

国改进入深水区，竞争力或全面提升

华泰研究

2022年1月05日 | 中国内地

动态点评

工程机械

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

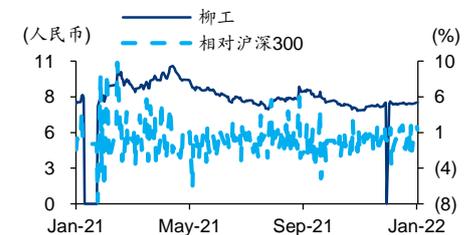
11.22

研究员	肖群稀
SAC No. S0570512070051	xiaoqunxi@htsc.com +86-755-82492802
研究员	时或
SAC No. S0570520080005	shiyu013577@htsc.com
SFC No. BRI1005	
研究员	关东奇来
SAC No. S0570519040003	guandongqilai@htsc.com
SFC No. BQ1170	+86-21-28972081
联系人	黄菁伦
SAC No. S0570120100012	huangjinglun@htsc.com

基本数据

目标价(人民币)	11.22
收盘价(人民币 截至1月5日)	7.84
市值(人民币百万)	11,566
6个月平均日成交额(人民币百万)	145.96
52周价格范围(人民币)	7.16-10.65
BVPS(人民币)	8.10

股价走势图



资料来源: Wind

改革进入深水区，人员调整/激励机制变革有望切实提升公司竞争力

2021年12月30-31日公司先后召开了临时股东大会和新一届董事会第一次会议。我们认为，公司改革已进入深水区，新一届董事会及管理层的任命与上届有较大幅度的变化，公司整体上市工作完成后，有望更显著改善经营效率。一系列组织/人员调整及激励机制的变革有望切实提升产业响应市场的速度、市场竞争力和盈利能力，2022年经营目标明确清晰。考虑到2021年原材料价格、海运费等持续上涨对盈利能力的影响，下调盈利预测，预计21-23年归母净利润为9.4/15.1/19.9（前值15.1/18.1/21.6）亿元（不含注入资产），EPS为0.64/1.02/1.35（前值1.02/1.23/1.47）元，PE为12/8/6倍，可比公司22PE均值9x（Wind一致预期），考虑混改+整体上市后经营效率提升，给予22PE 11x，目标价11.22（前值11.23）元，“买入”。

新董事会/管理层架构及人员调整较大，有望优化人员配置，强化执行力

2021年12月30日公司召开2021年第三次临时股东大会，选举曾光安、郑津、黄海波、文武、苏子孟、董佳讯、王建胜为公司第九届董事会非独立董事，七位中的四位与上届有调整，曾光安、黄海波和苏子孟连任。公司于12月30-31日召开第九届董事会第一次会议，审议通过各类人士任免议案，其中聘任曾光安先生为公司董事长兼CEO，2020年12月曾光安自请免除柳工集团董事长职务并获批。公司管理架构调整，有望有效优化人力资源配置，提升管理效率。

经营目标清晰明确，经营效率有望显著改善

第九届董事会第一次会议审议通过《关于公司2022年经营计划的议案》，同意公司2022年经营计划（吸收合并广西柳工集团机械有限公司后）：公司2022年营业收入目标为335亿元。公司有望通过实施全价值链变革，市场地位提升与行业客户开拓，新产品、新技术应用与推广及研发变革，供应链降本与制造效率提升，资产质量及资本效率提升，组织与人才体系建设，以及重点盈利改善类专项推进以实现年度计划目标。

落实全面国际化战略，海外市场影响力持续提升

21H1公司实现海外营收26.37亿元/yoy+69.43%，整体整机销量同比增长73%，各海外子公司均取得较大幅度增长，其中英国、欧洲、俄罗斯、印度、南非销量同比增长超过100%。公司持续采用聚焦核心国家和关键客户的营销策略，针对各区域特点推出新产品，丰富产品组合，增强区域市场产品竞争力，逐步建立品牌竞争优势。

风险提示：海外疫情控制进度不及预期；国内经济下行超预期；基建投资不及预期；行业竞争环境恶化；应收账款减值损失对当期净利润的影响。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	19,177	23,003	23,824	27,117	31,607
+/-%	6.04	19.95	3.57	13.82	16.56
归属母公司净利润(人民币百万)	1,017	1,331	941.80	1,512	1,989
+/-%	28.74	30.87	(29.26)	60.55	31.51
EPS(人民币,最新摊薄)	0.69	0.90	0.64	1.02	1.35
ROE(%)	9.91	11.29	7.56	11.03	12.62
PE(倍)	11.37	8.69	12.28	7.65	5.82
PB(倍)	1.12	1.01	0.93	0.84	0.74
EV EBITDA(倍)	4.06	2.62	8.78	5.55	4.71

资料来源:公司公告、华泰研究预测

盈利预测假设变动表

图表1: 盈利预测假设变动表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)			调整原因
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
挖机销量增速 (%)	32.60	26.80	18.90	17.92	15.81	19.15	-14.68	-10.99	0.25	主要系我们下调挖机行业销量增速, 据 CCMA, 2021 年 1-11 月份挖机行业实现挖机销量 31.8 万台/yoy+7.7%, 我们将 2021 年行业销量同比增速从 10% 下调至 5%, 同时结合行业内展望, 将 2022 年行业销量同比增速从 10% 下调至 -5%, 同时考虑到公司经营效率有望在国改后提升, 市占率水平有望持续提升, 因此公司销量增速有望高于行业增速
装载机销量增速 (%)	14.73	8.48	7.82	9.27	13.91	13.21	-5.46	5.43	5.39	据工程机械行业协会, 2021 年 1-11 月份装载机行业实现销售 13.16 万台/yoy+9.77%, 结合行业增速下调柳工 2021 年行业销量, 同时考虑到公司经营效率及竞争力有望在改革后显著提升, 国内市占率及国际化程度有望持续提升, 因此上调公司 2022 及 2023 年装载机市占率
收入增速 (%)	14.83	12.83	11.11	3.57	13.82	16.56	-11.26	0.99	5.45	
土方石铲运机械毛利率 (%)	18.00	19.00	19.00	17.00	19.00	19.00	-1.00	-	-	2021 年 Q1-3 公司实现毛利率 17.15%/yoy-3.08 pct, 主要系 2021 年原材料成本大幅上涨, 公司向下游转嫁成本存在一定时滞, 我们认为, 2022 年原材料价格或有一定程度调整, 公司有望通过降本增效改善其主营业务土方石铲运机械的毛利率水平
综合毛利率 (%)	20.00	20.33	20.64	18.51	20.20	20.86	-1.49	-0.13	0.22	
期间费用率 (%)	12.30	12.20	12.20	12.30	12.20	12.20	-	-	-	
净利率 (%)	5.89	6.36	6.77	4.09	5.84	6.52	-1.8	-0.52	-0.25	
归母净利润(百万元)	1,506.69	1,811.59	2,163.33	941.80	1,512.09	1,988.56	-37%	-17%	-8%	
EPS (元)	1.02	1.23	1.47	0.64	1.02	1.35	-37%	-17%	-8%	

资料来源: Wind, 华泰研究预测

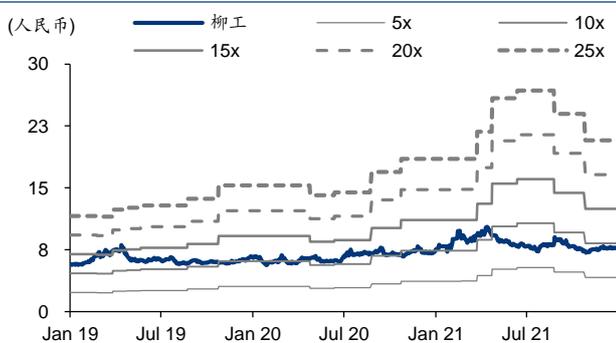
可比公司估值

图表2: 可比公司估值 (数据日期为 2022 年 1 月 4 日)

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS (元)				P/E (倍)			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
600031 CH	三一重工	1,936.23	1.32	1.82	2.00	2.27	17.28	12.55	11.41	10.05
000425 CH	徐工机械	473.15	0.46	0.48	0.75	0.87	13.07	12.69	8.11	6.91
000157 CH	中联重科	625.68	0.50	0.84	0.99	1.18	14.31	8.59	7.29	6.09
	平均数		0.76	1.04	1.24	1.44	14.89	11.28	8.93	7.68

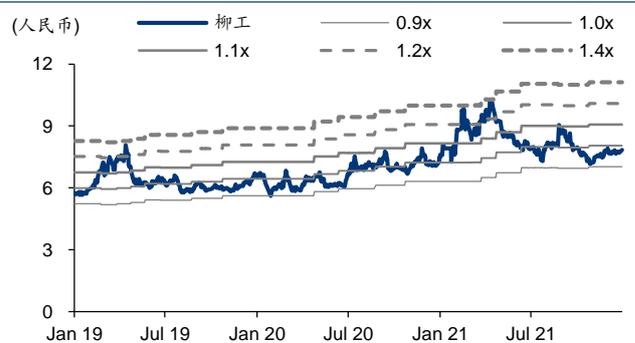
资料来源: Wind 一致预测, 华泰研究

图表3: 柳工 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 柳工 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	21,020	24,080	22,221	25,270	28,046
现金	5,435	6,253	4,765	5,767	6,322
应收账款	3,953	4,639	4,524	4,827	6,072
其他应收账款	404.42	390.54	432.82	504.34	587.99
预付账款	153.78	146.26	164.50	189.21	223.06
存货	5,560	7,071	6,746	8,386	9,229
其他流动资产	5,514	5,579	5,588	5,597	5,613
非流动资产	8,842	9,931	10,112	10,626	11,256
长期投资	590.02	714.86	959.70	1,205	1,449
固定投资	2,879	3,067	2,996	3,277	3,651
无形资产	789.98	962.34	973.52	987.47	1,014
其他非流动资产	4,583	5,187	5,183	5,157	5,143
资产总计	29,861	34,011	32,332	35,897	39,303
流动负债	14,278	19,903	17,303	19,329	20,676
短期借款	5,021	6,699	7,744	6,699	7,815
应付账款	3,756	4,987	4,483	6,072	6,129
其他流动负债	5,501	8,217	5,075	6,558	6,731
非流动负债	4,753	2,194	2,143	2,208	2,299
长期借款	3,622	156.01	104.57	169.55	260.29
其他非流动负债	1,131	2,038	2,038	2,038	2,038
负债合计	19,031	22,098	19,446	21,537	22,974
少数股东权益	479.75	456.24	488.28	559.53	632.13
股本	1,476	1,476	1,475	1,475	1,475
资本公积	3,128	3,142	3,142	3,142	3,142
留存公积	5,893	6,863	7,721	9,153	11,034
归属母公司股东权益	10,351	11,457	12,398	13,800	15,696
负债和股东权益	29,861	34,011	32,332	35,897	39,303

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	1,858	2,008	594.53	3,282	784.25
净利润	1,074	1,345	973.84	1,583	2,061
折旧摊销	0.00	0.00	359.38	403.45	474.91
财务费用	89.49	256.24	470.43	429.85	412.16
投资损失	(67.62)	(152.18)	(140.00)	(131.31)	(133.50)
营运资金变动	127.80	36.83	(934.68)	1,112	(1,916)
其他经营现金	634.08	521.44	(134.45)	(114.45)	(114.45)
投资活动现金	(371.51)	(230.32)	(395.76)	(782.33)	(966.93)
资本支出	(469.68)	(317.38)	(295.37)	(673.25)	(860.04)
长期投资	32.19	29.58	(244.84)	(244.84)	(244.84)
其他投资现金	65.98	57.49	144.45	135.75	137.95
筹资活动现金	(75.44)	(878.33)	(1,688)	(1,498)	737.09
短期借款	1,043	1,679	1,045	(1,045)	1,116
长期借款	660.22	(3,466)	(51.45)	64.98	90.74
普通股增加	13.11	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	38.12	14.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,830)	894.52	(2,681)	(517.71)	(469.45)
现金净增加额	1,392	857.42	(1,489)	1,003	554.41

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	19,177	23,003	23,824	27,117	31,607
营业成本	14,640	18,310	19,413	21,639	25,013
营业税金及附加	100.47	114.94	123.89	140.87	161.35
营业费用	1,903	1,662	1,692	1,898	2,212
管理费用	695.83	704.83	714.73	813.51	948.20
财务费用	89.49	256.24	470.43	429.85	412.16
资产减值损失	(77.26)	(95.62)	(50.00)	(50.00)	(50.00)
公允价值变动收益	(2.08)	0.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	67.62	152.18	140.00	131.31	133.50
营业利润	1,310	1,570	1,142	1,866	2,434
营业外收入	12.54	41.38	26.97	29.36	30.57
营业外支出	14.32	8.80	9.41	10.03	9.62
利润总额	1,308	1,602	1,160	1,886	2,455
所得税	234.10	256.93	185.91	302.26	393.48
净利润	1,074	1,345	973.84	1,583	2,061
少数股东损益	56.56	14.18	32.04	71.25	72.60
归属母公司净利润	1,017	1,331	941.80	1,512	1,989
EBITDA	1,389	1,693	1,858	2,599	3,222
EPS (人民币, 基本)	0.69	0.90	0.64	1.02	1.35

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	6.04	19.95	3.57	13.82	16.56
营业利润	28.10	19.86	(27.24)	63.39	30.40
归属母公司净利润	28.74	30.87	(29.26)	60.55	31.51
获利能力 (%)					
毛利率	23.66	20.40	18.51	20.20	20.86
净利率	5.60	5.85	4.09	5.84	6.52
ROE	9.91	11.29	7.56	11.03	12.62
ROIC	7.86	9.79	8.12	12.56	13.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.73	64.97	60.14	60.00	58.45
净负债比率 (%)	48.08	34.14	33.67	16.57	18.78
流动比率	1.47	1.21	1.28	1.31	1.36
速动比率	0.71	0.58	0.58	0.59	0.65
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.72	0.72	0.79	0.84
应收账款周转率	5.12	5.35	5.20	5.80	5.80
应付账款周转率	4.10	4.19	4.10	4.10	4.10
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.90	0.64	1.02	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.36	0.40	2.23	0.53
每股净资产(最新摊薄)	7.02	7.77	8.40	9.35	10.64
估值比率					
PE (倍)	11.37	8.69	12.28	7.65	5.82
PB (倍)	1.12	1.01	0.93	0.84	0.74
EV EBITDA (倍)	4.06	2.62	8.78	5.55	4.71

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、时或、关东奇来，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师肖群稀、时或、关东奇来本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司