突破强势地冲击了传统燃油装载机的残值体系。

(1) 运营成本测算：装载机的运营成本主要包括燃料使用成本和维修保养成本。假设燃油装载机的油耗为 15L/小时，油价约 7.9 元/L，作业 1 小时燃油花费约 119 元；电动装载机电耗为 45kW·h/小时，取全国平均商用电价为 0.68 元/kW·h，1 小时电量花费为 30.6 元，相比燃油装载机每小时节约 88 元。假设 1 年工作 3000 小时，则全年可节约燃料使用成本约 26.5 万元。对于维修保养成本，传统燃油装载机需要进行不同维保项目，年维保成本合计约 2.9 万元；对于电动装载机，其电池和电机每年只需做常规检查，年维保成本约 1.6 万元。

(2) 售价与残值测算：根据铁甲研究院数据，燃油机平均售价 30 万元左右，电动装载机平均售价约 80 万元；燃油机使用寿命约 10 年，设备 5 年后残值率约 50%，电动设备 5 年后残值率约 10%。

图表39：电动装载机5年生命周期总成本约126万元

		燃油装载机	电动装载机
购买成本	车辆价格 (元)	30 万元	80 万元
	每小时耗能 (L、KWH)	15L	45KWH
使用成本	油费 (元/L)	7.92	-
	电费 (元/KWH)	-	0.68
	工作小时数/年	3000	3000
	耗能成本/年	35.6 万元	9.18 万元
	维修保养费/年	2.9 万元	1.6 万元
	运营成本/年	38.5 万元	10.78 万元
5 年总运营成本		192.5 万元	53.9 万元
5 年残值	残值率	50%	10%
	设备残值	15 万元	8 万元
总成本		207.5 万元	125.9 万元

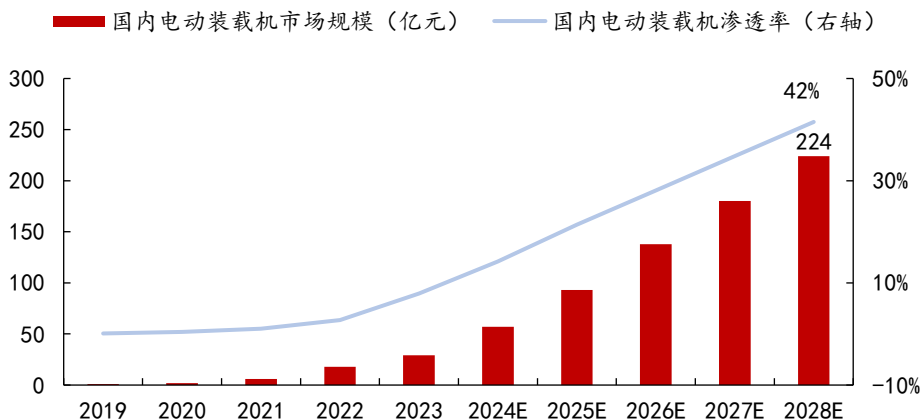
资料来源：《电动装载机实际应用情况下的四大优势分析》(李学等)，铁甲研究院，国联证券研究所

预计 2028 年中国装载机市场规模约 540 亿元，其中电动装载机市场规模约 224 亿元，电动化率约 42%。根据灼识咨询数据，2023 年我国装载机市场规模约 370 亿元，其中电动装载机规模约 30 亿元，电动化率约 8% (市场规模口径)。我们认为该测算具有较高准确性：根据工程机械协会数据，2023 年装载机销量约 103900 台，其中电动装载机约 3600 台 (销量口径渗透率约 3.5%)，内燃装载机约 100300 台；假设电动装载机单价约 80 万元、内燃装载机单价约 30 万元，按照市场规模口径，2023 年我

国装载机市场规模约 330 亿元，其中电动装载机规模约 29 亿元，电动化率约 8.7%。

根据灼识咨询数据，预计 2028 年中国装载机市场规模约 540 亿元，其中电动装载机规模约 224 亿元，电动化率约 42%。

图表40：预计 2028 年国内电动化装载机渗透率提升至 42%



资料来源：灼识咨询，国联证券研究所

预计 2028 年全球装载机市场规模约 2990 亿元，其中电动装载机市场规模约 690 亿元，电动化率约 25%。

(1) **全球装载机市场规模**：据 VALUE Market Research 数据，2023 年全球装载机市场规模约 335 亿美元（按美元/人民币=6.8，约为 2280 亿元），2032 年将达到 546 亿美元，CAGR 为 5.56%。据此推算 2025 年、2028 年全球装载机市场规模分别为 374、440 亿美元（约 2540、2990 亿元）。

(2) **全球电动装载机市场规模&电动化率测算**：①**2023 年**：据 Off-Highway Research 数据，2023 年全球电动装载机销量 5500 台，按照 80 万元/台均价测算，2023 年全球电装市场规模为 44 亿元，电动化率约 2%。②**2025 年**：据慧聪工程机械网数据，2025 年全球电动装载机市场规模将接近 300 亿元，我们保守预计为 250 亿元，则电动化率约 10%。③**2028 年**：据 Off-Highway Research 数据，2023-2028 年电动工程机械销量 CAGR 约 50%，考虑到 2023-2025 年 CAGR 因基数较小而增速较大，因此我们保守预计 2025-2028 年电动装载机 CAGR 为 40%，则 2028 年全球电动装载机市场规模将达到约 690 亿元，电装渗透率约 25%。

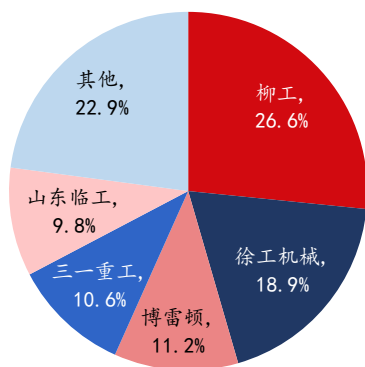
图表41：保守测算下 2028 年全球电动化装载机渗透率约 25%

年份	测算依据	全球电动装载机市场规模 保守测算	全球装载机市场 规模（亿元）	全球电动装 载机渗透率
2023 年	① 销量：5500 台（Off-Highway Research） ② 均价：80 万元/台（铁甲研究院）	①×②=44 亿元	2280*	2%
2025 年	全球电动装载机规模：接近 300 亿元（慧聪工程机械网）	保守预计为 250 亿元	2540*	10%
2028 年	全球电动工程机械规模 CAGR：超过 50%（Off-Highway Research）	保守预计 2025-2028 年全球电动装载机规模 CAGR 为 40%，市场规模为 690 亿元	2990*	≈25%

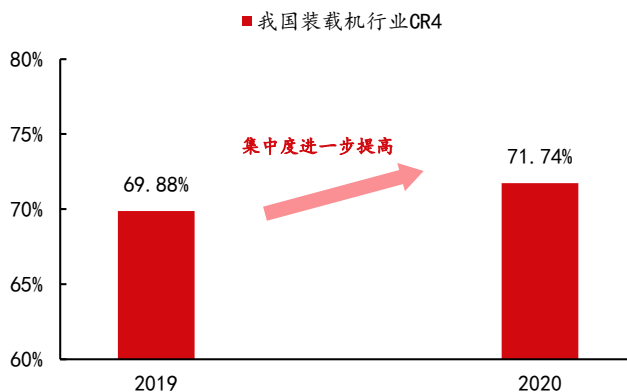
资料来源：VALUE Market Research, Off-Highway Research, 慧聪工程机械网, 铁甲研究院, 国联证券研究所
 注：带*号数据根据 VALUE Market Research 数据按美元/人民币=6.8 测算

3.2 乘电动化之东风，看好国产品牌海外份额提升

全球装载机市场群雄逐鹿，柳工有望凭借电动化弯道超车。在传统燃油装载机市场中，美国卡特彼勒、瑞典沃尔沃、日本小松常年位居前三；但是在电动装载机方面，柳工有望凭借电动化弯道超车。按照出货量口径，2023 年中国电动装载机 CR5 约 77%，其中柳工市占率约 26.6%，排名第一。2024 年 7 月柳工表示，其电动装载机单月第 600 台下线，其中电动装载机单月出口超 100 台，即单月内销约 500 台。

图表42：2023 年柳工电装市占率 26.6%（国内出货量口径）


资料来源：博雷顿科技招股书，国联证券研究所

图表43：我国装载机市场高度集中


资料来源：观研报告网，国联证券研究所

图表44：全球工程机械厂商电动化产品布局情况

	叉车	挖掘机	装载机	推土机	起重机	混凝土机械	高空作业平台	矿用机械
卡特彼勒			√	√				
沃尔沃		√	√					
小松		√	√					
利勃海尔		√	√					
三一重工		√	√		√	√	√	√
徐工机械	√	√	√			√	√	
柳工		√	√			√	√	
中联重科			√		√	√	√	
山河智能		√	√					
龙工	√	√	√					√
山推股份			√	√				
国机常林		√	√					
安徽合力	√							
杭叉集团	√							

资料来源：慧聪工程机械网，国联证券研究所整理

(1) 电动装载机弯道超车的必要条件之一：国内厂商的全球化布局。

国内厂商全球化布局积累深厚，助力电动装载机出口。2000年以来，国内工程机械龙头相继开启全球化布局，三一、徐工、柳工等公司纷纷在海外建立生产基地，同时通过并购推进研发、服务网络的本土化与全球化，从“搭车出海”到“自主出海”。2023年，三一、徐工、柳工的海外业务均表现亮眼，海外营收分别为433/372/115亿元，同比增速+58%/+40%/+42%。我们认为，国内主机厂的全球布局和供应链本土化优势将助力电动装载机顺利出口。

图表45：国内工程机械主机厂全球化布局

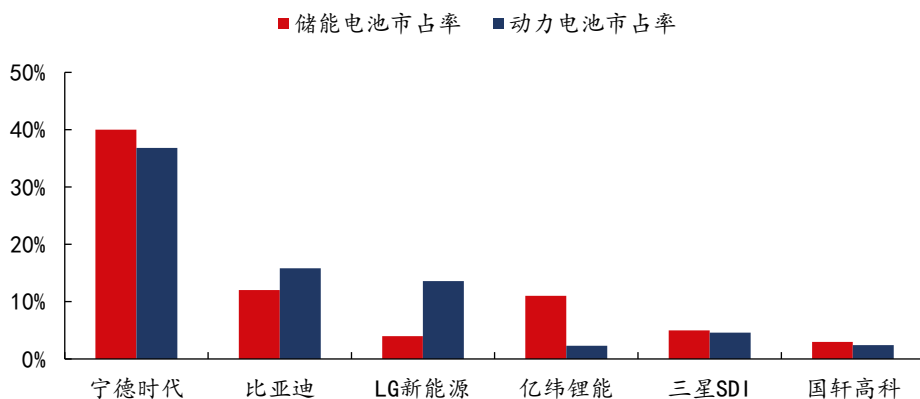
公司	全球布局情况	2023年海外营收 (亿元)及增速	2023年海外 营收占比	2023年海外 /国内毛利率
三一重工	拥有印度、美国、德国、巴西4大制造基地以及400多家海外子公司，海外人员本土化率接近60%，产品销售覆盖180多个国家与地区，欧美已成为海外增长最快的区域。	433 (+18%)	58%	31%/23%
徐工机械	拥有40家海外子公司和300多家海外经销商，出口至全球190多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线95%以上的国家和地区。	372 (+34%)	40%	24%/21%
柳工	拥有30余家海外子公司，4大海外制造基地，工程机械产品出口稳居全国前三，为170多个国家和地区提供产品和服务。	115 (+41%)	42%	28%/16%

资料来源：iFinD，公司官网，中国路面机械网，国联证券研究所

(2) 电动装载机弯道超车的必要条件之二：动力电池本土制造优势。

动力电池是电动装载机的核心部件，占总成本 50%-60%，是提高产品毛利率和竞争力的关键。我国的宁德时代、比亚迪是全球动力电池的前二供应商，2024 上半年分别占据全球动力电池装机量的 37.8%、15.8%，合计超过 50%。目前三一、柳工、中国龙工均与宁德时代开展合作，徐工则携手比亚迪成立电芯合资工厂。2024 年搭载宁德时代电池的电动装载机已超 1 万余台，工作时长超过 2 万小时的装载机已达 300 余台；配置比亚迪刀片电池的徐工电动装载机 XC958-EV 也已经交付客户。

图表46：宁德时代和比亚迪是全球动力电池供应商龙头



资料来源：SNE Research, 国联证券研究所

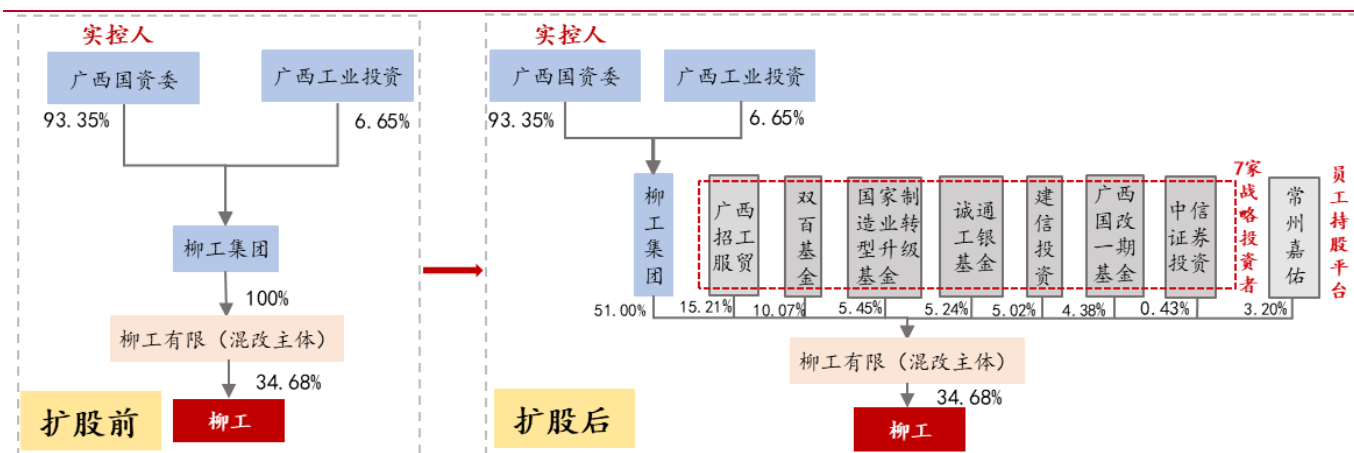
4. 混改打造阿尔法，全球化+电动化布局迎收获期

4.1 “混改+激励”激发内生活力，“可转债”加码长期竞争力

第一步：公司以“混”促“改”，多元化股权结构提升运营效率

(1) 混改扩股，目的在于整合资产、激发内生动力：
①无偿划转阶段：2019 年 11 月，柳工集团整合了下属 6 家子公司的主业资产组建了混改主体——柳工有限。在 2020 年 4 月，通过无偿划转，柳工的控股股东由柳工集团变更为柳工有限，但实际控制人未变（广西国资委）。
②增资扩股阶段：2020 年 12 月柳工集团引入 7 家战略投资者和 1 个员工持股平台，其中战略投资者包括具有央企背景或国家级基金的公司；增资完成后，柳工有限形成新的股权架构：柳工集团持股 51%，7 名战略投资者持股 45.8%，员工持股 3.2%。

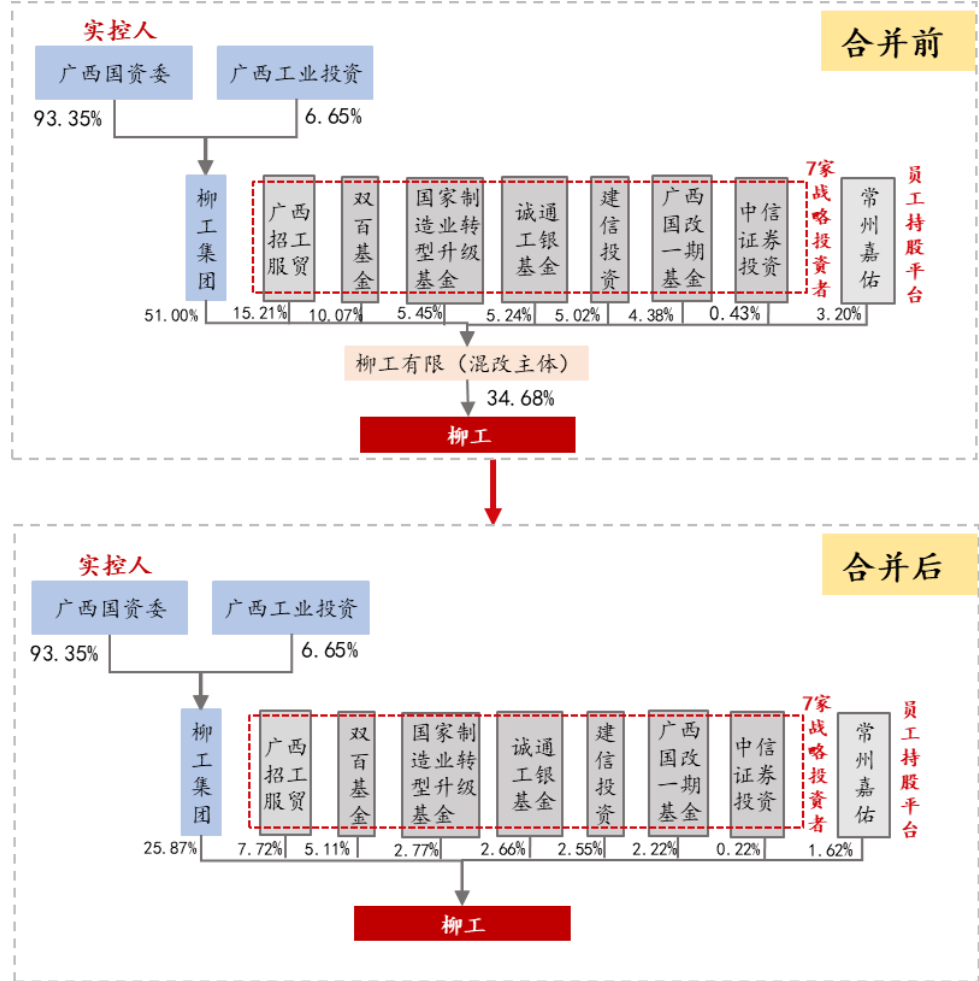
图表47：柳工集团混改扩股流程（截至2020年12月31日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

(2) 吸收合并，目的在于拓展主营业务、实现资产整体上市。2021年1月，柳工拟向柳工有限全体股东发行股份，拟反向吸收合并柳工有限。2022年1月，柳工与柳工有限签署《资产交割协议》，柳工有限下属子公司欧维姆77.86%股份、柳工农机97.87%股份、中源机械100%股权、柳工压缩机60.18%股权以及柳工建机100%股权过户至柳工名下。2022年3月，柳工完成吸收合并，实现柳工集团资产整体上市。

图表48：柳工吸收合并柳工有限流程（截至2022年3月31日）



资料来源：公司公告，国联证券研究所整理

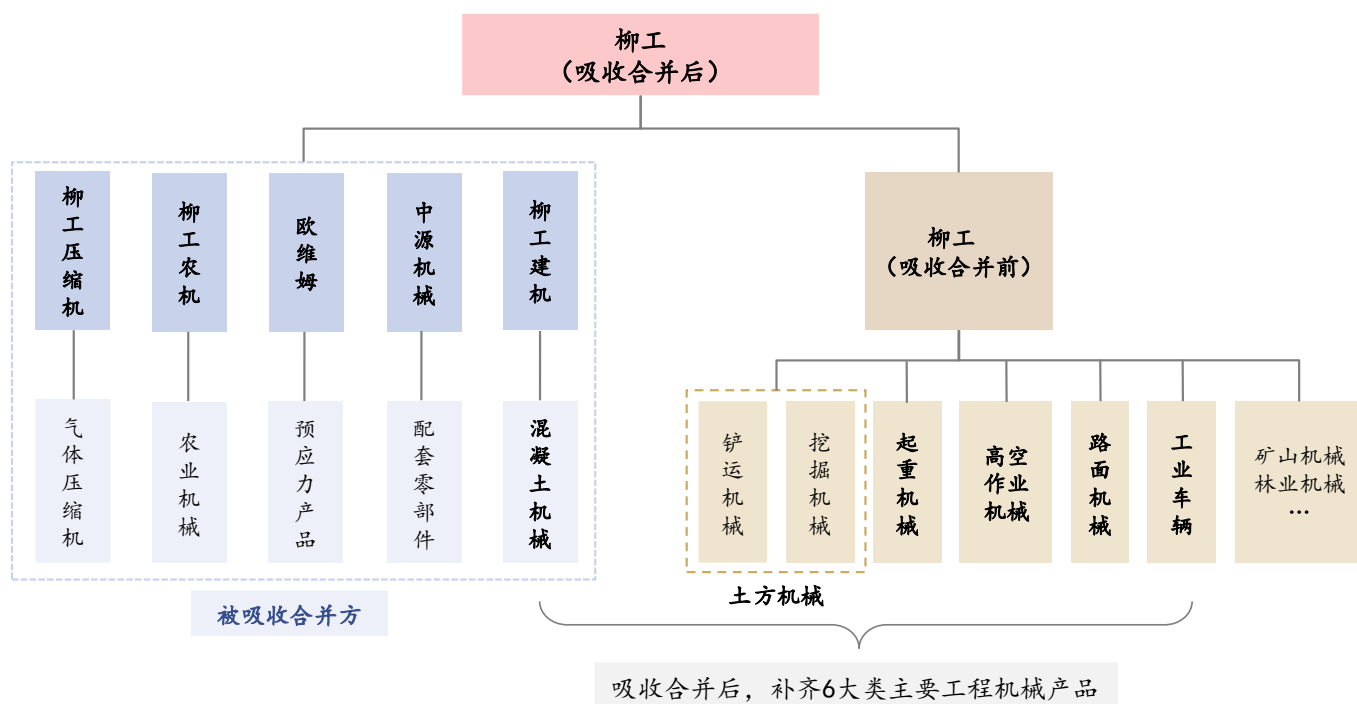
通过混改，柳工成功消除短板、实现业务协同增效，逐渐释放利润弹性。柳工（上市公司）反向吸收合并柳工有限后，柳工有限旗下建筑机械、农业机械、混凝土机械及工程机械生产配套资产整体注入上市公司。通过吸收合并整体上市的战略措施，柳工不仅消除了原先的短板和制约，还与被吸收标的产生了显著的协同效应，有效提升了公司经营效率及盈利能力。

(1) 消除短板，抗风险能力增强：行业龙头均拥有较多规模较大的子业务群，而柳工原本在产品布局上不够完善，仅有挖掘机、装载机产品线的规模较大；通过吸收合并整体上市，公司产品结构得到丰富，实现工程机械全产品链覆盖，抗周期风险能力提高。

(2) 资源整合，协同增效：合并后，上市公司供应链自主可控性和关键零部件竞争力得到加强；被吸收公司借助柳工的平台资源优势，推动其业务发展。同时，引入高质量的战略投资者，为柳工带来资金、技术、市场等资源，增强了企业的市场竞争力。

(3) 激发活力，盈利提升：混改后形成了多元化的股权结构，构建了更加市场化的治理机制，提高了企业的运营效率和市场响应速度。通过引入战略投资者和员工持股计划，实现了股东利益、企业利益与员工利益的有机结合，增强了企业的内生动力。混改后，柳工 2020 年报告期内毛利率由 20.4%（合并调整前）提升至 21.3%（合并调整后），2021 年 H1 报告期内毛利率由 17%（合并调整前）提升至 18%（合并调整后），盈利能力不断提升。

图表49：吸收合并使柳工产品结构得到丰富



资料来源：公司公告，华经产业研究院，国联证券研究所

注：为便于读者区分，图表 49-51 用红色代表柳工（吸收合并后），棕色代表柳工（吸收合并前），蓝色代表柳工有限下属子公司

图表50：吸收合并使柳工可以消除短板&协同业务

公司		公司&产品核心优势	合并前的短板	合并后的成效	
柳工（合并前）		①较完善的公司治理、主业突出的发展战略、较强的核心竞争力； ②相较于柳工集团，在人力资源、融资等方面具备相对优势； ③具备全球全价值链运营能力。	产品结构上具有缺陷： 行业龙头均打造了较多规模较大的子业务群，而柳工股份仅有挖掘机、装载机产品线规模较大。	①工程机械全产业链覆盖，提供工程机械一揽子解决方案； ②丰富上市公司产品结构，实现市场额外增量，提高抗周期风险能力； ③借助变革，有望实现弯道超车，重返行业第一梯队龙头地位。	
柳工有限	欧维姆	①预应力业务在技术及规模方面位于全球前列，公司盈利水平较高； ②预应力板块市场有望保持持续增长，不具备明显周期性。	柳工集团全部由国有资本控股，尚未建立市场竞争机制，多数产业发展落后于相关行业，财务状况欠佳，制约柳工股份的发展。	①在基建领域与柳工股份产生更多的业务促进效应； ②提升上市公司抗周期能力。	
	柳工建机	①混凝土业务收入规模已近百亿； ②混凝土机械市场容量较大。		提升上市公司抗周期能力。	
	柳工农机	农业机械与工程机械存在较强的周期性互补特征。			
	中源机械	可为柳工股份主机配套。			①降低关联交易； ②增强上市公司供应链自主可控性和关键零部件竞争力。
	柳工压缩机				与上市公司矿山机械形成完整的产品链。

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：为便于读者区分，图表 49-51 用红色代表柳工（吸收合并后），棕色代表柳工（吸收合并前），蓝色代表柳工有限下子公司

图表51：合并后柳工毛利率提升约 1pct

公司	2020 年				2021 年 H1			
	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率	净利率
柳工 (合并调整后)	259.79	5.71	21.3%	5.7%	167.82	3.86	18%	5.4%
柳工 (合并调整前)	230.03	13.31	20.4%	5.9%	147.88	7.61	17%	5.1%
中源机械	20.55	0.59	11.8%	4%	15.85	0.53	10.8%	5.2%
欧维姆	18.24	0.80	27.1%	4.1%	11.52	0.61	25%	5.2%
柳工建机	2.21	-0.08	12.6%	-	1.21	-0.09	9.1%	-
柳工农机	2.53	0.25	31.8%	10%	0.88	0.07	36.1%	8.4%
柳工压缩机	0.45	-0.02	4.6%	-	0.25	0.01	18.5%	3.5%

资料来源：公司公告，国联证券研究所

注：为便于读者区分，图表 49-51 用红色代表柳工（吸收合并后），棕色代表柳工（吸收合并前），蓝色代表柳工有限下子公司

第二步：2023 年股权激励以 ROE 为考核指标，彰显公司盈利信心

(1) 2018 年公司践行国企改革，首次推出限制性股票激励计划，向 1656 名激励对象（董事和高管股票授予量占比 5.23%）授予 1396.51 万股，行权价格为 3.37

元/股, 占总股本的 0.955%。目前公司第一、二期解除限售条件均已达成, 第三个解锁期业绩受行业影响未达标。

(2) 2023 年公司推出第二次限制性股票激励计划, 向 974 名激励对象 (董事和高管股票授予量占比 21.8%) 首次授予 5314 万份股票期权 (预留股数 540 万份), 行权价格为 7.10 元/股, 占总股本的 3%。业绩考核以净资产收益率为考核目标, 2024-2026 年 ROE 不低于 6.0%/6.5%/7.0%。

图表52: 公司限制性股票激励计划

年份	激励对象	股权内容	归属期	业绩考核目标		
				每股收益	扣非净利润增长率	营业利润/利润总额
2018.12	董事、高级管理人员、技术专家等 1656人	1396.51万股; 3.37元/股; 占总股0.955%	第一个 (2019)	≥0.61元/股	≥200.84% (以2017为基数)	≥75%
			第二个 (2020)	≥0.67元/股	≥230.85% (以2017为基数)	≥75%
			第三个 (2021)	≥0.74元/股	≥263.89% (以2017为基数)	≥75%
2023.6	董事、高级管理人员、技术专家等 974人	5853.78万股; 7.1元/股; 占总股3%		归母净资产收益率	利润总额	经济增加值
			第一个 (2024)	≥6.0%	≥20% (以2022为基数)	≥5亿
			第二个 (2025)	≥6.5%	≥35% (以2022为基数)	≥6亿
			第三个 (2026)	≥7.0%	≥50% (以2022为基数)	≥7亿

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

第三步: 增发 30 亿可转债, 投资工程机械智能化新方向

2023 年 4 月公司发行 30 亿元可转债用于挖掘机智慧工厂、装载机智能化改造等 5 个项目。其中挖掘机智慧工厂项目总投资约 16.4 亿元, 建成后预计年产各类挖掘机 1.8 万台; 装载机智能化改造项目约 3 亿元, 建成后预计年产各类装载机 3 万台套, 平地机约 1100 台套, 并具备相关高端配套零部件自制能力。

图表53: 公司可转债资金使用情况

募资计划	序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	拟投入募集资金额度 (亿元)
2023.4 发行 可转债	1	柳工挖掘机智慧工厂项目	16.4	14
	2	柳工装载机智能化改造项目	3	7
	3	中源液压业务新工厂规划建设项目	4.7	2.4
	4	工程机械前沿技术研发与应用项目	2.4	2
	5	补充流动资金	4.7	4.6
		合计	41.1	30

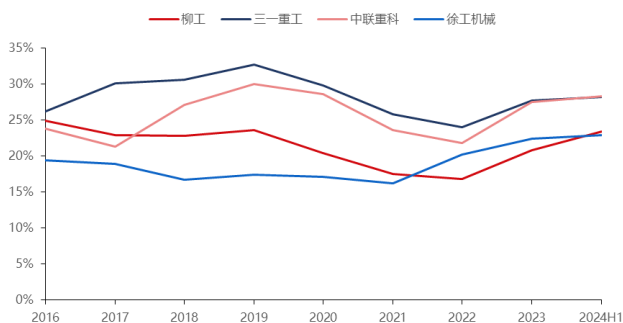
资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

我们认为“混改+股权激励+可转债”三箭齐发，公司盈利能力有望显著提升。

(1) 公司盈利能力提升空间较大：2023年，柳工毛利率为20.8%，较三一/中联/徐工分别落后6.9pct/6.7pct/1.6pct；净利率为3.4%，较三一/中联/徐工分别落后2.8pct/4.6pct/2.2pct，公司毛利率与净利率较行业龙头均有较大提升空间。

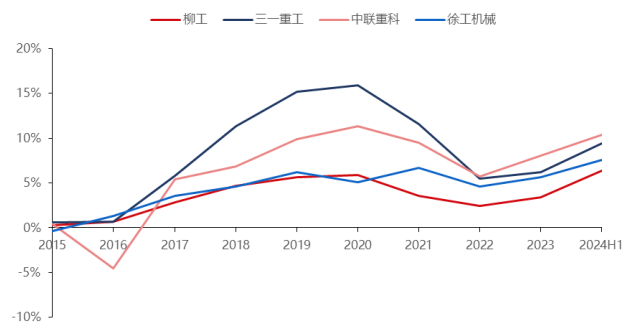
(2) 三项举措有望共同推动公司盈利能力提升：①混改奠定基础：整体上市后产品结构得到完善，综合竞争力增强，盈利能力有望长期稳步提升；②股权激励作为动能：以ROE为考核指标，彰显公司盈利能力提升信心。③可转债布局未来：提升智能制造能力，同时规模效应进一步释放，助推盈利能力提升。

图表54：柳工毛利率可提升空间较大



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表55：柳工净利率可提升空间较大



资料来源：iFinD，国联证券研究所

4.2 海外营收破百亿，电动装载再赋能

柳工坚持全球化战略二十多年，“三步走”开启全面国际化，2023年海外营收破百亿。海外营收从2002年约0.35亿增长到2023年约115亿，CAGR约32%；尤其是2020年以来，柳工进入深度国际化合作阶段，海外业务取得丰硕成果，从2020年约34亿增长到2023年115亿，CAGR高达50%。

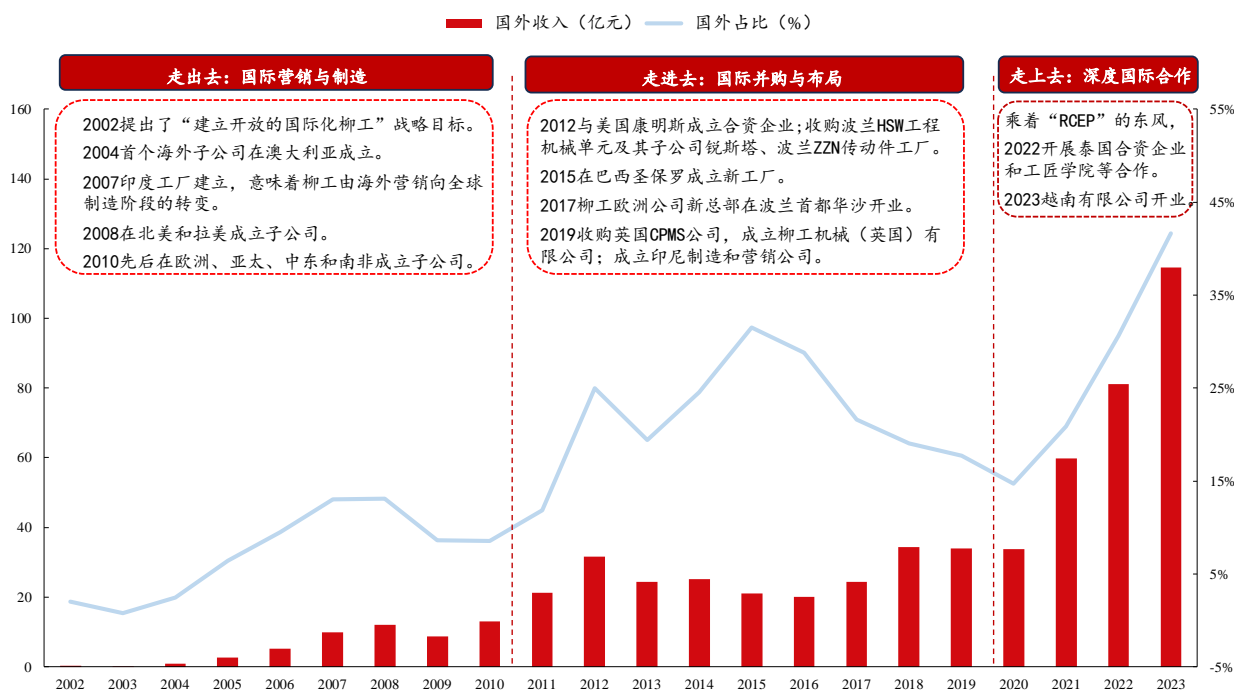
(1) 2002-2010 走出去：国际营销与制造阶段。2002年公司提出“建设开放的、国际化的柳工”战略目标，积极拓展海外市场。2004年在澳大利亚建立首个子公司；2007年在印度建立了第一个海外工厂；随后在北美、拉美、欧洲、亚太中东和南非建立子公司，这一阶段实现了从海外营销到制造转变。

(2) 2011-2019 走进来：国际并购与布局阶段。2011年柳工在“十二五”战略明确提出在海外打造第二本土市场的国际化战略。2012年柳工成功并购了波兰 HSW 公

司的工程机械业务，这标志着柳工的全球化战略进入了一个新的阶段，通过并购加速了其在欧洲市场的布局和发展；此外，柳工与阿根廷 ZMG 公司建立了战略联盟，在巴西以轻资产模式建立了多产品线的组装生产基地。2019 年公司通过收购英国代理商 CPMS 公司，成立了首个海外直营公司。

(3) 2020 年至今走出去：深度国际化合作阶段。2022 年 RCEP 实施后，成员国之间 90% 以上的货物贸易实现零关税，柳工在 RCEP 区域特别是印尼市场取得了显著成绩，并开展泰国合资企业和工匠学院等合作，在越南设立新公司。乘着 RCEP 东风，2022 年 1-11 月，柳工海外销量超 20,000 台，同比增长超 40%，在 RCEP 区域销售超 4,000 台，收入同比增长近 70%。

图表56：柳工坚持全球化战略二十多年&“三步走”开启全面国际化

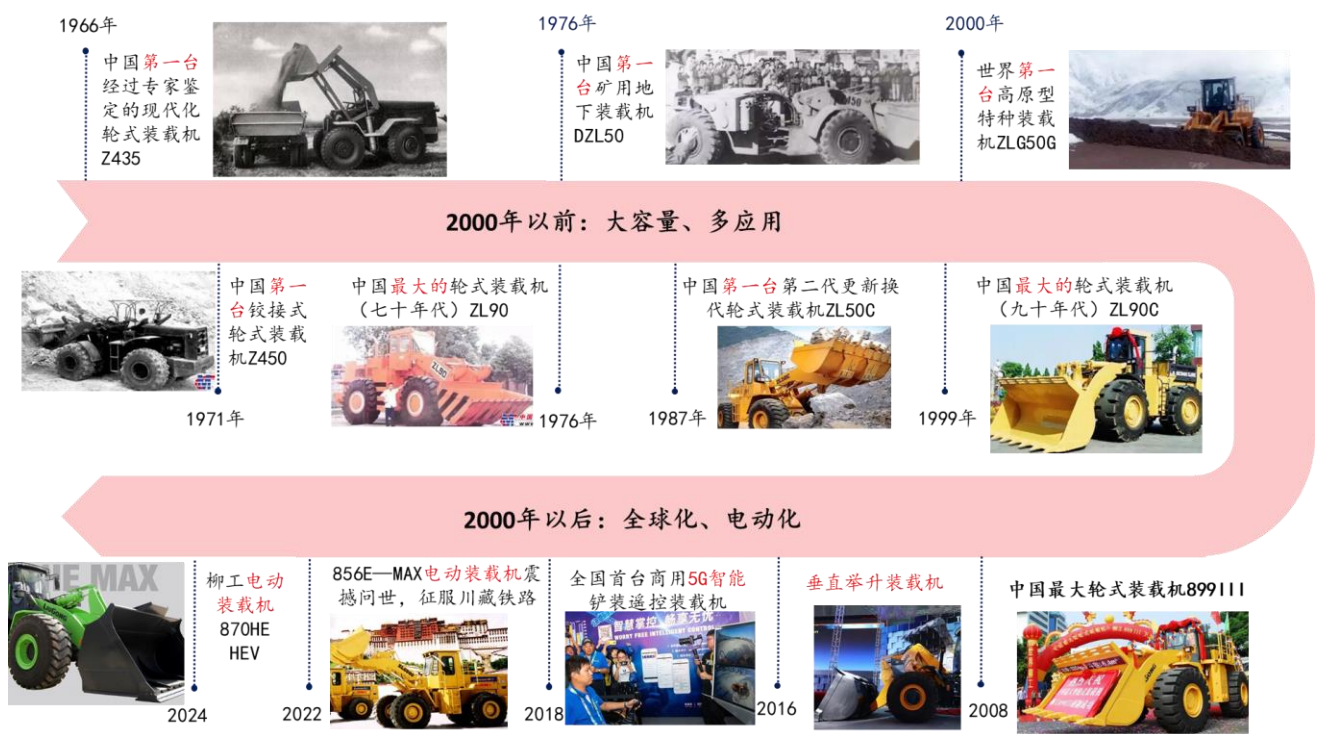


资料来源：iFinD，柳工国际，国联证券研究所

老牌装载机企业，数次问鼎中国第一。柳工装载机开始于 20 世纪 60 年代，是中国装载机的拓荒者，也是引领者：1966 年中国第一台轮式装载机 Z435、2000 年全球首台高原型轮式装载机 ZLG50G、2016 年革命性的垂直升装载机、2018 年首台商用 5G 智能遥控装载机、2022-2024 年电动装载机。2006 年公司第 10 万台装载机下线、2010 年第 20 万台下线、2020 年第 45 万台下线。

2014 年率先掀起装载机电动化浪潮，2024 年 7 月电动装载机单月第 600 台下线。2014 公司率先掀起装载机电动化浪潮，2019 年推出了 856H-EV 纯电动装载机，成为全球首发大型电动工程机械的厂家，实现了从“0”到“1”的突破。2024 年 7 月柳工装载机单月海外销量超 1000 台，其中电动装载机单月出口超 100 台，与此同时，电动装载机单月第 600 台下线，标志着柳工装载机在电动领域全球领跑。

图表57：柳工 65 年装载机奋斗史



资料来源：中国路面机械网，柳工挖掘机，人民网，国联证券研究所

公司的电动装载机性能行业领先，兼顾长续航&低能耗。对比国内头部厂家的电动装载机性能，可以发现柳工电动装载机的额定装载重量很大，但 8 小时作业耗电金额却最小，主要系柳工采用电池组和永磁同步电机为整机提供动力，综合额定功率约 180kW；通过自主研发的电控变速箱（无需变矩器）以及定制的电控系统可以使能量转化效率提升 20%，从而降低能耗。目前公司新一代电动装载机 870HE MAX 具有更高的性能，装载重量提高至 7500KG，额定功率约 210KW，同时配备 423kWh 电池组，一次充电(1.5h)可工作 8-12h。

2023 年公司装载机销量稳步提升，市场份额持续保持领先；其中电动装载机销量同比增长 67%，市场占有率稳居第一。我们认为柳工电动装载机有望凭借全球化布局、深厚技术底蕴以及优质的品质弯道超车。

图表58：柳工电动装载机兼顾长续航&低能耗

性能	柳工 856E-MAX	徐工 XC958-EV	国机重工常林 950E	临工 L956HEV	山推LE56-X (煤炭版)	英轩重工 YX656EV
额定载重量(kg)	5500	5500	5000	5000	5000	5500
斗容量(m ³)	3.5	3.2	2.2(侧卸铲斗)	3	4	3.3
最大掘起力(kN)	160	168	174	≥170	185	185
三项和时间(s)	8.5	10	<10	<9.8	10	<10
额定功率(kw)	180	270	/	/	/	195
驱动电机功率(kw)	160	/	/	280	180	200(峰值)
液压电机功率(kw)	150	/	/	165	/	140(峰值)
电池组容量(km·h)	282	282	316/350(可选)	282	282	300
续航时长(h)	6~10	6~8	>6	6~8	5~7	6~10
充电时间(h)	<1	<1	1~2	1~2	1	1
综合小时耗能(km·h)	35	<40	56	/	/	/
8h耗电金额(元)*	122	152	171	152	174	130
注：金额=工作有效电量(90%)/一次性最大可工作时长(由于国机重工常林950E官方给出数值的特殊性，以其续航时长最大8小时为参考值)*8小时工作*充电电费金额0.6元/h。						

资料来源：第一工程机械网，国联证券研究所

4.3 挖机销量加速提升，结构持续优化

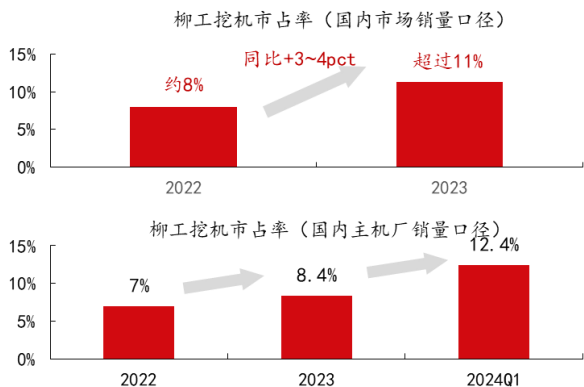
2023年以来，公司挖掘机市场销量增速大幅跑赢行业，在国内小挖销量高速增长背景下，2024年公司挖掘机在国内市场的份额有望进一步提升。

(1) 市占率持续提升：柳工挖机2023年内销市占率超11%。从国内市场销量口径来看（“国内品牌+在中国建厂的海外品牌”在国内的销量），柳工2023年挖掘机市占率约11%，同比提升3-4pct。从国内主机厂销量口径来看（“国内品牌+在中国建厂的海外品牌”的国内外总销量），柳工2022年市占率7%，2023年市占率提升至8.4%，2024Q1进一步提升至12.4%。

(2) 销量增速：柳工挖机销量增速从落后行业到大幅跑赢行业：2022/2023/24Q1公司挖机销量分别为1.83/1.64/0.62万台，同比增速分别为-32%/-10%/+19%，相较于行业增长-8/+15/+32pct，主要系2023年以来，国内小挖销量增长迅速，而柳工挖掘机以小挖为主，因此公司积极抓住市场机遇实现销量的快速增长。

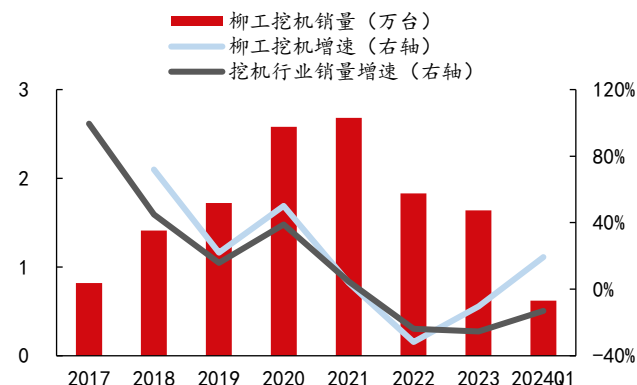
我们认为，在国内小挖销量高速增长的背景下，2024年柳工挖机销量增速与行业销量增速的差值将进一步扩大，公司挖机在国内市场的份额有望迈上新台阶。

图表59：2023年柳工国内市场挖机市占率超11%



资料来源：公司公告，中国工程机械工业协会，国联证券研究所
注：行业销量指我国挖掘机制造企业销量（包括内销与外销）

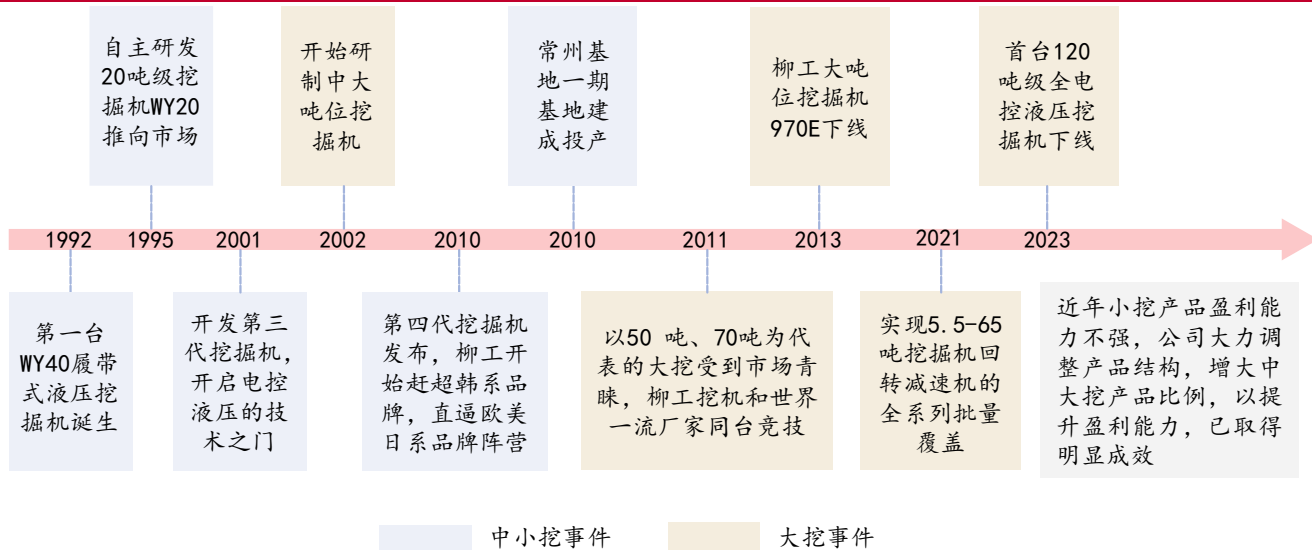
图表60：24Q1柳工挖机增速与行业增速差值扩大



资料来源：公司公告，中国工程机械工业协会，国联证券研究所

短期来看，公司挖掘机份额有望凭借小挖产品进一步提升；中期来看，公司挖掘机整体盈利能力有望凭借中大挖产品占比提升而稳健上行。复盘柳工挖掘机发展历程可以发现，由于小挖技术壁垒低于大挖，因此公司早期专注于小挖的研发与销售，并在小挖领域跻身全球第一梯队；2010年后，公司在挖机技术方面已有较深厚积淀，发展重心逐渐向毛利率更高的中大挖倾斜，高端中大挖产品研制成功并逐渐放量。

图表61：柳工挖机布局由小挖向大挖拓展



资料来源：公司官网，中国路面机械网，深交所互动易，国联证券研究所

长期来看，农机&预应力机械&矿机板块有望成为柳工新增长曲线。

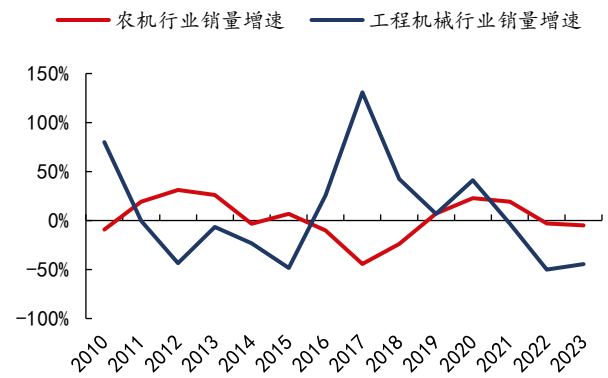
(1) 农机周期波动性小于工程机械，柳工盘踞广西占据发展农机的先天优势。公司农机产品品类丰富，包括甘蔗收获机、拖拉机等。2010-2023年，农机行业销量增速（以全国大中型拖拉机生产量口径计算）的波动范围约为-45%至30%；而工程机械行业销量增速（以中大挖内销量计算）的波动范围约为-50%至130%，农机行业抗周期能力显著强于工程机械行业。2021年，广西甘蔗产量全国排名第一，占比69%，柳工盘踞广西占据先天优势，甘蔗收获机行业市占率第一。目前，柳工积极开拓国内外农机市场，深度融入RCEP区域，甘蔗收获机已进入澳大利亚、泰国等国际市场。

图表62：柳工农机产品品类丰富



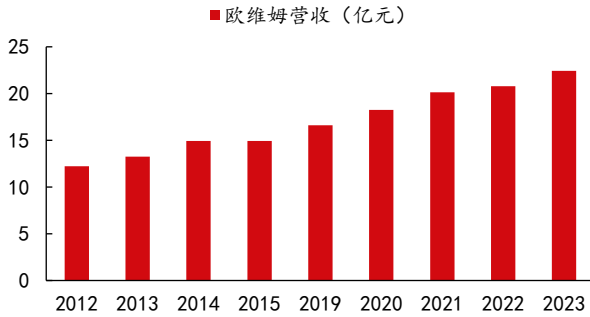
资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表63：农机周期波动小于工程机械

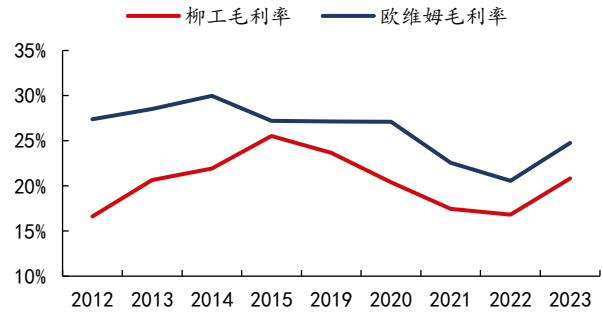


资料来源：iFinD，中国工程机械工业协会，国联证券研究所
注：农业机械行业销量增速采用全国大中型拖拉机生产量计算，工程机械行业销量增速采用中大挖内销量计算

(2) 预应力业务营收稳定增长，盈利水平较高。建筑预应力领域的总需求与固定资产投资相关，随着国家战略项目推进和国内基建投资企稳，行业发展相对平稳。公司预应力业务主要由子公司欧维姆经营，欧维姆为预应力领域的头部企业，近年来营收规模稳步增长，毛利率水平高于公司整体水平。

图表64：欧维姆营收保持稳定增长


资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所
 注：2021-2023 年数据为公司预应力板块营收

图表65：欧维姆毛利率高于柳工


资料来源：iFinD，公司公告，国联证券研究所
 注：2021-2023 年数据为公司预应力板块毛利率

(3) 矿山机械领域持续发力，可提供智能化矿山开采解决方案。自柳工矿山机械成立以来，凭借先进的技术研发团队，打造出一系列高效可靠的矿山机械，包括宽体矿车等，可提供成熟的矿山开采解决方案。此外，柳工还注重智能化发展，将先进的控制系统融入到矿山设备中，提高矿山开采的效率和安全性，进而提升自身产品的竞争力。近年来柳工在矿山机械领域持续发力，2024 年 7 月，柳工矿山机械在国际市场斩获亿元订单，销量突破单月历史新高，国际地位显著提升。

图表66：柳工可提供完备的矿山开采解决方案


资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表67：柳工矿山机械研发项目

研发项目	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
无人驾驶产品开发	响应国家绿色矿山和智慧矿山的发展趋势结合客户需求，开发无人驾驶产品。	产品已发布	矿山面临招工难、安全隐患大的问题，开发无人驾驶产品，可以解决客户痛点，提升柳工无人产品市场竞争力，抢占市场份额
智慧矿山	在现有的智慧矿山管理系统的版本上，研发一款支持多语言并适应海外矿山客户的智慧矿山管理系统。	产品已发布	对海外市场客户提供先进全面的解决方案和产品，进而对公司海外销售提供有力支撑

资料来源：公司公告，国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1 盈利预测

柳工主要产品包括以装载机和挖掘机为代表的土方机械、其他工程机械及零部件、融资租赁业务、预应力机械等。我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 303.9/351.1/405.2 亿元，分别同比增长约 10%/16%/15%；归母净利润分别为

15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比增长 77%/37%/26%。

土方机械：主要包括挖掘机和装载机，以及平地机、推土机等。2023 年公司土方机械产品销量增速跑赢行业 7pct，其中装载机销量稳步提升，市场份额持续保持领先，电动装载机销量同比增长 67%，市场占有率稳居第一；挖掘机在国内市场销量增速跑赢行业超 20pct，市场份额增长 3pct，创下历史新高。考虑公司混改逐渐释放利润弹性以及海外市场拓展顺利，我们预计 2024-2026 年公司土方机械收入同比增长约 12%/18%/18%。

其他工程机械及零部件：主要包括矿山机械、高空机械、农业机械、工业车辆等。2023 年公司矿山机械销量同比增长明显，高空机械销售收入增长 112%，农业机械已经完成国四拖拉机产品批量切换。其他工程机械及零部件有望成为公司的第二增长曲线，我们预计 2024-2026 年公司其他工程机械及零部件收入同比增长约 8%/12%/12%。

预应力机械：主要包括 OVM 预应力锚固体系产品，由子公司欧维姆负责，业务相对稳定。我们预计 2024-2026 年公司预应力机械收入同比增长约 10%/10%/10%。

融资租赁业务：主要为客户采购本公司及其他供应商的产品提供金融服务。我们预计 2024-2026 年公司融资租赁业务同比增长约 5%/8%/8%。

图表68：公司营收测算汇总（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司整体						
营业收入	287.0	264.8	275.2	303.9	351.1	405.2
YOY	10.5%	-7.7%	3.9%	10.4%	15.5%	15.4%
毛利率	16.1%	16.6%	20.8%	23.1%	23.9%	24.8%
土石方铲运机械						
营业收入	171.5	155.6	159.1	178.2	211.0	249.1
YOY	5.4%	-9.3%	2.2%	12.00%	18.43%	18.05%
毛利率	16.6%	17.8%	23.4%	26.0%	27.0%	28.0%
其他工程机械及零部件						
营业收入	90.2	84.5	88.2	95.2	106.7	119.5
YOY	24.0%	-6.3%	4.4%	8.0%	12.0%	12.0%
毛利率	16.0%	11.6%	13.7%	16.0%	16.5%	17.0%
预应力机械						
营业收入	20.1	20.8	22.4	24.7	27.1	29.9
YOY	14.6%	3.3%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	22.6%	20.6%	24.8%	25.0%	25.5%	26.0%
融资租赁业务						
营业收入	5.2	4.0	5.5	5.8	6.3	6.8
YOY	-22.5%	-24.2%	39.6%	5.0%	8.0%	8.0%
毛利率	52.9%	48.6%	45.6%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：iFinD，国联证券研究所

5.2 估值与投资建议

(1) 绝对估值法

假设无风险利率 R_f 为 10 年国债收益率，市场预期回报率为沪深 300 指数平均收益率（2014-2022 年），Beta 标的指数为上证综合指数，WACC 为 6.4%。假设第二阶段年数为 8 年，增长率 15%，永续增长率为 1.5%，对三个阶段进行折现估值。

图表69: FCFF 法参数假设

估值假设	数值
无风险利率 Rf	2.15%
市场预期回报率 Rm	6.84%
β 系数 (参考值)	1.073
第二阶段增长年数	8
第二阶段增长率	15.0%
永续增长率	1.50%
有效税率 Tx	19.7%
税后债务资本成本 Kd	3.6%
债务资本比重 Wd	23.0%
股权资本成本 Ke	7.2%
WACC	6.4%

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

根据 DCF 模型, 测算得到公司当前价值为 235 亿元, 对应股价 11.9 元/股。

图表70: FCFF 法估值表

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,810.96	5.07%
第二阶段	7,739.17	21.68%
第三阶段 (终值)	26,143.30	73.24%
企业价值 AEV	35,693.43	
加: 非核心资产	540.09	1.51%
减: 带息债务 (账面价值)	11,308.33	31.68%
减: 少数股东权益	1,464.45	4.10%
股权价值 (百万元)	23,460.74	65.73%
除: 总股本 (股)	1,978,993,121.00	
每股价值 (元)	11.9	

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

图表71: FCFF 估值敏感性测试

敏感性测试结果	永续增长率										
	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
WACC	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
3.95%	26.18	27.06	28.09	29.32	30.80	32.59	34.81	37.61	41.24	46.10	52.91
4.34%	22.04	22.70	23.47	24.38	25.46	26.75	28.32	30.27	32.73	35.92	40.18
4.78%	18.48	18.98	19.56	20.23	21.02	21.97	23.10	24.48	26.18	28.33	31.12
5.28%	15.40	15.78	16.21	16.72	17.31	18.00	18.82	19.80	21.00	22.49	24.36
5.78%	12.73	13.02	13.34	13.72	14.16	14.67	15.27	15.98	16.84	17.88	19.17
6.36%	10.40	10.62	10.87	11.15	11.48	11.85	12.30	12.81	13.43	14.17	15.07
6.99%	8.37	8.54	8.72	8.93	9.18	9.46	9.78	10.16	10.61	11.14	11.77
7.69%	6.59	6.72	6.86	7.02	7.20	7.41	7.65	7.92	8.25	8.63	9.08
8.46%	5.03	5.13	5.23	5.35	5.49	5.64	5.82	6.02	6.26	6.54	6.86
9.31%	3.66	3.73	3.81	3.90	4.00	4.12	4.25	4.40	4.57	4.77	5.00
10.24%	2.46	2.51	2.57	2.64	2.71	2.80	2.89	3.00	3.13	3.27	3.44

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

(2) 相对估值法

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比增长 77%/37%/26%，对应当前股价 PE 分别为 12/9/7 倍。我们选取国内工程机械头部主机厂三一重工、徐工机械、中联重科和山推股份作为可比公司，2024-2026 年行业的 PE 均值 13/10/8 倍。考虑公司混改逐渐释放利润弹性叠加海外拓展顺利，我们认为可以给予公司 2024 年 15 倍估值，对应目标价 11.6 元/股。

图表72：工程机械行业可比公司的平均估值水平

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工*	1,292	15	45.3	61.8	80.0	101.4	29	21	16	13
000157.SZ	中联重科*	467	6	35.1	44.2	56.9	70.0	13	11	8	7
000425.SZ	徐工机械*	709	6	53.3	65.3	82.5	104.1	13	11	9	7
000680.SZ	山推股份*	97	6	7.7	9.5	12.0	14.3	13	10	8	7
	平均							17	13	10	8
000528.SZ	柳工	187	9	8.7	15.4	21.0	26.6	22	12	9	7

资料来源：Wind，国联证券研究所；带*数据来自Wind一致预期；收盘价取 2024 年 9 月 9 日收盘价

投资评级：我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 303.9/351.1/405.2 亿元，分别同比增长约 10%/16%/15%；归母净利润分别为 15.4/21.0/26.6 亿元，分别同比增长 77%/37%/26%；EPS 分别为 0.8/1.1/1.3 元/股，2024-2026 年 CAGR 为 32%。鉴于可比公司 2024 年平均 PE 为 13 倍，综合绝对估值法(DCF 法测算得到每股价值 11.9 元)和相对估值法，我们给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 11.6 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

国内需求复苏不及预期：工程机械属于周期性行业，如果下游基建投资不及预期，或者设备以旧换新政策落地不及预期，公司或将面临下游需求下降风险。

海外拓展不及预期：公司近年海外拓展顺利，营收占比不断提升，如果设备出口受阻或者电动化产品渗透不及预期，公司营收规模和盈利能力或将下降。

行业竞争加剧：行业下行周期，工程机械头部主机厂之间竞争加剧，可能出现价格战情况，或将影响公司盈利能力。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E			
货币资金	7235	10353	4558	5266	6077	营业收入	26480	27519	30386	35106	40516	营业成本	22031	21790	23381	26707	30464			
应收账款+票据	8150	8669	8766	10127	11688	营业税金及附加	128	172	157	182	210	营业费用	1821	2251	2461	2808	3241			
预付账款	382	322	395	456	526	管理费用	1480	1720	1823	2106	2431	财务费用	75	152	355	244	260			
存货	7988	8482	8835	10092	11512	资产减值损失	-206	-254	-228	-264	-305	公允价值变动收益	0	6	0	0	0			
其他	5747	5448	6372	7341	8451	投资净收益	80	102	120	120	120	其他	-52	-111	-94	-160	-235			
流动资产合计	29502	33275	28926	33281	38254	营业利润	768	1177	2005	2755	3490	营业外净收益	22	33	26	26	26			
长期股权投资	688	669	777	884	992	利润总额	790	1209	2031	2781	3516	所得税	143	268	401	549	694			
固定资产	5011	6208	6122	6268	6123	净利润	647	942	1630	2232	2822	少数股东损益	48	74	94	129	164			
在建工程	810	586	493	300	250	归属于母公司净利润	599	868	1535	2103	2658									
无形资产	1515	1451	1447	1466	1490															
其他非流动资产	4732	4389	4842	4792	4754															
非流动资产合计	12756	13303	13681	13711	13609															
资产总计	42258	46578	42607	46992	51863															
短期借款	4889	6974	1934	3438	4782															
应付账款+票据	9817	11369	10812	12349	14087															
其他	6782	3931	5148	5890	6733															
流动负债合计	21488	22274	17893	21678	25602															
长期带息负债	1701	4334	3410	2542	1631															
长期应付款	285	184	184	184	184															
其他	1608	1789	1789	1789	1789															
非流动负债合计	3595	6307	5383	4515	3604															
负债合计	25083	28581	23276	26193	29207															
少数股东权益	1427	1464	1559	1688	1852															
股本	1951	1951	1979	1979	1979															
资本公积	6019	6039	6274	6274	6274															
留存收益	7777	8542	9520	10859	12552															
股东权益合计	17175	17997	19331	20800	22656															
负债和股东权益总计	42258	46578	42607	46992	51863															

现金流量表						单位:百万元					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	647	942	1630	2232	2822	成长能力					
折旧摊销	597	664	658	728	770	营业收入	-7.74%	3.93%	10.42%	15.53%	15.41%
财务费用	75	152	355	244	260	EBIT	-36.61%	57.32%	75.31%	26.78%	24.84%
存货减少(增加为“-”)	1055	-494	-353	-1256	-1420	EBITDA	-21.78%	38.52%	50.33%	23.27%	21.13%
营运资金变动	-852	-929	-787	-1368	-1580	归属于母公司净利润	-39.79%	44.80%	76.92%	36.95%	26.43%
其它	-602	1261	-221	1161	1324	获利能力					
经营活动现金流	920	1595	1283	1740	2176	毛利率	16.80%	20.82%	23.05%	23.93%	24.81%
资本支出	-1215	-715	-450	-650	-560	净利率	2.44%	3.42%	5.36%	6.36%	6.97%
长期投资	-86	-256	0	0	0	ROE	3.81%	5.25%	8.64%	11.00%	12.78%
其他	823	467	-12	-12	-12	ROIC	3.09%	4.42%	8.16%	9.74%	11.26%
投资活动现金流	-478	-504	-462	-662	-572	偿债能力					
债权融资	-1520	4718	-5965	637	433	资产负债率	59.36%	61.36%	54.63%	55.74%	56.32%
股权融资	476	0	28	0	0	流动比率	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
其他	1500	-3182	-679	-1008	-1226	速动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
筹资活动现金流	456	1537	-6616	-370	-793	营运能力					
现金净增加额	898	2642	-5795	708	812	应收账款周转率	3.4	3.2	3.6	3.6	3.6
						存货周转率	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6
						总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.3	0.4	0.8	1.1	1.3
						每股经营现金流	0.5	0.8	0.6	0.9	1.1
						每股净资产	8.0	8.3	8.9	9.6	10.5
						估值比率					
						市盈率	31.2	21.5	12.2	8.9	7.0
						市净率	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
						EV/EBITDA	10.8	9.5	8.2	6.9	5.8
						EV/EBIT	18.3	14.1	10.5	8.5	7.0

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 09 月 09 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼