

工程机械行业 | 2022年报&2023年一季报总结： 内外销结构分化，行业景气有望逐步回暖

首席证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师：罗悦

执业证书编号：S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

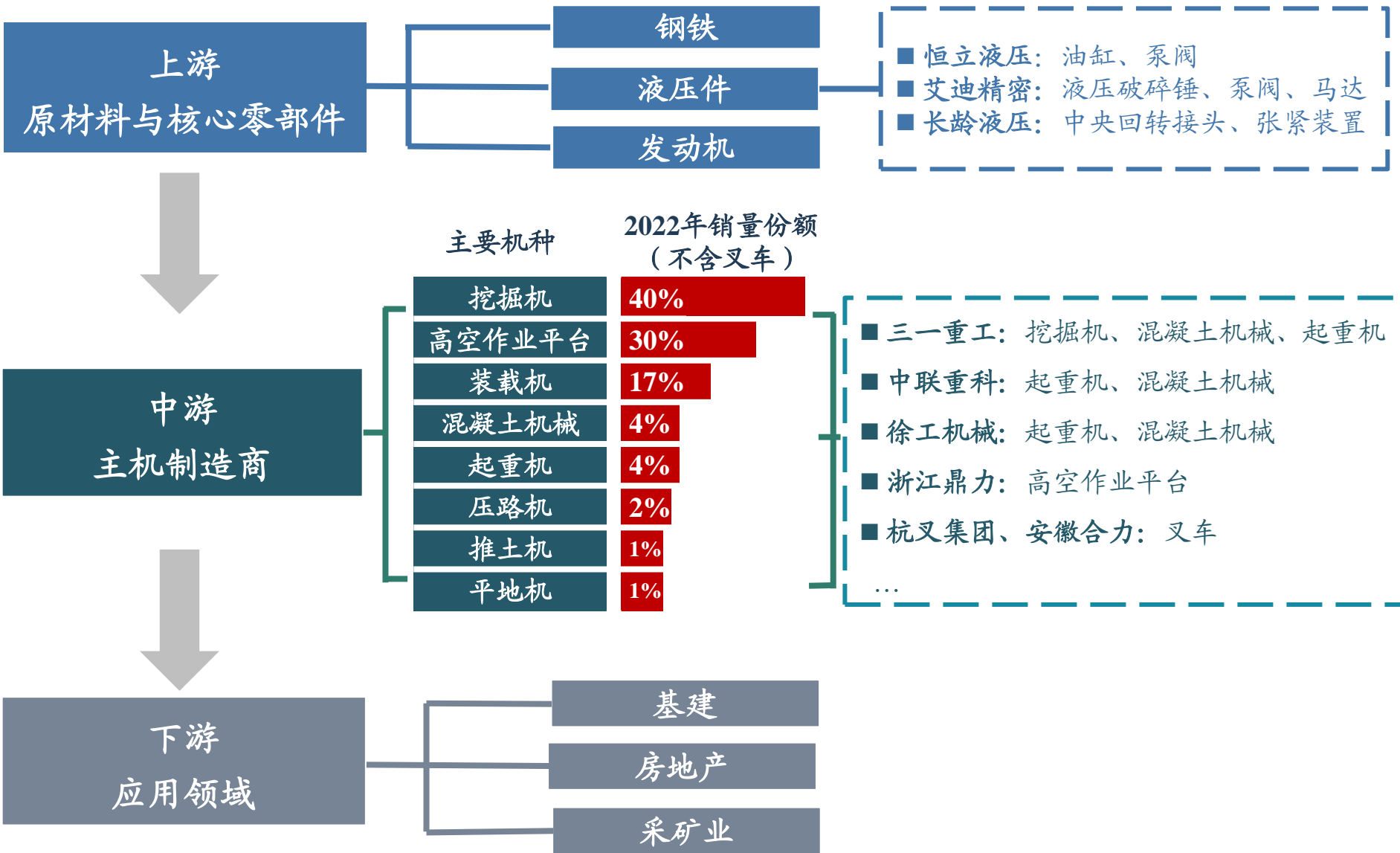
研究助理：韦译捷

执业证书编号：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

2023年5月4日

工程机械产业链梳理



工程机械板块相关公司

• 我们选取了A股17家主营业务为工程机械的上市公司进行分析，选取公司及细分产品领域如下：

表：工程机械板块相关公司（截至2023年5月3日）

证券代码	证券简称	细分领域	2023/5/3	2023年Q1							PE (TTM)	PB (LF)
			市值 (亿)	收入 (亿)	YOY	归母净利润 (亿)	YOY	毛利率	归母净利润率	ROE (加权)		
600031	三一重工	挖掘机、混凝土机械、起重机	1,399	180	-11%	15	-5%	28%	9%	2%	33.4	2.1
601100	恒立液压	液压油缸、液压泵阀、液压马达	825	24	10%	15.1	18%	41%	26%	5%	33.8	6.2
000157	中联重科	起重机、混凝土机械、高空作业平台、挖掘机	562	104	4%	6.3	-11%	26%	8%	1%	25.4	1.0
000425	徐工机械	起重机、高空作业平台	811	239	-10%	8.1	-26%	23%	7%	3%	14.3	1.6
603638	艾迪精密	液压破碎锤、液压泵、液压马达	143	6	2%	15.2	7%	30%	12%	2%	58.3	4.9
603338	浙江鼎力	高空作业平台	259	13	4%	0.8	63%	38%	25%	4%	18.7	3.5
603298	杭叉集团	叉车	200	39	9%	3.2	54%	18%	8%	4%	18.3	2.7
000528	柳工	土石方铲运机械（挖掘机、装载机、推土机等）	149	78	16%	2.9	24%	19%	4%	2%	22.5	0.9
600984	建设机械	建筑机械租赁	64	6	-15%	3.2	-147%	7%	-21%	-2%	-142.3	1.1
600761	安徽合力	叉车	146	42	5%	-1.3	36%	18%	7%	4%	16.2	2.3
002097	山河智能	挖掘机、凿岩设备	66	18	7%	2.6	161%	26%	2%	1%	-24.2	1.2
000680	山推股份	推土机	69	24	1%	0.3	-54%	19%	7%	3%	13.2	1.4
605389	长龄液压	液压涨紧装置、中央回转接头	34	2	-27%	1.7	-37%	26%	13%	1%	30.7	1.8
600815	厦工股份	挖掘机、装载机	48	2	-41%	0.3	-2053%	11%	-5%	-1%	19.3	3.2
600375	华菱星马	专用车（混凝土泵车、搅拌车，半挂车），重卡底盘	49	6	-33%	-0.1	72%	-7%	-8%	-31%	-3.4	29.0
603611	诺力股份	叉车	60	17	2%	-0.5	45%	21%	6%	4%	13.7	2.4
600262	北方股份	矿用车	30	4	-27%	1.0	-28%	23%	8%	1%	26.8	2.1

资料来源：Wind，各公司官网，东吴证券研究所整理



工程机械行业 | 2022年报 & 2023年一季报总结： 内外销结构分化，行业景气有望回暖

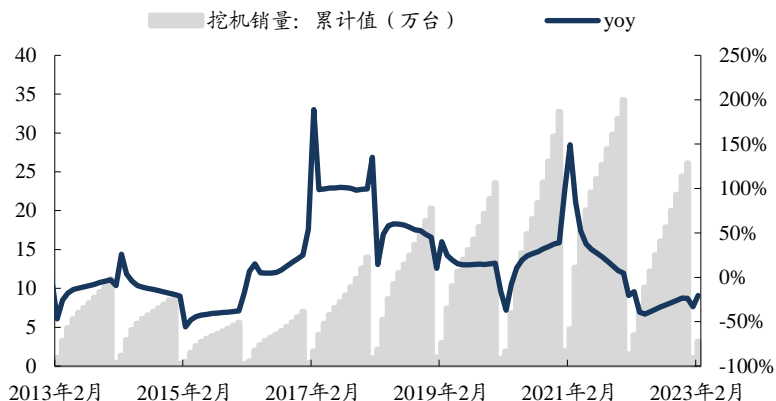
1 2022年报 & 2023年一季报总结：内销周期波动拖累业绩，行业阶段性承压

2 板块展望：出口拉动行业提前复苏，2023年行业景气度有望回暖

3 投资建议与风险提示

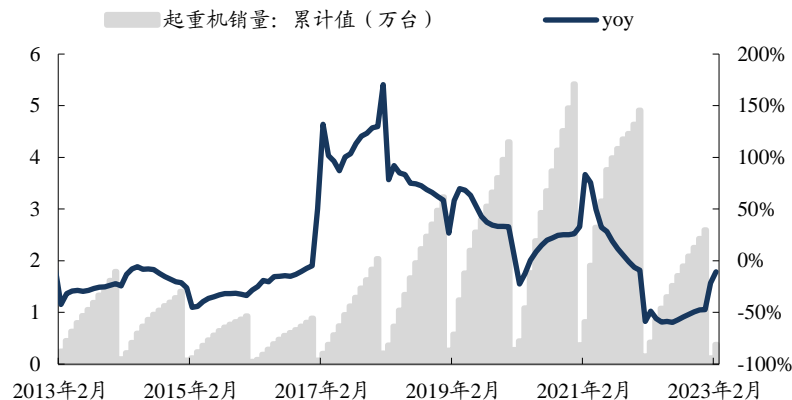
1.1 内销周期波动较大，2022年行业基数降至历史低位

图：2022年挖机累计销量26.1万台，同比-24%



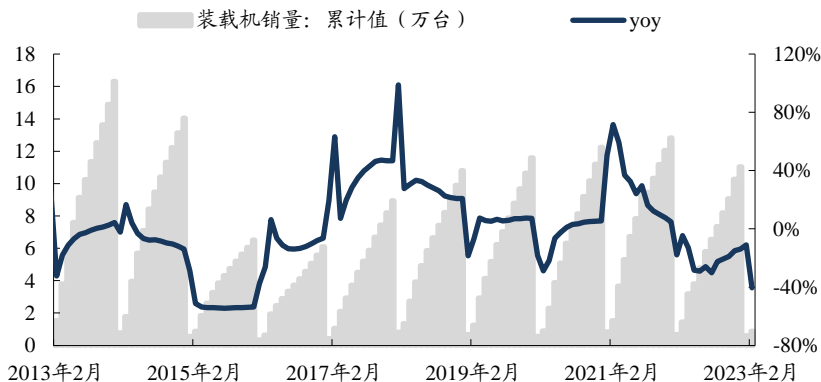
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022年起重机累计销量2.6万台，同比-47%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022年装载机累计销量11.0万台，同比-14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022年叉车累计销量104.8万台，同比-5%

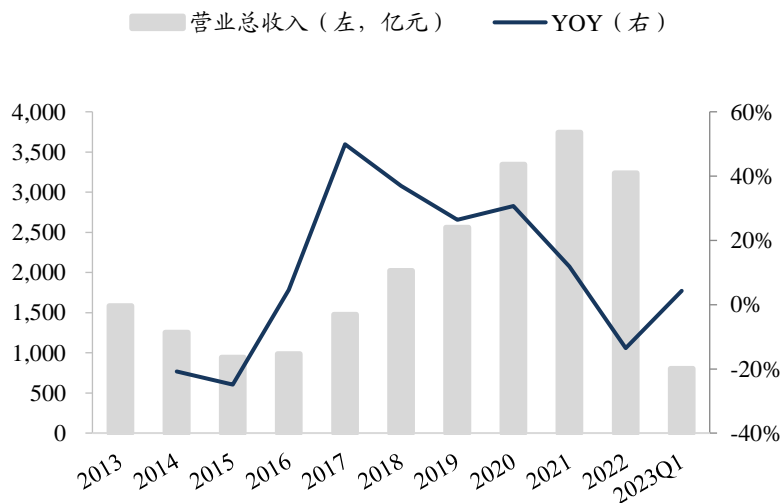


数据来源：Wind，东吴证券研究所

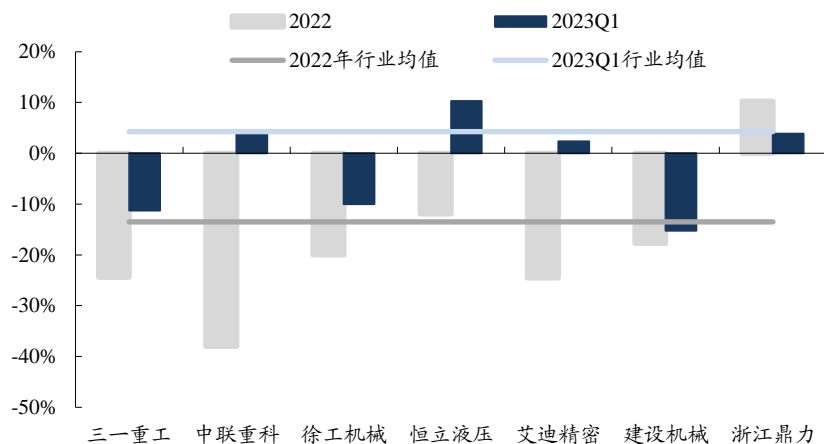
1.2 2022年板块收入同比-13%，2023Q1同比+4%行业回暖

- 2022年板块营业总收入同比下降13%，2023Q1行业需求回暖实现正增长。2022年17家A股工程机械上市公司合计实现总营收3240亿元，同比下降13%；营收下滑主要系行业同期高基数、更新需求回落、疫情影响下游基建/地产项目开工率。2023年在房地产边际改善、基建投资力度不减的拉动下，工程机械行业景气度回升，2023年一季度17家A股工程机械上市公司合计实现总营收804亿元，同比增长4%
- 主机厂受行业景气度影响较大，液压件及高机龙头收入增速高于行业。2022年浙江鼎力/恒立液压总营收同比+10%/-12%，液压件及高机龙头通过多元化创造新增长点、国际化提升全球份额，业绩降幅低于行业。三一重工/中联重科的混凝土机业务占比较大，受地产景气下滑影响较强。2023年Q1恒立液压/中联重科/浙江鼎力继续加大海外布局，出口高增带动收入正增长。

◆2022/2023Q1板块营业总收入同比分别-13%/+4%



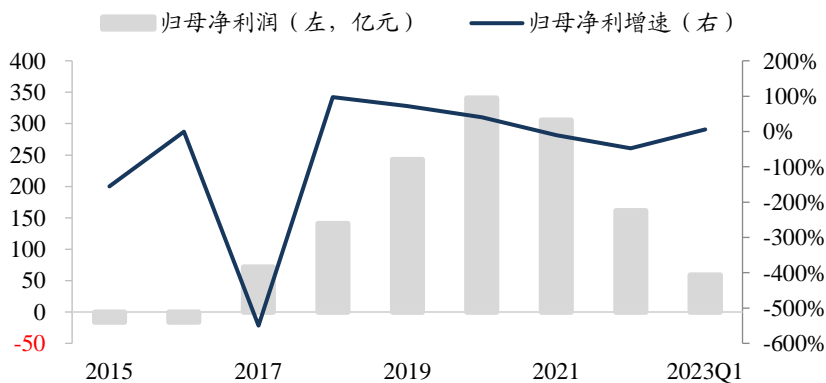
◆2022年重点公司营业总收入同比增速情况：三一/中联受混凝土机业务占比高，受地产景气下滑影响大



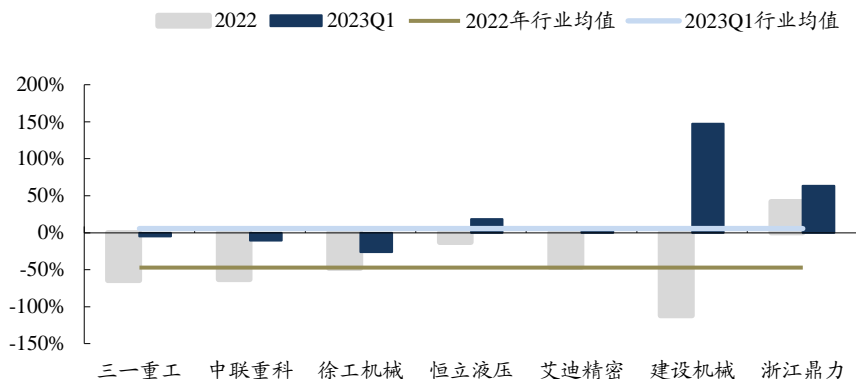
1.3 2022年板块归母净利润同比-47%，2023Q1同比+6%实现增长

- 2022年板块归母净利润同比下滑47%，2023年一季度行业成本压力减弱，归母净利润同比增长6%。2022年17家A股工程机械上市公司归母净利润合计161亿元，同比下滑47%。板块盈利能力下滑主要系上游原材料价格上涨、规模效应压缩以及公司主动加大研发投入。自2022年二季度以来钢材价格持续回落，板块利润率改善在三季度逐步体现，2023年一季度利润率延续22年下半年改善趋势，板块归母净利润同比增长6%。
- 恒立液压、浙江鼎力归母净利润增速表现优于行业。2022年恒立液压、浙江鼎力归母净利润同比增速表现优于行业，分别同比-13%/+42%。

◆2022/2023Q1板块归母净利润同比分别-47%/+6%



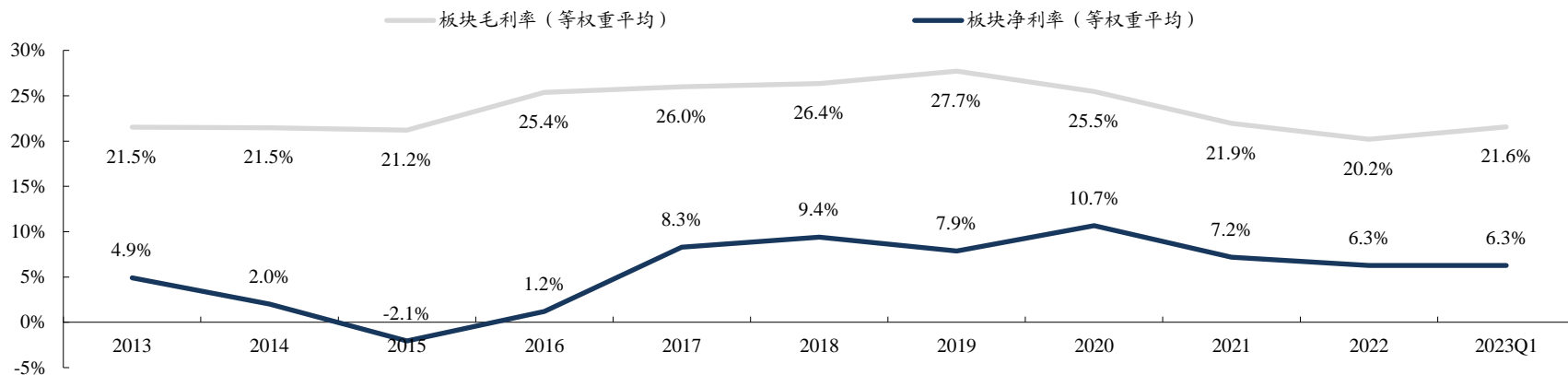
◆2022年重点公司归母净利润同比增速情况：恒立液压/浙江鼎力表现显著优于行业



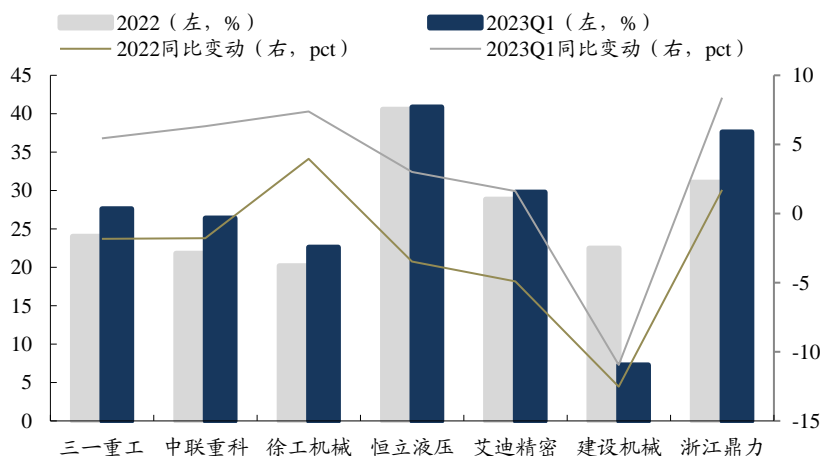
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4 规模效应减弱，盈利能力下滑

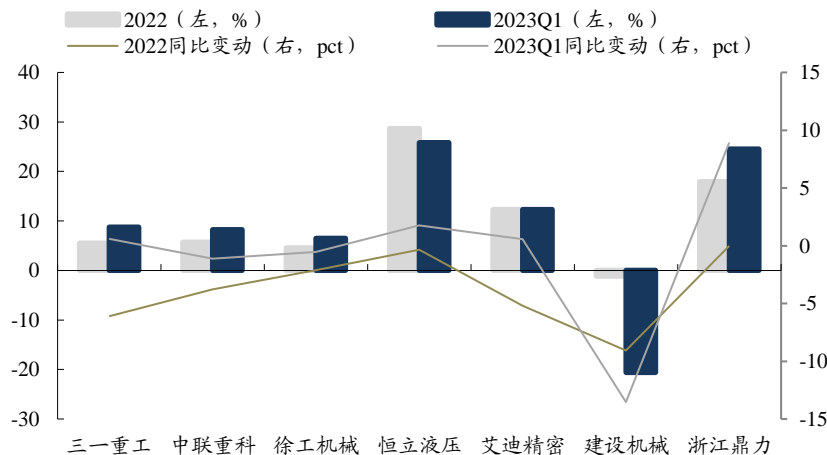
◆ 2022年板块销售毛利率20.2%，同比-1.7pct；销售净利率6.3%，同比-0.9pct



◆ 除徐工机械、浙江鼎力外，2022年主要公司销售毛利率均有所下滑



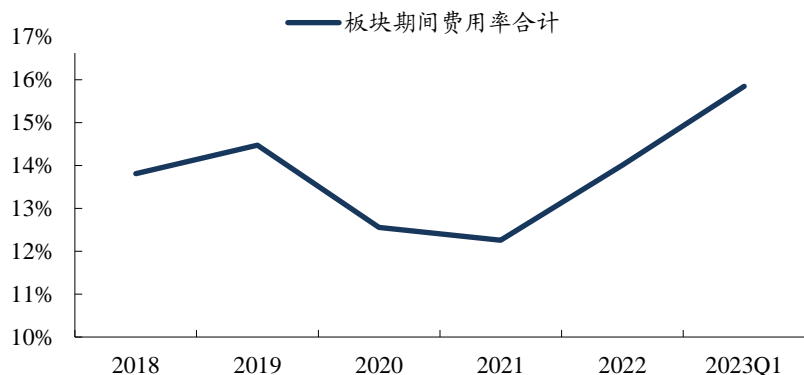
◆ 除浙江鼎力外，2022年主要公司销售净利率有所下滑



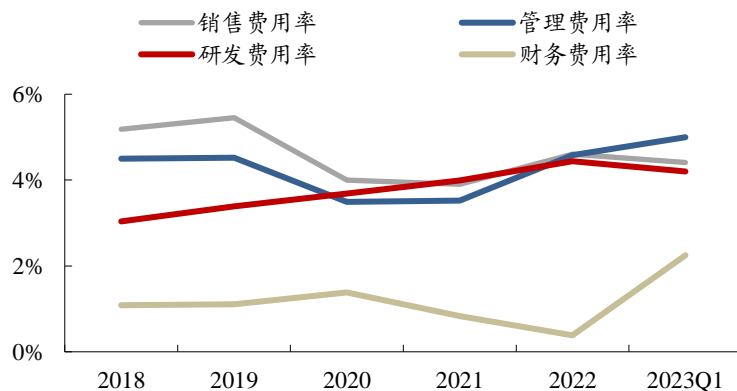
1.4 期间费用率较为稳定，研发费用率逆势上升

- 2022年板块期间费用率14.0%，同比提升1.8pct，费用率提升主要系业务量下降的同时费用保持相对刚性。拆分来看，2022年板块销售费用率4.6%，同比提升0.7pct；管理费用率4.6%，同比提升1.1pct；研发费用率4.4%，同比提升0.4pct；财务费用率0.4%，同比下降0.5%，主要系外币升值带来汇兑损益。

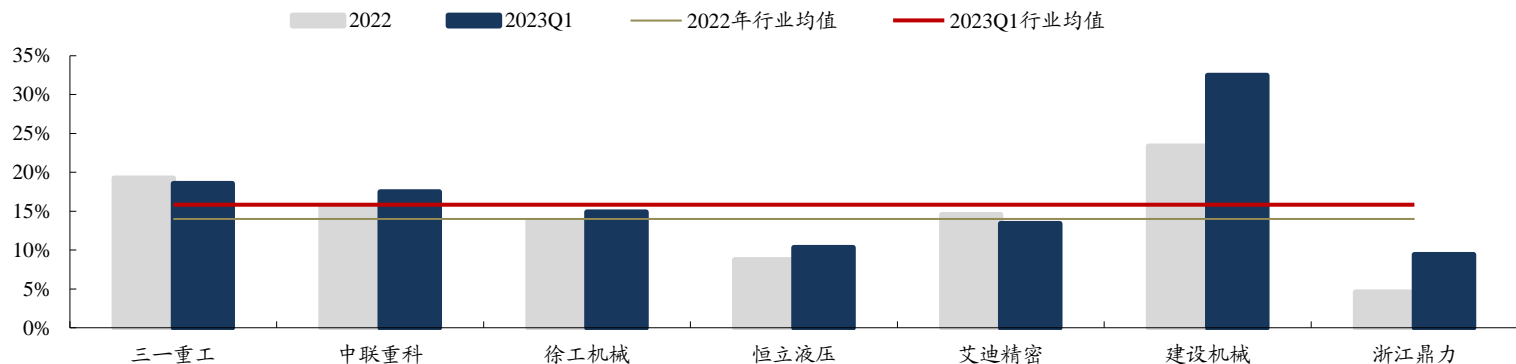
◆ 2022年板块期间费用率14.0%，同比提升1.8pct



◆ 2022年板块管理费用率4.6%，同比提升1.1pct



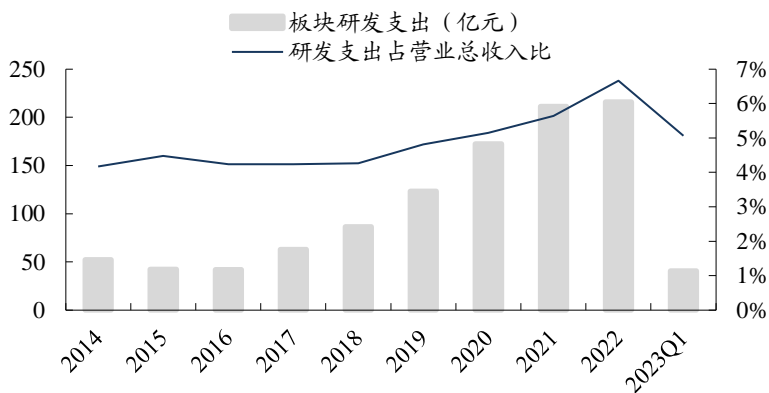
◆ 2022-2023Q1重点公司期间费用率情况：徐工机械/恒立液压/浙江鼎力费控能力强于行业



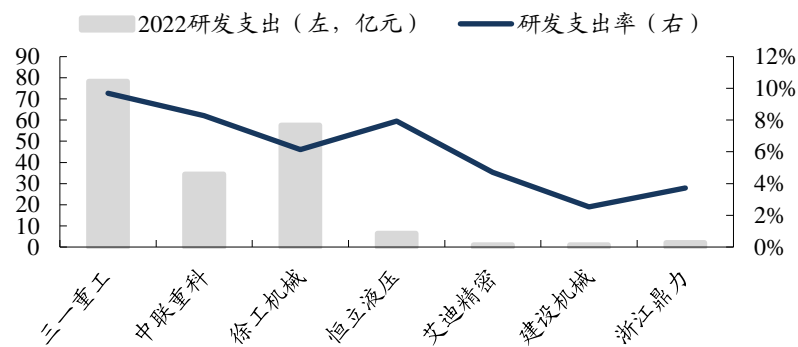
1.4 期间费用率较为稳定，研发费用率逆势上升

- 2022年板块研发支出（含资本化支出）216亿元，占总收入6.7%，同比提升1.0pct。三一重工/中联重科/恒立液压研发支出率显著高于行业，分别达9.7%/8.3%/7.9%。
- 2016年以来行业员工总人数由8.4万人升至2022年14.5万人，本科以上学历员工占比由28%升至37%，行业人员结构整体优化。截至2023年一季末，三一重工、徐工机械、中联重科本科以上学历员工占比分别达51%、45%、45%，吸纳了行业主要中高端人才。

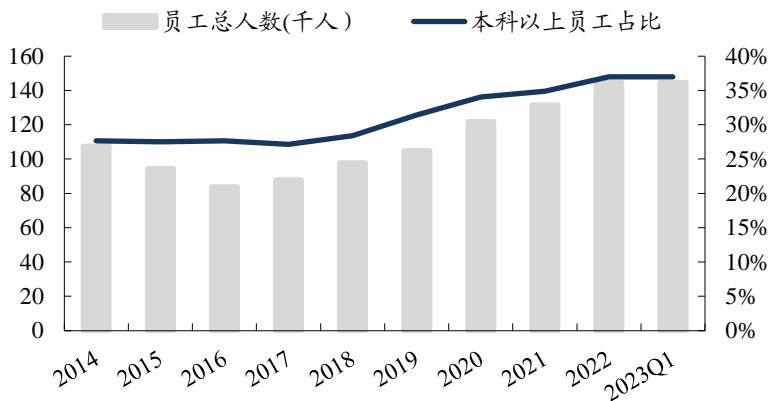
◆ 2022年板块研发支出率6.7%，同比+1.0pct



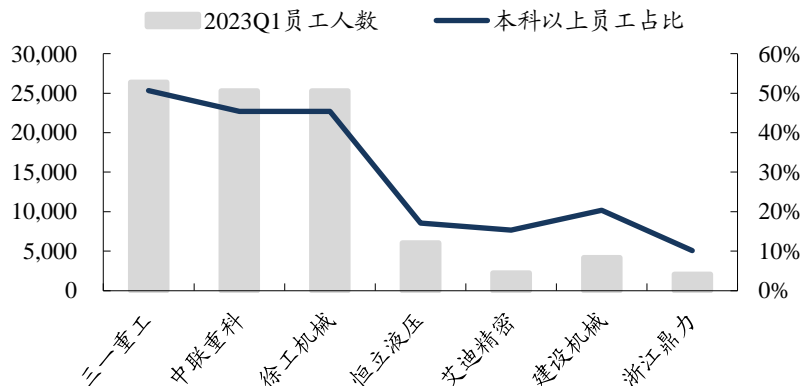
◆ 三一重工、中联重科、恒立液压研发支出率高于行业



◆ 2022年板块员工总人数14.5万人，本科以上学历占比37%，持续提升



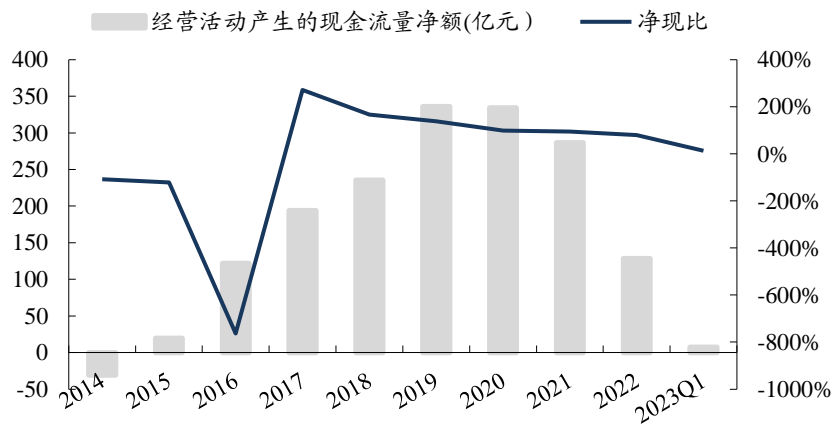
◆ 三一重工、中联重科、徐工机械本科以上学历员工占比高于行业



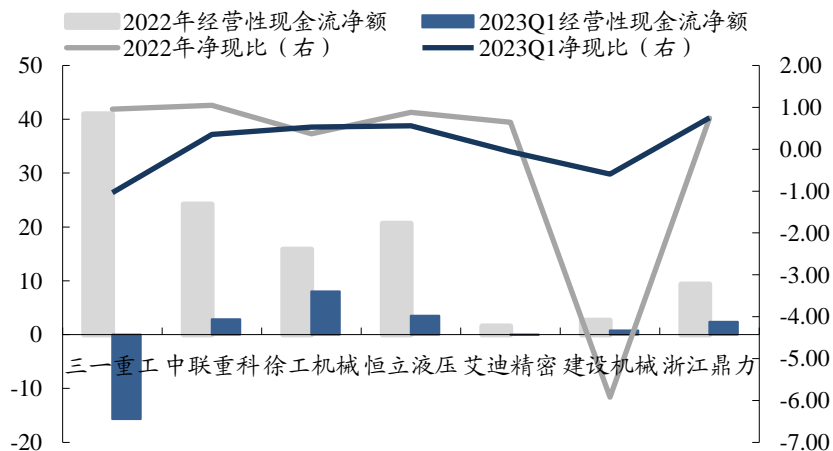
1.5 龙头净现比均在1左右，经营稳健

- 龙头净现比均在1左右，经营稳健。2022年板块经营性现金流净额合计128亿元，净现比（经营性净现金流净额/归母净利润）为0.80，较为稳定。行业龙头三一重工/中联重科/恒立液压净现比分别为0.96/1.05/0.88，经营质量高于行业。

◆2022年板块经营性现金流净额合计128亿元，净现比0.8



◆三一重工、中联重科、恒立液压净现比均在1左右，经营稳健



数据来源：Wind，东吴证券研究所



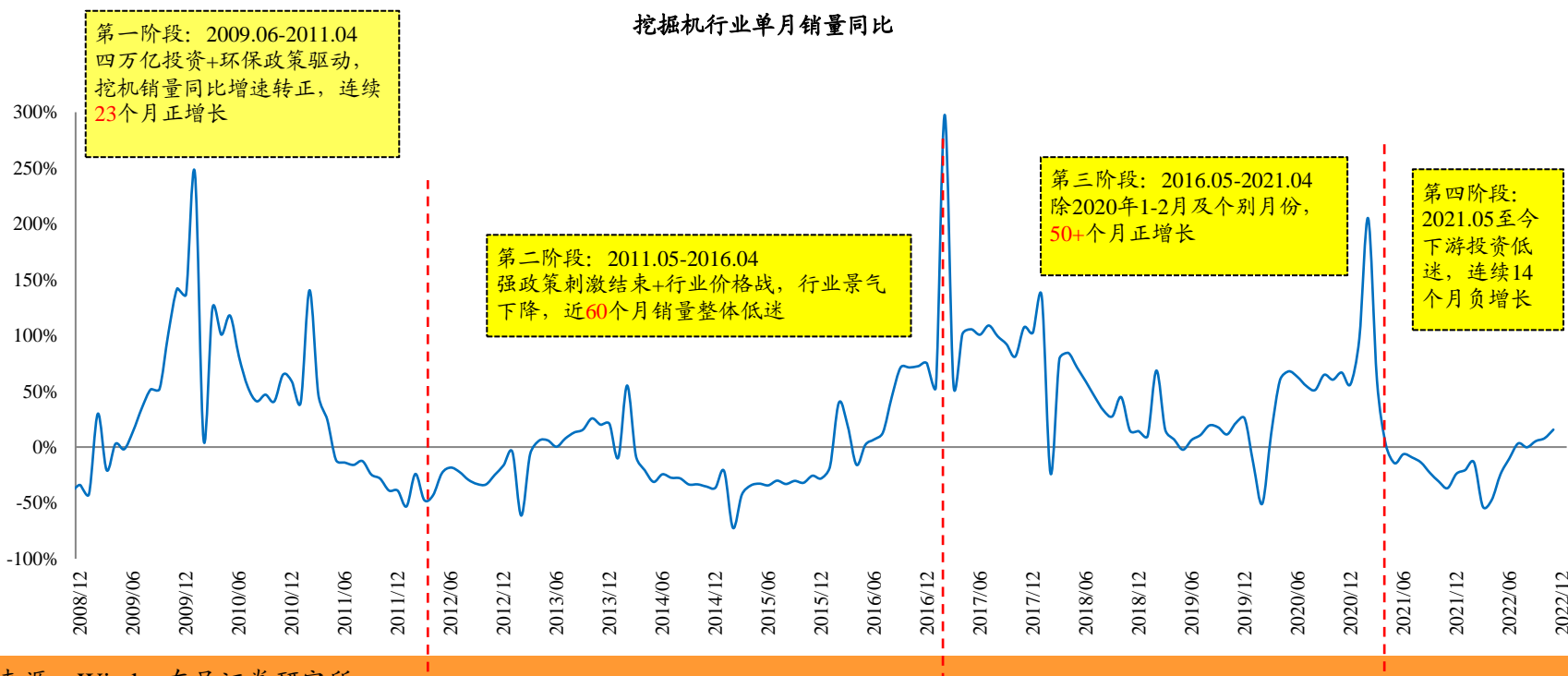
工程机械行业 | 2022年报 & 2023年一季度报总结： 内外销结构分化，行业景气有望回暖

- 1 2022年报 & 2023年一季度报总结：内销周期波动拖累业绩，行业阶段性承压
- 2 板块展望：出口拉动行业提前复苏，2023年行业景气度有望回暖
- 3 投资建议与风险提示

2.1. 行业呈周期性，此轮下行周期有望于2023年筑底

- **复盘挖掘机销量数据，此轮下行周期有望于2023年筑底。** 挖掘机需求的决定因素为以地产和基建为代表的土方工程量，行业销量随宏观环境的变化呈周期波动。2008年以来国内挖掘机市场发展可分为四个阶段：（1）2009-2011年在激进的投资政策驱动下，挖机销量连续23个月正增长；（2）2011-2016年，上一轮周期过度透支需求及宏观经济增速放缓，行业陷入近60个月的低迷期；（3）2016年5月开始，受益于宏观经济复苏及大量更新换代需求，行业再度迎来50多个月的正增长；（4）2021年5月至今，由于下游投资低迷，行业连续14个月负增长。按照挖掘机8年瓶颈寿命计算，2024年迎来新一轮的更换需求带动行业复苏，此轮下行周期有望于2023年筑底。

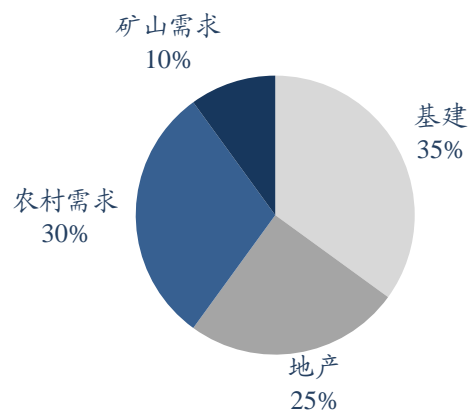
图：挖机行业销量呈周期性波动，此轮下行周期有望于2023年筑底



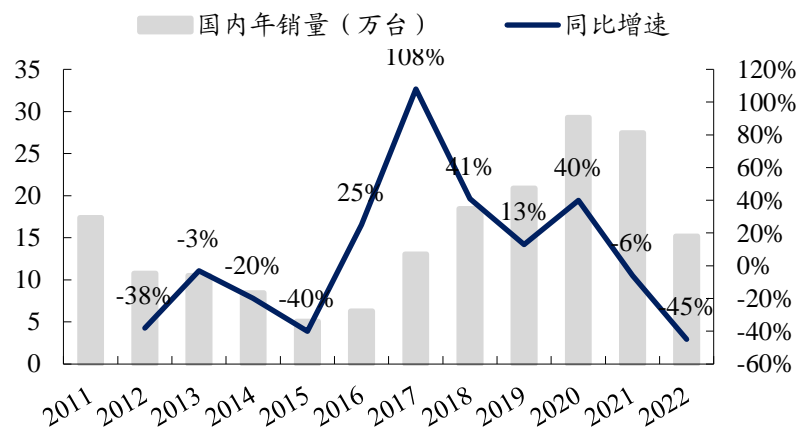
2.2. 内销基数已下滑至历史低位

- 内销基数已下滑至历史低位，2023年内销市场降幅有望缩窄至10%-20%。基建与地产在挖掘机下游需求结构中占比60%，2022年由于疫情影响基建开工叠加房地产市场大幅下滑，国内挖掘机销量仅为15.2万台，同比下滑45%，下滑幅度远超上一轮。但2022年下半年以来国内挖掘机行业向上修复态势明显。2023年在国内疫情影响消退、房地产供需两端发力、基建力度持续等因素下，预计2023年工程机械内销降幅缩窄至10%-20%，其中挖掘机降幅预计20%，起重机、混凝土机械在低基数下预计内销降幅10%左右。

图：基建与地产在挖掘机下游需求结构中占比60%



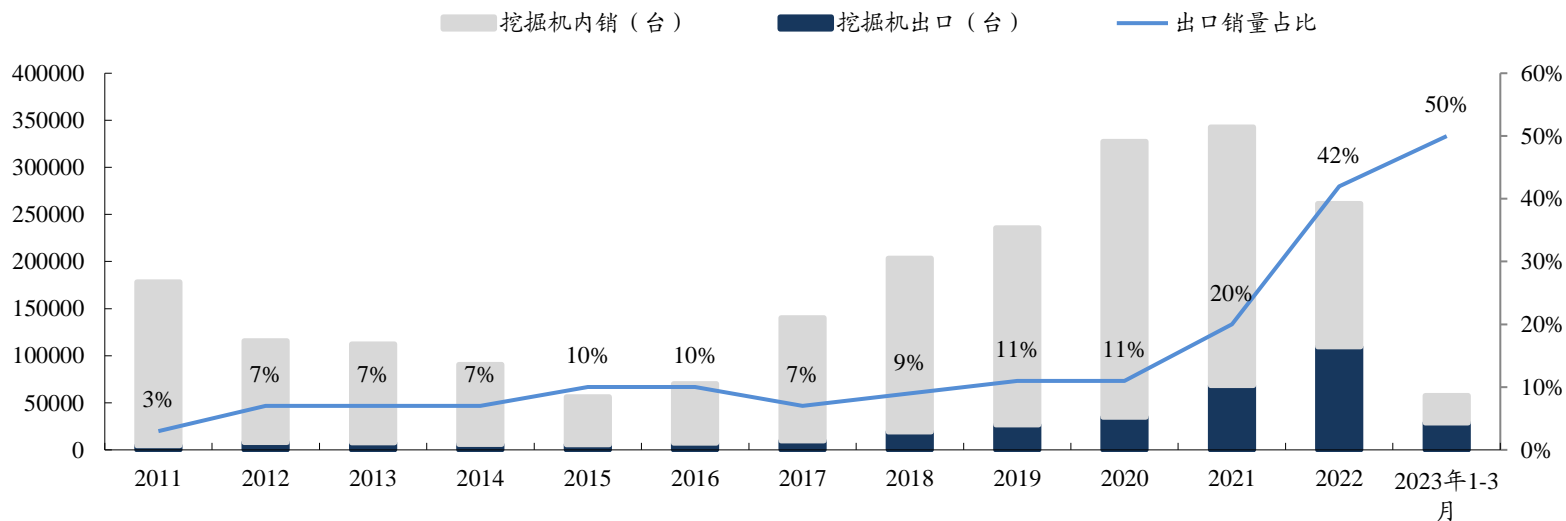
图：2022年国内挖掘机销量15.2万台，同比下滑45%



2.3. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头

- 工程机械全球化进入兑现期，2022年挖掘机出口占比显著提升。2018年起挖掘机出口销量加速增长，从2018年1.9万台增长至2022年10.9万台，复合增速达55%，出口销量占比从2018年的9%大幅提升至2022年42%，海外市场成为近年工程机械企业主要业绩增长点，全球竞争力进入兑现期。

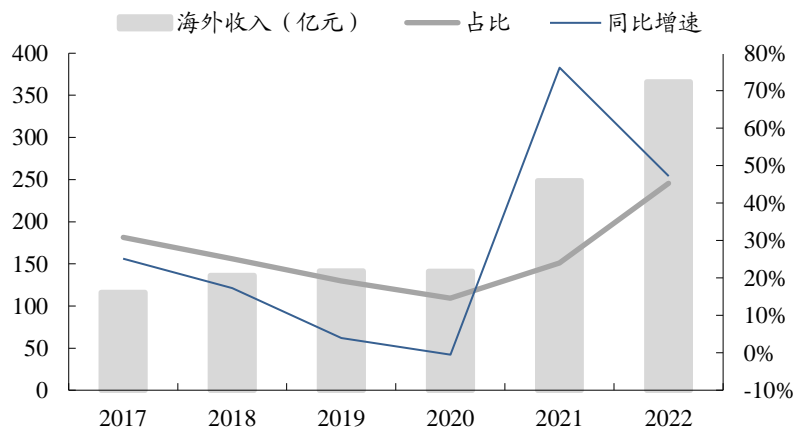
图：全球化进入兑现期，2022年挖机行业出口同比增长60%，占总销量比重提升26pct至42%



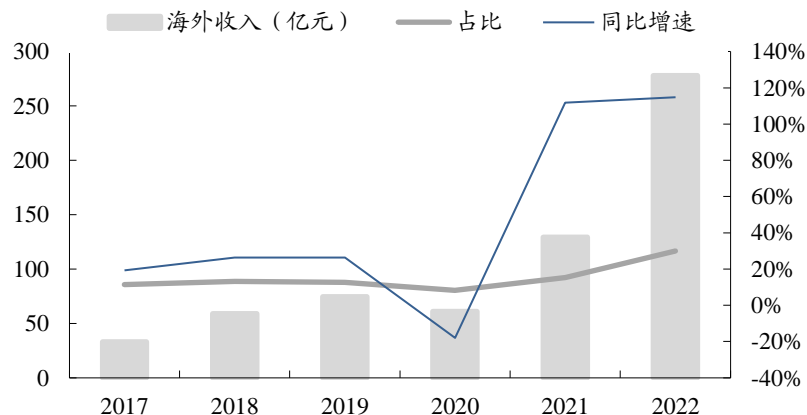
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头

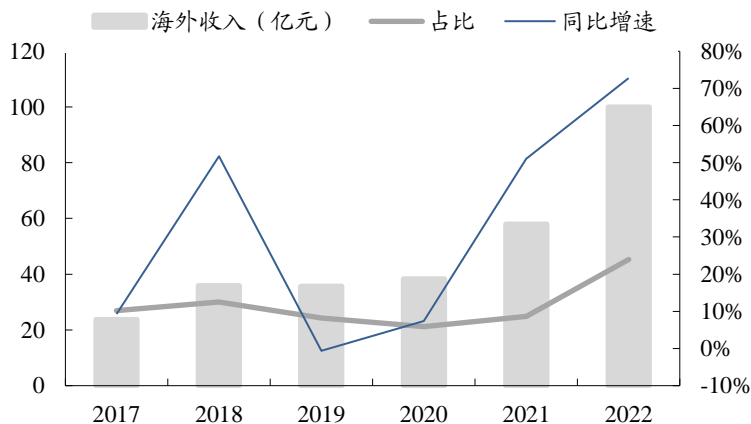
图：三一重工2022年海外收入366亿元，同比+47%，占比提升21pct至45%



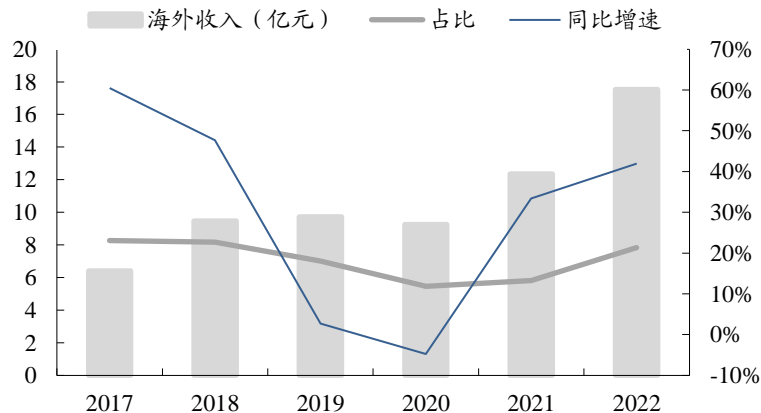
图：徐工机械2022年海外收入278亿元，同比+115%，占比提升15pct至30%



图：中联重科2022年海外收入100亿元，同比+73%，占比提升15pct至24%



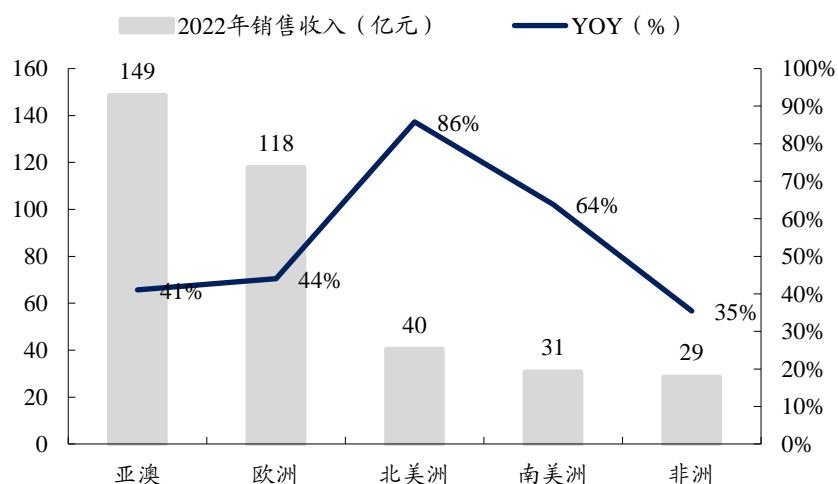
图：恒立液压2022年海外收入18亿元，同比+42%，占比提升8pct至21%



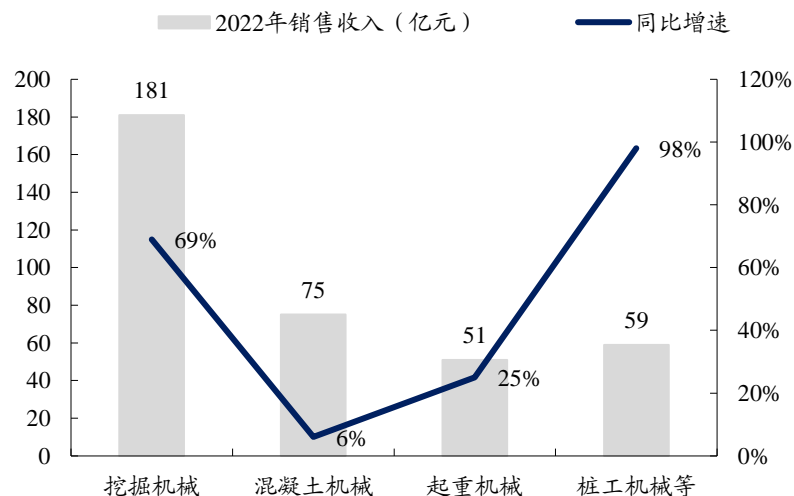
2.3. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头

- 欧美及东南亚为重点出口地区，挖掘机为主要出口机种。以三一重工为例，主要出口区域为亚澳、欧洲、美洲、非洲，涵盖全球100多个国家。受益于东南亚产业链转移，亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长41%，占总出口41%。欧、美增速最快，收入分别同比增长44%、76%，占比32%、20%。分机种来看，挖机维持高速增长，2022年三一挖掘机出口营收181亿元，同比增长69%，全球市场份额快速提升，海外市场份额已突破8%。

图：2022年三一在亚澳、美洲等地区取得较大突破



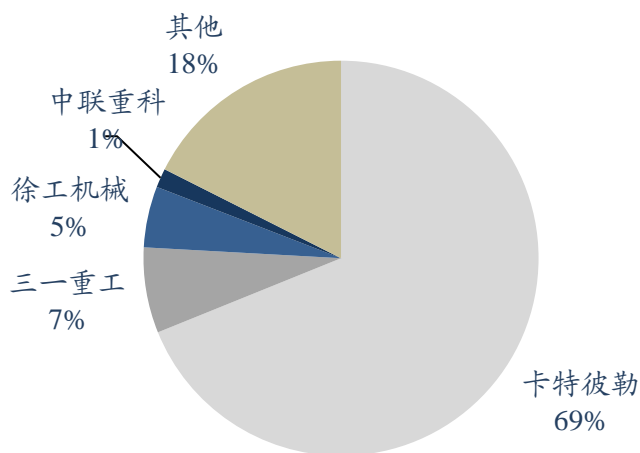
图：2022年三一挖掘机出口营收同比+69%，海外市场份额突破8%



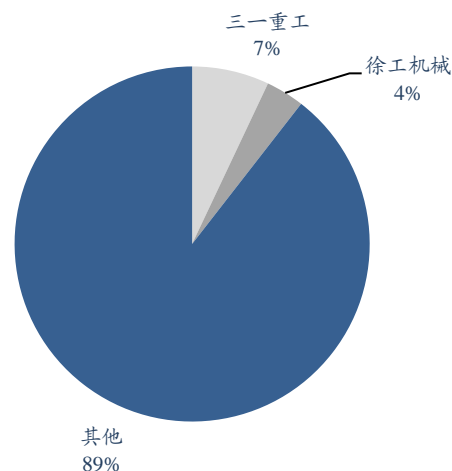
2.3. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头

- 海外工程机械市场需求旺盛，国内品牌出口成长空间广阔。2022年海外工程机械市场空间约5000亿人民币，其中卡特彼勒占据69%的市场份额，而三一重工/徐工机械/中联重科在海外工程机械市场份额仅为7%/5%/1%。单看挖掘机这一种类，海外市场规模约为1900亿元，三一重工/徐工机械市场份额分别为7%/4%。在新兴国家经济发展及城镇化建设、海外整体份额提升背景下，工程机械全球化长期增长潜力可观。

图：2022年内资企业在海外工程机械市场份额偏低



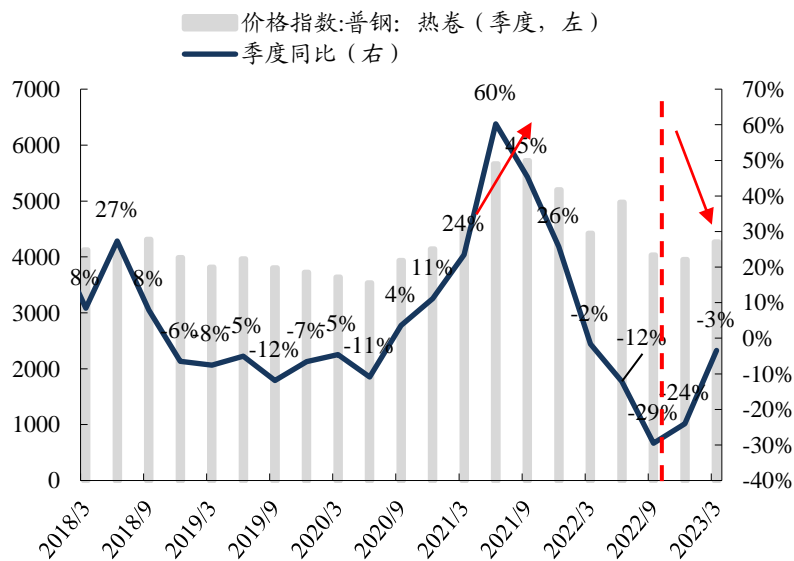
图：三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份额分别为7%/4%



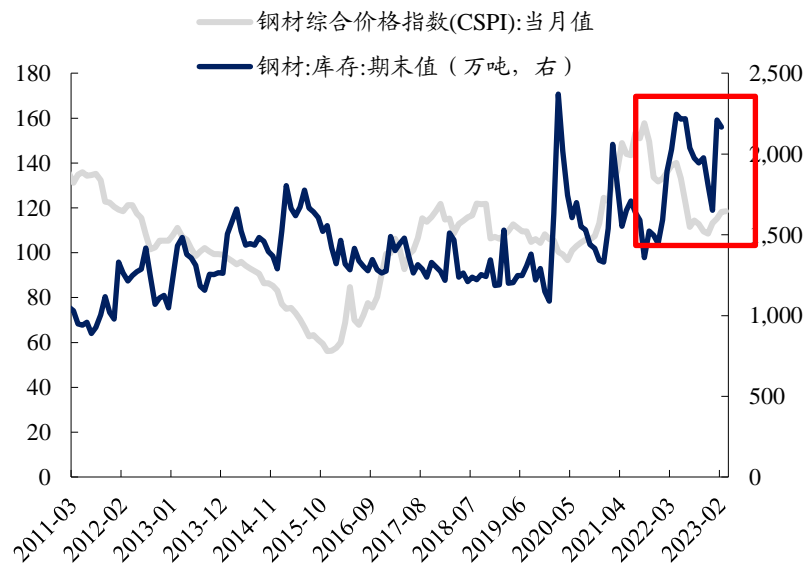
2.4. 工程机械有望迎困境反转，业绩有望底部回暖

- **2023年钢材价格下行压力较大，下游行业成本端压力缓解。** 2020年受疫情影响，全球原材料价格一路飙升。我国铁矿石主要依靠进口，国内外复工复产步调不一、全球交通运输持续受阻等因素导致国内钢材供应紧张，2021年钢价涨幅一度达到60%。2022年上半年俄乌战争影响下钢价持续维持高位。2022年三季度开始国内需求减弱，钢材价格逐渐恢复至2019年水平。考虑到目前国内钢材库存量还处于历史高位，价格下行压力较强，下游行业成本端压力将得到缓解。

图：2022年三季度开始钢材价格逐渐回落，下游成本压力缓解

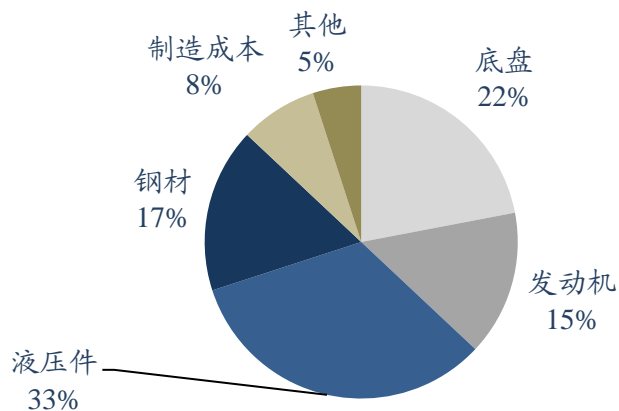


图：当前国内钢材库存量处于历史高位，2023年价格下行压力较大

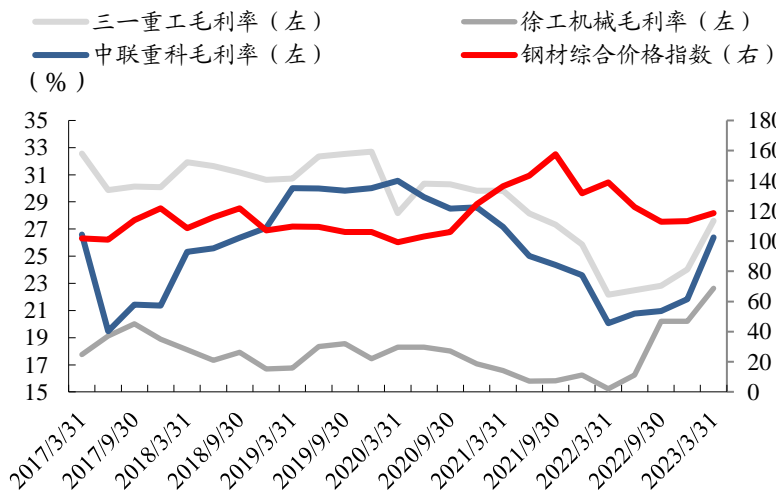


2.4. 工程机械有望迎困境反转，业绩有望底部回暖

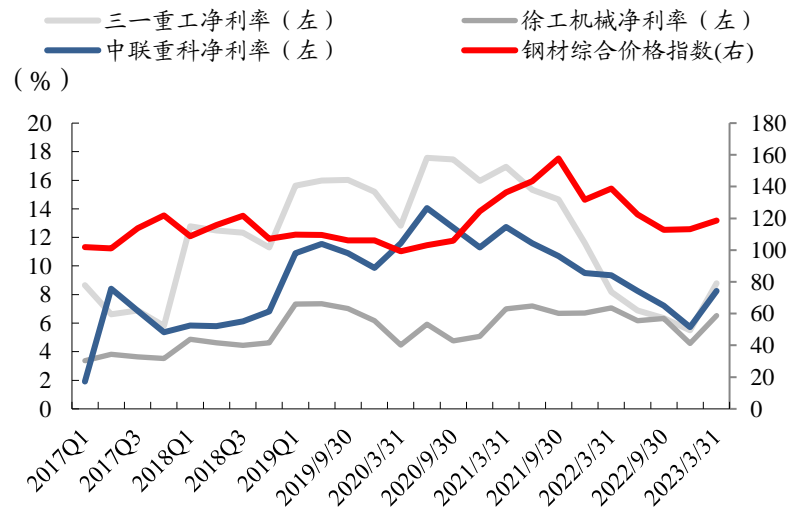
图：钢材在挖掘机生产成本中占比17%，2023年挖机成本端压力有望明显缓解



图：头部企业销售毛利率与钢材价格呈反向波动



图：头部企业归母净利润率与钢材价格呈反向波动





工程机械行业 | 2022年报 & 2023年一季报总结： 内外销结构分化，行业景气有望回暖

- 1 2022年报 & 2023年一季报总结：内销周期波动拖累业绩，行业阶段性承压
- 2 板块展望：出口拉动行业提前复苏，2023年行业景气度有望回暖
- 3 投资建议与风险提示

3. 投资建议及风险提示

【三一重工】中国最具全球竞争力的高端制造龙头之一。全球化战略进入兑现期，公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内，分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值，2023年起公司业绩有望开启筑底反弹，看好公司利润及估值双升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 68/94/130 亿元，维持“买入”评级。

【徐工机械】“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。公司业绩表现持续优于行业、资产质量提升，目前估值水平相较同行偏低，若后续业绩增长及盈利能力提升逻辑兑现，估值提升弹性较大。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 68/86/119 亿元，维持“买入”评级。

【中联重科】出口高速增长的行业大黑马。公司积极拓展海外市场，Q1 海外营收同比增幅达 123%，出口高速增长拉平周期波动；“保交楼”资金落位加速，公司拳头产品混凝土机械、起重机板块企稳；挖机、高机等新兴板块放量，贡献业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 35/45/57 亿元，维持“买入”评级。

【恒立液压】国内液压件稀缺龙头，受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司多元化战略持续推进，不断拓宽液压元件配套下游，优化产品结构，在高机、农机、工业设备等领域均取得突破，2023 年非挖液压件有望继续兑现业绩。2023-2024 年公司两大在建项目将建成落地，中期成长动能充足。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润 27/32/41 亿元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济波动；行业周期性波动；原材料及海运价格持续上涨；海外市场拓展不及预期、汇率波动风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园