

纵横多元驰骋内外，混改变革焕然一新

—— 柳工 (000528.SZ) 深度报告

2024年11月11日

核心观点

- 工程机械龙头厂商，盈利能力显著改善。**公司是老牌工程机械厂商，实控人为广西国资委，主要产品为包括装载机、挖掘机等在内的土石方机械，23年收入占比58%。除此之外公司还同步拥有起重机、矿机、农机、高机、叉车、预应力机械等产品，是全球为数不多能提供全系列产品、全面解决方案的企业。随着在电装和挖掘机销售上的持续突破，23年在行业重点企业收入合计同比下滑1.12%基础上，公司实现了4%的营收逆势增长，24Q1-3营收增速进一步达到8.25%。利润方面，23年/24Q1-3毛利率同比增加4.0/2.66pct至20.82%/23.48%，归母净利润同比增加45%/59.8%至8.68/13.21亿元，归母净利率同比增加0.89/2.63pct至3.15%/5.78%。
- 行业内需景气度持续提升，海外空间依旧广阔。**(1)国内：10月挖机内销同比+21.6%，1-10月挖机累计内销同比+9.8%，增速环比+1.2pct。小松数据显示10月中国小松挖机开机小时数同比保持正增长(+4.3%)。上一轮景气周期自16年开始，挖机更新周期一般7-8年，对应24年将逐步进入新一轮替换周期。展望未来，货币和财政政策双重发力下，我们认为工程机械终端资金状况有望改善，大型基建、农田建设、设备更新、房地产“止跌回稳”有望共同提振内需。(2)海外：全球工程机械市场约万亿元空间。据Off-highway，22年全球工程机械销售量约118.8万台/+10.3%yoy。据KHL，23年全球工程机械销售额约2434亿美元/+5.6%yoy。当下我国企业在欧美份额尚低，以南美、非洲和印度为代表的新兴国家基建、采矿、住房建造等需求依旧旺盛。基于产品丰富度、价格、服务上已建立起的多重优势，中企出海仍大有可为。
- 业务持续纵横拓展，混改释放企业活力。**作为工程机械龙头厂商之一，公司自身α主要体现在：(1)优势领域土方机械在研发、生产制造、采购、渠道等方面具备深厚积累和领先优势；装载机国内市占率第一，电装产品谱系全面，24H1实现了销量同比增幅159%，市场份额行业领先；挖掘机进展迅速，市占率达到14+%且持续提升。(2)国际化拓展顺利，24前三季度营收增速跑赢行业22.5pct。(3)高机矿机农机等新兴领域稳步拓展，产品覆盖度进一步提高。(4)全面智能化助力降本增效，混改后决策和管理效率提升。
- 盈利预测与投资建议：**基于设备更新、积极的货币财政政策，房地产“止跌回稳”导向等催化，内需景气度持续提高；海外区域分化，新兴市场空间广阔；行业β属性向上。同时，公司电装和出海实现高增速，挖掘机市占率提升，新兴领域稳步拓展，智能化助力降本增效，混改刺激管理效率提升，自身α不断巩固。我们看好公司顺应内需景气回升和出海加速趋势，继续实现营收和利润双增长。我们预计公司24-26年实现归母净利润15.06亿元/20.56亿元/26.34亿元，当前股价对应24-26年16.5x/12.1x/9.5x PE，首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示：**国内宏观经济不及预期的风险，政策推进程度不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，出口贸易争端的风险。

主要财务指标预测 (时间截至2024/11/10)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,519	30,336	34,753	40,846
收入增长率%	3.93	10.24	14.56	17.53
归母净利润(百万元)	868	1,506	2,056	2,634
利润增速%	44.80	73.54	36.53	28.11
毛利率%	20.82	21.97	22.52	23.11
摊薄EPS(元)	0.44	0.76	1.04	1.33
PE(最新摊薄)	28.69	16.53	12.11	9.45
PB(最新摊薄)	1.51	1.38	1.26	1.15
PS(最新摊薄)	0.90	0.82	0.72	0.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

柳工 (000528.SZ)

推荐 首次评级

分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

研究助理

彭星嘉

✉: pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

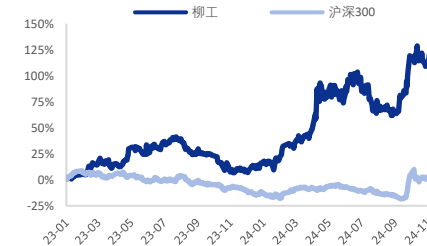
市场数据

2024-11-10

股票代码	000528.SZ
A股收盘价(元)	12.55
上证指数	3452
总股本(万股)	198419
实际流通A股(万股)	144589
流通A股市值(亿元)	175

相对沪深300表现图

2024-11-10



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】行业深度_机械行业_中资出海专题系列研究(工程机械)_区域表现分化,主机厂驶入产业出海快车道
- 【银河机械】行业月报_机械行业_9月挖机内销增速提高,出口维持正增长

目录

Catalog

- 一、 工程机械龙头厂商，多元化和国际化正当时 3**
 - (一) 主要观点总结 3
 - (二) 传统土方机械龙头，产品持续多元化 3
 - (三) 营收增速跑赢行业，盈利能力显著改善 6
- 二、 行业：内需景气度持续提升，海外空间依旧广阔 9**
 - (一) 内销表现持续改善，政策利好行业加速回暖 9
 - (二) 海外万亿市场，国产主机厂市占率提升空间较大 12
- 三、 公司：业务持续纵横拓展，混改释放企业活力 17**
 - (一) 优势业务与新兴业务共振，布局全面解决方案 17
 - (二) 全面电动、智能、国际化打造持续增长实力 20
 - (三) 混改提升管理效率，整体上市促业务协同 24
- 四、 估值与投资建议 27**
 - (一) 盈利预测 27
 - (二) 投资建议 28
- 五、 风险提示 30**

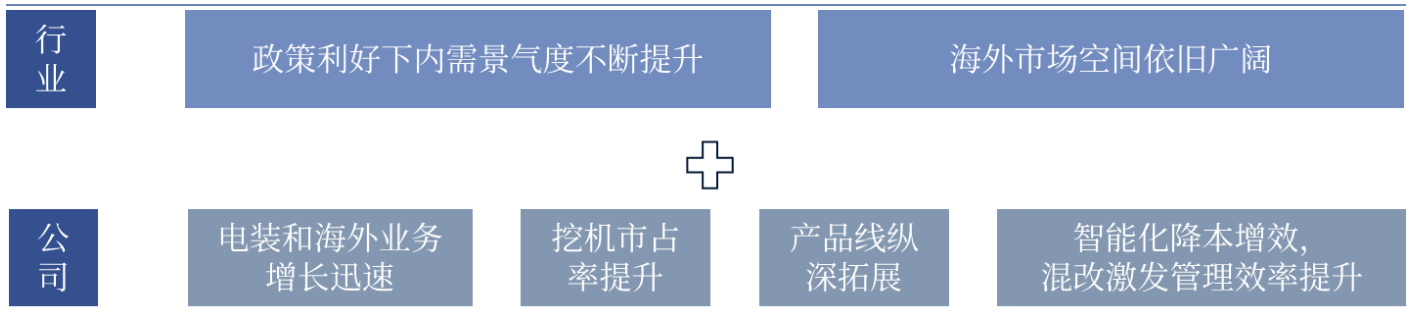
一、工程机械龙头厂商，多元化和国际化正当时

(一) 主要观点总结

当前行业层面β属性向上。大规模设备更新、高标准农田建设、积极的货币财政政策、房地产“止跌回稳”政策导向、国家推动地方政府化债等催化不断，内需景气度提高，海外新兴市场基建、建筑和采矿需求持续，欧洲电动化趋势显著，国际化拓展空间依旧广阔。

作为工程机械龙头厂商之一，公司具备自身α：（1）土方机械产品在研发、生产制造、采购供应、营销渠道等上具备深厚积累和领先优势；电装产品谱系全面，24H1实现了销量同比增幅159%，市场份额行业领先；挖掘机进展迅速，市占率达到14+%且持续提升。（2）国际化拓展顺利，24年前三季度营收增速跑赢行业22.5pct。（3）高机矿机农机等新兴领域稳步拓展，产品覆盖度进一步提高。（4）全面智能化助力降本增效，混改刺激决策和管理效率提升，盈利能力显著优化。

图1：行业和公司层面观点总结



资料来源：中国银河证券研究院

(二) 传统土方机械龙头，产品持续多元化

公司经过工程机械初创阶段、稳步发展阶段、产品多元化阶段、国际化阶段，目前已拥有30多条整机产品线，涉及土方机械、矿山机械、起重机械、建筑预应力、农业机械、工业车辆等，以及关键零部件、工程机械配套件、工业机器人、新能源等多条产品线，是全球为数不多能提供全系列产品、全面解决方案的装备供应商。

初创阶段（1958-1993）：成功研制中国第一台轮式装载机，成为行业内首家上市公司。柳工1958年成立，1966年成功研制中国第一台轮式装载机（Z435型），1988年自主研发的ZL50C型装载机是世界工程机械史上目前单一机型销量最大的产品。1992年里程碑式地推出了第一代WY40型液压挖掘机，代表了当时国内挖掘机技术的最高水平；1993年深交所上市，成为中国工程机械行业第一家上市公司。

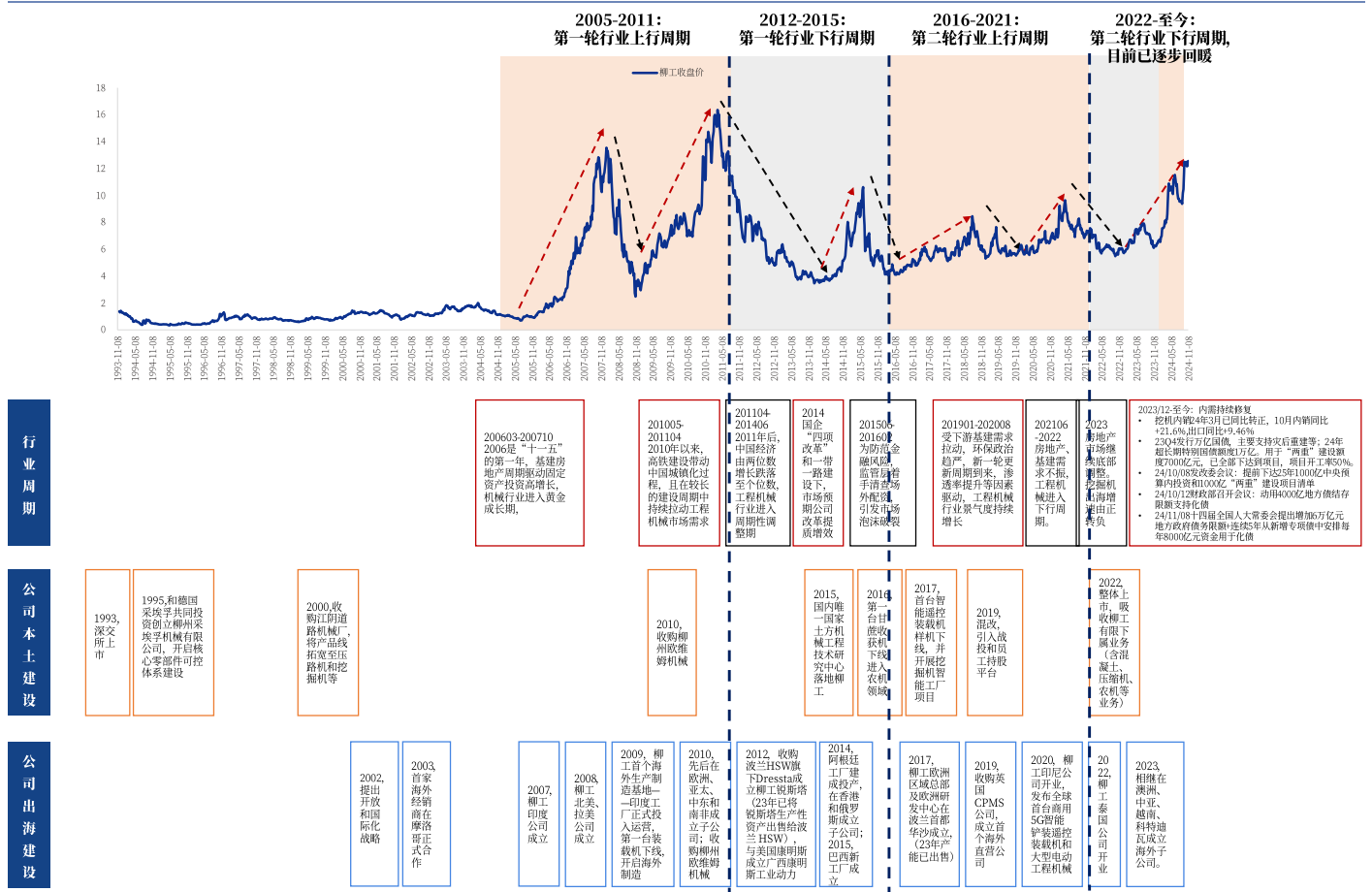
稳步发展阶段（1994-2015）：深入挖掘机械、路面机械、起重机械等产品和相关零部件领域。1995年和德国采埃孚共同投资创立柳州采埃孚机械有限公司，开启核心零部件可控体系建设；2000年收购江阴道路机械厂，将产品线拓宽至压路机和挖掘机等；2010年收购柳州欧维姆机械，拓展了预应力业务；2012年与美国康明斯成立合资公司开始布局发动机业务；2015年国内唯一国家土方

机械工程技术研究中心落地柳工。

产品多元化阶段（2016-）：向全系列工程机械、农业机械、工业车辆、建筑机械等方向布局。
2016 年第一台甘蔗收获机下线，进入农机领域；2017 年首台智能遥控装载机样机下线，并开展挖掘机智能工厂项目；2019 年开始混改；2022 年吸收合并柳工有限并整体上市，柳工有限下属业务整体注入上市公司（含混凝土、压缩机、农机等业务），同年装载机智能工厂一期竣工。

国际化加速阶段（2021-）：从产品出海向产能出海和全价值链出海转变，海外营收大幅增加。
实际上早在 2002 年公司便率先探索国际化发展道路，随后在印度、北美、拉美等分别成立子公司；2009 年首个海外制造基地（印度工厂）投产；2014 和 2015 年阿根廷和巴西工厂陆续成立；2019 年收购英国 CPMS 成立首个海外直营公司；2021 年开始顺应行业出海大潮，海外销售收入从 2019 年的 34 亿元大幅增加至 2023 年的 115 亿元，4 年 CAGR 36%。

图2：公司历史与股价复盘



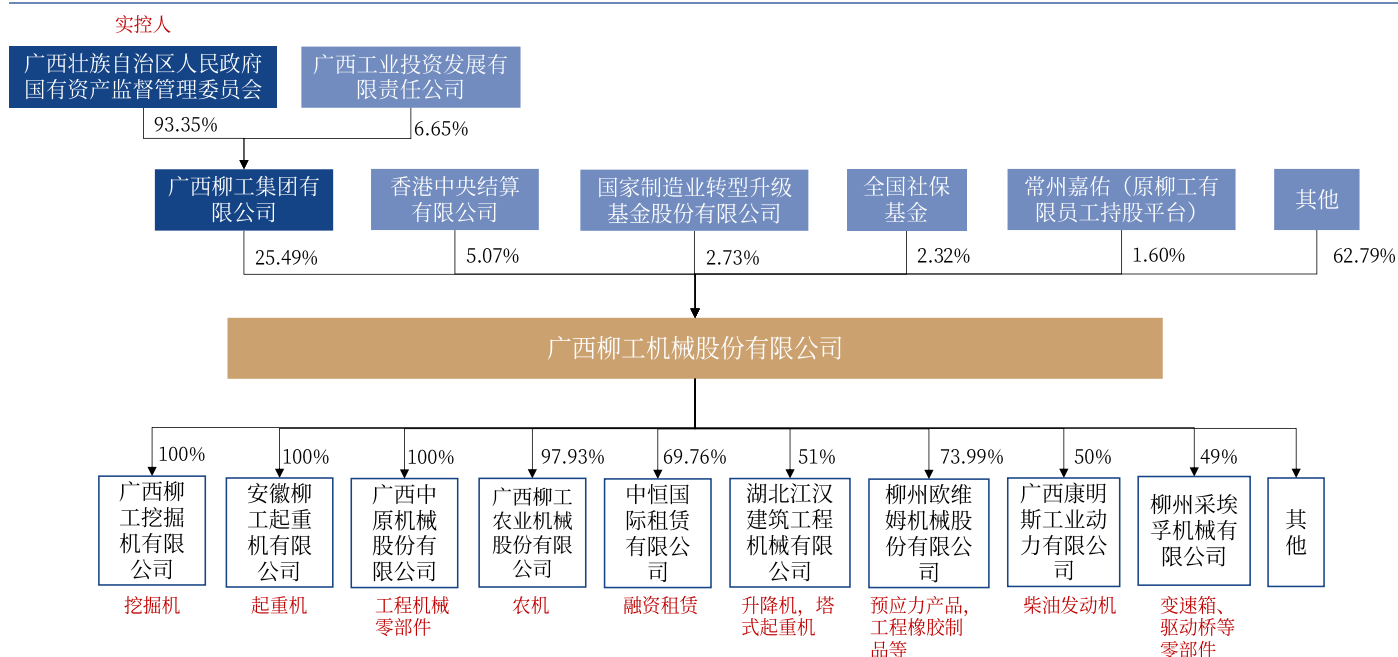
注：时间截止 2024/11/10

资料来源：Wind, 公司官网, 中国银河证券研究院

实控人为广西国资委，“混改+整体上市”实现“国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”。公司2020 年实施混改，引进 7 名战略投资者，其中 6 家为国家级基金或具有央企背景，同时引进员工持股平台。2022 年公司通过向柳工有限的全体股东发行股份的方式，吸收合并柳工有限，实现整体上市。截至 24Q3，公司控股股东广西柳工集团有限公司持有上市公司 25.49%股份，广西国资委持有

广西柳工集团有限公司 93.35% 股份，是公司实控人。公司旗下控股多家子公司，是各产品线开展业务的主体。

图3：公司股权架构



注：时间截至 24Q3

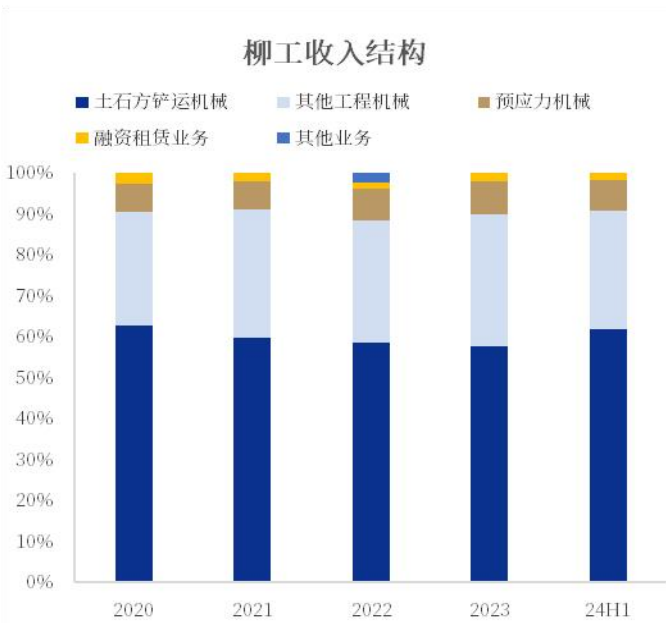
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司主要产品为土石方机械, 包括装载机、挖掘机、平地机和推土机等, 2023 年收入占比 58%, 24H1 进一步提升至 62%。其中公司装载机产品系列完整, 机型涵盖 1~25 吨各种规格, 电动产品和“国四”产品均已经全面落地; 除了土方机械, 公司工程机械产品还包括起重机械、矿山机械、桩工机械、混凝土机械等。此外, 公司也十分注重非工程机械业务的发展, 农用机械、工业车辆、预应力机械等产品一定程度上能帮助减弱公司整体业务的周期波动属性。

图4：公司主要产品及营收结构



工程机械	非工程机械
土方机械、起重机械、矿山机械	工业车辆、农机、OVM、产业金融
强周期业务	弱周期业务
工程机械、矿山机械	工业车辆、OVM、农机、AWP、租赁业、后市场等
优势业务	新业务与非优势业务
土方机械、OVM	拖拉机、AWP、租赁、起重机械、混凝土设备

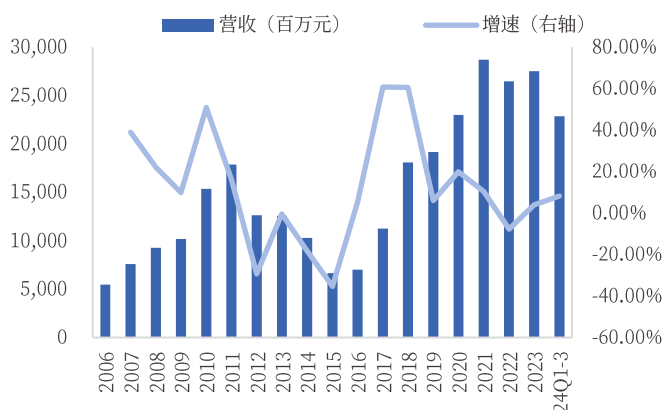


资料来源：Wind，公司公告，广西省国资委公众号，中国银河证券研究院

(三) 营收增速跑赢行业，盈利能力显著改善

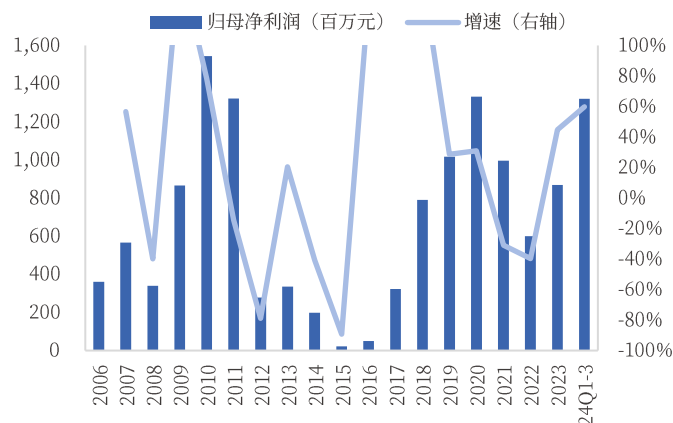
营收增速跑赢行业，归母净利润触底回升，盈利能力持续改善。营收方面，虽然在 2022 年由于行业周期性下滑影响，公司营收同比降低 8%，但依旧优于行业均值（按协会统计重点企业营收同比 -14.6%）。随着在电装和挖掘机销售上的持续突破，2023 年在行业重点企业收入合计同比下滑 1.12% 基础上，公司实现了 4% 的营收逆势增长，24Q1-3 营收增速进一步达到 8.25%。利润方面，由于内需疲软、行业竞争加剧、原材料价格上涨、汇率波动等因素，公司归母净利润 2021 和 2022 年分别下滑 31% 和 40%。基于混改后管理效率提升、布局电动产品和国际化拉高毛利率、智能化降本增效等原因，23 年以来公司盈利能力得到大幅提升，毛利率同比增加 4pct 至 20.82%，归母净利润同比增加 45% 至 8.68 亿元，归母净利率同比增加 0.89pct 至 3.15%。24Q1-3 公司毛利率较 23 年继续提升 2.66pct 至 23.48%，归母净利润 13.21 亿元，同比增长 59.8%，归母净利率较 23 年继续提升 2.63pct 至 5.78%。

图5：公司营业收入及同比增速



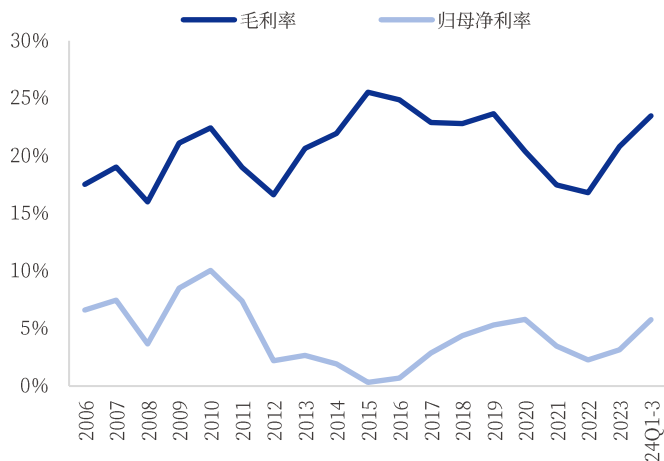
资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图6：公司归母净利润及同比增速



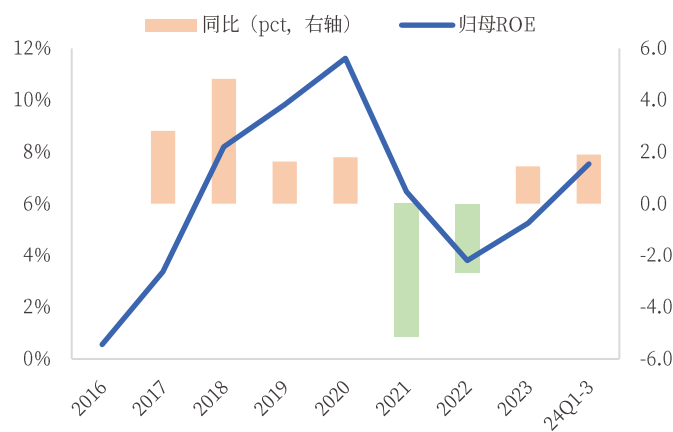
资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图7：公司毛利率和归母净利率



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

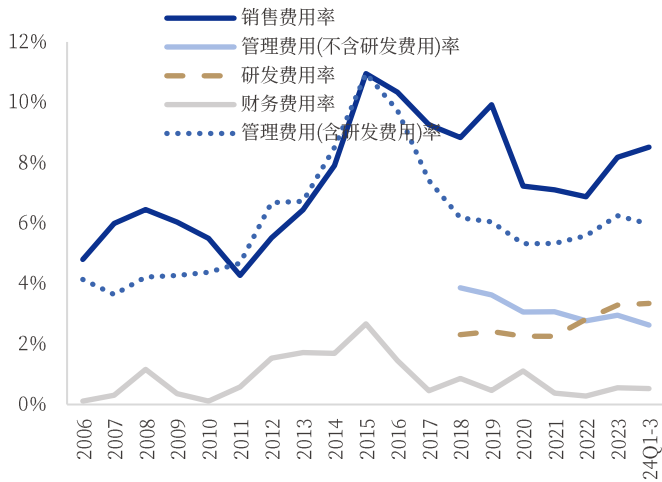
图8：公司归母 ROE



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

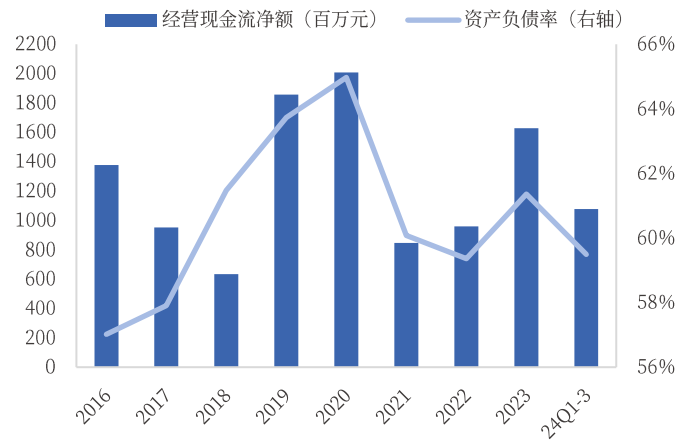
降本增效持续进行，现金流储备良好，资产负债水平得到优化。公司 2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 8.18%/2.96%/3.29%，24Q1-3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 8.52%/2.63%/3.35%，同比 23Q1-3 分别+0.96pct/-0.1pct/+0.11pct。销售费用率增加主要由于国际化和新品类拓展需要，研发费用率增加主要由于公司产品高端化、电动化、大型化过程中需进行一定技术投入以保持产品竞争力。公司管理费用率的降低一定程度上体现了混改之后经营效率的提升。23 年和 24Q1-3 公司经营现金流净额达到 16.29 亿元和 10.78 亿元，资产负债率分别 61%和 59%，经营稳健性持续提升。

图9：公司各项费用率



资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

图10：公司经营现金流净额与资产负债率



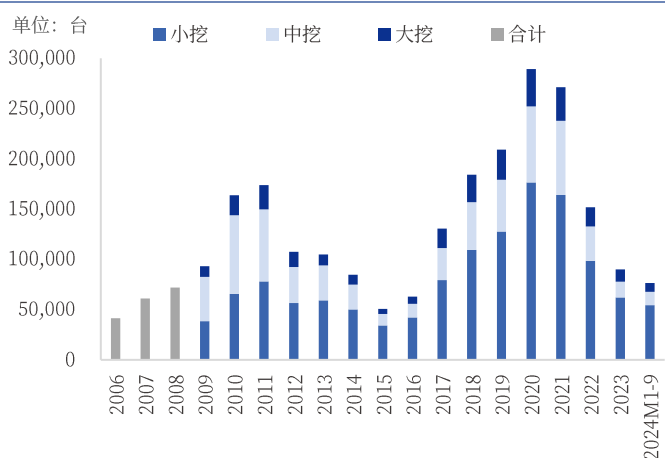
资料来源：公司公告，Wind，中国银河证券研究院

二、行业：内需景气度持续提升，海外空间依旧广阔

（一）内销表现持续改善，政策利好行业加速回暖

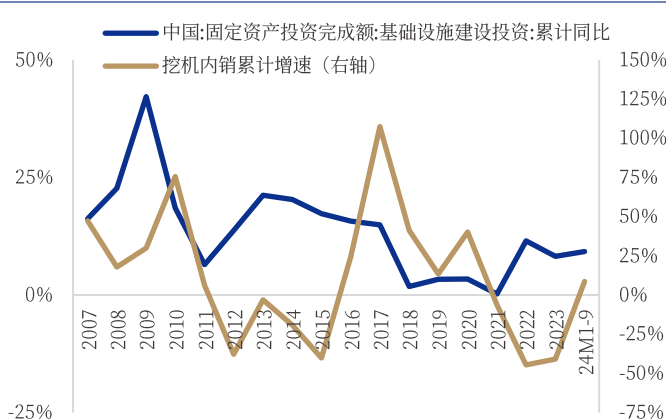
作为前工程机械产品，且具备较大产值，挖掘机成为工程机械市场晴雨表之一。**观察历史数据，挖机内销增速与房地产新开工面积同比增速较同频，与基建固定资产投资增速有一定相关性，但也存在部分年份明显背离。**这可能由于：排放标准切换带来扰动，且近年不同地区环保和更新补贴政策落地执行情况不同，对区域市场需求驱动存在渐次；基建投资中，交通运输业、水利管理业、部分公共设施管理业投资等与工程机械较为相关，但部分基建投资细分项与工程机械关联度较弱（如电力热力投资等）；挖机不同机型对应下游场景不同，如市政和农村建设带动小挖和轮挖需求提升，销售结构变化改变了其与基建投资关联程度。

图11：挖机内销呈现周期属性



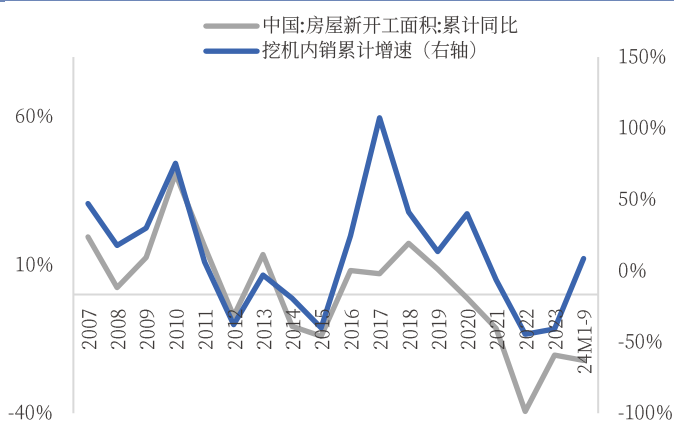
资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图12：基建固定资产投资与挖机内销增速有一定相关性（但有限）



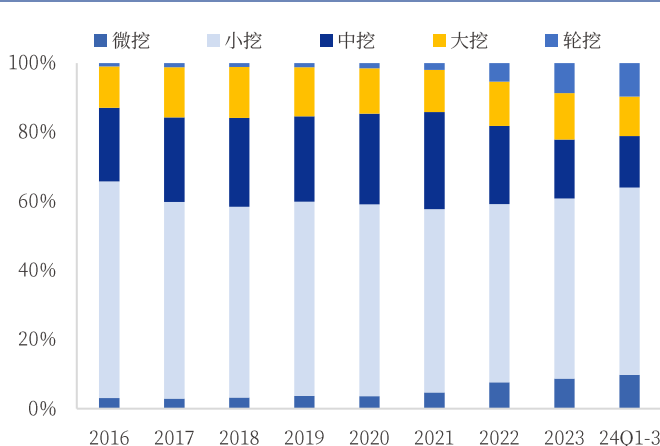
资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图13：23年之前房地产新开工面积同比增速与挖机内销增速较同频



资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图14：国内挖机分机型销量占比

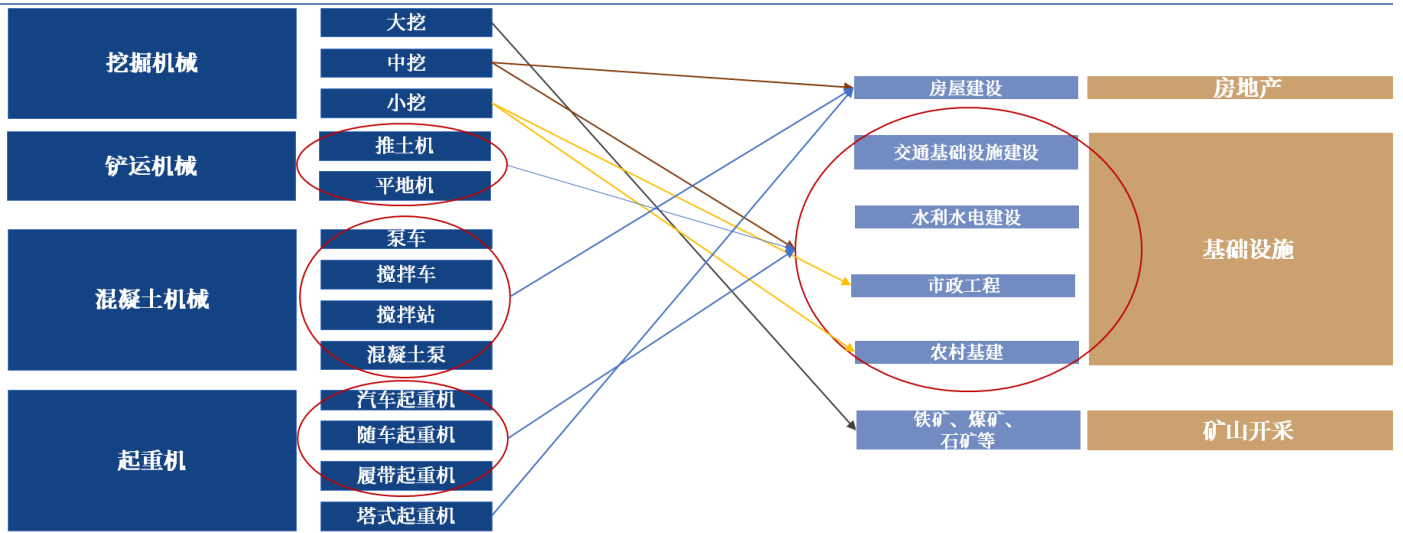


资料来源：中国工程机械工业协会挖掘机机械分会，中国银河证券研究院

中挖下游需求多为基建地产，大挖下游多为基建矿采，小挖及轮挖需求则主要来自农村工程建设、小型市政工程、机器替人等，其中农村工程对小挖和轮挖需求贡献度逐年提升。我国农村建设资金来源主要是政府财政投资，我们认为公共财政扶贫支出增速与小挖内销增速呈现较强的相关性，

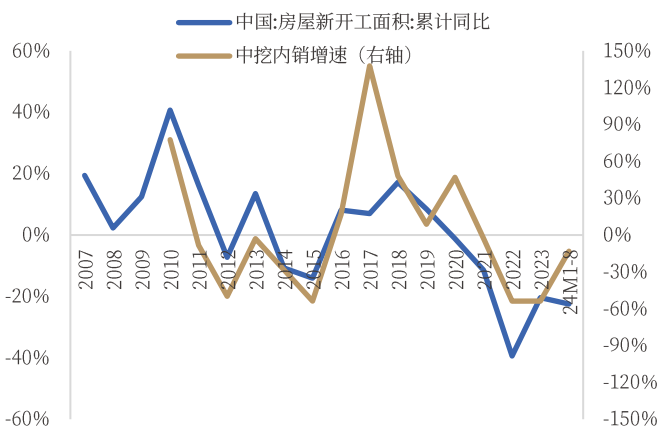
前者可一定程度上作为后者的前置指标之一。2023年中央经济工作会议提出“提高高标准农田建设投入标准”，2024年中央一号文件表示要坚定推进乡村全面振兴，二十届三中全会再次提及土地流转与完善高标准农田建设等。24H1小挖内销增速+15%，而中挖和大挖均呈下滑态势(-15%和-19%)。

图15: 中国工程机械各产品对应下游需求



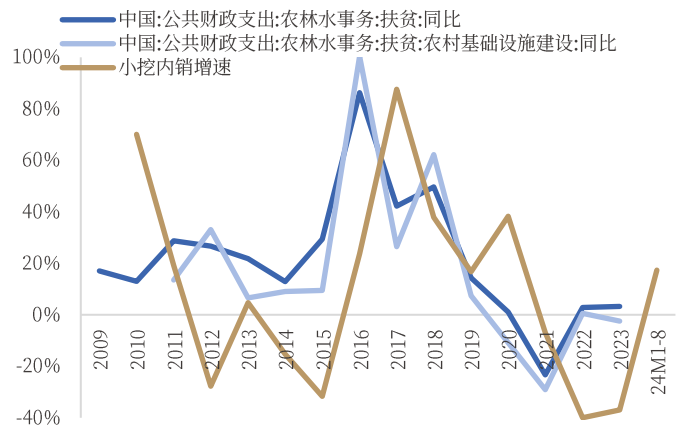
资料来源: 中国银河证券研究院

图16: 中挖与地产较强相关, 1-8月内销增速尚未回正



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

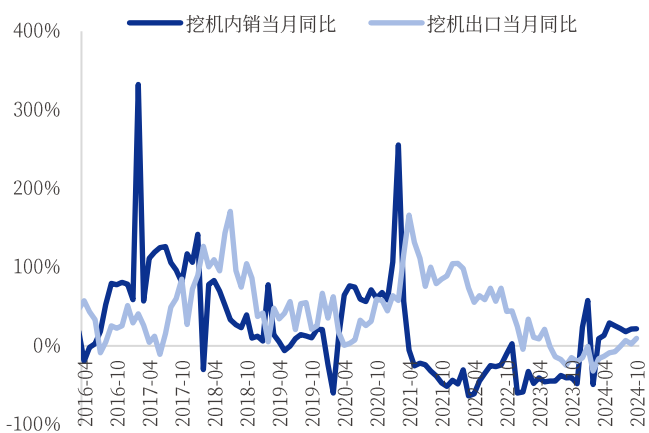
图17: 公共财政扶贫支出增速是小挖增速的重要前置指标



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

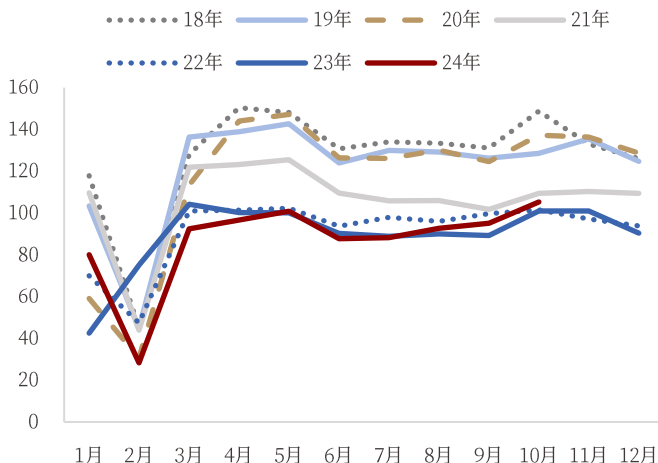
10月挖机内外销同比增速继续提高(内销/外销增速环比+0.1/+7.0pct)，行业需求回暖态势良好。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2024年10月销售各类挖掘机16791台，同比增长15.1%。其中国内销量8266台，同比增长21.6%，增速环比+0.1pct；出口量8525台，同比增长9.46%，增速环比+7.0pct。2024年1-10月，共销售挖掘机164172台，同比增长0.47%；其中国内销量82211台，同比增长9.8%；出口81961台，同比下降7.41%。内销同比增速继续提高，有23年内销低基数，国内新农村建设、基建、设备更新、房地产“止跌回稳”等政策刺激的原因，外销同比增速表现向好，有部分新兴市场保持高增速，海外库存逐渐去化的原因，反映行业整体需求复苏态势良好。

图18: 挖掘机月度销量 YoY



资料来源: Wind, 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

图19: 中国小松挖掘机开机小时数 (小时)



资料来源: 小松官网, 中国银河证券研究院

展望 24Q4 及 2025 年, 货币财政利好基建, 房地产“止跌回稳”政策导向预助推内需修复。

货币和财政政策双重发力下, 工程机械终端资金状况有望改善, 基建投资增速疲软态势有望扭转, 大型基建项目、农田建设、大规模设备更新共同提振工程机械内需。2023 年液压挖掘机、装载机保有量分别 191~206.9 万台和 86.6~93.8 万台, 所有类型挖掘机 8 年保有量约 170 万台。上一轮景气周期自 2016 年开始, 挖掘机更新周期一般 7-8 年, 对应 2024 年将逐步进入新一轮替换周期。我们认为工程机械板块有望受益于加码的财政支出而迎来更新需求加速释放。

货币政策相关: 9 月 24 日央行行长公布计划 10 月 25 日起批量调降存量房贷利率, 预计约节省 1500 亿居民利息支出; 9 月 27 日, 央行将公开市场 7 天期逆回购操作利率下调 0.2pct, 由此前的 1.7% 调整为 1.5%。同时下调金融机构存款准备金率 0.5pct。25 号开展的 3000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作, 中标利率也已经下降 30bp。

财政政策相关: 7 月 19 日国务院常务会议中提出将 3000 亿超长期特别国债用于设备更新和以旧换新, 8 月后资金逐步落地; 10 月 8 日发改委表明将提前下达 1000 亿中央预算内投资 (2024 年中央预算内投资同比 2023 年已经增加 200 亿) 和 1000 亿“两重”建设项目清单; 10 月 12 日, 财政部表明将动用 4000 亿地方债结存限额, 支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款, 督促有关地方到 10 月底完成今年剩余约 2900 亿的地方政府专项债额度的发行工作 (8-9 月新增专项债发行大幅提速, 发行进度从 7 月的 45.5% 快速跃升至 9 月的 92.6%, 9 月单月新发额创历史新高), 同时研究扩大支持范围和用作资本金领域。11 月 8 日十四届全国人大常委会第十二次会议提出增加 6 万亿元地方政府债务限额置换隐性债务, 一次报批、三年发行; 同时, 连续 5 年从新增专项债中安排总量 4 万亿元、每年 8000 亿元的资金用于化债。

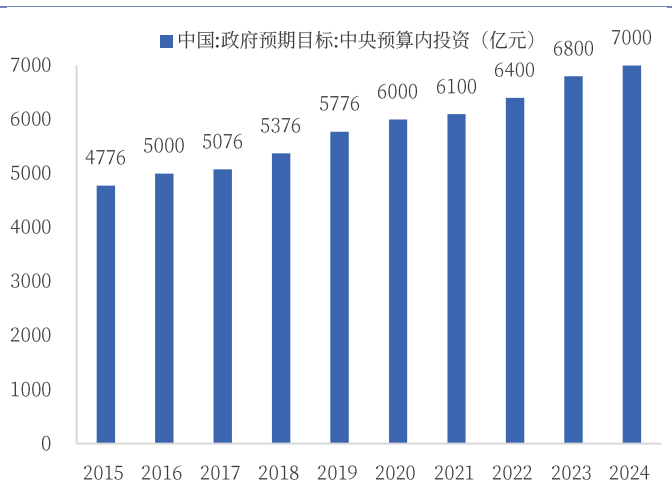
房地产相关: 9 月 26 日中央政治局会议强调要“促进房地产市场止跌回稳……加大‘白名单’项目贷款投放力度, 支持盘活存量闲置土地……降低存量房贷利率……推动构建房地产发展新模式”。10 月 17 日, 住建部召开发布会表态将增加 100 万套城中村改造和危房改造, 并通过货币化安置方式加大支持力度, 搭配专项债和央行再贷款用于保障房收储的政策。

表1: 24H2 至今利好基建和房地产的政策部署

时间	部门	内容
7月19日	国务院常务会议	提出将3000亿超长期特别国债用于设备更新和以旧换新, 8月后资金逐步落地, 主要拉动内需中的制造业投资和耐用品消费
7月31日	国务院《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》	加快推动新型城镇化建设
9月24日	央行行长	10月25日起批量调降存量房贷利率, 约节省1500亿居民利息支出
9月26日	中央政治局会议	“要促进房地产市场止跌回稳”, “推动构建房地产发展新模式”
9月27日	央行	将公开市场7天期逆回购操作利率下调0.2pct, 由此前的1.7%调整为1.5%。同时下调金融机构存款准备金率0.5pct
10月8日	国家发改委	提前下达1000亿中央预算内投资和1000亿“两重”建设项目清单
10月12日	财政部	动用4000亿地方债结存限额, 支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款
		督促有关地方到10月底完成今年剩余约2900亿的地方政府专项债额度的发行工作, 同时研究扩大支持范围和用作资本金领域
		“我们还有其他政策工具也正在研究中。比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”
10月17日	住建部	增加100万套城中村改造和危房改造, 并通过货币化安置方式加大支持力度, 搭配专项债和央行再贷款用于保障房收储的政策
11月8日	十四届全国人大常委会第十二次会议	增加6万亿元地方政府债务限额置换隐性债务, 一次报批、三年发行; 同时, 连续5年从新增专项债中安排总量4万亿元、每年8000亿元的资金用于化债。会议还明确, 2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元, 仍按原合同偿还。

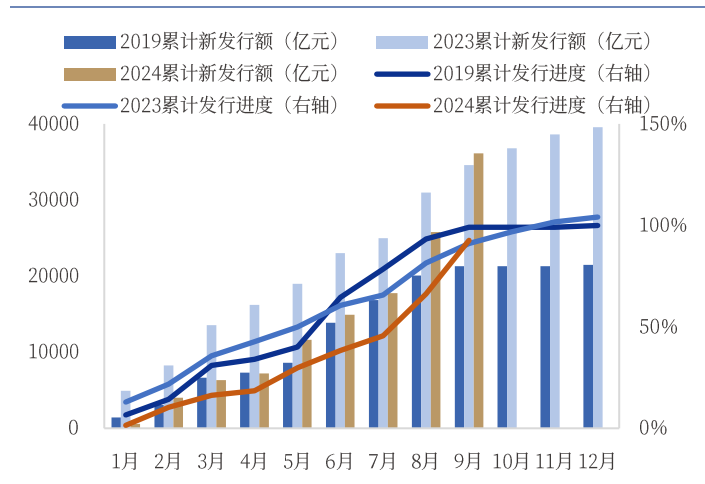
资料来源: 政府官网, 人民网, 中国新闻周刊, 中国银河证券研究院

图20: 中央预算内投资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 专项债累计新发行额及进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

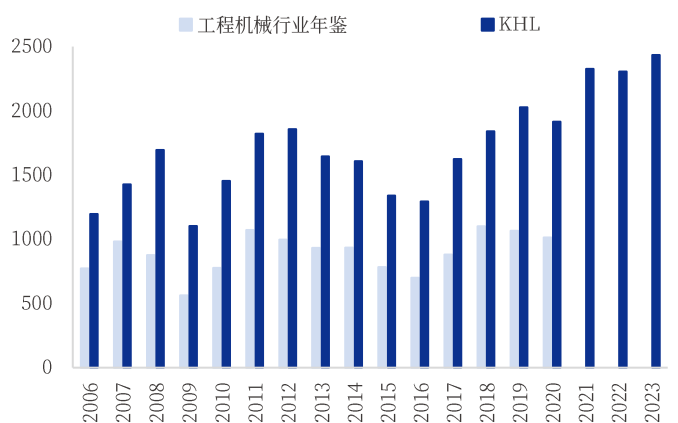
(二) 海外万亿市场, 国产主机厂市占率提升空间较大

全球工程机械市场近万亿空间, 周期波动。全球工程机械狭义空间参考 Off-highway (主要统计装载机、挖掘机、推土机、平地机、滑移、两头忙、自卸车、摊铺机、伸缩臂叉装车), 广义空间参考 KHL (包括农机矿机、租赁、零部件等后服务市场)。据 Off-highway, 22 年全球工程机

械销售量 118.8 万台/+10.3%yoy，整体波动上升。据工程机械行业年鉴，20 年全球工程机械销售额 1013 亿美元。据 KHL，23 年全球工程机械销售额约 2434 亿美元/+5.6%yoy。

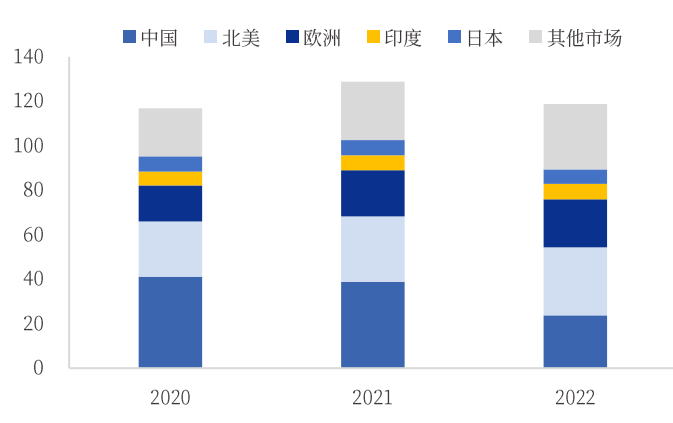
分地域看，大多数年份，北美是全球工程机械第一大市场，保持高增长水平。据 Off-highway，2022 年按销售量计北美占比约 26%。据 KHL，2023 年按企业营业收入计，北美占比 30%。欧洲（西欧+东欧，含俄罗斯等）按数量计占全球市场 18%，新兴市场（全球除中美欧日外其他地区）按数量计占比 31%（Off-highway）。

图22: 全球工程机械销售额 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国工程机械行业年鉴, KHL, 中国银河证券研究院

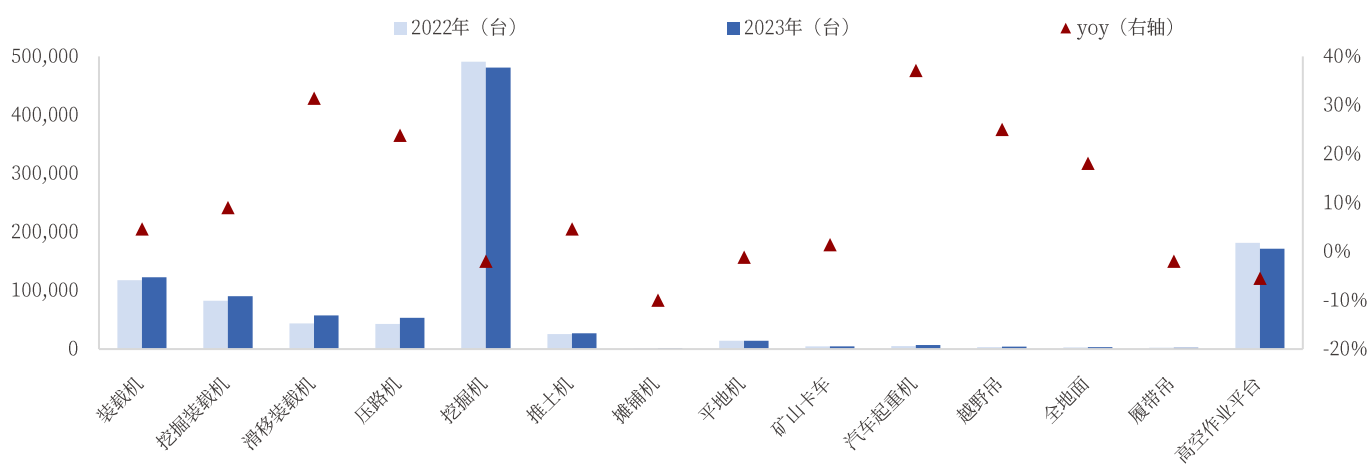
图23: 全球工程机械市场销量 (万台)



资料来源: Off-highway, 中国银河证券研究院

分机型看，挖掘机是海外工程机械需求最大的品类。2023 年全球（除中国）销售量达到 48 万台，远高于第二名高空作业平台的 17 万台和第三名装载机的 12.3 万台（AEM 数据），但销量增速略有下滑（-2%yoy）。汽车起重机、滑移装载机、压路机、越野吊需求扩容趋势显著，2023 年同比增速均超过 20%，其中汽车起重机达到+37%yoy。

图24: 2023 年全球除中国市场外分机型销量 (台)

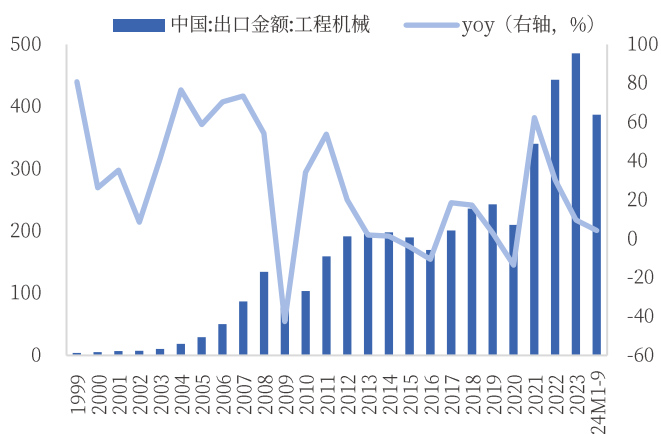


资料来源: AEM, 中国银河证券研究院

21-23 年海外市场给中国工程机械行业提供重要支撑。据机械工程机械工业协会，2023 年中国工程机械出口金额 485.5 亿美元，同比增长 9.6%。2021 年以来的 3 年时间内，我国工程机械出口金额实现了 CAGR 32% 的强劲增长，挖掘机出口同比增速持续高于内销增速。

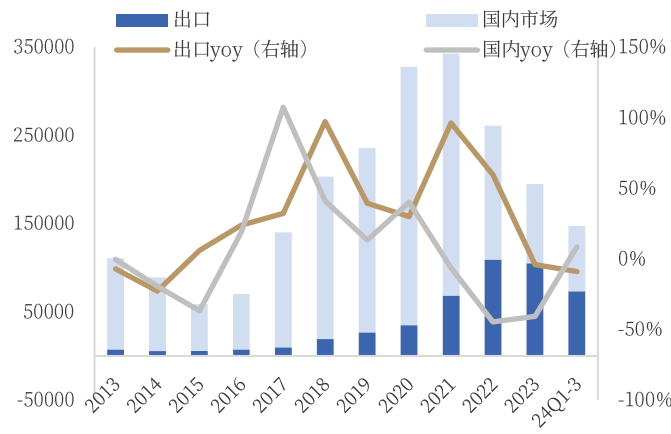
24 年出海增速放缓，非挖产品表现更佳。高基数下 24 年增速趋缓，24 年 1-9 月中国工程机械出口金额同比增长 4.31%，增速比 23 年下滑 5.28pct。挖机出口增速 8-10 月已经连续单月回正。后工程机械品类海外销售增速可观。前三季度装载机、汽车起重机、叉车、高空作业平台出口同比分别增加 10%、18%、20%和 21%。

图25: 中国工程机械出口金额（亿美元）及增速（%）



资料来源: Wind, 海关, 中国银河证券研究院

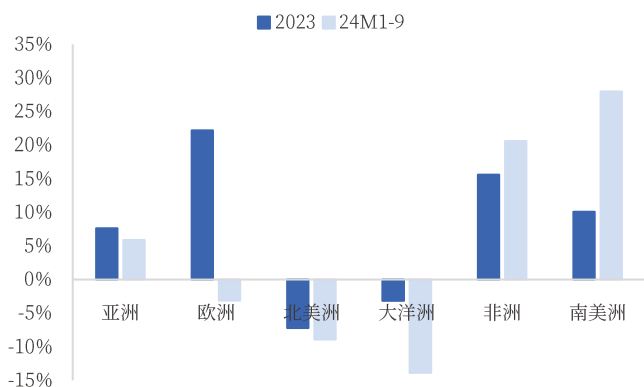
图26: 中国挖掘机销量（台）及增速



资料来源: 中国工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

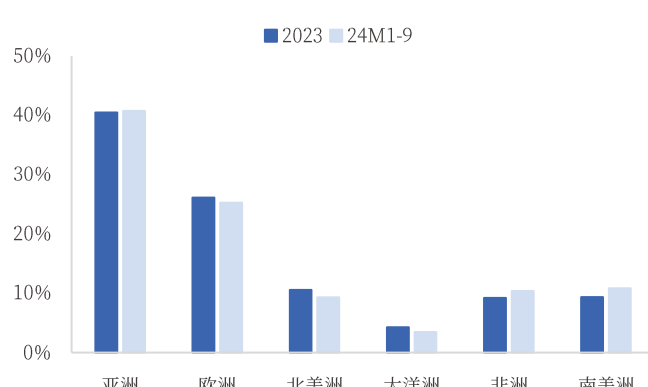
中国对南美、非洲、沙特、印度工程机械出口增速快。据中国工程机械工业协会，基于强劲的基建投资，24 年 1-9 月中国对非洲和南美洲出口维持了两位数正增长趋势，而对欧洲出口则在 23 年高基数基础上回落。分国家/地区，23 年全年和 24 年 1-9 月，俄罗斯均稳居中国工程机械出口金额榜首，24 年 1-9 月巴西、沙特阿拉伯、越南、马来西亚、印度增速较高。

图27: 2023 和 24M1-9 中国工程机械出口金额增速（分区域）



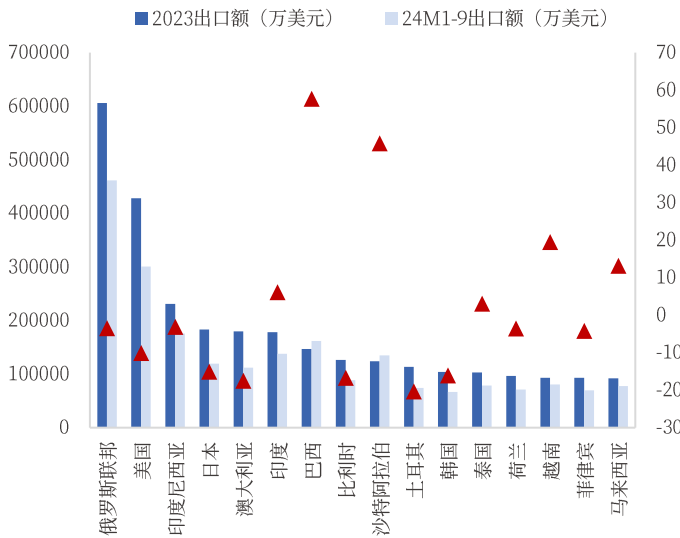
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 2023 和 24M1-9 中国工程机械出口占比（分区域）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 中国工程机械出口金额及增速 (分国家/地区)



资料来源: Wind, 工程机械工业协会, 中国银河证券研究院

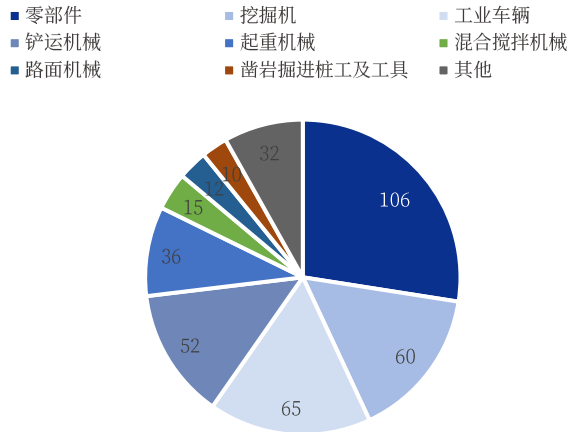
图30: 工程机械主要产品出口量占比提升 (%)

	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
挖掘机	10.3	20	41.9	53.9	50.0
装载机	18.3	24.2	34.4	45.6	49.0
平地机	60.7	76.6	83.6	85.7	85.0
汽车起重机	3.74	6.48	21.2	30.7	45.0
履带起重机	14.4	23.6	45.1	56	68.0
随车起重机	5.32	6.28	16.8	19.8	21.0
塔式起重机			3.93	10.4	25.0
工业车辆	22.5	28.7	34.5	34.5	36.0
压路机	16.3	27.3	44.3	54.6	61.0
摊铺机	3.44	5.01	8.97	17	33.0
升降工作平台	17.3	27.8	36.5	37.1	50.0
高空作业车	0.54	0.69	1.28	1.72	0.3
总计	18.1	25.9	35.8	37.4	40.0

资料来源: 中国工程机械工业协会, Wind, 中国银河证券研究院

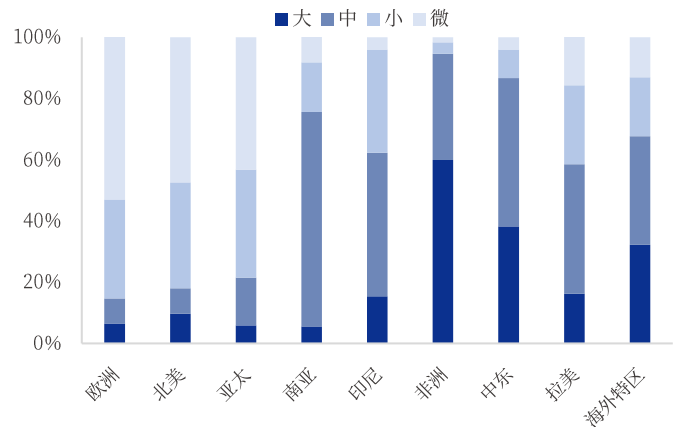
中国工程机械产品出口中，整机和零部件分别占比 73%和 27% (24M1-9)。整机中，工业车辆和挖掘机销售金额位列第一和第二，24 年 1-9 月分别占比 17%和 16%。不同区域对工程机械产品和型号的需求不同。以挖掘机为例，欧、美、亚太成熟市场微挖为主(市政、农场工况)，南亚、印尼、拉美市场以中挖为主(基建工况)，非洲、海外特区以大挖为主(矿山工况)，中东市场大挖占比也较高。。

图31: 24 年 1-9 月中国工程机械各类产品出口金额 (亿美元)



资料来源: 中国机电产品进出口商会, 中国银河证券研究院

图32: 24 年 1-8 月海外挖掘机市场结构 (分机型)

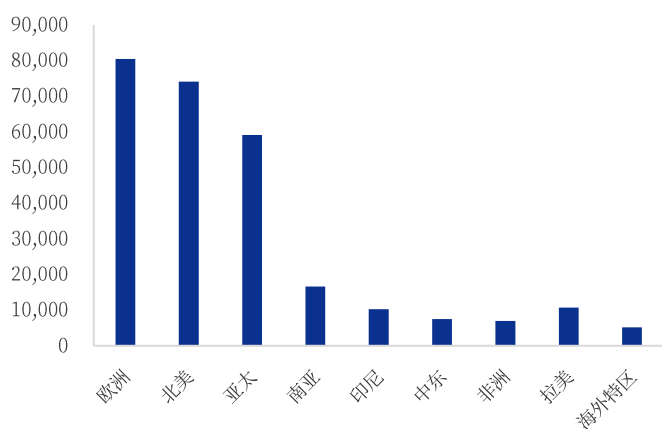


资料来源: 中国工程机械工业协会挖掘机分会, AEM, 中国银河证券研究院

中国企业市场份额具备较大提升空间。KHL 发布的《2024 全球工程机械制造商排行榜》显示，2023 年全球工程机械市场中，卡特彼勒和小松份额占比分别 16.8%和 10.4%，二者合计达到 27%，远高于徐工、三一重工、中联重科、柳工的 5.3%、4.2%、2.4%和 1.6%。据中国工程机械工业协会和 AEM 数据，2023 全年/24M1-8，海外挖掘机市场容量分别 48 万台/27 万台，中国挖掘机出口量分别 10.5/6.52 万台。按照内资和外资出口占比分别 70%和 30%计算，我国企业挖掘机出口仅占海

外市场的 15%/17%，提升空间依旧可观。

图33: 2024 年 1-8 月海外市场挖掘机容量 (台)



资料来源: AEM, 中国银河证券研究院

图34: 2023 全球工程机械制造商市场份额

排名	国家	公司名称	市场份额
1	美国	卡特彼勒	16.8%
2	日本	小松	10.4%
3	美国	约翰迪尔	6.1%
4	中国	徐工机械	5.3%
5	瑞士	利勃海尔	4.2%
6	中国	三一重工	4.2%
.....			
12	中国	中联重科	2.4%
.....			
17	中国	柳工	1.6%

资料来源: KHL 《2024 全球工程机械制造商排行榜》, 中国银河证券研究院

三、公司：业务持续纵横拓展，混改释放企业活力

(一) 优势业务与新兴业务共振，布局全面解决方案

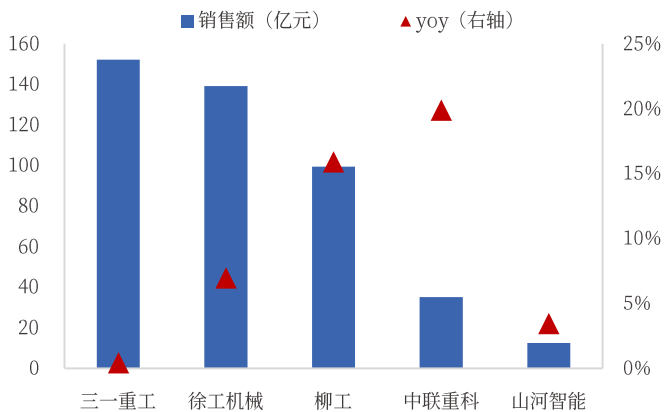
1. 土方机械

土方机械传统优势稳固，装挖市占率均继续提升。公司在土方机械上的传统优势依旧稳固。24H1 销售额达到 99.4 亿元，同比增速 15.9%，毛利率 26%，较 23 年提升 2.71pct，毛利率提升速度在同行中领先。在优势产品装载机上，公司实现了市占率的进一步提升，24Q1 按销量计市占率 21.4%，较 23 年的 18.3% 提升 3pct。

受益于下游需求结构变化、国三切国四契机、产品技术积淀和工厂智能化建设，公司挖机销量增幅优于行业，生产效率提升。基于农村建设持续推进，劳动力短缺和老龄化加速下对机器替人需求提高，小挖（广义，含微挖和轮挖）销量占比从 19-21 年每年约 60% 快速提升至 24 年 1-9 月的 74%。国三切换至国四标准促进了挖机更新换代，且一定程度上有利于新一轮的品牌拓展。

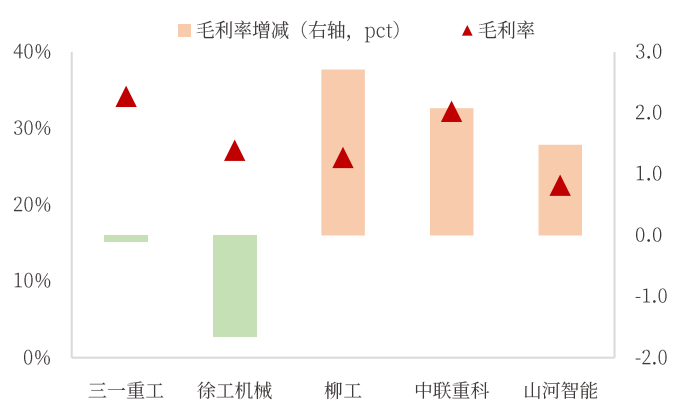
公司 1992 年里程碑式地推出了第一代 WY40 型液压挖掘机，代表了当时国内挖掘机技术的最高水平，之后历经 5 次更新换代，目前拥有覆盖主流市场的 4-70T 系列液压挖掘机共 30 多款，形成了国际化的产业布局，建成投产柳州、常州、巴西、印度等制造基地。公司募投目标建设项目之一——挖掘机智慧工厂项目——自 24 年 7 月已经达到预定可使用状态，全线自动化率超 70%，生产效率提升 20%。基于行业利好和公司优势，柳工自 24H1 挖掘机国内销量同比实现止跌转正增长 29.5%，增速大幅优于行业水平（24H1 行业层面挖机内销增速 4.7%）。2023 年按销量计公司挖机（内销+出口）市占率达到 8.4%，24 年上半年挖机海内外市占率再创新高，国内市场实现份额提升 3 pct。

图35：主要主机厂 24H1 土方机械销售额及增速



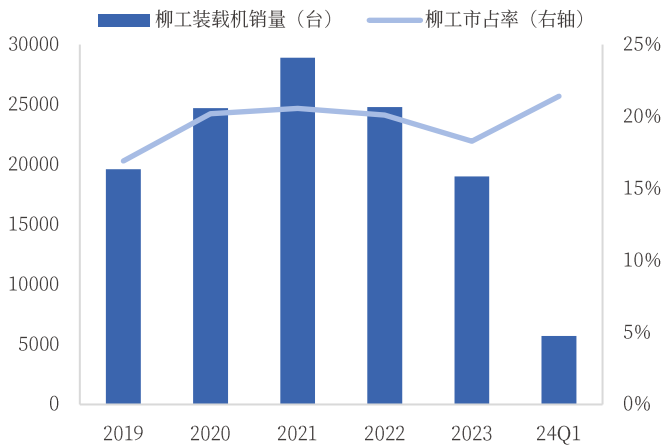
资料来源：Wind，三一/柳工/徐工/中联/山河智能公司公告，中国银河证券研究院

图36：主要主机厂 24H1 土方机械毛利率及变动



资料来源：Wind，三一/柳工/徐工/中联/山河智能公司公告，中国银河证券研究院

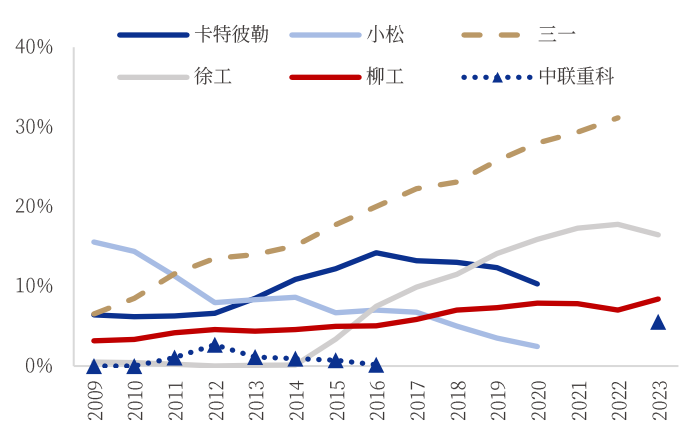
图37: 公司装载机销量及市占率



注: 此处市占率为国内+出口整体口径

资料来源: Wind, 工程机械工业协会, 公司公告, 中国银河证券研究院

图38: 各主机厂挖机产品在中国市占率 (按销量)



注: 2021年及之后数据来自各家信评报告, 和协会挖机数据略有差异; 此处市占率为国内+出口整体口径

资料来源: Wind, 工程机械工业协会, 三一/柳工/徐工/中联信评报告, 中国银河证券研究院

2. 预应力业务

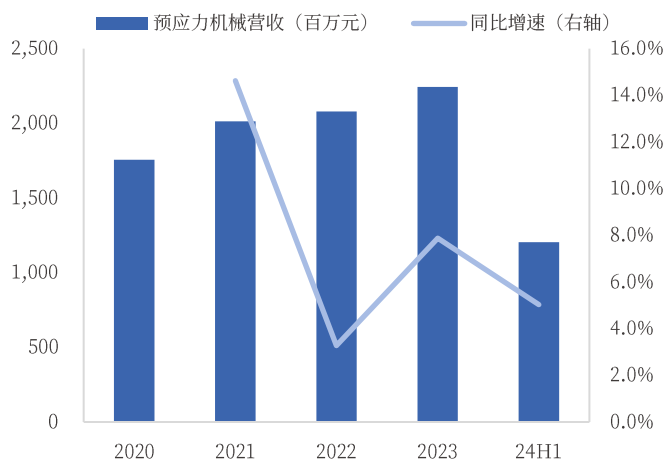
业务主体是欧维姆, 2022年吸收合并时被整合进上市主体, 业绩主要体现在公司预应力业务分部。欧维姆源自1966年创立的柳州市建筑机械总厂, 2010年加入柳工, 是中国预应力技术的领跑者。产品主要包括 OVM 预应力锚固体系产品、预应力及特种桥梁施工设备、工程缆索、减隔震产品(工程橡胶支座、阻尼器)、桥梁伸缩缝等。

欧维姆优势在于过硬的产品质量、成熟的施工工艺、合理的价格定位, 以及海外布局的深厚积淀。欧维姆曾承接“中国天眼”骨架(反射面索网工程), 产品获得了中国钢结构协会科技进步特等奖, 同时被授权十四项专利技术。产品屡被用于港珠澳大桥“超级工程”、武汉杨泗港长江大桥、湖北嘉鱼大桥以及合福铁路铜陵长江大桥等重要项目。欧维姆在20年被评为国家首批“科改示范企业”, 23年入选国务院国资委“创建世界一流专精特新示范企业”。截止24年7月, 欧维姆专利总授权数1320项, 其中发明248; 主编、参编国家、行业标准共计118项。

出海层面, 欧维姆在1992年已涉足海外市场, 至今已在全球超过22个国家和地区设立办事处或经销商, 产品和技术在海外80多个国家的1500个项目中得到应用, 包括土耳其博斯普鲁斯海峡三桥、柬埔寨新水净华矮塔斜拉桥、巴拿马地铁三号线项目、格鲁吉亚E60高速项目等海外重大工程建设。

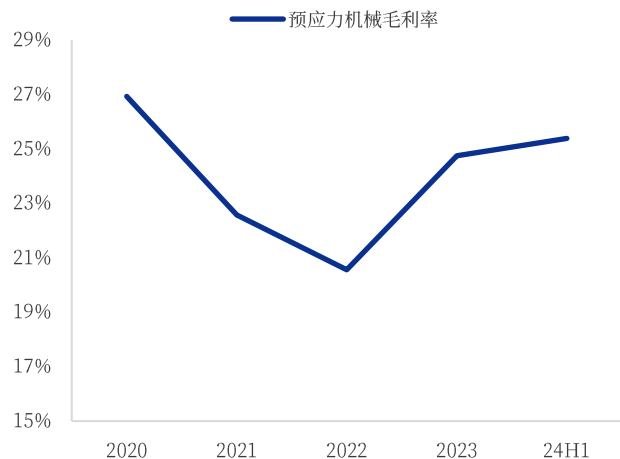
公司财报显示, 23年和24年上半年公司预应力业务分别实现营业收入22.4亿元和12.0亿元, 毛利率分别24.75%和25.39%, 毛利率稳中有升。基于产品、技术、成本控制、渠道上的多重优势, 我们认为公司预应力业务将继续呈现稳中向好发展态势。

图39: 预应力业务营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图40: 预应力业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

3. 战略新兴业务板块

矿山机械业务: 持续推进产品电智化和大型化, 建立直销模式, 优化客户结构, 产品影响力持续提升; 24H1 销售收入同比增长 71%, 利润水平显著提升, 销售规模大幅增长, 矿用宽体车国内和海外销量分别同比+48.7%和+55.7%。

工业车辆: 把握电动化大势, 以产品为核心, 坚持技术、质量、服务。公司以客户需求为导向, 近年陆续推出全新 F 系列 1.5~3.8t 纯锂电叉车、E 系列 2~10t 电动叉车、重型叉车、电动正面吊等。23 年海外叉车渠道超 120 家, 覆盖全球 51 个国家和地区, 全年国际销量同比增长超过 60%, 创历史新高。此外, 23 年公司头部租赁企业佛朗斯建立了战略合作关系, 旨在拓展叉车、高机及租赁业务。基于公司的技术积淀、智能制造能力、供应链和渠道布局积累, 公司叉车业务有望顺应电动化和大型化趋势, 构建自身差异化竞争优势。

高空机械业务: 当前我国高机行业整体表现为海外优于国内。据工程机械工业协会, 24 年上半年升降工作平台内销量和出口量增速分别-34%和+23%。24 年上半年公司高空作业平台销售收入和利润保持增长, 国内销量增速优于行业 27pct, 市占率稳步提升。公司深度开发海外重点市场, 24H1 实现海外收入增长 124%, 销量增长 138%。此外, 由于高机下游以租赁模式为主, 公司也在积极创新租赁营销模式。

农业机械业务: 土地流转、“十四五”全国农业机械化发展规划等政策扶持下, 农业机械设备需求稳步提升, 行业整体呈现设备转型升级、结构优化和产业整合趋势, 市场集中度提高。公司农机产品包括甘蔗收获机、拖拉机、农机具、种植业务和农机服务等。通过转化部分工程机械技术至拖拉机产品生产, 充分发挥公司关键零部件及整机研发能力, 复用已搭建的全球供应链网络, 全球经销服务及配件网络, 公司有望实现农机业务快速发展。23 年公司成功开发 330HP 静液压拖拉机产品及 350 马力混合动力拖拉机产品, 目前静液压产品已实现小批量销售, 混合动力产品正在开展可靠性试验及区域适应性试验。

图41: 公司农机产品与业务布局



资料来源: 柳工农机官网, 公司公告, 中国银河证券研究院

零部件与租赁业务:

零部件业务上, 先后与德国采埃孚公司、美国康明斯公司及五菱汽车工业有限公司分别成立合资公司, 研发和生产传动系统产品、柴油发动机产品及高端驾驶室产品。依托“国家土方机械工程技术研究中心”, 具备整机与关键零部件优化匹配的能力。此外, 公司积极开展电动零部件的技术开发, 与宁德时代签订长达十年的战略合作协议, 联合推动制定工程机械电池技术标准。24H1 公司国内和国际配件分别实现营收增速 5%和 31%。

租赁业务上, 公司在 2020 年收购了美国 Herc 公司旗下的国际租赁巨头—赫兹设备租赁有限公司 (2021 年更名为赫达租赁) 100%的股权。此后, 赫达租赁正式成为柳工的全资设备租赁平台。2023 年, 柳工赫达已成功将非建筑类客户占比提升至 50%, 电动产品业务占比提升 20%, 并新增了 12 个租赁网点。

从优势产品装载机到挖掘、路面和起重机械, 再到建筑预应力、矿机、工业车辆、高机、农机等, 公司不断丰富产品种类, 以更好地为客户提供全系列、全生命周期、全价值链的产品、服务和解决方案, 逐步占据产业链更高价值量环节。

(二) 全面电动、智能、国际化打造持续增长实力

1. 全面电动化和智能化

电动化布局历史悠久。柳工电动化发展始于 2014 年, 基于对绿色机械的战略布局和强劲的技术实力, 公司研发出了冷却电池系统和双电机行走系统; 随后, 2018 年发布了全球首款电装电挖, 2019 年在北京国际工程机械展上率先推出了 856H-EV 纯电动装载机和 922FE 纯电动挖掘机, 成为全球首发大型电动工程机械的厂家。2020 年 9 月第一代电装电挖开始试销, 2021 年电装电挖获得高原认证, 并签订了 100 台批量订单, 8 月实现了批量销售。至 2023 年 11 月, 柳工电动产品已经累计销售 3000+台。目前, 公司 24H1 公司实现了电动装载机销量同比增幅 159%, 6 月单月销量突破 600 台, 出口超 100 台, 市场占有率行业领先。

图42: 公司电动化和智能化发展路线

	2002	2013	2014	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2030
电动化			2014启动电动技术研发, 2014-2018为技术预研阶段		产品验证阶段		市场导入阶段	成长增量阶段		
				发布全球首款电装电挖	9月柳工电动产品在北京展展出	9月第一代电装&电挖开始试销, 12月发布	1月电装电挖获得高原认证; 4月电装获TOP50创新金奖; 6月100台批量订单签订; 8月批量销售	3月荣获22TOP50新能源金奖、中国工程机械新能源设备明星产品	至11月电动产品销售3000+台	
智能化	探索阶段	成长阶段				场景阶段				成熟阶段
	研究遥控技术	研究智能产装技术, 辅助施工、电控化			全球首台5G遥控发布			首台无人电动装载机商业化应用, 后续应用场景拓展至港口、钢厂、隧道、矿山、路面.....		

资料来源: 公司官网, 公司公告, 中国银河证券研究院

电动产品谱系广度和迭代速度领先。目前公司电动化产品已经覆盖挖掘机、装载机、平地机等其他土方机械, 以及叉车、高机等品类, 拥有 11 条电动产品线, 推出了包括充电、换电、拖电、混动、双动力等全面电动化解决方案, 是工程机械行业电动产品型谱最全的品牌。24H1 公司电动化产品在研和样机研制工作稳步进行, 实现近 20 款新产品上市。

图43: 公司电动化产品布局



资料来源: 公司官网, 公司公告, 中国银河证券研究院

电动技术积淀厚积薄发。公司目前在电动化领域取得了一系列行业瞩目的技术突破, 推出了包括充电设施接口、换电设施接口、燃料电池加注设施等在内的全面电动化解决方案, 实现了电动化产品相比内燃产品使用成本降低 60%-70%, 作业效率提升 20%, 动力系统故障率降低 50%。24H1 移动送电技术、换电系统技术研究完成样机建造和功能验证, 核心零部件电动小装电控负载敏感多路阀完成缓冲技术攻关。2024 年土方机械国家标准发布的首批 7 项电动工程机械国家标准中, 公司主导编制了 3 项国家标准, 参与编制了 2 项国家标准, 引领电动工程机械行业发展。

电动产品供应优势明显。电池占电动工程机械总成本的 40%至 50%，电装产品驱动技术路径之一为使用驱动桥和变速箱等，此类零部件的获得可通过自研、合资或者直接购买，前者难度大，需要较强的技术研发实力。而对于后二者，知名品牌具备更大的合资对象选择权，在直接购买上也具备更强的产业链话语权。整体而言，龙头主机厂核心零部件断供风险更小，产品生产供应稳定性更有保障，在行业竞争中占据优势。在电动零部件布局上，柳工自主研发了电池系统、电机控制系统软硬件平台，以及电驱动变速箱、驱动桥和闭中位阀液压系统等关键部件。其中自主研发的动力电池总成系统，电池系统抗振强度高于国标 3 倍以上，系统能量密度高于行业平均水平 20%，满足工程机械 8 至 10 小时长时间续航要求。此外，公司也与德国采埃孚集团共同投资建立了生产工程机械传动部件的合资企业柳州采埃孚机械，深入布局变速箱等零部件，提升整体装配实力。

智能化拓宽客户范围和应用场景，协同促进效率提升。智能化是产品、技术、组织的发展方向，公司自 2002 年研究遥控技术，2013-2018 年期间持续研发智能产装技术，辅助施工和电控化，2019 年公司发布了全球首台 5G 遥控装载机，2021 年首发 6626E 型无人驾驶压路机，2022 年首台无人电动装载机商业化应用，下游场景覆盖港口、钢厂、隧道、矿山、路面等。此外，24H1 公司 ICT 技术在挖掘机成功应用，实现智慧矿山国际化开拓，完成海外部分区域矿山系统开发及硬件安装。在海外配件保障能力方面，公司 SAP WM+PDA（仓库管理+扫描设备）系统的实施大幅提升了仓库作业效率，PST（配件智能票据）功能的应用大幅提升了客户需求转化效率。

2. 全面国际化

在海外客户愈发认可 TCO（总体拥有成本，不仅包括购置、利息、租金、残余价值等固定成本，也包括设备维修、使用人员培训等可变成本）背景下，中国龙头企业在产品、生产&供应、研发、渠道、组织层面优势不断积累，正从产品出海和单点试水，向**产业出海和全球拓展**转变，以“**搭车出海（外包&一带一路基建合作）+海外建厂+自主出海**”方式，力争占据产业价值链高端。

多维度国际化，强调全价值链经营。公司国际化战略覆盖产品、研发、采购、制造、营销和服务等。截至目前公司已经拥有了 30+海外子公司，20+全球制造基地，5 家研发中心，500+经销商，2300+营销网点，17000+员工，业务覆盖了 170+国家和地区。此外，电动化层面，公司也积极拓展国际客户，产品已成功获得欧盟市场的 CE 认证证书，并远销海外 30 多个国家和地区，累计销量突破 5000 台，在港口、矿山、钢铁、煤炭等众多领域得到了广泛应用。

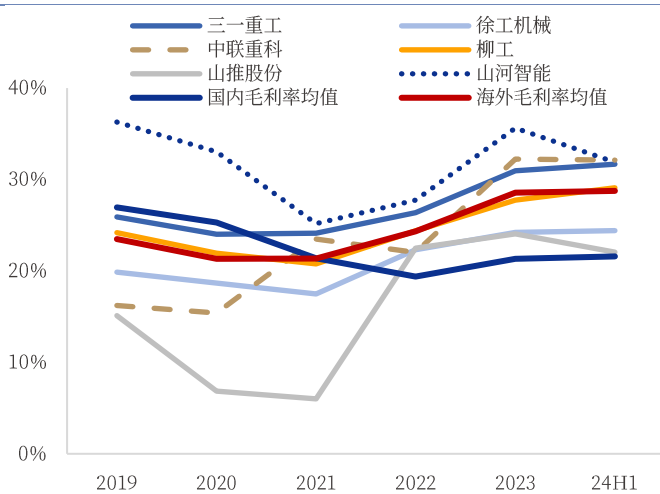
图44: 公司国际化布局

	2002	2003	2007	2008	2009	2010	2012	2014	2015	2016	2019	2020	2022	2023
柳工国际化历史	提出开放和国际化战略	首家海外经销商在摩洛哥正式合作	柳工印度公司成立	柳工北美、拉美公司成立	柳工首个海外生产基地——印度工厂正式投入运营, 第一台装载机下线, 开启海外制造	先后在亚洲、亚太、中东和南非成立子公司; 收购柳州欧维姆机械	收购波兰HSW民用工程机械事业部级Dressta品牌, 与美国康明斯成立广西康明斯工业动力	阿根廷工厂建成投产, 在香港和俄罗斯成立子公司	巴西新工厂成立	柳工欧洲区域总部及欧洲研发中心在波兰首都华沙成立	收购英国CPMS公司, 成立首个海外直营公司	柳工印尼公司开业, 发布全球首台商用5G智能铲装遥控装载机和大中型工程机械	柳工泰国公司开业	相继在澳洲、中亚、越南、科特迪瓦成立海外子公司
至今:														
海外子公司&机构	30+	20+	5			500+	170+	2300+	17000+					
	全球制造基地		研发中心, 分别位于中国、印度、波兰、美国和英国			经销商, 遍布130多个国家	国家和地区销售产品	全球营销网点	员工遍布全球					

资料来源: 公司官网, 公司公告, 广西国资微信公众号, 中国银河证券研究院

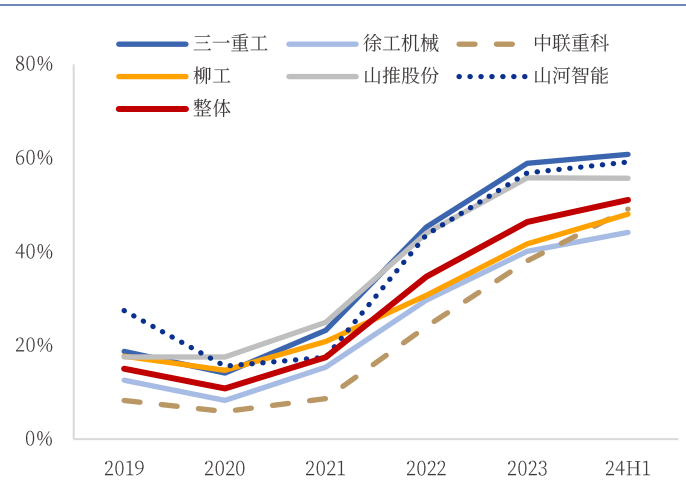
24H1 公司实现了海外收入 77.12 亿元, 同比增长 18.8%, 高于六大主要主机厂 (三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、山河智能) 整体海外收入增速 (+13%), 公司海外收入占比从 19 年的 17.7% 快速提升至 24H1 的 48.0%, 海外毛利率 29.1%, 环比 23 年增加 1.36pct。

图45: 主要工程机械主机厂海外毛利率



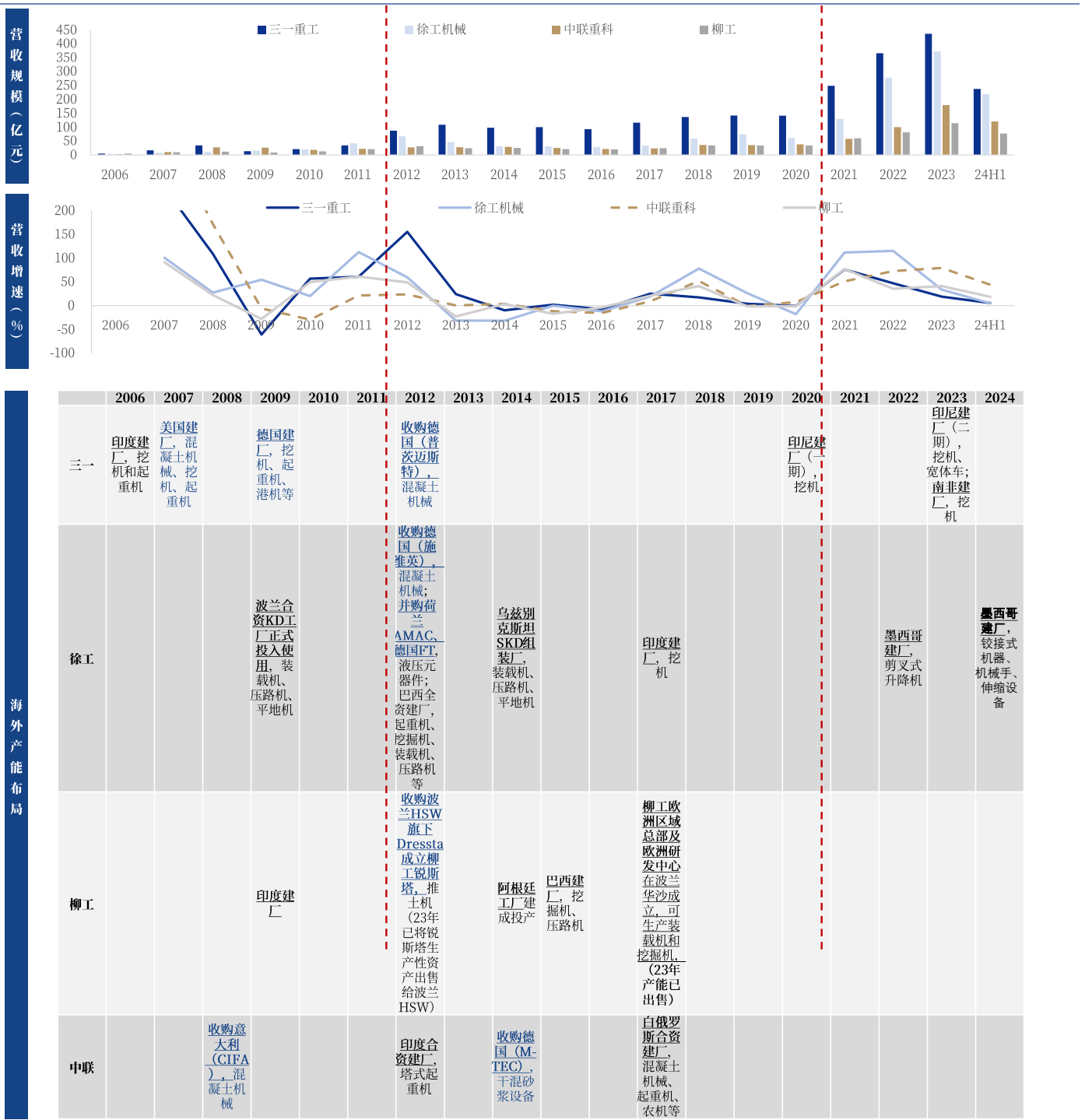
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 主要工程机械主机厂海外收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图47: 主要工程机械厂商海外收入及产能布局



资料来源: Wind, 三一官网, 徐工官网, 柳工官网, 中联官网, 广西国资委, 中国工程机械工业协会, 苏商会, 中国银河证券研究院

(三) 混改提升管理效率, 整体上市促业务协同

混改优化股权结构, 推动决策更加科学、合理和市场化。公司 2020 年实施混改, 2022 年整体上市, 改革完成后 7 名战投股东合计持有公司 23.25% 股份, 改变了国有股权结构一股独大状态。此外, 公司持续推动董事会、监事会和高管层的市场化, 具体表现为: 2 名战投董事进入了董事会, 1 名战投监事进入了监事会。董事长辞去集团职务成为职业经理人, 经理层成员任期制和契约化管

理，激励机制赏罚分明。

整体上市驱动规模效益和各业务协同性。整体上市后，静态而言，净资产收益率和每股收益在短期内会有一定的下降，但资产规模增加，将驱动工程机械产品的规模效应逐步体现，进而有利于提高产品毛利率；同时，借助上市公司平台，欧维姆、柳工农机、柳工建机等原柳工有限子公司的融资渠道将得到拓展，融资成本将有所下降；此外，整体上市能统一上市公司和被合并子公司的管理模式和激励机制，提高合并后上市主体的管理效率。

表2：公司改革方案

方式	目的	时间	具体方案	
股权激励	公司和核心团队利益深度绑定	2018	首次限制性股票激励计划	
	进一步完善法人治理结构，提高员工积极性	2023	第二次限制性股票激励计划	
混改，“国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”	产业和资本协同合作，提高市场化运作效率，增强治理水平	2020	柳工有限（上市公司柳工原控股股东）进行混合所有制改革	引进 7 名战略投资者，其中 6 家为国家级基金或具有央企背景
	公司和员工利益深度绑定			引进员工持股平台
整体上市	完善业务结构和丰富产品线	2022	通过向柳工有限的全体股东发行股份的方式，吸收合并柳工有限，柳工有限下属业务整体注入上市公司（含混凝土、压缩机、农机等业务）	
发行可转债	补充产能，提高研发效率，优化资本结构，推动“全面智能化”	2023	募集资金投入到挖掘机智慧工厂、装载机智能化改造、中原液压新工厂、前沿技术研发等项目	

资料来源：公司公告，Wind、中国银河证券研究院

表3：整体上市后柳工主要财务表现变化

	2021 年 6 月 30 日/2021 年 1-6 月			2020 年 12 月 31 日/2020 年度		
	交易前	交易后（备考）	变动率	交易前	交易后（备考）	变动率
资产总计（亿元）	351.08	424.73	20.98%	340.11	410.62	20.73%
负债合计（亿元）	228.43	263.64	15.41%	220.98	254.07	14.98%
归属于母公司所有者权益合计（亿元）	118.33	153.19	29.46%	114.57	148.55	29.66%
营业收入（亿元）	147.88	167.82	13.48%	230.03	259.79	12.94%
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	7.61	8.83	15.99%	13.31	14.56	9.36%
加权平均净资产收益率	6.62%	6.50%	-0.12 个百分点	12.07%	11.55%	-0.52 个百分点
基本每股收益（元/股）	0.52	0.51	-1.92%	0.9	0.85	-6.25%

资料来源：柳工吸收合并暨关联交易报告书、中国银河证券研究院

公司 22 年发行可转债，募投金额 30 亿元，用于各类产能建设项目及补充流动资金，旨在实现智能制造升级，补齐关键零部件产能。所涉及项目包括挖掘机智慧工厂项目、装载机智能化改造项目、中原液压业务新工厂规划建设项目和工程机械前沿技术研发与应用项目，均围绕智能化、绿色化、高端化等展开，采用机器人、AI、物联网等技术。以挖机智慧工厂为例，其自动化率超 70%，可实现生产效率提升 20%。该工厂试制中心 24 年 4 月 27 日完成了公司首台 90 吨级拖电挖掘机的下线（目前公司最大吨位的拖电挖掘机）。

表4：公司 23 年可转债募集资金投入使用项目（万元）

序号	项目名称	项目投资金额	募集资金投资额	达到预计可使用状态日期	预计可实现产能
1	柳工挖掘机智慧工厂项目	163,794	140,000	24 年 7 月 1 日	建成后预计可实现年产各类挖掘机 1.8 万台
2	柳工装载机智能化改造项目	130,000	70,000	23 年 12 月 1 日	项目建成后年产各类装载机 3.00 万台套，平地机约 0.11 万台套，并具备相关高端配套零部件自制能力
3	中源液压业务新工厂规划建设 项目	47,200	24,000	24 年 7 月 1 日	项目建成后预计可实现年产各类工程机械液 压附件 约 15 万套
4	工程机械前沿技术研发与应 用项目	24,433	20,000	25 年 12 月 1 日	
5	补充流动资金	46,000	46,000		
	合计	411,427	300,000		

资料来源：公司公告，2022 年《可转债募集资金运用可行性分析报告》，中国银河证券研究院

四、估值与投资建议

(一) 盈利预测

基于行业层面设备更新、积极的货币财政政策，房地产“止跌回稳”政策导向等相关催化，内需景气度持续提高，海外市场空间依旧广阔，公司产品竞争力不断提升，我们预计公司 24-26 年实现营业收入 303.36/347.53/408.46 亿元，实现归母净利润 15.06/20.56/26.34 亿元。预计公司 24-26 年实现毛利率 21.97%/22.52%/23.11%，归母净利率 4.96%/5.92%/6.45%。公司主要产品包括装载机、挖掘为代表的土方铲运机械，其他工程机械及零部件，预应力机械，融资租赁业务等，我们分产品进行盈利拆解。

土方铲运机械：主要包括挖掘机、装载机、平地机和推土机等。24H1 公司实现了营业收入 99.37 亿元，同比增长 15.9%。基于行业层面土方机械同比回暖趋势较为确定，公司电装销量快速增长，挖掘机市占率持续提升，叠加海外业务拓展加速，挖机和装载机智慧工厂接连达到预定可使用状态，我们预计土方铲运机械 24-26 年能够实现营收 182.37/206.29/238.25 亿元，同比增速 14.7%/13.1%/15.5%，毛利率 24.3%/25.11%/25.79%。

其他工程机械及零部件：主要包括零部件、叉车、高机、起重机、路面机械、农用机械等。24H1 公司实现了营业收入 46.7 亿元。顺应非挖产品出海速度加快的趋势，我们预计公司此板块 24-26 年能够实现营收 90.50/108.47/135.01 亿元，同比增速 2.6%/19.9%/24.5%，毛利率 14.99%/15.73%/16.72%。

预应力机械：主要包括 OVM 预应力锚固体体系产品、预应力及特种桥梁施工设备、工程缆索、减隔震产品（工程橡胶支座、阻尼器）、桥梁伸缩缝等。24H1 公司实现了营业收入 12.04 亿元，同比增长 5%，整体增长较为稳定。我们预计公司预应力产品 24-26 年能够实现营收 25.00/27.00/29.16 亿元，同比增速 11.5%/8%/8%，毛利率 25%/25%/26%。

表5: 营收拆分及预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
土方铲运机械	收入 (百万元)	15,906	18,237	20,629	23,825
	同比增速	2.24%	14.66%	13.12%	15.49%
	毛利率	23.38%	24.30%	25.11%	25.79%
	占比	57.80%	60.12%	59.36%	58.33%
其他工程机械及零部件	收入 (百万元)	8,818	9,050	10,847	13,501
	同比增速	11.89%	2.62%	19.86%	24.46%
	毛利率	13.66%	14.99%	15.73%	16.72%
	占比	32.04%	29.83%	31.21%	33.05%
预应力机械	收入 (百万元)	2,243	2,500	2,700	2,916
	同比增速	7.88%	11.46%	8.00%	8.00%
	毛利率	24.75%	25.00%	25.00%	26.00%
	占比	8.15%	8.24%	7.77%	7.14%
融资租赁业务	收入 (百万元)	551	549	576	605

	同比增速	39.61%	-0.46%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.56%	46.00%	46.00%	46.00%
	占比	2.00%	1.81%	1.66%	1.48%
合计	营业总收入 (百万元)	27,519	30,336	34,753	40,846
	同比增速	3.93%	10.24%	14.56%	17.53%
	毛利率	20.82%	21.97%	22.52%	23.11%

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

(二) 投资建议

1. PE 估值

基于行业层面设备更新、积极的货币财政政策，房地产“止跌回稳”政策导向、国家支持地方政府化债等相关催化，内需景气度持续提高，海外市场空间依旧广阔，行业β属性向上。同时，公司电装和出海实现高增速，挖掘机实现市占率提升，高机矿机农机等新兴领域稳步拓展，装挖智慧工厂逐步投入使用助力降本增效，混改刺激决策和管理效率提升，自身α不断巩固。我们看好公司顺应内需景气回升和出海加速趋势，实现营收和利润的同步提升。我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 15.06 亿元/20.56 亿元/26.34 亿元，当前股价对应 24-26 年 16.53x/12.11x/9.45x PE，首次覆盖给予推荐评级。

表6: 可比公司估值 (截止 2024 年 11 月 10 日)

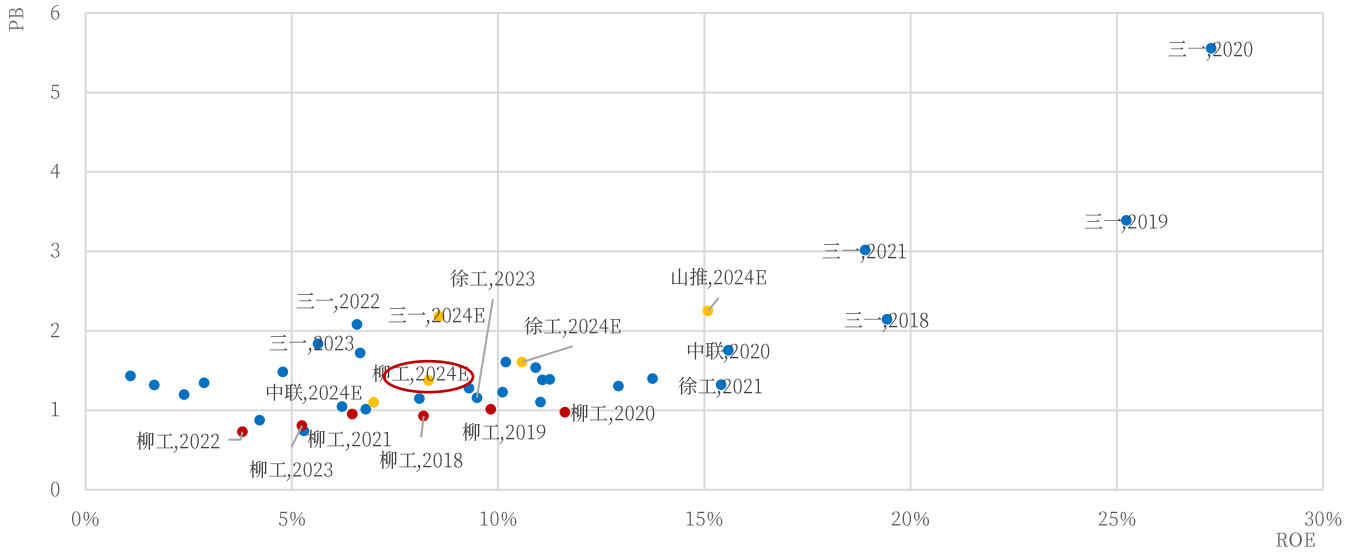
股票代码	股票名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(X)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1567.87	18.50	0.53	0.72	0.94	1.19	35	26	20	16
000425.SZ	徐工机械	967.74	8.19	0.45	0.54	0.68	0.87	18	15	12	9
000157.SZ	中联重科	644.77	7.43	0.43	0.47	0.61	0.76	18	16	12	10
平均值								24	19	15	12
000528.SZ	柳工	249.02	12.55	0.44	0.76	1.04	1.33	29	17	12	9

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

2. PB-ROE 估值

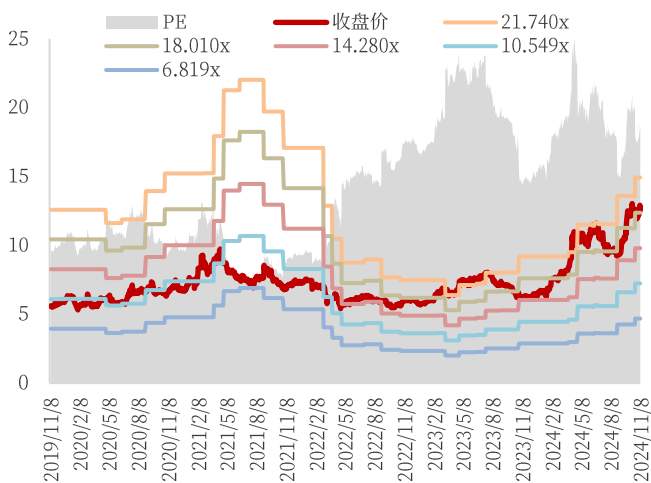
横向比较历年柳工与国内重点工程机械主机厂的 PB-ROE 水平，可以发现柳工常年处于 PB<3 且 ROE<15% 象限，并处在由原点向由上的斜对角线下方，表明公司往年（尤其混改前）盈利能力偏弱，估值处于低估状态。PB-bands 亦显示，21 年下半年以来，公司阶段性处于破净区间。虽然 2024 年在 ROE 预测提升基础上，24 年预测 PB 录得近 6 年最高值，但目前看依旧处于中等偏低范围内。考虑到政策刺激和更新需求驱动下，行业有望筑底回升，公司自身α不断巩固，ROE 有望持续提高且在新一轮周期中波动性削弱，柳工有望获得更高 PB，实现超额收益。

图48: 柳工及国内重点主机厂 PB-ROE



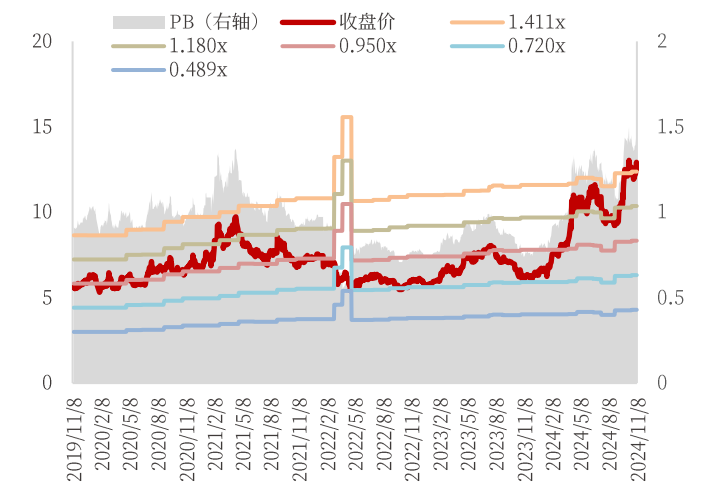
注: 2024年PB和ROE预测值截止时间2024/11/10; 红色点代表柳工各年PB-ROE值, 黄色点代表各公司2024年预期PB-ROE值; 国内重点主机厂选取了: 三一, 徐工, 中联, 山推, 山河智能
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图49: 柳工 PE-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50: 柳工 PB-Bands



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

1. 国内宏观经济不及预期的风险。工程机械内需与国内地产和基建项目需求有关，国内经济不及预期可能影响项目数量和开工率，也影响下游客户的支付能力，进而影响设备厂回款与现金流。

2. 政策推进程度不及预期的风险。工程机械下游政府项目占比较高，水利工程、市政农田建设、设备更新，以及房地产企稳都需要政策切实落地执行，若政策推进不及预期，会影响下游需求及终端资金状况。

3. 行业竞争加剧的风险。在内需承压情况下，挖机、电装、起重和混凝土机械等产品均在进行激烈的价格竞争，若竞争加剧，企业盈利能力进一步受损，产品创新与技术迭代可能迟滞，削弱企业后续竞争力。

4. 出口贸易争端的风险。当前龙头主机厂约 40-60%营收来自海外，且该比例还在持续提高，国际化是本轮周期中弥补内需不足、拓展品牌影响力的重要方向。出口贸易争端可能拖累企业出海步伐，拉低业绩增速。

图表目录

图 1: 行业和公司层面观点总结	3
图 2: 公司历史与股价复盘	4
图 3: 公司股权架构	5
图 4: 公司主要产品及营收结构	6
图 5: 公司营业收入及同比增速	7
图 6: 公司归母净利润及同比增速	7
图 7: 公司毛利率和归母净利率	7
图 8: 公司归母 ROE	7
图 9: 公司各项费用率	8
图 10: 公司经营现金流净额与资产负债率	8
图 11: 挖机内销呈现周期属性	9
图 12: 基建固定资产投资与挖机内销增速有一定相关性 (但有限)	9
图 13: 23 年之前房地产新开工面积同比增速与挖机内销增速较同频	9
图 14: 国内挖机分机型销量占比	9
图 15: 中国工程机械各产品对应下游需求	10
图 16: 中挖与地产较强相关, 1-8 月内销增速尚未回正	10
图 17: 公共财政扶贫支出增速是小挖增速的重要前置指标	10
图 18: 挖掘机月度销量 YoY	11
图 19: 中国小松挖掘机开机小时数 (小时)	11
图 20: 中央预算内投资	12
图 21: 专项债累计新发行额及进度	12
图 22: 全球工程机械销售额 (亿美元)	13
图 23: 全球工程机械市场销量 (万台)	13
图 24: 2023 年全球除中国市场外分机型销量 (台)	13
图 25: 中国工程机械出口金额 (亿美元) 及增速 (%)	14
图 26: 中国挖掘机销量 (台) 及增速	14
图 27: 2023 和 24M1-9 中国工程机械出口金额增速 (分区域)	14
图 28: 2023 和 24M1-9 中国工程机械出口占比 (分区域)	14
图 29: 中国工程机械出口金额及增速 (分国家/地区)	15
图 30: 工程机械主要产品出口量占比提升 (%)	15
图 31: 24 年 1-9 月中国工程机械各类产品出口金额 (亿美元)	15
图 32: 24 年 1-8 月海外挖掘机市场结构 (分机型)	15

图 33: 2024 年 1-8 月海外市场挖掘机容量 (台)	16
图 34: 2023 全球工程机械制造商市场份额	16
图 35: 主要主机厂 24H1 土方机械销售额及增速	17
图 36: 主要主机厂 24H1 土方机械毛利率及变动	17
图 37: 公司装载机销量及市占率	18
图 38: 各主机厂挖机产品在中国市占率 (按销量)	18
图 39: 预应力业务营收及增速	19
图 40: 预应力业务毛利率	19
图 41: 公司农机产品与业务布局	20
图 42: 公司电动化和智能化发展路线	21
图 43: 公司电动化产品布局	21
图 44: 公司国际化布局	23
图 45: 主要工程机械主机厂海外毛利率	23
图 46: 主要工程机械主机厂海外收入占比	23
图 47: 主要工程机械厂商海外收入及产能布局	24
图 48: 柳工及国内重点主机厂 PB-ROE	29
图 49: 柳工 PE-Bands	29
图 50: 柳工 PB-Bands	29
表 1: 24H2 至今利好基建和房地产的政策部署	12
表 2: 公司改革方案	25
表 3: 整体上市后柳工主要财务表现变化	25
表 4: 公司 23 年可转债募集资金投入使用项目 (万元)	26
表 5: 营收拆分及预测	27
表 6: 可比公司估值 (截止 2024 年 11 月 10 日)	28

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	33274.63	33434.77	37230.38	41832.41
现金	10352.63	11117.64	12610.62	14098.43
应收账款	8176.13	8600.23	9604.68	11048.38
其它应收款	1456.66	1387.01	1648.55	1837.47
预付账款	322.39	380.56	415.67	494.91
存货	8482.38	7732.19	8638.38	9922.66
其他	4484.43	4217.14	4312.48	4430.56
非流动资产	13303.41	14241.18	15000.03	15737.32
长期投资	669.36	669.36	669.36	669.36
固定资产	6119.83	6819.21	7500.58	8161.96
无形资产	1451.35	1391.35	1541.35	1691.35
其他	5062.88	5361.27	5288.74	5214.65
资产总计	46578.04	47675.95	52230.40	57569.73
流动负债	22274.20	22147.88	25610.20	29509.17
短期借款	6974.06	5713.81	6913.81	7913.81
应付账款	6044.64	6574.99	7479.75	8724.47
其他	9255.50	9859.08	11216.64	12870.89
非流动负债	6307.23	5854.84	5172.46	4480.01
长期借款	1257.20	1257.20	1257.20	1257.20
其他	5050.03	4597.64	3915.25	3222.81
负债合计	28581.43	28002.73	30782.66	33989.18
少数股东权益	1464.45	1569.14	1712.09	1895.22
归属母公司股东权益	16532.17	18104.08	19735.66	21685.33
负债和股东权益	46578.04	47675.95	52230.40	57569.73

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1628.96	3185.38	2624.85	3119.13
净利润	941.63	1610.74	2199.19	2817.38
折旧摊销	698.55	360.82	368.62	388.62
财务费用	503.58	346.28	353.94	401.26
投资损失	-109.01	-101.85	-122.46	-140.53
营运资金变动	-910.82	687.47	-558.62	-820.55
其它	505.04	281.94	384.17	472.95
投资活动现金流	-503.57	-690.61	-870.88	-853.02
资本支出	-387.86	-852.45	-993.33	-993.56
长期投资	-255.54	-10.34	0.00	0.00
其他	139.83	172.18	122.46	140.53
筹资活动现金流	1536.56	-1716.68	-260.99	-778.30
短期借款	2084.99	-1260.24	1200.00	1000.00
长期借款	-302.97	0.00	0.00	0.00
其他	-245.46	-456.43	-1460.99	-1778.30
现金净增加额	2676.74	765.01	1492.98	1487.82

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27519.12	30335.90	34752.82	40846.35
营业成本	21789.82	23669.97	26927.09	31408.09
营业税金及附加	172.33	168.26	205.20	233.87
营业费用	2250.91	2426.87	2780.23	3267.71
管理费用	813.70	849.41	973.08	1102.85
财务费用	151.84	206.52	203.85	231.02
资产减值损失	-254.29	-161.80	-179.51	-209.39
公允价值变动收益	6.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	101.54	101.85	122.46	140.53
营业利润	1176.55	1936.95	2651.91	3407.14
营业外收入	38.92	36.80	37.86	37.33
营业外支出	6.23	9.44	7.84	8.64
利润总额	1209.24	1964.31	2681.94	3435.84
所得税	267.61	353.58	482.75	618.45
净利润	941.63	1610.74	2199.19	2817.38
少数股东损益	73.82	104.70	142.95	183.13
归属母公司净利润	867.81	1506.04	2056.24	2634.25
EBITDA	1774.67	2531.65	3254.41	4055.48
EPS (元)	0.44	0.76	1.04	1.33

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3.93%	10.24%	14.56%	17.53%
营业利润	53.17%	64.63%	36.91%	28.48%
归属母公司净利润	44.80%	73.54%	36.53%	28.11%
毛利率	20.82%	21.97%	22.52%	23.11%
净利率	3.15%	4.96%	5.92%	6.45%
ROE	5.25%	8.32%	10.42%	12.15%
ROIC	2.81%	5.98%	7.38%	8.71%
资产负债率	61.36%	58.74%	58.94%	59.04%
净负债比率	8.04%	-5.13%	-9.25%	-13.42%
流动比率	1.49	1.51	1.45	1.42
速动比率	0.92	0.98	0.95	0.94
总资产周转率	0.62	0.64	0.70	0.74
应收账款周转率	3.50	3.62	3.82	3.96
应付账款周转率	3.73	3.75	3.83	3.88
每股收益	0.44	0.76	1.04	1.33
每股经营现金	0.82	1.61	1.32	1.57
每股净资产	8.33	9.12	9.95	10.93
P/E	28.69	16.53	12.11	9.45
P/B	1.51	1.38	1.26	1.15
EV/EBITDA	8.23	9.44	7.04	5.36
P/S	0.90	0.82	0.72	0.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn