

## 工程机械行业深度报告

# “一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会

增持（维持）

2023年05月08日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002  
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

关键词：#出口导向 #大股东增持 #市盈率低于过去十年历史平均

### 投资要点

■ “一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会。2023年为一带一路倡议十周年，包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、一带一路高峰论坛等规格会议会在今年相继举办。2023年1-2月，我国对一带一路相关的65个国家非金融类直接投资40亿美元，同比增长28%，行业分布以能源、交通等基建类项目为主，占比60%以上，工程机械为一带一路核心板块之一，关注一带一路催化下工程机械行情。

■ 工程机械是“一带一路”核心受益板块。①跟随央企项目出海+海外份额提升，工程机械双重受益。工程机械受益“一带一路”发展主要源自两方面：一是跟随央企客户项目出海，二是受益一带一路经济发展及份额提升。2018-2022年工程机械与央企客户出口CAGR分别为34%/3%，近年来工程机械出口增速高于中字头客户，深度受益“一带一路”地区发展。②工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路。2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%，其中核心区域“一带一路”占比达70%以上，为主要市场。③行业回购不断，基本面边际向好、估值处于历史低位，增加了吸引力。工程机械为周期性行业，2023年为行业筑底期，低谷期主要公司PE仅为10倍出头，处于历史低位随着行业景气度逐步回暖，有望迎来利润及估值的双升。

### ■ 核心受益标的：

（1）徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企。2022年徐工出口收入占比30%，同比增长50%，其中“一带一路”地区占比超80%。徐工实控人为徐州市国资委，2020年9月公司进行混改以来，业绩表现及盈利能力改善均高于行业，国企改革逻辑持续兑现。根据我们预测净利润，2023年公司PE仅为11倍，处于行业低估水平，“一带一路”是最具全球竞争力的中国特色估值体系实践，关注“一带一路+中特估”催化下估值修复机会。

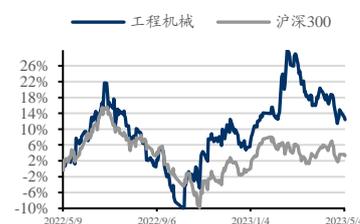
（2）三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一。2022年公司出口收入占比45%，出口稳居国内第一，扣除子公司普迈“一带一路”地区占比约70%。2022年公司主力机种挖掘机出口同比增速达69%，一带一路地区份额稳居头部。2022年公司海外综合毛利率26%，相较国内高出3个点，海外利润率随着规模扩大仍在持续提升。根据我们预测净利润，2023年公司PE为20倍，国内市场低估期应享有更高估值，出口板块为成长板块，2023年起公司业绩有望开启筑底反弹，有望迎来利润及估值双升。

（3）中联重科：出口高速增长的行业大黑马。2023年一季度中联出口收入占比约35%，同比翻倍以上增长，直接出口中“一带一路”地区占比约90%，核心区域中东/中亚及俄语区同比增速翻两倍以上，重点出口机种为工程起重机、挖掘机、高机、农业机械、矿业机械等，同比增速翻一至两倍。根据我们预测净利润，2023年公司PE为16倍，公司为工程机械出口大黑马，一带一路地区及核心产品高速拓展，海外竞争力突出。

（4）恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节。公司为工程机械核心零部件厂商，2022年挖掘机油缸国内份额超60%、泵阀份额约30%，前五大客户集中度50%，客户以三一重工、徐工机械、中联重科等工程机械主机厂为主。根据我们预测净利润，2023年公司PE为29倍，深度受益主机厂出海。

■ 风险提示：行业周期波动、基建地产不及预期、地缘政治风险。

### 行业走势



### 相关研究

《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》

2023-05-04

《3月挖机销量同比-31%，出口同比+11%好于预期》

2023-04-10

表1: 重点公司估值 (2023/5/5)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000425	徐工机械	759.78	6.43	0.36	0.58	0.73	17.86	11.09	8.81	买入
600031	三一重工	1,378.22	16.24	0.51	0.80	1.11	32.13	20.30	14.63	买入
000157	中联重科	571.01	6.58	0.27	0.40	0.52	24.37	16.45	12.65	买入
601100	恒立液压	790.28	58.94	1.79	2.04	2.36	32.93	28.89	24.97	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. “一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会</b> .....	<b>6</b>
1.1. 十年成果丰硕，新十年合作前景广阔 .....	6
1.2. “一带一路”共建繁荣，项目以基建类集中 .....	7
<b>2. 工程机械是“一带一路”核心受益板块</b> .....	<b>9</b>
2.1. 跟随央企项目出海+海外份额提升，工程机械双重受益 .....	9
2.2. 工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路 .....	11
2.3. 行业回购不断、基本面边际向好、估值处于历史低位，具备吸引力 .....	11
<b>3. 核心受益标的</b> .....	<b>14</b>
3.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企 .....	14
3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一 .....	16
3.3. 中联重科：出口高速增长的行业黑马 .....	18
3.4. 恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节 .....	19
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图表目录

图 1:	截止 2021 年 1 月“一带一路”倡议国家示意图 .....	7
图 2:	中国非金融类对外直接投资累计值及 YOY .....	7
图 3:	中国“一带一路”非金融类对外直接投资累计值及 YOY .....	7
图 4:	中国对外工程新签合同累计值及 YOY .....	8
图 5:	中国“一带一路”对外工程新签合同累计值及 YOY .....	8
图 6:	“一带一路”贸易额指数 .....	8
图 7:	海上丝绸之路运价指数 .....	8
图 8:	2013-2020 年“一带一路”按行业分投资分布 .....	9
图 9:	2020 年“一带一路”按地区投资情况 .....	9
图 10:	2018-2022 年工程机械出口增速高于中字头客户 .....	10
图 11:	2020-2022 年工程机械昂管公司出口收入占比 .....	11
图 12:	工程机械“一带一路”地区占出口收入 70%以上 .....	11
图 13:	2020-2022 年工程机械相关公司海外业务增速 .....	11
图 14:	2022 年工程机械相关公司国内外毛利率 .....	11
图 15:	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 .....	12
图 16:	国内上轮周期起于 2016 年开始，预计于 2024-25 年迎来复苏 .....	13
图 17:	国内挖掘机开工小时数先于销量回升 .....	13
图 18:	按照八年寿命替换，2024-25 年国内挖掘机有望于开启上行周期 .....	13
图 19:	2020 年 9 月徐工机械混改方案 .....	14
图 20:	近年来徐工营收增速持续好于行业 .....	15
图 21:	2023 年 Q1 徐工净利率和毛利率都超过行业 .....	15
图 22:	2022 年徐工实现海外营收 278 亿元，同比增长 51% .....	15
图 23:	徐工海外收入分区域占比 .....	15
图 24:	2022 年三一重工海外收入 366 亿元，同比增长 47%，营收占比提高 23pct 至 47% .....	16
图 25:	2022 年三一重工亚澳、南美、非洲等“一带一路”地区同比增长 40% .....	16
图 26:	2022 年三一重工挖机营收 358 亿元，收入占比提升 5pct 达 44% .....	16
图 27:	2022 年三一重工挖机出口收入 181 亿元，同比增长 69%，海外收入占比达 51% .....	16
图 28:	2022 年三一重工海外毛利率 26.36%，高出国内 4.44pct .....	17
图 29:	2022 年三一重工/徐工机械/中联重科海外份额仅为 7%/6%/2% .....	18
图 30:	2022 年三一重工/徐工机械挖掘机海外份额仅 8%/2% .....	18
图 31:	中联重科出口分产品增长情况 .....	18
图 32:	中联重科“一带一路”出口收入占比达 90% .....	18
图 33:	2022 年以来中联重科海外收入高速增长 .....	19
图 34:	中联重科海外收入占比提升至 30%以上 .....	19
图 35:	恒立液压所处产业链 .....	20
图 36:	2022 年恒立液压前五大客户占比 50% .....	20
图 37:	近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升 .....	21
表 1:	重点公司估值 (2023/5/5) .....	2
表 2:	“一带一路”发展历程 .....	6
表 3:	2023 年“一带一路”中字头客户代表性项目 .....	9

表 4: 2022 年以来相关公司回购 .....	12
表 5: 恒立液压主要客户情况 .....	21

## 1. “一带一路”催化不断，关注工程机械板块行情机会

### 1.1. 十年成果丰硕，新十年合作前景广阔

2023年为“一带一路”十周年，回顾十周年成果丰硕。2013年3月，习近平在莫斯科国际关系学院发表演讲，首次提出“命运共同体”概念，同年“一带一路”合作倡议提出。“一带一路”倡议有利于中国与沿线国家设施联通，贸易畅通和金融融通等，目前取得显著成效。根据中国海关，2022年中国与“一带一路”沿线国家的贸易总额达20722亿美元，同比增长15.4%，较中国对外贸易增速高11个点。

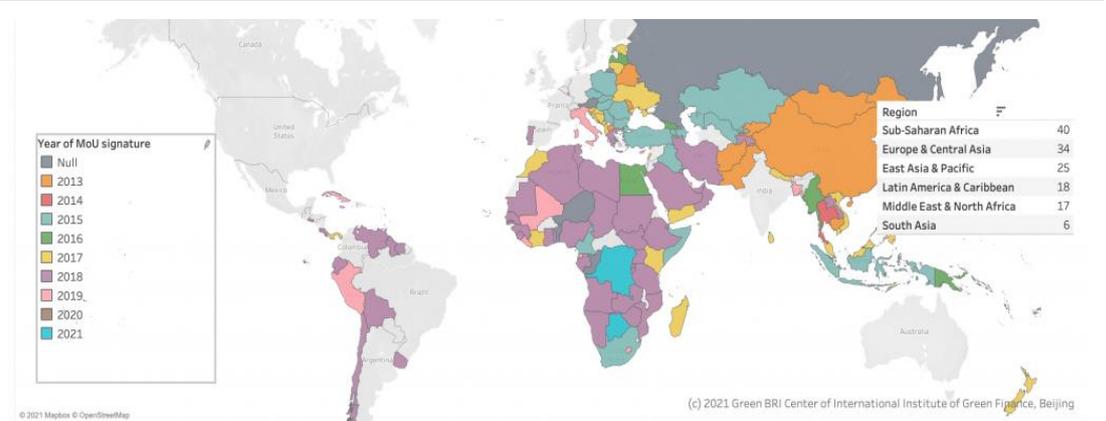
表2: “一带一路”发展历程

时间	内容
2013年9月7日	“丝绸之路经济带”建设倡议提出
2015年12月25日	亚洲基础设施投资银行成立
2016年6月23日	《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》正式签署
2016年10月	《中欧班列建设发展规划(2016-2020)》印发
2016年10月1日	人民币加入国际货币基金组织“特别提款权”(SDR)货币篮子
2016年11月17日	“一带一路”倡议首次写入联合国大会决议
2017年12月3日	中国、埃及、老挝、沙特、塞尔维亚、泰国、土耳其和阿联酋等国家代表共同发起《“一带一路”数字经济国际合作倡议》
2019年3月23日	中国与意大利签署“一带一路”合作文件
2020年12月	非洲联盟与中国政府签署《中华人民共和国政府与非洲联盟关于共同推进“一带一路”建设的合作规划》
2021年6月23日	29国共同发起“一带一路”疫苗合作伙伴关系倡议和绿色发展伙伴关系倡议
截止2022年12月	中国已与150个国家、32个国际组织签署200余份共建“一带一路”合作文件

数据来源：各政府官网、中国一带一路网、东吴证券研究所整理

“一带一路”合作项目已涉及150多个国家，新十年合作前景广阔。“一带一路”的主体框架是“六廊六路多国多港”。其中，“六廊”即新亚欧大陆桥、中蒙俄、中国—中亚—西亚、中国—中南半岛、中巴和孟中印缅六大国际经济合作走廊，倡议国家遍布亚、欧、非大陆。根据中国一带一路网，截至2023年1月6日，中国已经同151个国家和32个国际组织签署200余份共建“一带一路”合作文件，“一带一路”倡议核心理念被写入联合国、二十国集团、亚太经合组织等国际组织重要文件。

图1: 截止 2021 年 1 月 “一带一路” 倡议国家示意图



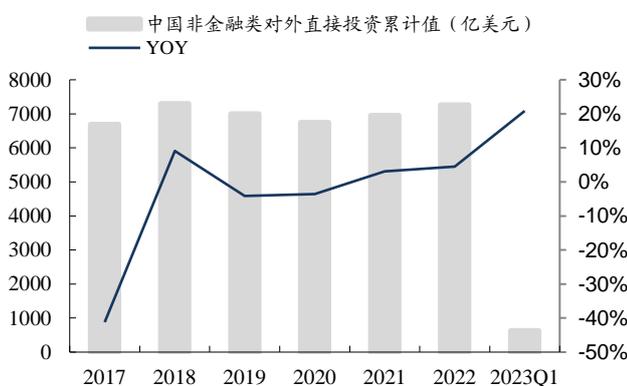
数据来源: 绿色“一带一路”倡议中心, 东吴证券研究所

“一带一路”催化不断, 关注工程机械板块行情。2023 年为一带一路倡议十周年, 包括不限于东盟峰会、金砖国家领导人峰会、“一带一路”高峰论坛等高规格会议会在今年相继举办, 关注“一带一路”催化下工程机械板块行情。

### 1.2. “一带一路” 共建繁荣, 项目以基建类集中

“一带一路”是发展之路, 对外投资向“一带一路”国家倾斜。2017 年-2022 年间, 中国对“一带一路”沿线国家非金融类直接投资占比稳步提高。2022 年, 我国企业在“一带一路”沿线国家非金融类直接投资达到同期总额的 18%, 创下新高。资金主要投向新加坡、印度尼西亚、马来西亚等国家。2023 年 Q1, 直接投资额达到 123 亿美元, 同比增长 19.5%, 增长态势良好。

图2: 中国非金融类对外直接投资累计值及 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

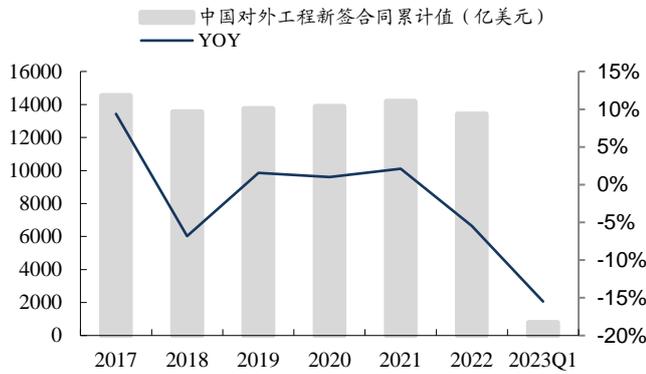
图3: 中国“一带一路”非金融类对外直接投资累计值及 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

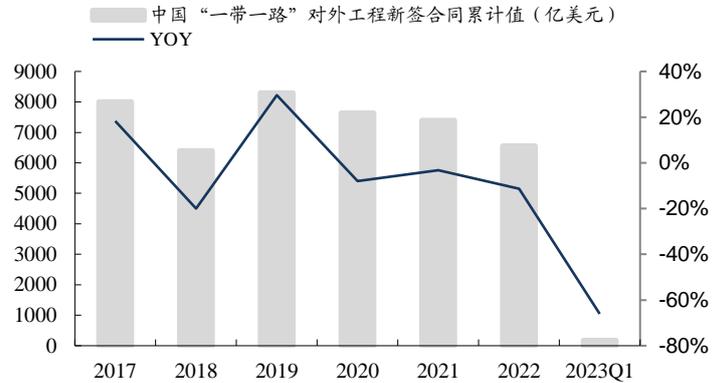
**对外工程新签合同规模稳定。**2017年-2022年间，“一带一路”沿线国家新签合同额增长态势稳定，占对外工程总额的50%左右。同时2022年，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同5514份，完成营业额占同期总额的54.8%。

图4: 中国对外工程新签合同累计值及 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 中国“一带一路”对外工程新签合同累计值及 YOY



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**“一带一路”贸易需求持续拉动。**2016-2022年，“一带一路”贸易额指数稳中有增，出口增长持续拉动我国对外经济高质量循环，促进企业出口业务发展。2020年至2022年疫情期间，海上丝绸之路运价指数暴增，2023年以来逐步企稳维持较高水平，反应海上丝绸之路航运及贸易市场较好。

图6: “一带一路”贸易额指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 海上丝绸之路运价指数

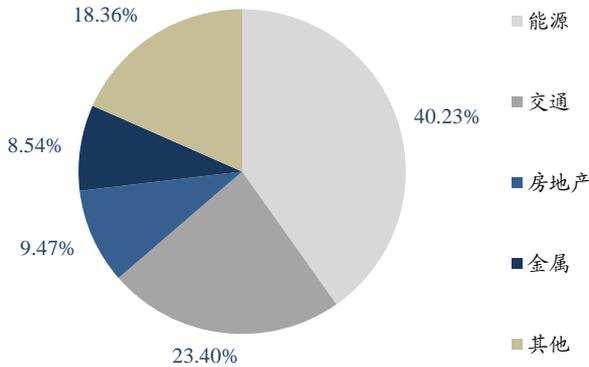


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**“一带一路”是“发展之路”，项目以基建类项目为主。**“一带一路”倡议提出以来，中国大力支持广大亚非拉发展中国家加强基础设施建设，例如比雷埃夫斯港、中巴经济走廊、卡塔尔供水工程等，促进相关地区经济发展及民生水平，实现合作共赢。2013-

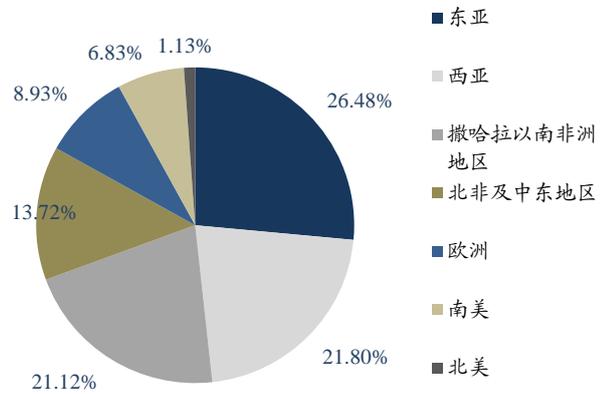
2020年，投资以基建类项目为主，其中能源，交通行业占比最大，合计占比60%以上。“一带一路”主要投资地区为亚洲、非洲等地区，合计占比达到80%以上，与工程机械出口区域占比基本吻合，持续拉动工程机械出口需求增长。

图8: 2013-2020年“一带一路”按行业分投资分布



数据来源:《2021年度中国对外直接投资统计公报》、东吴证券研究所

图9: 2020年“一带一路”按地区投资情况



数据来源:绿色“一带一路”倡议中心,东吴证券研究所

## 2. 工程机械是“一带一路”核心受益板块

### 2.1. 跟随央企项目出海+海外份额提升, 工程机械双重受益

工程机械与“一带一路”关联度高,一是跟随央企客户项目出海,二是“一带一路”沿线市场份额提升。工程机械随“一带一路”项目出海可追溯至2013年,企业主要通过三类方式参与到“一带一路”项目中:(1)跟随大央企出海,提供设备采购服务;(2)凭借核心竞争力,中标当地项目。(3)凭借自身竞争力,提升海外市场份额。根据中国一带一路网披露,仅2023年中字头企业新签约的项目数量超12个,部分项目在建或已竣工,涵盖道路、建筑、风电项目建设等多领域,拉动对工程机械企业的采购需求。

表3: 2023年“一带一路”中字头客户代表性项目

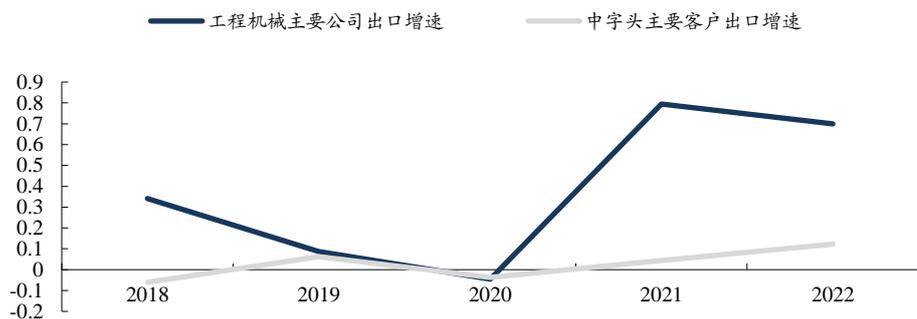
项目进度	企业	项目
签约	中材建设	俄罗斯莫尔多瓦3000TPD熟料线项目
	中甘国际	塞拉利昂马拉基卡-博姆博马道路建设项目
	中国交建	新加坡伦多中路公寓房建总承包项目
	中国能建国际集团联合体	纳米比亚吕德里茨50兆瓦风电IPP项目
	中海外	波黑布尔奇科-比耶利纳高速公路项目
	中建一局	菲律宾马尼拉超高住宅一标段项目
	中交一公局	尼泊尔加德满都至特来快速路6标项目
	中交一公局	刚果(金)金沙萨马路库河港建设项目

	中交一公局	刚果(金)金沙萨金森索区道路防侵蚀和防积水工程项目
	中铁建工	坦桑尼亚基戈马机场升级改造项目
	中铁建工	坦桑尼亚多多马公共服务委员会办公楼项目
	中铁建工	坦桑尼亚多多马地区灌溉项目
在建	中国港湾	阿尔及利亚阿尔泽港扩建项目
	中国建筑	阿尔及利亚安斯铁路项目
	中国交建	尼日利亚卡马铁路项目
	中国交建	马东铁项目4号桥
	中国路桥	柬埔寨7号公路升级改造项目
	中国路桥	援毛里塔尼亚努瓦克肖特立交桥项目
	中国土木	秘鲁马丘比丘公路项目瓦德基尼亚钢结构桥
	中国中铁	玻利维亚埃斯皮诺公路项目
	中建三局	柬埔寨新金边国际机场项目
	竣工	中国港湾
中国土木		援非盟非洲疾控中心总部项目
中铁七局		援塞拉利昂外交培训学院项目

数据来源：中国一带一路网、东吴证券研究所整理

近年来工程机械出口增速高于中字头客户，深度受益“一带一路”地区发展。我们统计了以三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压代表工程机械企业，以中国铁建/中国交建/中国建筑/中国中铁/中材国际代表中字头客户，2018-2022年工程机械与中字头企业出口CAGR分别为34%/3%，2022年工程机械企业、中字头客户出口增速分别达70%、12%，工程机械企业出口增速明显高于客户出口增速。近年来，一带一路国家出台经济刺激政策，海外工程机械市场繁荣，叠加工程机械海外份额提升，两者出口增速差距进一步拉大。

图10：2018-2022年工程机械出口增速高于中字头客户



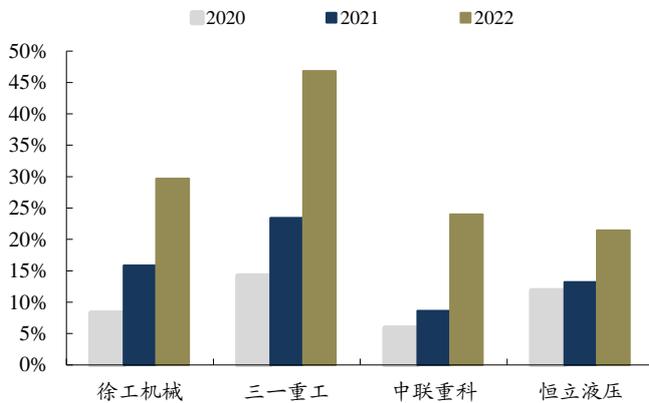
数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：中字头选取中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中铁、中材国际六家公司，工程机械选取三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压四家公司

## 2.2. 工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路

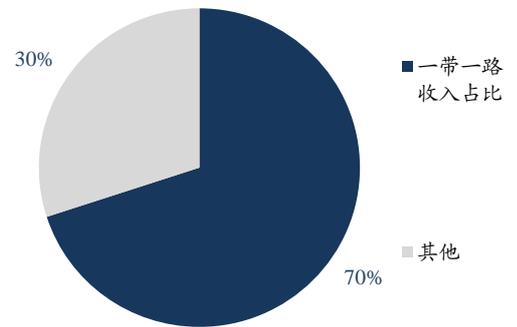
工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦一带一路。2020-2022 年工程机械主要公司境外业务增速较快，海外收入占比逐步提升，2022 年三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入占比达 47%/30%/24%/22%，2023 年海外市场占比仍在提升，其中“一带一路”地区占出口收入 70%以上。此外，海外竞争格局较好，利润率较国内市场更高，国际关系改善背景下行业有望深度受益。整体来看，2023 年工程机械主要企业出口收入占比达 30%-60%，其中核心区域“一带一路”占比达 70%以上，为主要市场。

图11: 2020-2022 年工程机械昂管公司出口收入占比



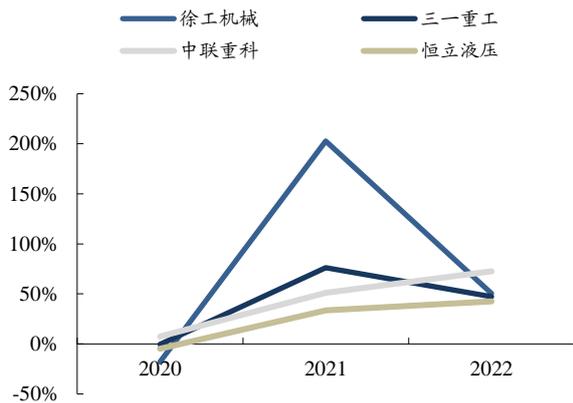
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图12: 工程机械“一带一路”地区占出口收入 70%以上



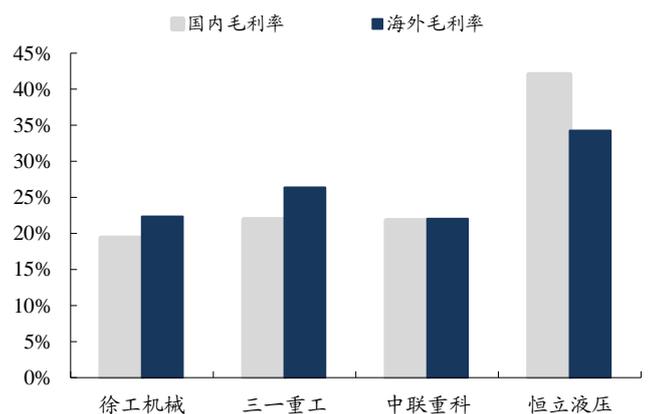
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 2020-2022 年工程机械相关公司海外业务增速



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图14: 2022 年工程机械相关公司国内外毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.3. 行业回购不断、基本面边际向好、估值处于历史低位，具备吸引力

2022 年以来工程机械公司纷纷发布股权激励、回购方案，行业呈现筑底回暖趋势。在未来海外市场持续发展，国内市场需求筑底回暖预期下，工程机械主要公司看好行业

发展前景，陆续推出股权回购方案，用以员工持股和股权激励，以求增强骨干员工积极性，健全长效激励体制。激励计划有利于帮助公司抓住发展机遇，提升盈利规模和发展质量，同时回购股份可增强投资者信心。

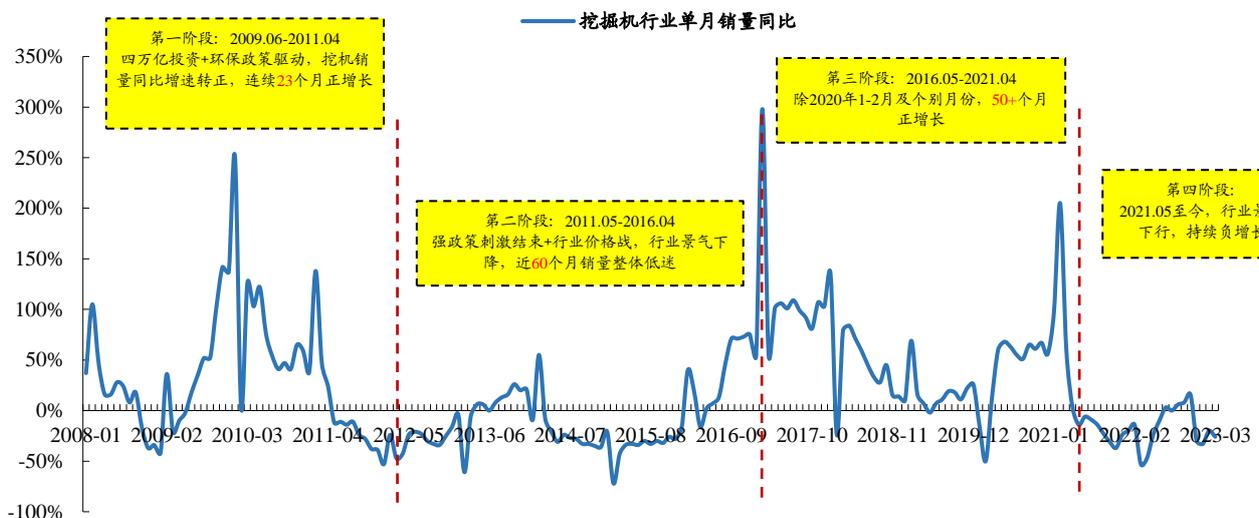
表4：2022年以来相关公司回购

公司	公告日期	回购目的	预计回购数量 (万股)	价格上限(元)
三一重工	2023年2月2日	其他	7143	14
	2023年4月11日	员工持股计划	4445	18
中联重科	2022年7月21日	员工持股计划	43389.96	9.19
徐工机械	2023年2月20日	股权激励	12500	8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

复盘工程机械周期，此轮下行周期有望于2023年筑底，并于下半年逐步复苏。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，此轮下行周期有望于2023年筑底，2024年有望迎来新一轮的更换需求带动行业复苏。

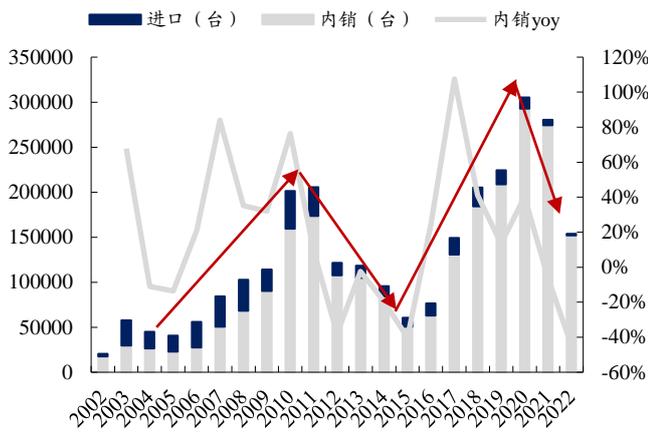
图15：挖机行业销量呈周期性波动，此轮下行周期有望于2023年筑底



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

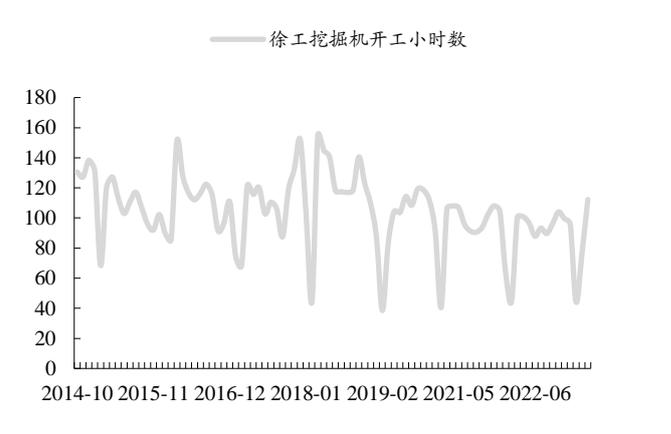
按照 8 年更新替换周期，2024-2025 年挖掘机内销市场有望迎来新一轮更新周期。对国内需求进行复盘发现，国内挖机需求存在显著周期性：上一轮周期于 2005 年开始，2015 年结束，其中 2005-2011 年为上行周期，2011-2015 年为下行周期。此轮周期于 2016 年开始，2020 年达到高峰后开始下行。按 8 年更新周期，2024 年挖掘机更新需求开始上行。我们使用内销加出口代表国内挖掘机总需求量，上一轮周期中 2015 年为国内需求最低值。挖掘机使用寿命一般为 8 年，假设市场 8 年更新一次，国内挖掘机周期有望于 2024-25 年开启上行通道。

图16：国内上轮周期起于 2016 年开始，预计于 2024-25 年迎来复苏



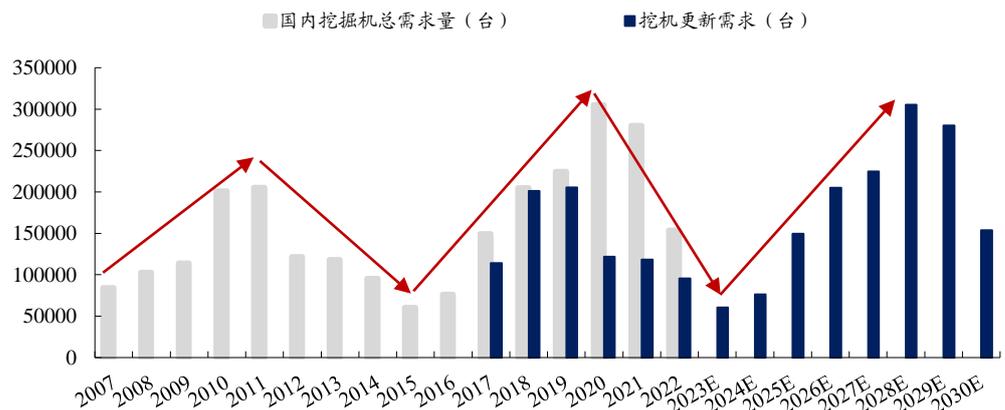
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：国内挖掘机开工小时数先于销量回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图18：按照八年寿命替换，2024-25 年国内挖掘机有望于开启上行周期



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

行业估值位于历史低位，具备吸引力。工程机械为周期性行业，我们判断 2023 年为行业筑底期，低谷期主要公司 PE 仅为 10 倍出头，处于历史低位，我们认为随着行业景气度逐步回暖，有望迎来利润及估值的双升。此外，出口板块为行业成长板块、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。行业景气边际向好，当前板块估值较低，具备吸引力。

表 1: 工程机械相关公司估值处于历史低位

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000425	徐工机械	810.59	6.86	0.36	0.58	0.73	19.06	11.83	9.40	买入
600031	三一重工	1,399.44	16.49	0.51	0.80	1.11	32.62	20.61	14.86	买入
000157	中联重科	562.33	6.48	0.27	0.40	0.52	24.00	16.20	12.46	买入
601100	恒立液压	825.28	61.55	1.79	2.04	2.36	34.39	30.17	26.08	买入

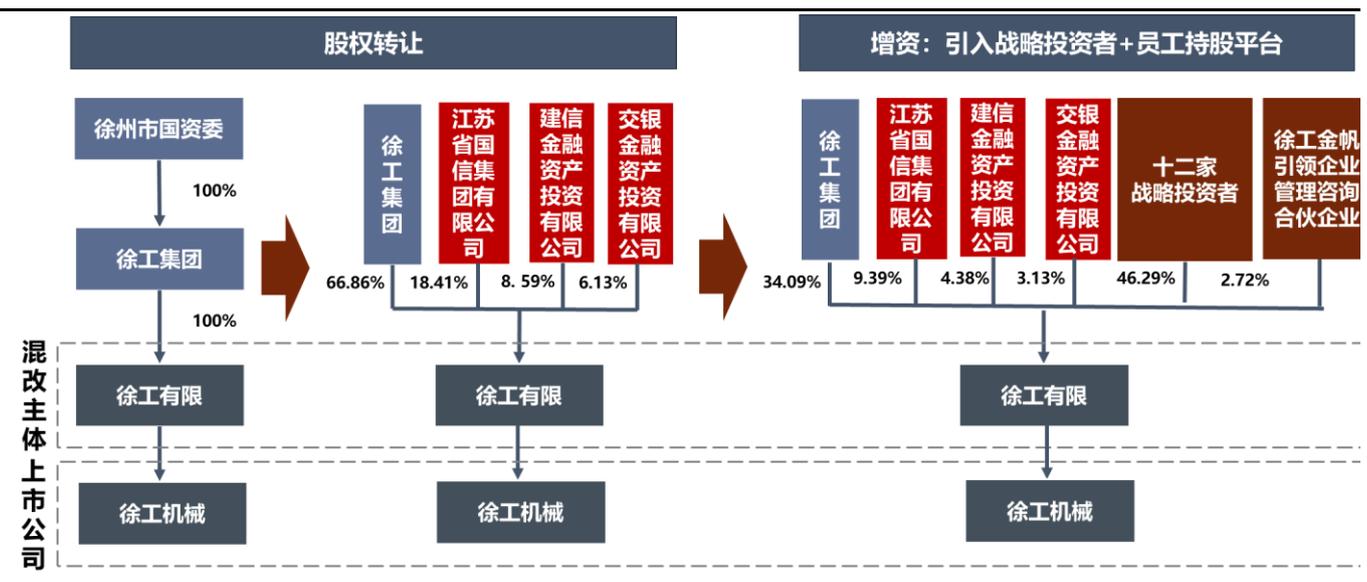
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 核心受益标的

#### 3.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企

2020年9月徐工混改方案落地，引入外部投资者，改善公司经营效率。徐工机械实控人为徐州国资委。2020年9月23日，公司发布混改进展公告：①老股转让：与3家国有控股企业签订总额为54亿元的股权转让协议，徐工集团持股徐工有限由100%降至66.86%；②增资扩股（战投+员工持股）：与12家战略投资者和1个员工持股平台签订总额为156.56亿元的增资协议，其中员工持股平台持股比例2.7%，徐工集团对徐工有限的持股比例从66.86%进一步降至34.1%。

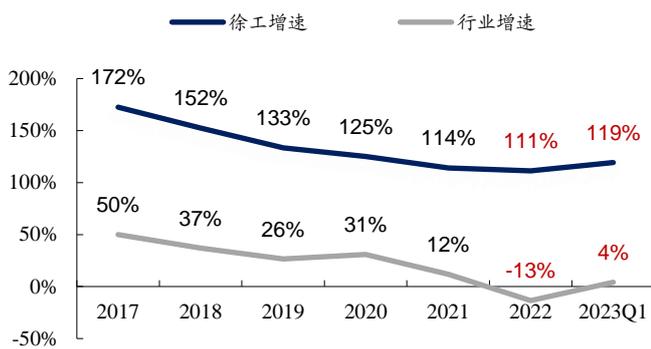
图19: 2020年9月徐工机械混改方案



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

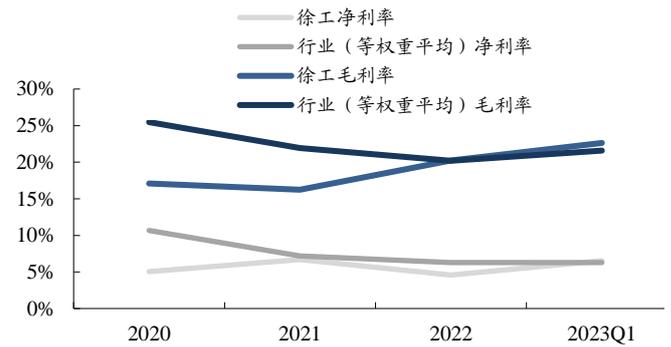
混改逻辑持续兑现，行业阿尔法属性显著。从收入端来看，近年来徐工营收增速持续远超行业水平，2022 年和 2023 年 Q1，随着行业景气筑底、行业增速放缓至-13%和 4%，而徐工受益海外业务高增，营收增速依然处于 111%和 119%的强增长态势。从利润端来看，2022 年以来徐工利润率逐渐追平趋同于行业均值，2023 年 Q1 毛利率和净利率均超出行业平均水平。后续随着公司极致降本继续推进、海外费用率的下降，公司盈利能力确定性很高。

图20: 近年来徐工营收增速持续好于行业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

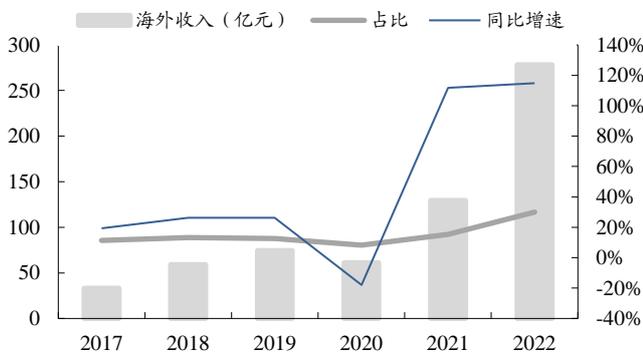
图21: 2023 年 Q1 徐工净利率和毛利率都超过行业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

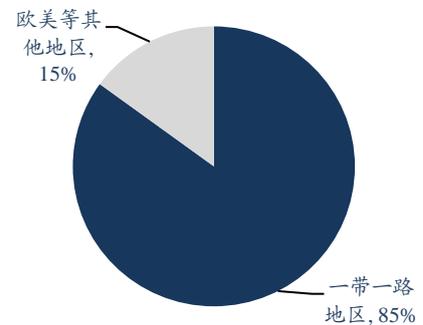
“一带一路”地区基本盘稳固，占出口收入比例 80%以上。截至 2022 年底，公司已在东南亚大区、印尼特区、中亚大区、非洲大区、西亚北非大区、欧洲大区、大洋洲大区共涉及 64 个国家布局了完善的营销网络，设有 200 余家经销商，24 个办事处，100 多个服务备件中心。海外市场成为公司业绩增长主要动力。2022 年公司实现海外营收 278 亿元，同比增长 51%，占营收比重提升 14pct 至 30%。根据我们测算，2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，公司份额仅约 6%，国际化长期增长潜力可观。

图22: 2022 年徐工实现海外营收 278 亿元，同比增长 51%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 徐工海外收入分区域占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

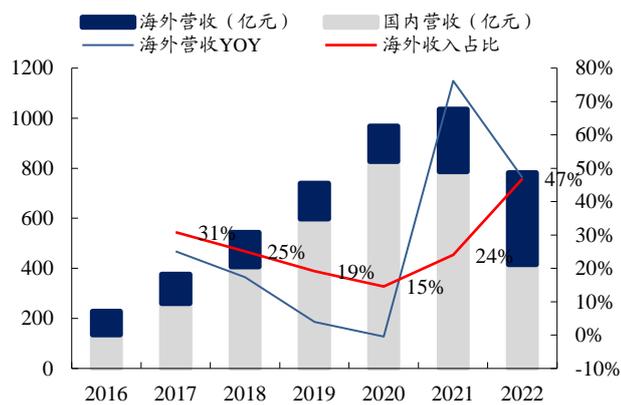
注: 以上为 2022 年数据

**风险提示：**（1）经济波动风险：公司所属的工程机械行业与宏观经济密切相关，宏观经济运行的复杂性及国家经济政策的不确定性都将对公司经营业绩产生影响。（2）市场竞争风险：工程机械行业竞争较为激烈，若公司核心技术竞争力下滑，产品优势减弱，或将导致市场份额下降。（3）供应链安全风险：公司部分关键零部件和进口材料采购周期较长，若其产能或运输受限，则将对公司供应链安全和交易成本造成负面冲击。

### 3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

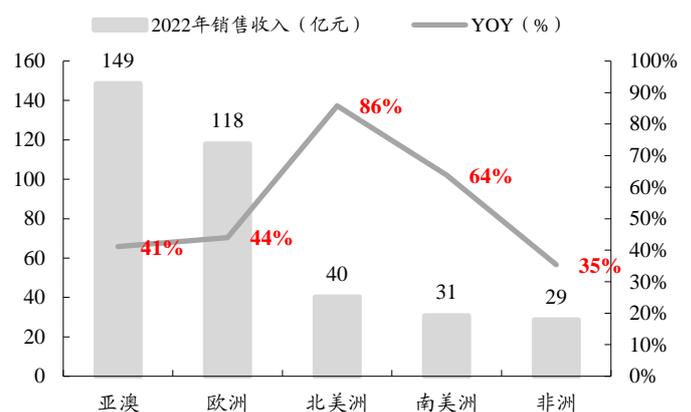
中国最具全球竞争力民企之一，“一带一路”份额稳居前列。2022年公司海外营收366亿元，同比增长47%，较前三季度再加快3pct，出口收入占比升至47%，同比+23pct，2023年出口收入占比有望增至60%。出口分区域看，亚澳仍为第一大出口市场，收入同比增长41%，占总出口41%。欧、美增速最快，收入分别同比增长44%、76%，占比32%、19%。2022年公司挖机、起重机、混凝土机出口均保持第一。

图24：2022年三一重工海外收入366亿元，同比增长47%，营收占比提高23pct至47%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：2022年三一重工亚澳、南美、非洲等“一带一路”地区同比增长40%

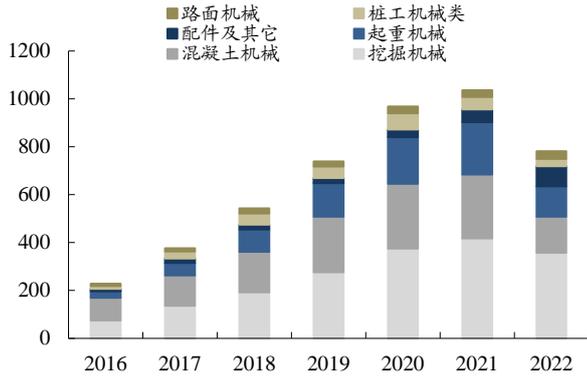


数据来源：Wind，东吴证券研究所

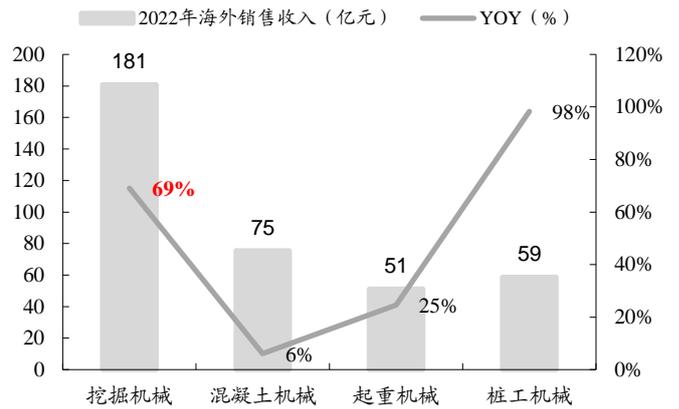
**得挖机者得天下，三一重工挖掘机国内外增速均好于行业。**2022年三一主要产品海外均正增长，挖机表现最为亮眼：（1）挖机实现收入358亿元，同比下滑14%，其中海外收入181亿元，同比增长69%。（2）混凝土机实现收入151亿元，同比下滑43%，其中海外收入75亿元，同比提升6%，表现均好于行业。（3）起重机实现营收127亿元，其中海外收入51亿元，同比提升25%。

图26：2022年三一重工挖机营收358亿元，收入占比提升5pct达44%

图27：2022年三一重工挖机出口收入181亿元，同比增长69%，海外收入占比达51%



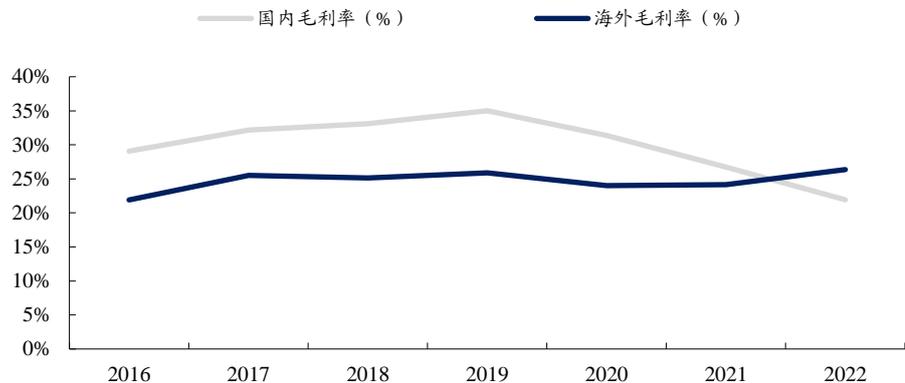
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**海外业务毛利率稳步提升, 2022年已超过国内。** 受益于海外销售规模增大、产品结构改善, 公司海外主营业务毛利率稳步提升, 毛利率从上半年的 24.42% 提升至下半年的 27.97%。2022 年全年海外业务毛利率达 26.36%, 同比提高 2.23pct, 首次超过国内 (21.92%)。

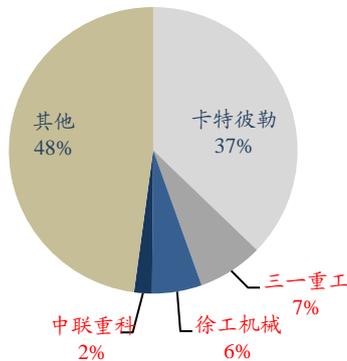
图28: 2022年三一重工海外毛利率 26.36%, 高出国内 4.44pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

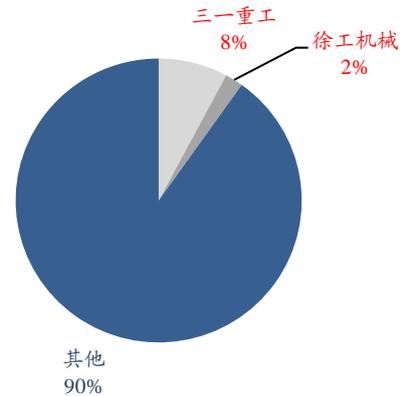
**全球化战略进入兑现期, 看好利润及估值双升。** 根据我们测算, 2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币, 三一重工/徐工机械/中联重科海外份额仅 7%/6%/2%, 国际化长期增长潜力可观。我们认为, 公司出口板块为成长板块、周期较弱、利润率高于国内, 分布估值下有望迎来估值中枢上移。国内市场低估期应享有更高估值, 2023 年起公司业绩有望开启筑底反弹, 有望迎来利润及估值双升。

图29: 2022 年三一重工/徐工机械/中联重科海外份额仅为 7%/6%/2%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 2022 年三一重工/徐工机械挖掘机海外份额仅 8%/2%



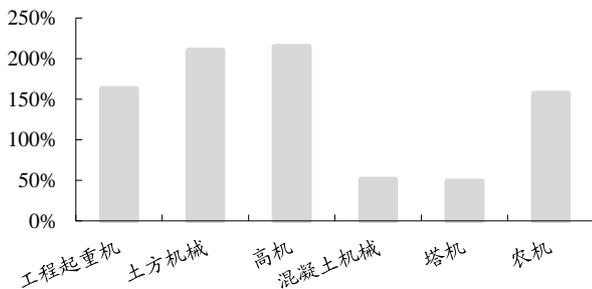
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**风险提示:** (1) 宏观政策风险: 公司所属的工程机械行业与基建和建筑业投资等密切相关, 若宏观政策和固定资产投资增速波动, 或将对公司下游客户需求和销售产生不利影响。(2) 市场竞争风险: 国内外经济同步增长但存在不确定性, 若市场竞争加剧, 叠加大宗商品价格波动和人工成本上升等因素, 将影响公司销售规模和效益。(3) 汇率波动风险: 公司存在一定规模的外币业务, 2022 年挖机海外营收占比超 50%, 若相关币种汇率波动, 将影响公司财务状况。

### 3.3. 中联重科: 出口高速增长的行业黑马

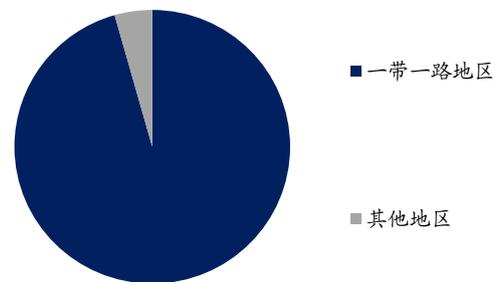
中联重科“一带一路”具备显著市场影响力, 一带一路地区收入占比超过 90%。中联重科产品市场已覆盖全球 100 余个国家和地区, 尤其是在“一带一路”沿线设立了分子公司及常驻机构。分产品线来看, 2023 年一季度工程起重机、土方机械、高空作业机械、农业机械均实现高速增长。公司海外市场主要集中在中东、俄语区及中亚、东南亚地区等, 根据我们测算, 2023 年一季度公司“一带一路”出口收入占比达 90%。

图31: 中联重科出口分产品增长情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 以上为 2023 年一季度数据

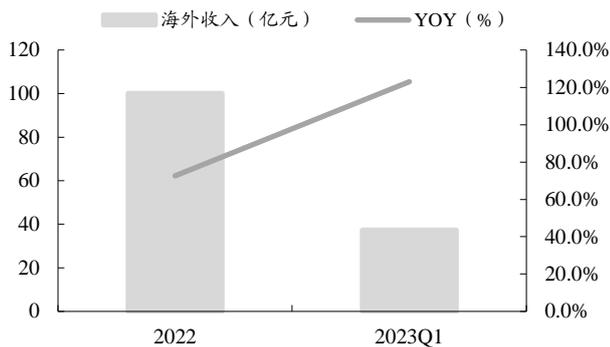
图32: 中联重科“一带一路”出口收入占比达 90%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 以上为 2023 年一季度数据

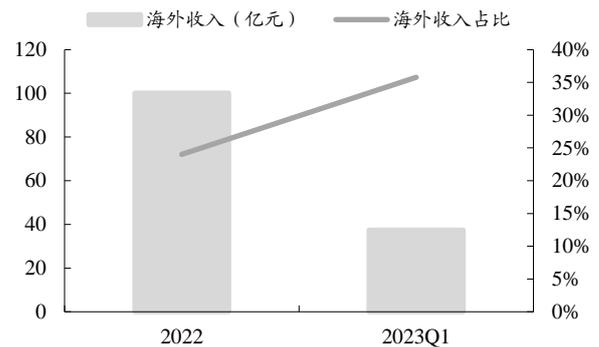
**2023Q1 中联出口收入增速达 123%，出口高速增长的行业黑马。**尽管中联出口占比相对较低，但由于海外竞争力突出，近年来收入高速增长，出口占比持续提升，成为行业出口增速最快公司之一。2022 年中联海外收入 100 亿元，增速 72.6%，2023 年 Q1 海外收入 37.31 亿元，增速 123%，增速达行业前列，海外收入占比进一步由 2022 年的 25% 提升至 2023 年 Q1 的 36%，海外竞争力突出。

图33：2022 年以来中联重科海外收入高速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：中联重科海外收入占比提升至 30% 以上



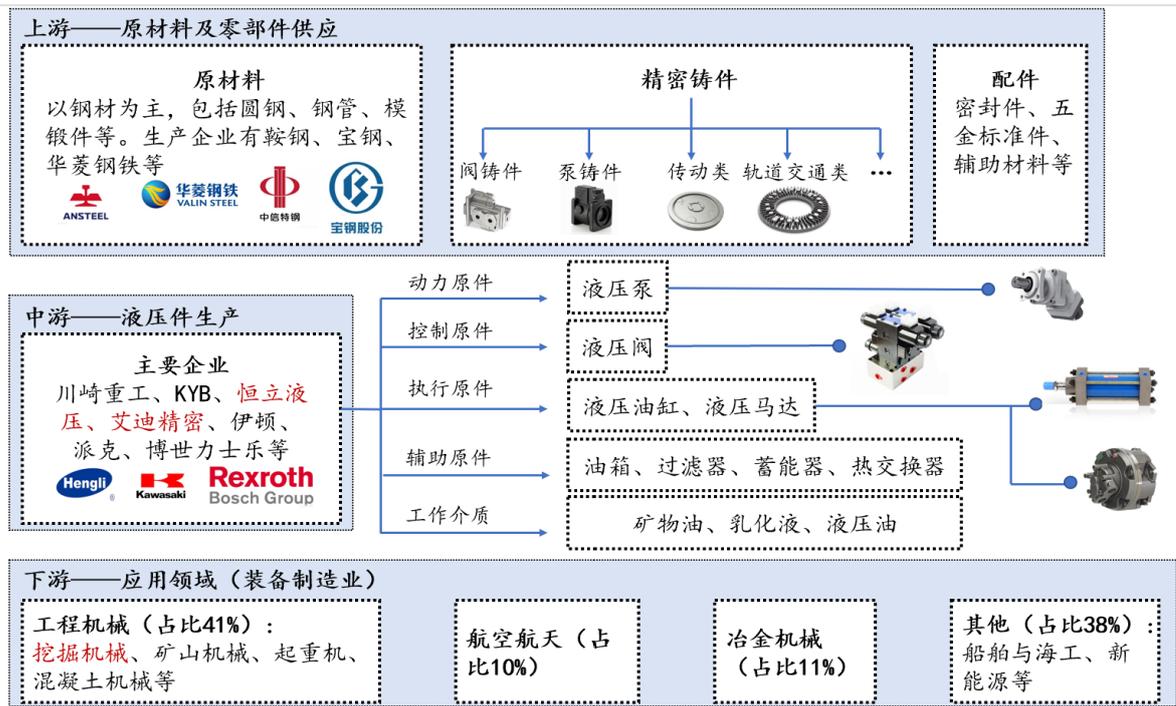
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**风险提示：**（1）宏观经济波动风险：公司所属的工程机械行业与国内外宏观经济政策及走势紧密相关，若宏观经济发生波动，或将影响公司的经营销售。（2）原材料价格波动风险：钢材、石油等大宗商品为公司所需的主要原材料和能源，若大宗商品价格上行，则会增加公司生产成本，降低盈利能力。（3）汇率波动风险：公司 2023Q1 海外收入占比超 30%，若汇率超不利方向波动，将对公司收益造成负面冲击。

### 3.4. 恒立液压：受益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节

**工程机械上游核心零部件商，国产替代进程持续。**从产业链及竞争格局来看，液压件产业链上游参与主体为原材料、精密铸件和配件，包括钢材、泵阀铸件、密封件、辅助材料等。中游为液压件生产企业，包括海外巨头力士乐、川崎等，以及国产巨头恒立、艾迪，目前高端液压泵阀、马达等高盈利产品市场主要被海外龙头占领，恒立技术壁垒较高，竞争格局优异，深度受益国产替代。

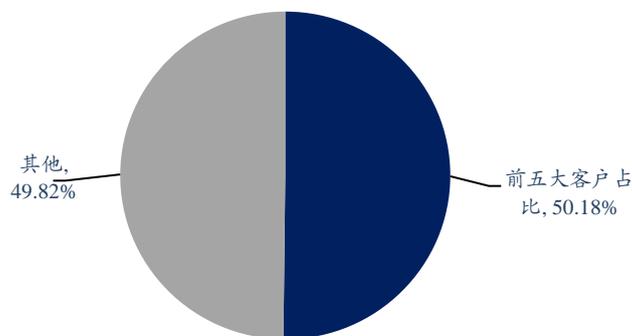
图35: 恒立液压所处产业链



数据来源: 前瞻产业研究院, 公司公告, 东吴证券研究所整理 (注: 下游应用领域占比系 2019 年数据)

**受益主机厂出海战略, 公司客户集中度高。**公司主要客户由龙头挖机设备商构成, 包括三一重工、柳工机械、徐工挖机、卡特彼勒等。三一、徐工、中联等近年来皆在推动全球化战略布局, 出口高增, 打开公司业务成长空间。公司产品渗透率在挖机核心主机厂中快速提升, 客户结构集中化, 2022 年公司前五大客户占比 50%。前五大客户中三一、柳工、徐工、卡特彼勒挖机销量在行业中排名领先, 目前, 公司油缸技术已较为成熟, 泵阀产品技术已逐步能够满足国内主机厂需求, 基于出色的产品性价比及市场反应度, 国产替代进程持续。

图36: 2022 年恒立液压前五大客户占比 50%



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

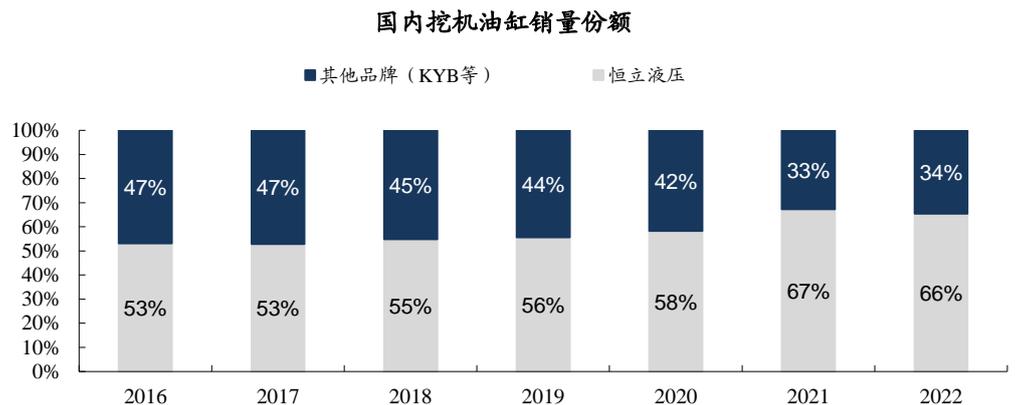
表5: 恒立液压主要客户情况

挖机厂商	液压油缸	液压泵阀	回转马达	行走马达
三一重工	恒立、KYB、自制	≤13.5t 使用力士乐、恒立; >13.5t 以川崎为主, 部分 Husco	自制	KYB、蒂人
柳工	恒立	以川崎为主, 部分使用恒立	川崎	川崎
徐工机械	恒立、自制	≤6t 自产; 6~13.5t 使用力士乐、恒立; >13.5t 以川崎为主	-	-
山东临工	恒立	以川崎为主, 部分使用恒立	-	-
卡特彼勒	恒立、KYB	部分自产, 其余使用川崎、力士乐	自制	自制

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所整理

**受益挖机核心零部件国产替代, 公司份额持续提升。**恒立液压与三一、徐工、柳工等国内龙头主机厂合作关系紧密, 下游复苏率先受益。2016 年下半年以来国内挖掘机市场进入上行周期, 油缸等核心零部件供不应求, 国产替代加速, 恒立液压迎发展机遇, 份额快速提升。2016-2022 年, 恒立液压挖机油缸销量从 14 万只增加到 63 万只, 收入从 5 亿元翻倍增长至 28 亿元。按行业销量测算, 2016-2022 年恒立挖机油缸市占率从 53% 提升至 66%。

图37: 近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

**风险提示:** (1) 宏观经济波动风险: 公司所处的液压零部件行业是挖机等基础设施建设、海洋工程等重型设备的关键配套件行业, 其发展与宏观经济紧密相关, 若宏观政策等波动, 或将影响公司下游客户需求及产品销售。(2) 市场竞争风险: 公司近年来坚定

推行国际化战略，但国际业务受到政治、文化、技术、品牌等诸多因素影响，若市场竞争加剧，公司的海外业务发展或将承压。(3)原材料价格波动风险：钢材、铸件、锻件、密封件等为公司主要原材料，若钢材等原材料价格上涨，将对公司生产经营产生冲击。

#### 4. 风险提示

**(1) 行业周期波动：**受宏观经济波动影响，工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。

**(2) 基建及地产项目落地不及预期：**基建及房地产为工程机械下游最大需求，若基建及房地产投资不足，将影响行业主要产品销售。

**(3) 地缘政治加剧风险：**2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%，若国际贸易争端及地缘冲突加剧，全球政治黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

## 免责声明

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>

