

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

柳工（000528）：改革注入新活力，持续优化业务结构

分析师：

2023年12月29日

崔国涛

执业证书编号：S1380513070003

联系电话：010-88300848

邮箱：cuiguotao@gkzq.com.cn

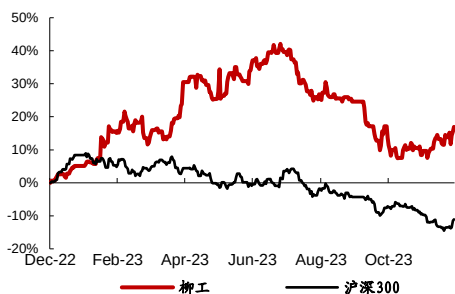
公司评级

当前价格：	6.74
上次评级：	推荐
本次评级：	推荐

公司基本数据

总股本（百万股）：	1951.21
流通股本（百万股）：	1413.73
流通A股市值（亿元）：	95.29
每股净资产（元）：	8.36
资产负债率（%）：	61.04

公司近一年股价与沪深300指数相对涨跌幅



相关报告

- **老牌工程机械企业，改革注入新动力。**公司历史积淀深厚，以装载机业务起家并逐步形成了挖掘机械、起重机械等多种产品线，目前已发展成为全球领先的装备与技术解决方案提供商。2022年柳工有限实现整体上市，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的整体注入促使公司业务进一步向上下游延伸及横向拓展，产业布局进一步完善。
- **推出股票期权激励计划，调动管理层积极性。**公司以2023年6月26日为首次授予日，向符合条件的974名激励对象授予5314万份股票期权，行权价格为7.10元/股，设定了包括净资产收益率、利润总额、经济增加值等能够反映企业经营效益及效率的行权标准，同时对激励对象个人设置了严密的绩效考核体系，将充分调动核心经营管理团队的积极性，有利于促进业务创新与拓展，进而提高公司整体经营质效。
- **国内工程机械需求有望改善，国际业务是行业中长期亮点。**随着各项稳增长措施的深入推进及替换需求的上升，2024年国内工程机械行业整体需求有望边际改善。从中长期来看，随着智能化、电动化、国际化等一系列战略的推进以及核心零部件自主化率的提升，国内工程机械企业有望凭借技术、产品、服务等综合竞争优势重塑全球市场竞争格局，不断提升市场份额。
- **研发投入力度加大，巩固核心竞争力。**公司聚焦工程机械主业，始终坚持加强核心技术攻关，拥有中国土方机械领域唯一的国家级工程技术研究中心，构建了全球研发中心、产品研究院、零部件研究所、海外研究所等多位一体的研发体系。基于较强的技术创新能力，公司核心零部件体系已在全价值链过程中形成，能够为整机产品提供全套动力、传动、液压、操控和执行系统解决方案，保障产业链供应链安全。
- **深耕国际化，逐步进入高端市场。**公司是业内较早开展国际业务的企业之一，目前已在海外设立了印度、波兰、巴西、印尼4家制造基地和印度、波兰、美国、英国4家海外研发机构，并在重点国家相继新增成立泰国、中亚、西非、澳大利亚等公司，近年来新增的118家经销商中约70%集中在核心市场，业务基本覆盖国家“一带一路”战略沿线绝大部分国家和地区，海外运营能力不断增强。2023H1，公司海外业务收入同比增长57.64%至64.91亿元，营收占比同比上升13.26个百分点至43.17%，均创历史同期新高。上半年公司海外市场整机销量同比增长30%以上，装载机、挖掘机两大拳头产品继续保持较好的增长势头，5吨级电动装载机率先导入欧美市场。未来随着高端市场的进一步开拓，国际业务有望成为公司重要的收入增长点。
- **盈利预测与投资评级：**维持此前的盈利预测，预计公司2023-2025年EPS分别为0.50、0.71、0.92元，以12月29日6.74元/股的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为13.48、9.49、7.33倍，维持公司“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧导致公司业绩不达预期；稳增长政策实施效果低于预期；中美全面关系进一步恶化、地缘政治冲突加剧引致的市场风险；国内外二级市场风险。

主要财务数据及预测

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	26479.74	30112.37	34003.11	38086.57
增长率(%)	-7.74%	13.72%	12.92%	12.01%
归属母公司股东净利润	599.33	981.43	1380.36	1788.38
增长率(%)	-39.90%	63.76%	40.65%	29.56%
每股收益(元)	0.31	0.50	0.71	0.92
市盈率(倍)	21.74	13.48	9.49	7.33

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

注：公司2023-2025年业绩系作者预测值，估值指标以12月29日收盘价测算

目录

1、老牌工程机械企业，改革注入新活力	4
1.1 公司历史沿革与股权结构	4
1.2 顺应国企改革政策方向，柳工集团完成混改	5
1.3 吸收合并柳工有限，获得优质资产注入	7
1.4 出售柳工锐斯塔，进一步优化业务结构	10
2、推出股票期权激励计划，调动管理层积极性	11
3、2023 年前三季度业绩改善，盈利能力提升	12
4、稳增长加码，工程机械行业需求有望边际改善	15
5、注重研发创新，深入推进国际化战略	17
5.1 研发投入力度加大，巩固核心竞争力	17
5.2 深耕国际化，海外业务有望成为重要的收入增长点	18
6、盈利预测与投资评级	19
7、风险提示	19

图表目录

图 1：公司历史沿革与发展历程	4
图 2：公司股权结构情况	5
图 3：柳工集团两步无偿划转过程中公司股权变动（2020.7.30）	6
图 4：柳工有限引入战略投资者后公司股权结构图	7
图 5：公司产品线不断延伸	10
图 6：近年来公司营业收入变化情况（万元）	13
图 7：近年来公司归母净利润变化情况（万元）	13
图 8：近年来公司期间费用率变化情况	13
图 9：近年来公司毛利率/净利率变化情况	13
图 10：近年来公司收入构成情况	14
图 11：近年来公司毛利构成情况	14
图 12：近年来公司分项毛利率变化情况	14
图 13：近年来公司国内外业务毛利率变化情况	14
图 14：近年来 1-10 月挖掘机销量变化（台）	15
图 15：小松开工小时数月度变化情况（小时）	15
图 16：我国基建与房地产投资增速变化情况	16
图 17：近年来主要企业国内挖掘机销量变化情况（台）	16
图 18：近年来我国工程机械出口金额（亿美元）	17
图 19：近年来公司研发费用变化情况（万元）	18
图 20：近年来公司技术人员规模上升（人）	18

图 21：公司深度布局国际化	19
图 22：近年来公司海外收入及占比变化情况（万元）	19
表 1：吸收合并交易对价及交易完成后持股比例情况	8
表 2：吸收合并注入资产简要情况	8
表 3：公司向激励对象授予的股票期权分配情况	11
表 4：首次授予的股票期权行权期及各期行权时间安排及公司层面业绩考核指标	12
表 5：2023 前三季度中国工程机械主要出口区域情况	17
表 6：财务报表预测和估值数据汇总	20

1、老牌工程机械企业，改革注入新活力

1.1 公司历史沿革与股权结构

公司历史积淀深厚，自 1966 年推出第一台现代化轮式装载机后不断延伸产业链，逐步形成了铲土运输机械、挖掘机械、起重机械、工业车辆、压实机械、路面施工、养护机械、桩工机械等多种整机产品线。公司是业内较早开展国际业务的企业之一，2002 年提出“建设开放的、国际化的柳工”战略，通过导入国际先进的管理技术、与世界一流企业合资生产关键零部件等手段，塑造了具有优良口碑的世界级品牌，凭借技术优势逐步获得海外客户认可，成为行业技术、生产和供应物流前沿的全球领先的装备与技术解决方案提供商。2022 年柳工有限实现整体上市，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的整体注入促使公司业务进一步向上下游延伸及横向拓展，产业布局进一步完善。

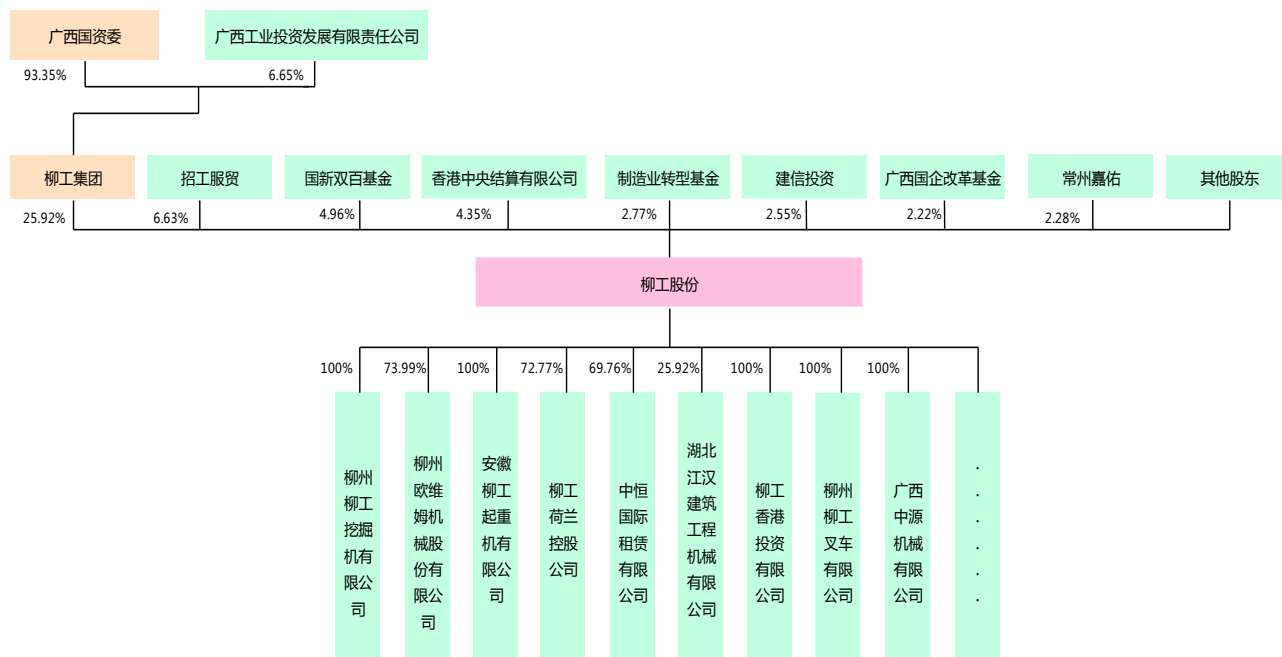
图 1：公司历史沿革与发展历程



资料来源：公司官网、国开证券研究部整理

截止到 2023 年 9 月 30 日，公司控股股东为柳工集团，持股比例为 25.92%，实际控制人为广西国资委。公司在柳工集团完成混改、吸收合并柳工有限后，公司股东层级较少，体制机制得到激活，治理结构得到优化，有利于公司市场竞争力提升。

图 2：公司股权结构情况

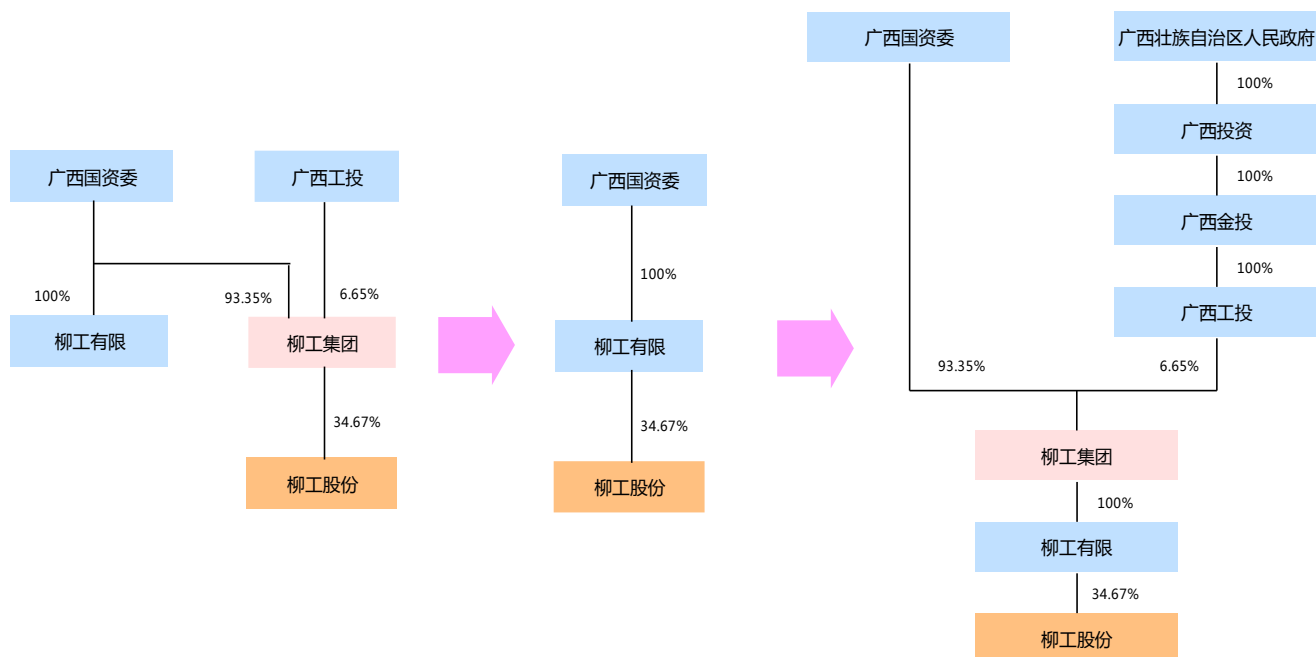


资料来源：公司公告、国开证券研究部

1.2 顺应国企改革政策方向，柳工集团完成混改

2019 年，广西国资委印发《自治区国资委监管企业高质量发展三年行动方案（2019-2021 年）》，明确提出了鼓励发展混合所有制经济，积极推进主业处于充分竞争行业和领域的国有企业混合所有制改革。柳工集团于 2019 年 10 月 9 日收到广西国资委下发的《自治区国资委关于广西柳工集团有限公司实施混合所有制改革有关事项的批复》（桂国资复[2019]148 号），柳工集团混改实施方案获得广西国资委审批通过。2020 年 7 月，柳工集团将其持有的公司股权无偿划转至其全资子公司柳工有限，与此同时广西国资委将其持有的柳工有限 100% 股权无偿划转至柳工集团，经过此次无偿划转后，公司控股股东变更为柳工有限，实际控制人仍为广西国资委，柳工集团成为公司的间接控股股东。

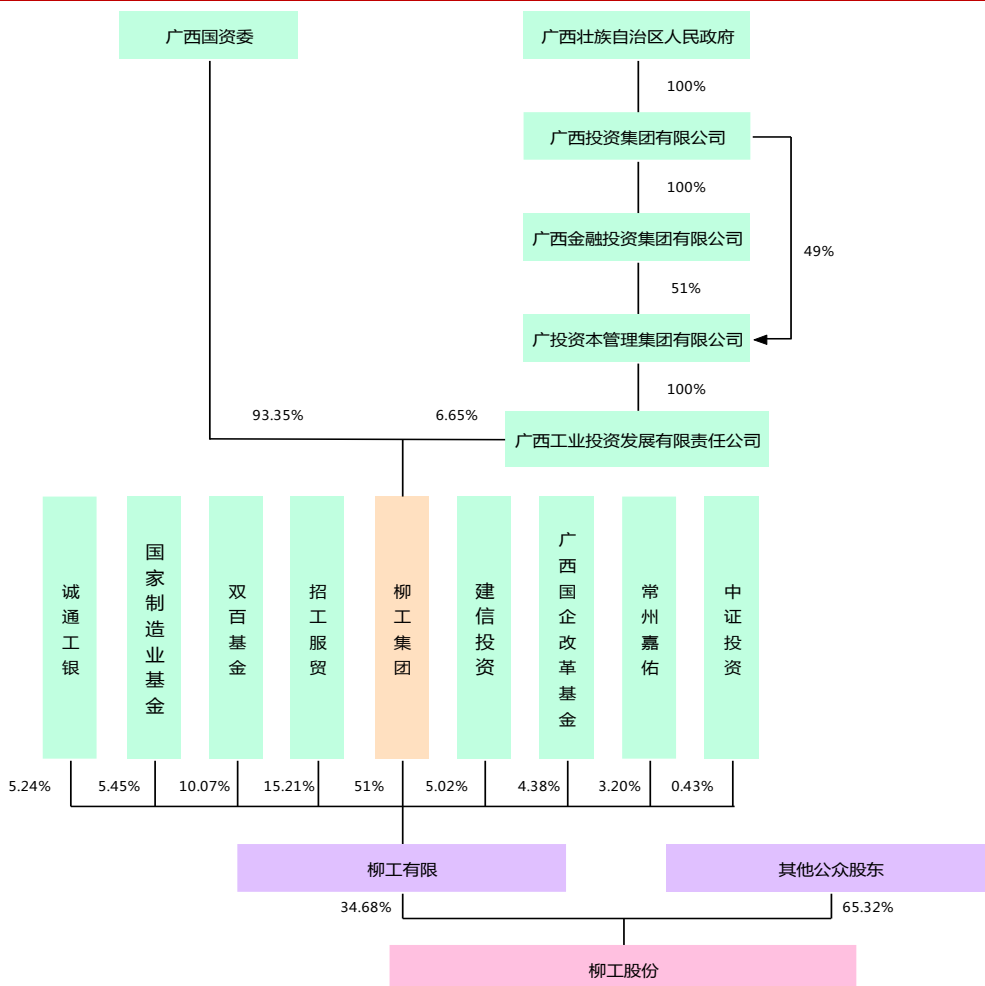
图 3：柳工集团两步无偿划转过程中公司股权变动（2020.7.30）



资料来源：公司公告，国开证券研究与发展部

柳工集团混合所有制改革涉及的增资扩股暨股权转让项目于 2020 年 9 月 27 日在北部湾产权交易所公开挂牌并于 2020 年 11 月 26 日挂牌期满，遴选出广西招工服贸投资合伙企业（有限合伙）、国新双百壹号（杭州）股权投资合伙企业（有限合伙）、国家制造业转型升级基金股份有限公司、广西国有企业改革发展一期基金合伙企业（有限合伙）、建信金融资产投资有限公司、北京诚通工银股权投资基金（有限合伙）、中信证券投资有限公司等 7 家战略投资者。2020 年 12 月 15 日柳工有限完成增资扩股，7 家战略投资者及常州嘉佑企业管理合伙企业（有限合伙，员工持股平台）参与本次增资扩股，总投资金额 34.14 亿元。增资扩股完成后，柳工集团对柳工有限的持股比例变更为 51%。

图 4: 柳工有限引入战略投资者后公司股权结构图



资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

1.3 吸收合并柳工有限，获得优质资产注入

为了进一步整合优势资源，2021年1月28日公司第八届董事会第三十次会议审议通过了《关于公司吸收合并广西柳工集团机械有限公司暨关联交易方案的议案》。2021年12月3日，中国证监会上市公司并购重组审核委员会召开2021年第32次并购重组委工作会议，对公司发行股份吸收合并广西柳工集团机械有限公司暨关联交易事项进行了审核，本次交易获得无条件通过。公司作为吸收合并方，通过向柳工有限的全体股东柳工集团、招工服贸、双百基金、国家制造业基金、诚通工银、建信投资、广西国企改革基金、常州嘉佑及中证投资发行股份，吸收合并柳工有限。本次交易资产作价742,844.93万元，发行价格为7.49元/股，发行股份数量为991,782,278股，由于柳工有限持有的公司股票注销，

实际新增股份数量为 480,150,815 股，柳工集团、7 家战略投资者、常州嘉佑成为公司的股东。

表 1：吸收合并交易对价及交易完成后持股比例情况

交易对方	交易对价（万元）	发行股份数量（股）	吸收合并后持有公司股权比例
柳工集团	378,850.97	505,809,038	25.87%
招工服贸	112,999.70	150,867,425	7.72%
双百基金	74,784.58	99,845,895	5.11%
国家制造业基金	40,509.33	54,084,549	2.77%
诚通工银	38,910.27	51,949,632	2.66%
建信投资	37,311.22	49,814,716	2.55%
广西国企改革基金	32,514.06	43,409,966	2.22%
常州嘉佑	23,766.69	31,731,224	1.62%
中证投资	3,198.10	4,269,833	0.22%
合计	742,844.92	991,782,278	50.72%

资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

公司吸收合并柳工有限的资产交割日为 2021 年 12 月 31 日，双方于 2022 年 1 月 26 日签署《资产交割确认书》，柳工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务转移至柳工股份享有及承担，柳工有限持有柳州欧维姆机械股份有限公司、广西柳工农业机械股份有限公司、广西中源机械有限公司、柳工（柳州）压缩机有限公司及柳工建机江苏有限公司股权过户至公司名下，柳工有限通过将主业优质资产全部注入公司实现整体上市。

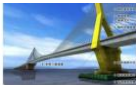
表 2：吸收合并注入资产简要情况

公司名称	柳工有限持股比例	主营产品
中源机械	100%	主要包括工程机械零部件和工业机器人等智能装备
欧维姆	77.86%	主要包括欧维姆品牌的斜拉索系统、锚具等预应力产品及工程橡胶制品等
柳工农机	97.87%	主要包括甘蔗收获机及全程配套机具等农业机械
柳工压缩机	60.18%	主要包括移动式空气压缩机和活塞式压缩机（空气及特殊气体）等
柳工建机	100%	主要包括混凝土泵车、混凝土运输车、混凝土搅拌设备及工业制砂设备及配件等

资料来源：公司公告、国开证券研究部整理

吸收合并事项完成前,公司主业为工程机械及关键零部件的研发、生产、销售和服务,装载机、挖掘机是公司的核心业务。尽管公司装载机市场占有率连续多年稳居国内第一梯队,挖掘机国内市占率不断提升,但由于工程机械周期性相对较强导致公司收入呈现一定的波动性。随着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的整体注入,公司主营业务进一步向上下游延伸及横向拓展,有利于优化产业结构、完善产业布局。一方面,公司工程机械业务规模效应将进一步显现,盈利能力有望提升。另一方面,公司通过优良的管理经验与激励机制,充分发挥上市公司的平台和渠道优势,有利于提升欧维姆、柳工农机、柳工建机等公司的经营效率,非周期类业务的拓展也将增强公司抵御周期风险的能力。

2023 年以来,公司核心业务工程机械国内需求持续低迷,公司一方面重点发展装载机、挖掘机等土方机械优势产品,充分发挥矿山机械与土石方机械的产业协同,通过国四产品全面推广、电动产品领跑赛道以及渠道升级等多重措施,实现工程机械产品销量增速整体跑赢行业,2023 年上半年,大型装载机销量同比增长 50%,电动装载机销量同比增长 37% 且市占率稳居国内首位;挖掘机销量增速优于行业 23.5 个百分点,市占率提升 3.6 个百分点。另一方面,公司积极拓展弱周期和非工程机械业务,工业车辆、预应力机械等业务发展势头良好,在一定程度上平滑了工程机械业务的周期性波动。2023H1,公司土石方机械业务收入同比增长 3.15%至 85.73 亿元;其他工程机械及零部件业务收入同比增长 22.81%至 50.47 亿元;预应力机械收入同比增长 4.47%至 11.46 亿元,主要分项业务均实现了稳定增长,业务整合效果开始显现。

土方机械		其他机械		预应力产品			
装载机	 用于铲装土壤、砂石、石灰、煤炭等散状物料，也可对矿石、硬土等作轻度铲挖作业。	起重机	 主要用于公共设施和港口的吊重等。	缆索		锚具	
挖掘机	 用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场。	多功能钻机	 主要用于钻孔、打桩、沉桩等。				
平地机	 用于构筑路基和路面、修筑边坡、开挖边沟，也可搅拌路面混合料、扫除积雪、推送散粒物料以及进行土路和碎石路的养护工作。	混凝土机械	 车载泵、拖泵用于高层、超高层建筑的混凝土浇筑。泵车广泛用于基础设施和房地产的混凝土浇筑。搅拌车用于搅拌站和施工场所之间混凝土的道路运输作业。	其他产品			
推土机	 用于用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场。	农用机械		智能装备	压缩机		
压路机	 主要用于用于高等级公路、铁路、机场跑道、大坝、体育场等大型工程项目的填方压实作业，可以碾压沙性、半粘性及粘性土壤、路基稳定土及沥青混凝土路面层。	甘蔗收割机					
		拖拉机					
							
				用于为各种采掘、钻进及其它工业用途提高气压稳定、气量充沛的驱动空气源。			
				用于工程机械各零部件的生产制造。			
				原有业务			
				新注入业务			

资料来源：公司公告、公司官网，国开证券研究部

公司董事会于 2023 年 9 月 28 日召开的临时会议审议通过了《关于柳工锐斯塔机械有限责任公司出售资产的议案》，同意全资子公司锐斯塔以 2.12 亿兹罗提（折算人民币 3.60 亿元）向波兰 HSW 公司出售其主要生产性资产，将波兰制造业务转移到国内基地进行整合。公司于 2012 年全资收购了波兰 HSW 公司旗下民用工程机械业务及其全资子公司 Dressta，成立锐斯塔成功打造全球领先的全系列推土机产品线。受多重因素影响，锐斯塔自收购后经营效果未达预期，叠加近年来周边地缘政治影响导致成本大幅度上升，亏损进一步加剧。通过本次资产出售，一方面将增厚公司当期利润；另一方面，将 Dressta 产品制造业务转移至国内可降低推土机产品 30% 以上综合制造成本，有利于提升公司推土机业务的市场竞争力，进而提升公司整体盈利能力。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/718056126055006023>