

工程机械行业 | 2022年报&2023年一季报总结 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

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

2023年5月

◆ 投资要点

1、扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

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高规格会议会在今年相继举办。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，随着行业景气度逐步回暖，有望迎来利润及估值的双升。

2、2022年报&2023年一季报总结：行业仍处于筑底阶段，关注结构性机会

内外销结构分化，行业仍在筑底。2022年、2023年Q1工程机械板块实现分别营收3240/804亿元，同比变动-13%/+4%，归母净利润161/59亿元，同比变动-47%/+6%，一季度增速企稳转正。内销降幅缩窄、海外继续拓展的趋势下，我们预计行业有望于2024年左右迎来拐点，未来三年行业增长边际向好。2023年板块以结构性机会为主，建议关注一带一路、中特估、低估值+业绩弹性大相关标的。

◆**核心受益标的：**“一带一路+中特估”催化下的低估值国企【徐工机械】，中国最具全球竞争力的制造龙头之一【三一重工】，出口高速增长的行业大黑马【中联重科】，收益主机厂出海及国产替代的核心零部件环节【恒立液压】

◆**风险提示：**行业周期波动、基建地产不及预期、地缘政治风险。

表：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		
				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
600031	三一重工	1,378.22	16.24	0.51	0.80	1.11	32.13	20.30	14.63
000157	中联重科	571.01	6.58	0.27	0.40	0.52	24.37	16.45	12.65
601100	恒立液压	790.28	58.94	1.79	2.04	2.36	32.93	28.89	24.97



工程机械行业 | 2022年报&2023年一季报总结 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

1 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

2 2022年报&2023年一季报总结：
行业仍处于筑底阶段，关注结构性机会

3 核心受益标的

4 风险提示

1.1. “一带一路”十周年，一系列催化剂在即

- **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：“一带一路”发展历程

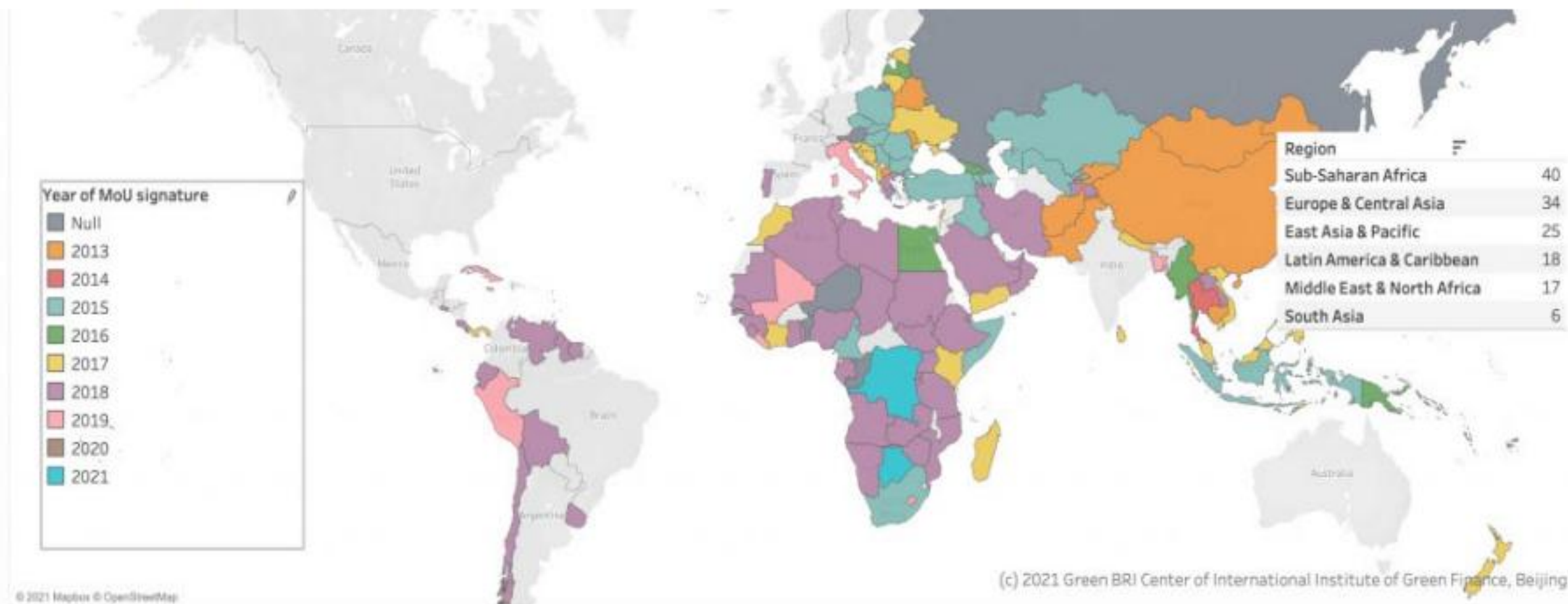
时间	内容
2013年9月7日	“丝绸之路经济带”建设倡议提出
2015年12月25日	亚洲基础设施投资银行成立
2016年6月23日	《建设中蒙俄经济走廊规划纲要》正式签署
2016年10月	《中欧班列建设发展规划(2016-2020)》印发
2016年10月1日	人民币加入国际货币基金组织“特别提款权”(SDR)货币篮子
2016年11月17日	“一带一路”倡议首次写入联合国大会决议
2017年12月3日	中国、埃及、老挝、沙特、塞尔维亚、泰国、土耳其和阿联酋等国家代表共同发起《“一带一路”数字经济国际合作倡议》
2019年3月23日	中国与意大利签署“一带一路”合作文件
2020年12月	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

1.1. “一带一路”十周年，一系列催化剂在即

- “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。
- 2023年是“一带一路”十周年，也是“一带一路”高规格会议大年。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。

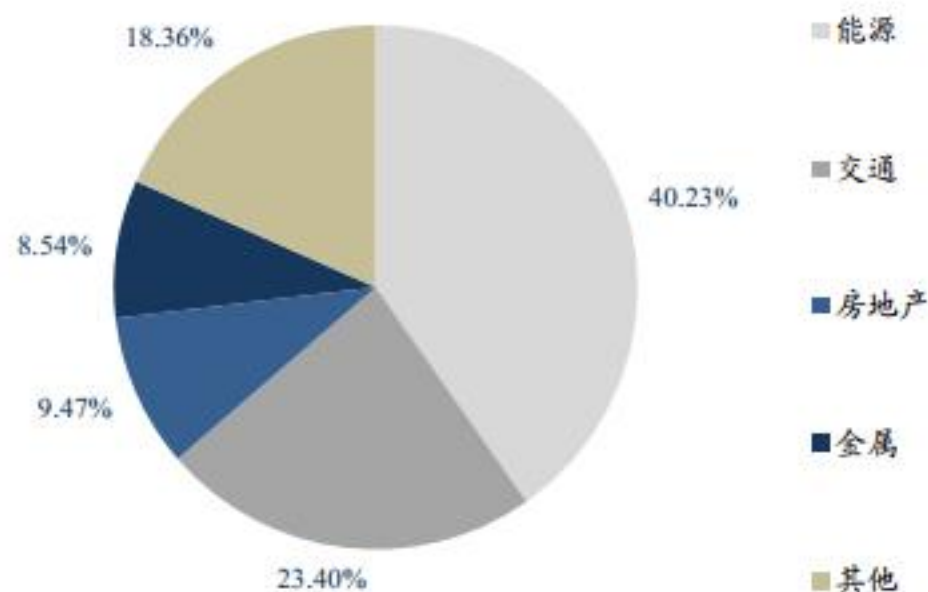
图：截止2021年1月“一带一路”倡议国家示意图



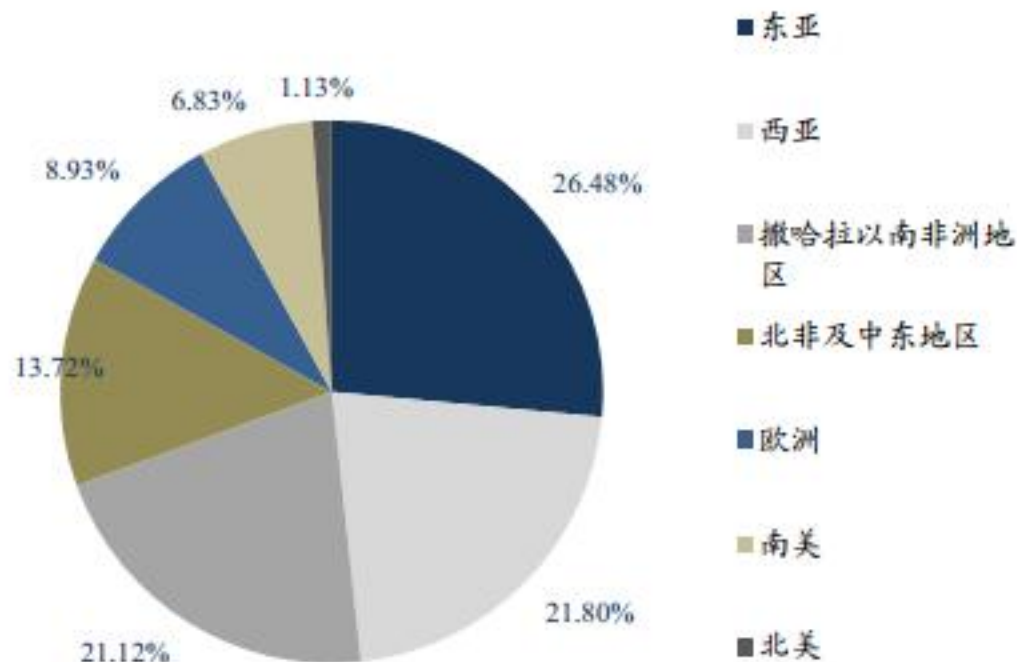
1.2. 工程机械是“一带一路”核心受益板块

- 对于“一带一路”核心受益标的，工程机械主要受益如下：①“一带一路”直接项目投资以基建类为主，直接拉到当地工程机械施工需求；②高出口占比、高出口增速、高一带一路占比。
- “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：2013-2020年“一带一路”按行业分投资分布



图：2020年“一带一路”按地区投资情况



1.3 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。据中国一带一路网披露，仅2023年中字头企业新签约项目数量超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。

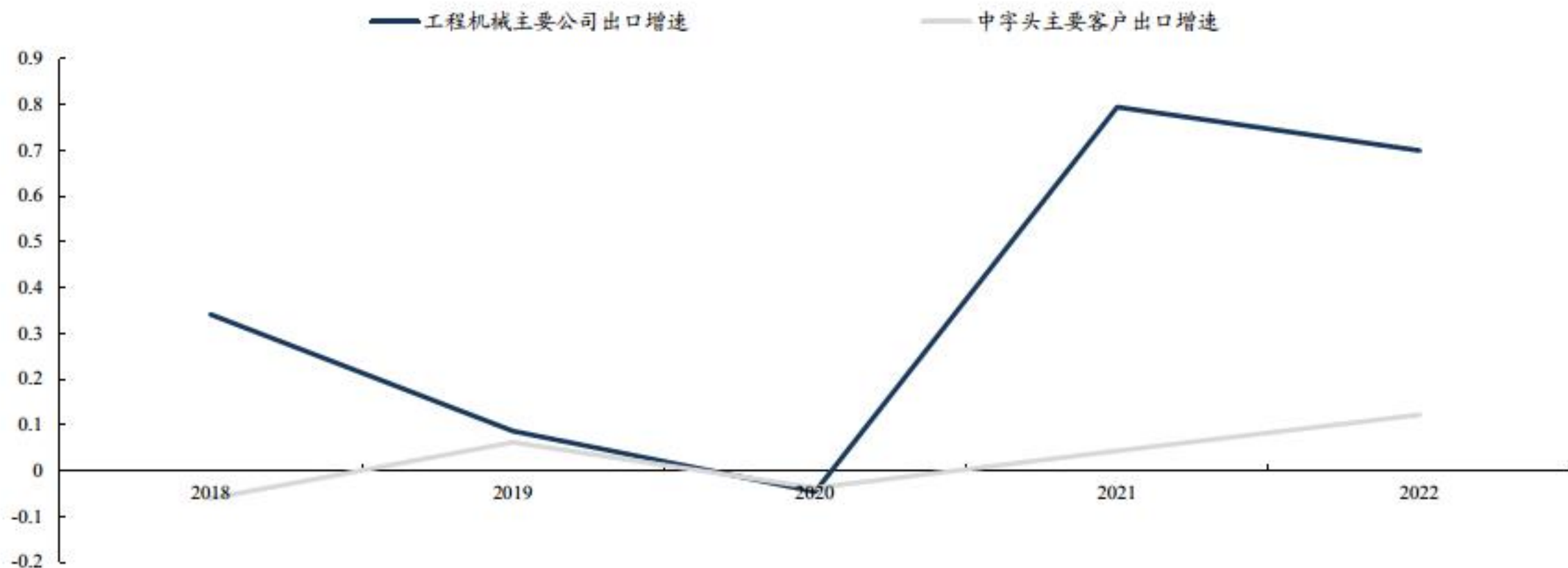
表：2023年“一带一路”中字头客户代表性项目

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
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
竣工	中建三局	柬埔寨新金边国际机场项目
	中国港湾	玻利维亚两圣公路项目
	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

1.3 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：2018-2022年工程机械出口增速高于中字头客户

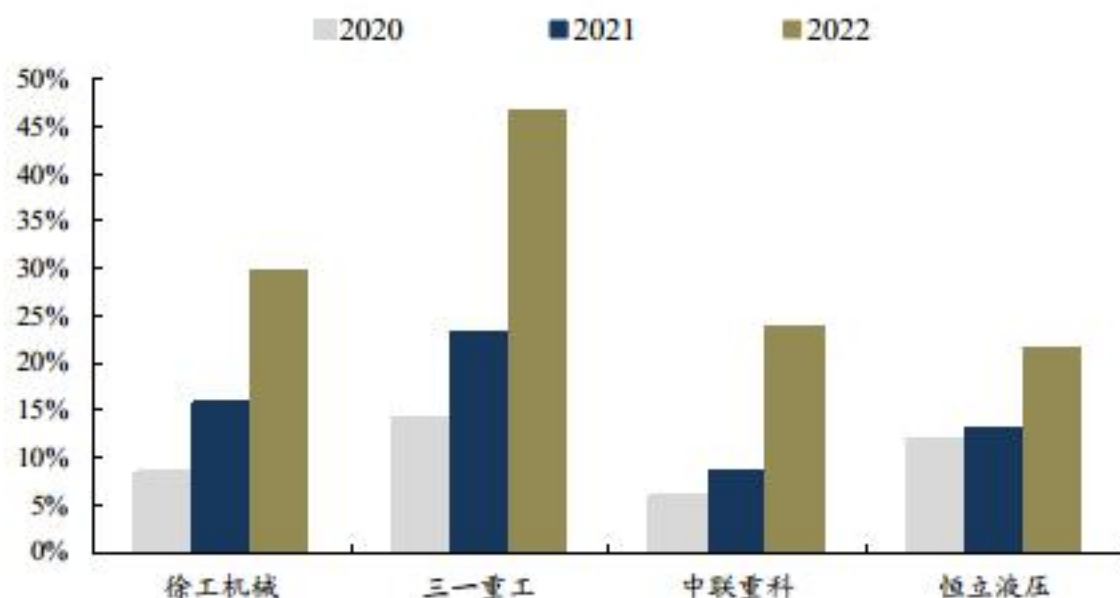


数据来源：wind，东吴证券研究所

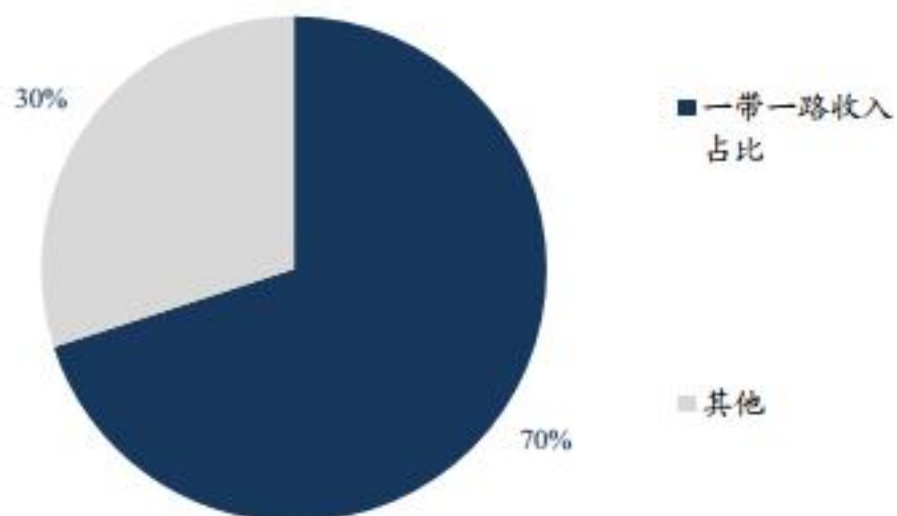
注：中字头选取中国铁建、中国交建、中国建筑、中国中铁、中材国际六家公司，工程机械选取三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压四家公司

1.4 工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦“一带一路”

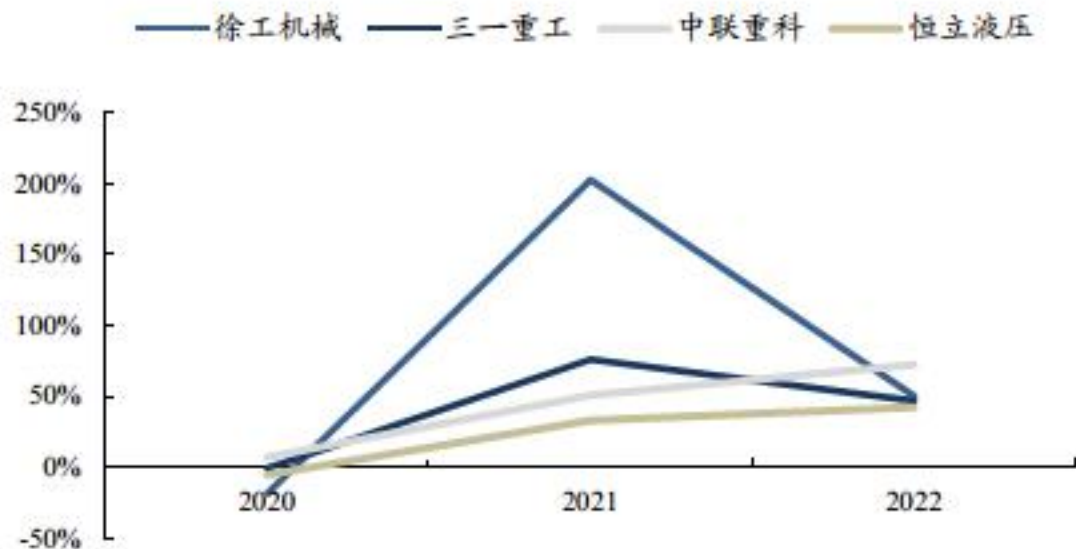
图：2020-2022年工程机械相关公司出口收入占比



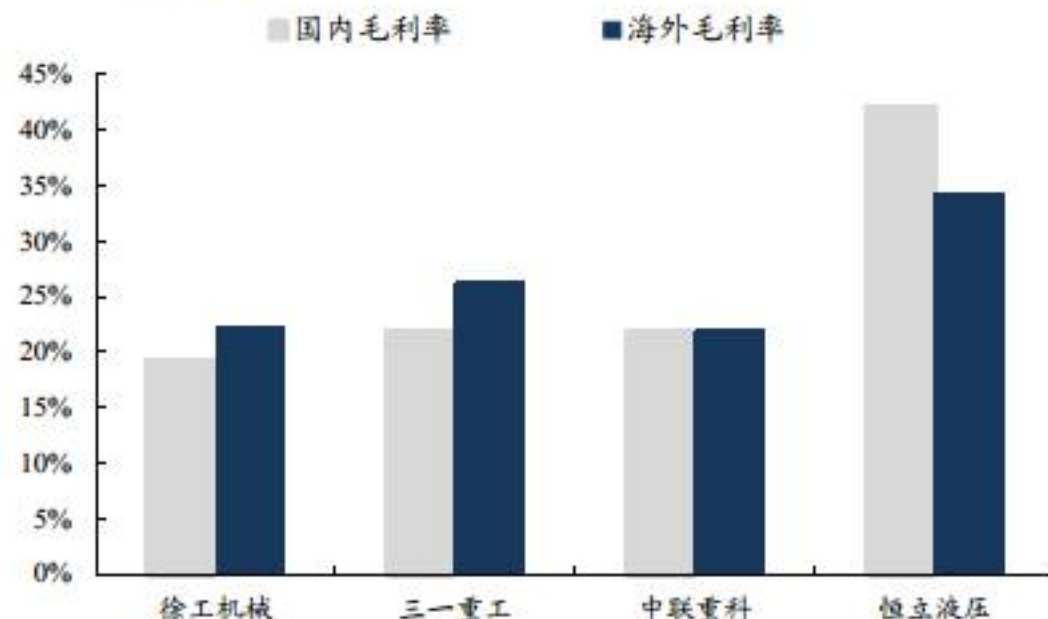
图：工程机械“一带一路”地区占出口收入超70%



图：2020-2022年工程机械相关公司海外业务增速



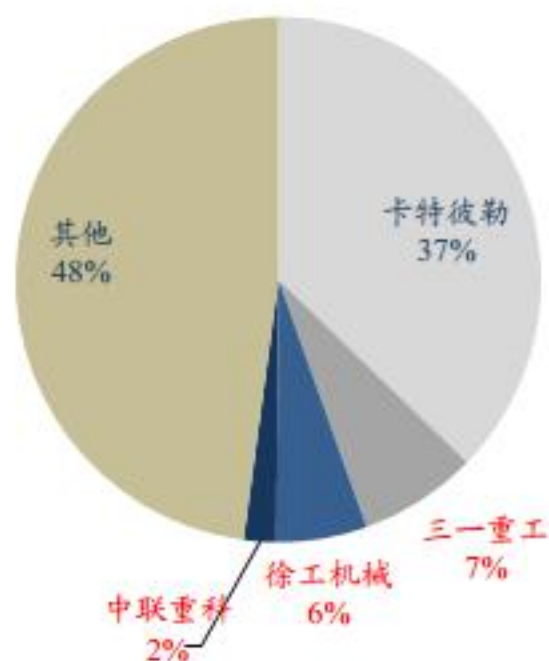
图：2022年工程机械相关公司国内外毛利率



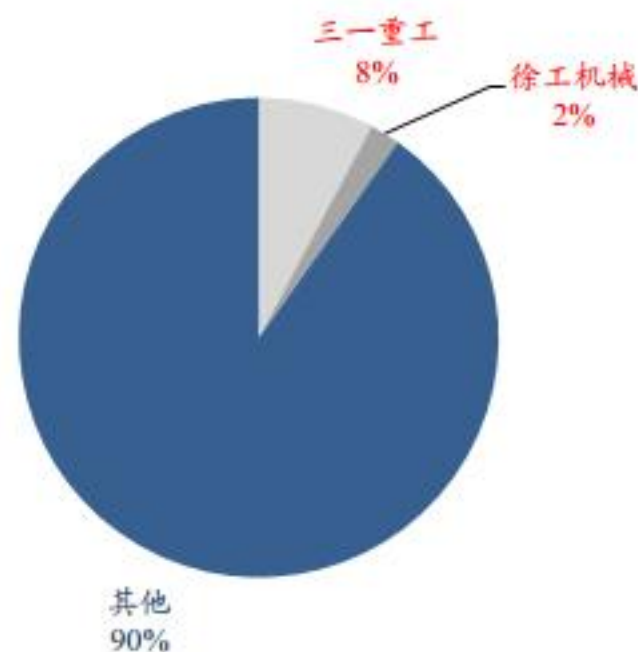
1.4 工程机械进入国际化阶段，海外市场聚焦“一带一路”

- 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37%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%/6%/2%。单看挖掘机这一种类，海外市场规模约为2000亿元，三一重工/徐工机械市场份额分别为8%/2%。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年三一重工/徐工机械/中联重科海外份额仅为7%/6%/2%



图：2022年三一重工/徐工机械挖掘机海外份额仅为8%/2%



1.5 估值具备提升空间，增加了板块吸引力

- **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：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

1.5 估值具备提升空间，增加了板块吸引力

- 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：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



工程机械行业 | 2022年报&2023年一季报总结 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

1 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

2 2022年报&2023年一季报总结：
行业仍处于筑底阶段，关注结构性机会

3 核心受益标的

4 风险提示

2.1 内外销结构分化，行业仍在筑底

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

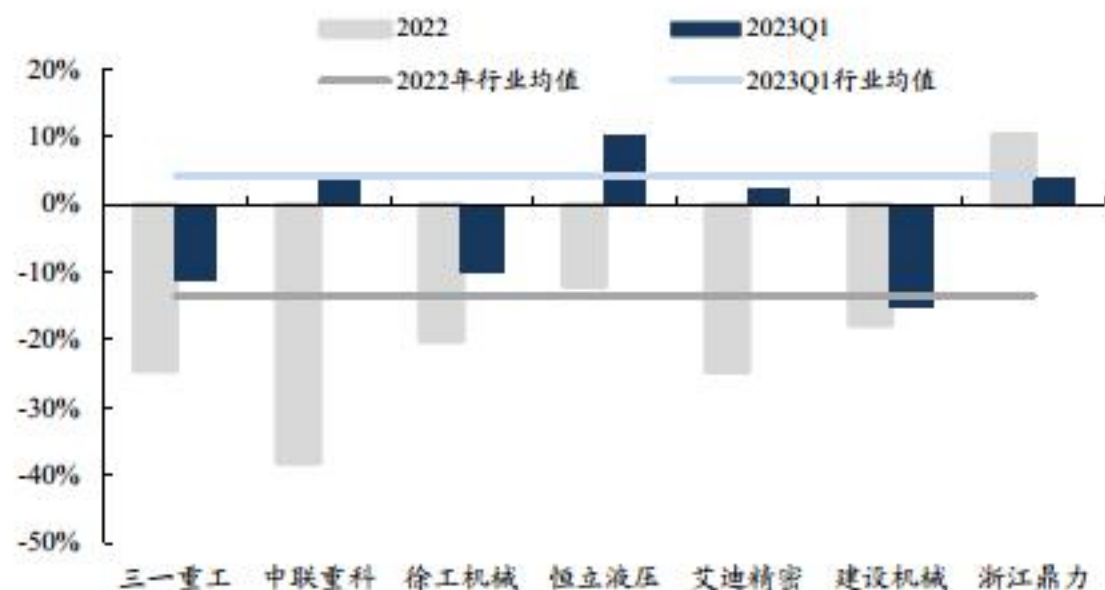
2.2 2022年板块收入同比-13%，2023Q1同比+4%行业回暖

- 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



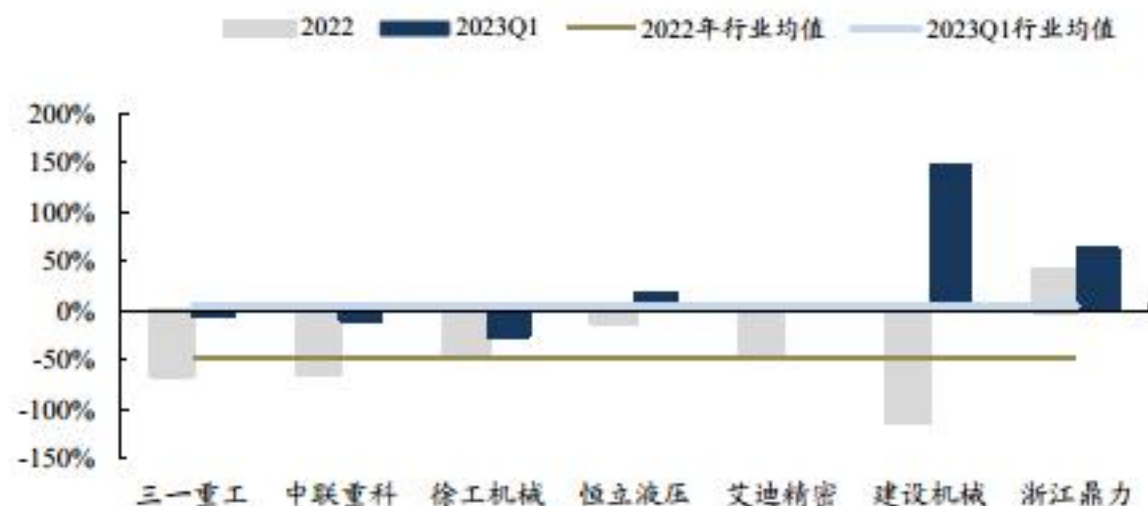
2.3 2022年板块归母净利润同比-47%，2023Q1同比+6%实现增长

- 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%

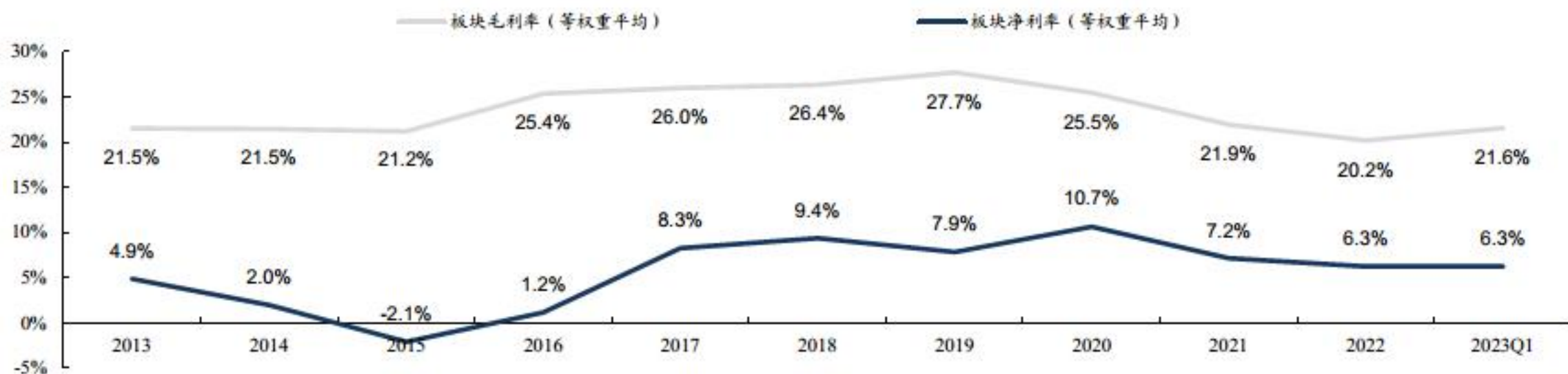


◆2022年重点公司归母净利润同比增速情况：恒立液压/浙江鼎力表现显著优于行业

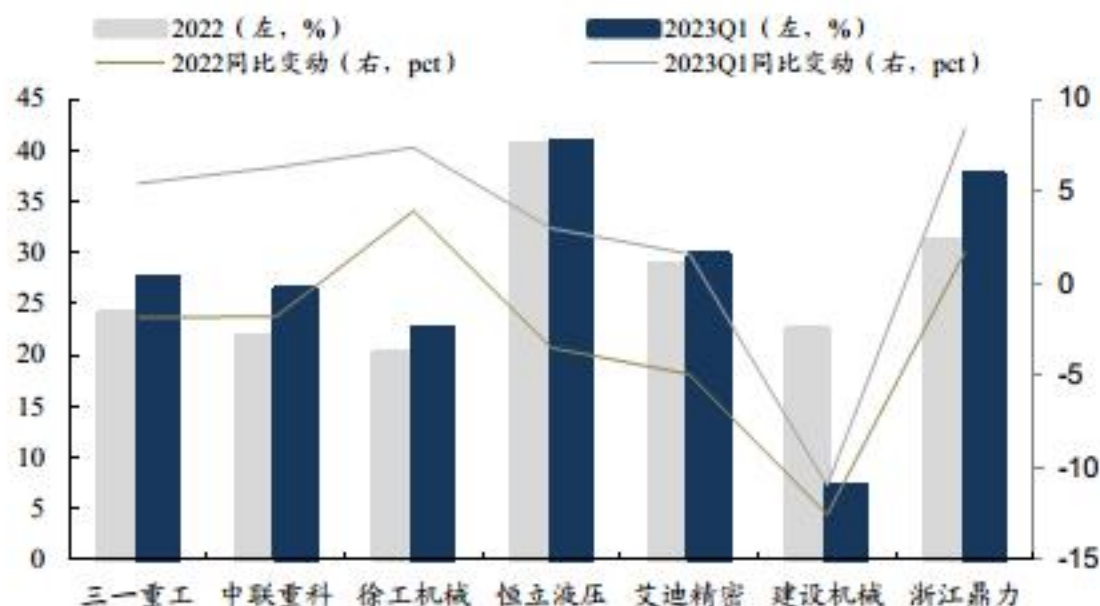


2.4 规模效应减弱，盈利能力下滑

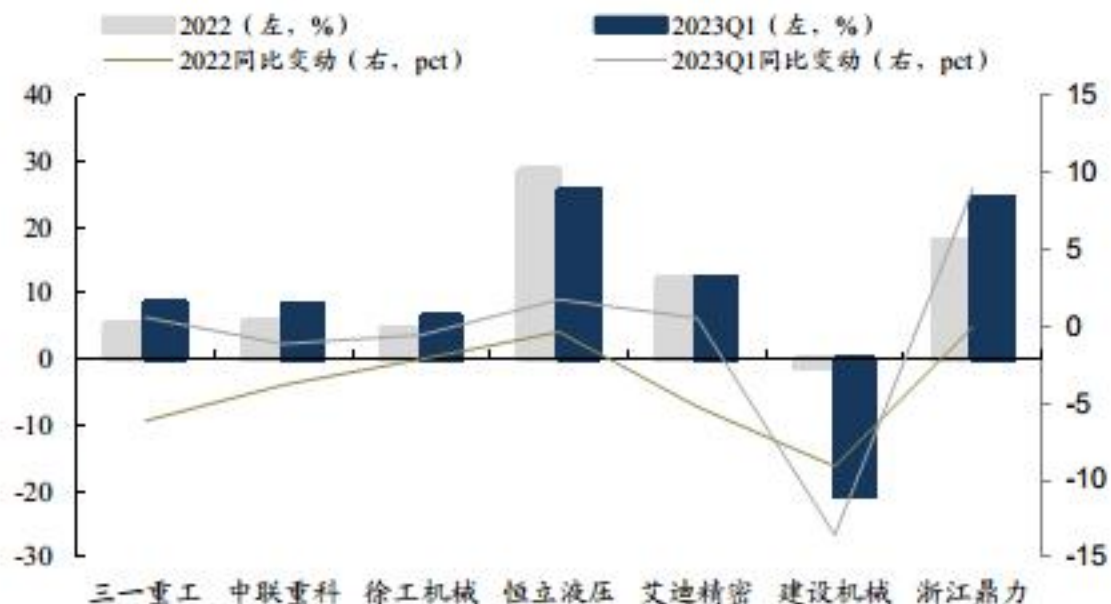
◆ 2022年板块销售毛利率20.2%，同比-1.7pct；销售净利率6.3%，同比-0.9pct



◆ 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



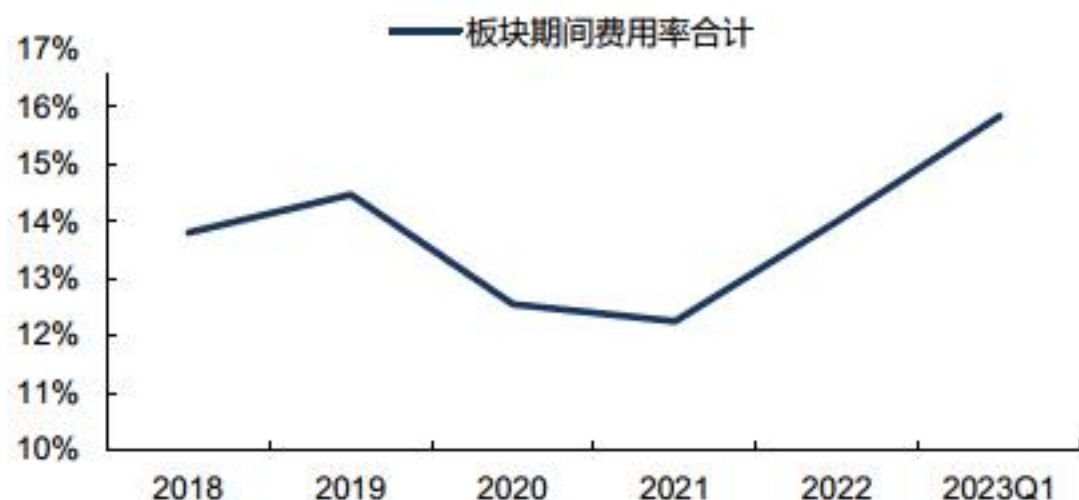
◆ 除浙江鼎力外，2022年主要公司销售净利率有所下滑



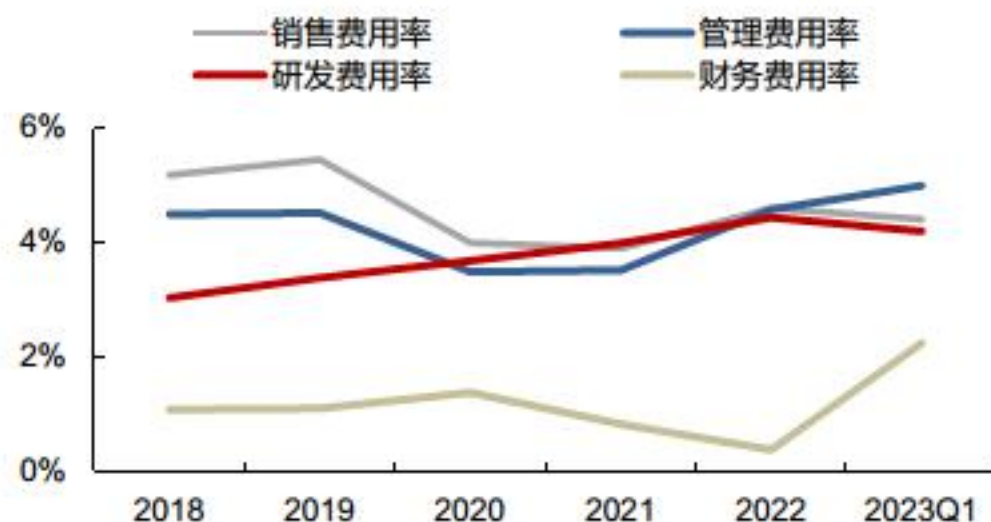
2.5 期间费用率较为稳定，研发费用率逆势上升

- 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。

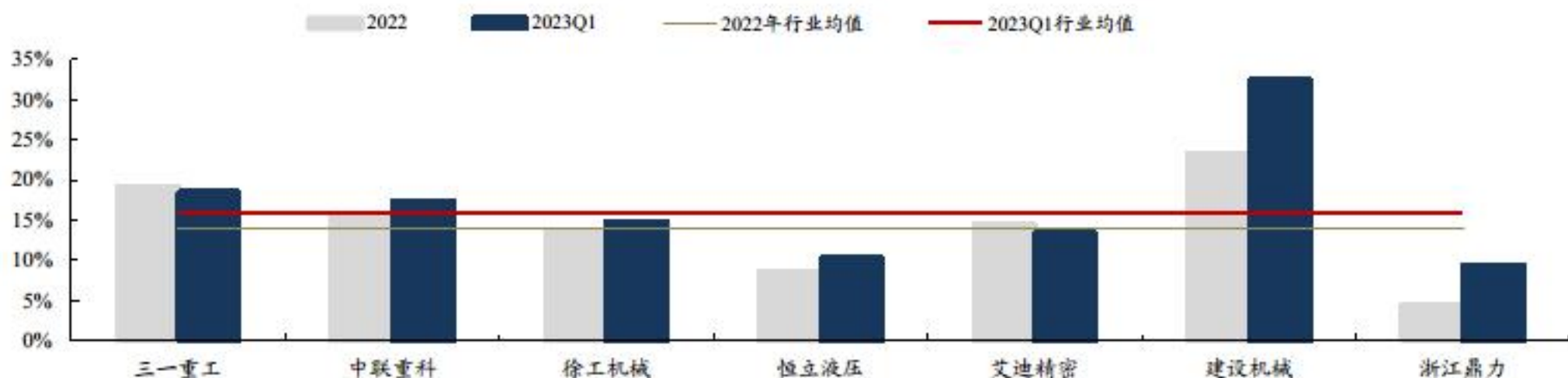
◆ 2022年板块期间费用率14.0%，同比提升1.8pct



◆ 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



2.5 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



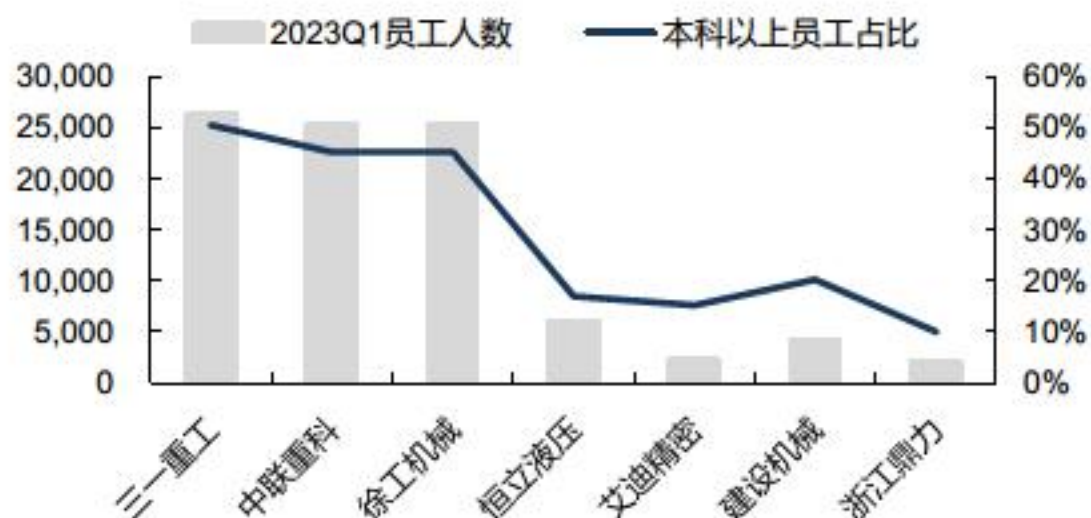
◆ 三一重工、中联重科、恒立液压研发支出率高于行业



◆ 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



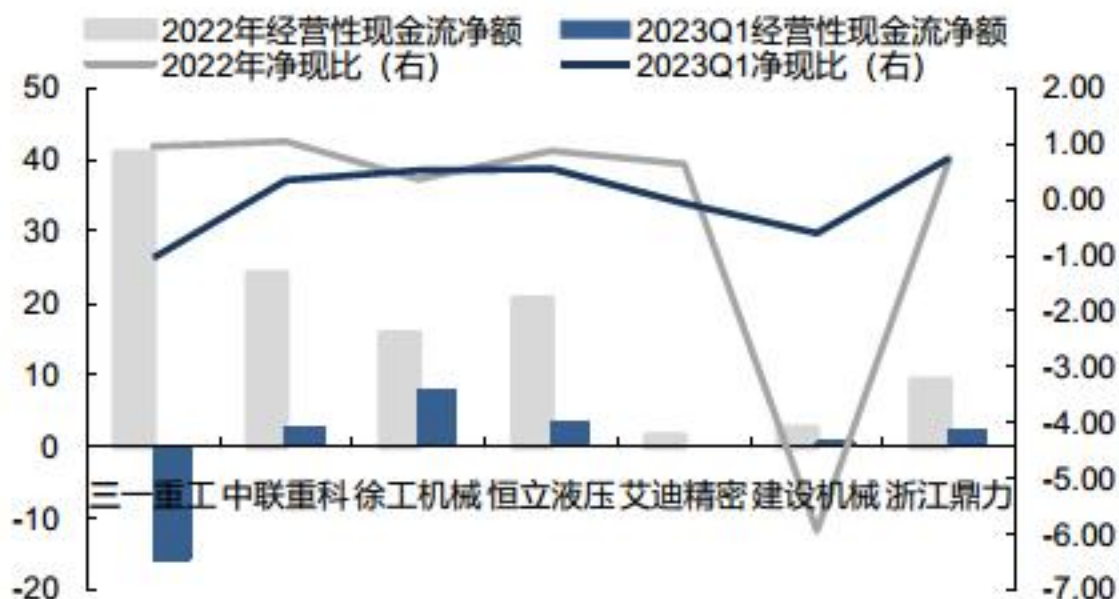
2.6 龙头净现比均在1左右，经营稳健

- 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

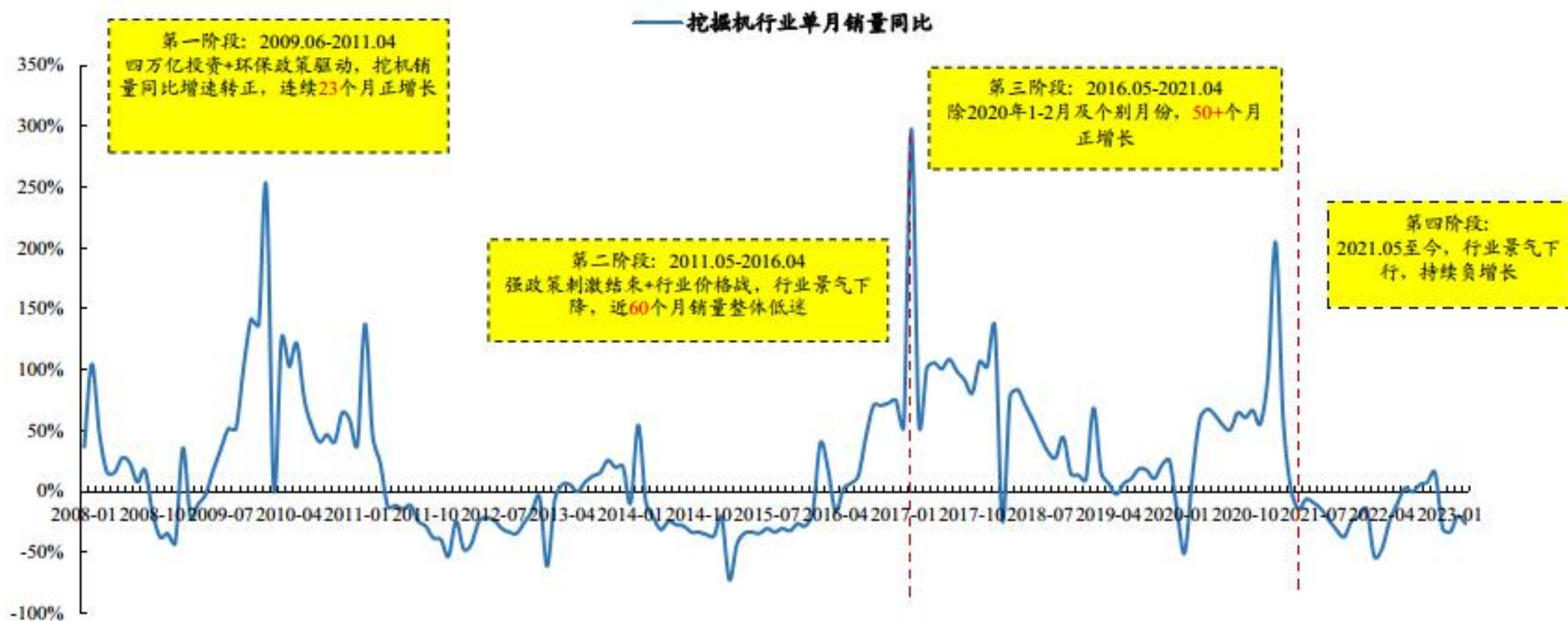


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.7 展望：行业仍在筑底，关注板块结构性机会

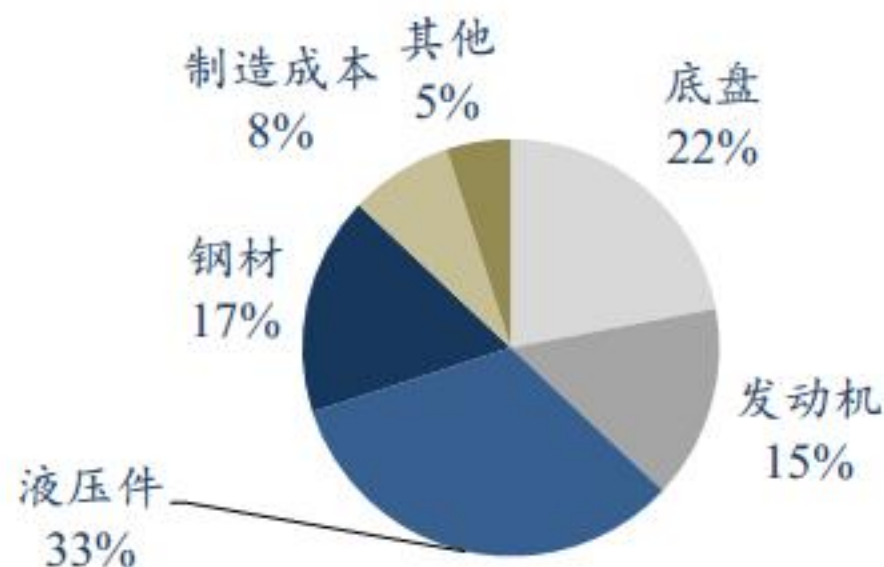
- 此轮工程机械周期有望于2023年筑底，拐点预计在2024年中。挖掘机需求的决定因素为以地产和基建为代表的土方工程量，行业销量随宏观环境的变化呈周期性波动。2008年以来国内挖掘机市场发展可分为四个阶段：（1）2009-2011年在激进的投资政策驱动下，挖机销量连续23个月正增长；（2）2011-2016年，上一轮周期过度透支需求及宏观经济增速放缓，行业陷入近60个月的低迷期；（3）2016年5月开始，受益于宏观经济复苏及大量更新换代需求，行业再度迎来50多个月的正增长；（4）2021年5月至今，由于下游投资低迷，行业连续14个月负增长。按照挖掘机8年瓶颈寿命计算，此轮下行周期有望于2023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

图：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

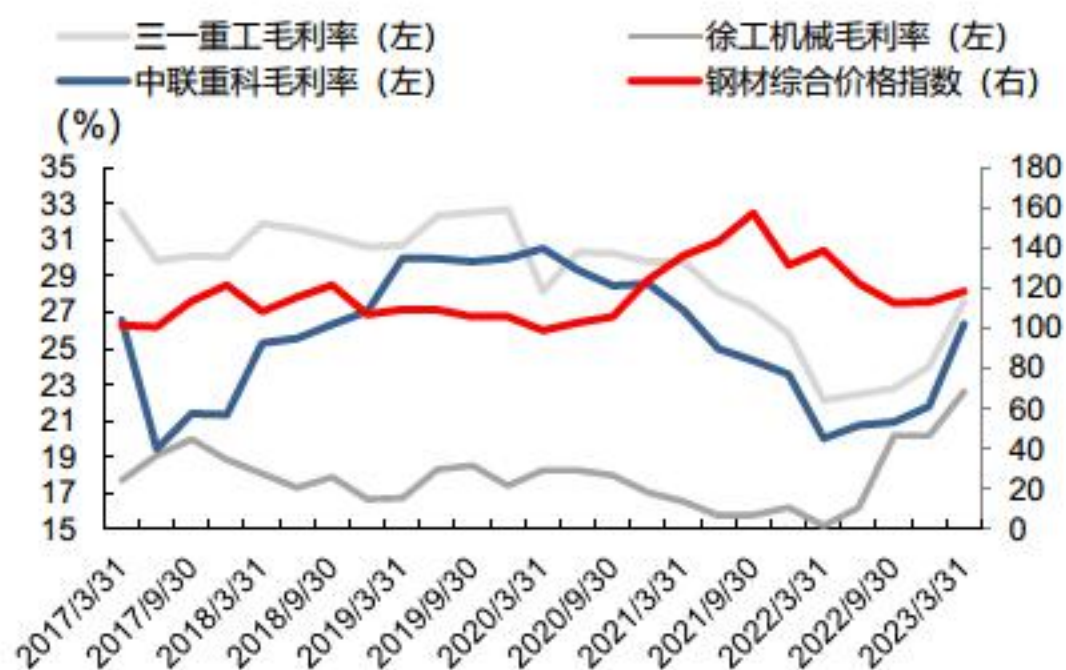


2.4. 工程机械有望迎困境反转，业绩有望底部回暖

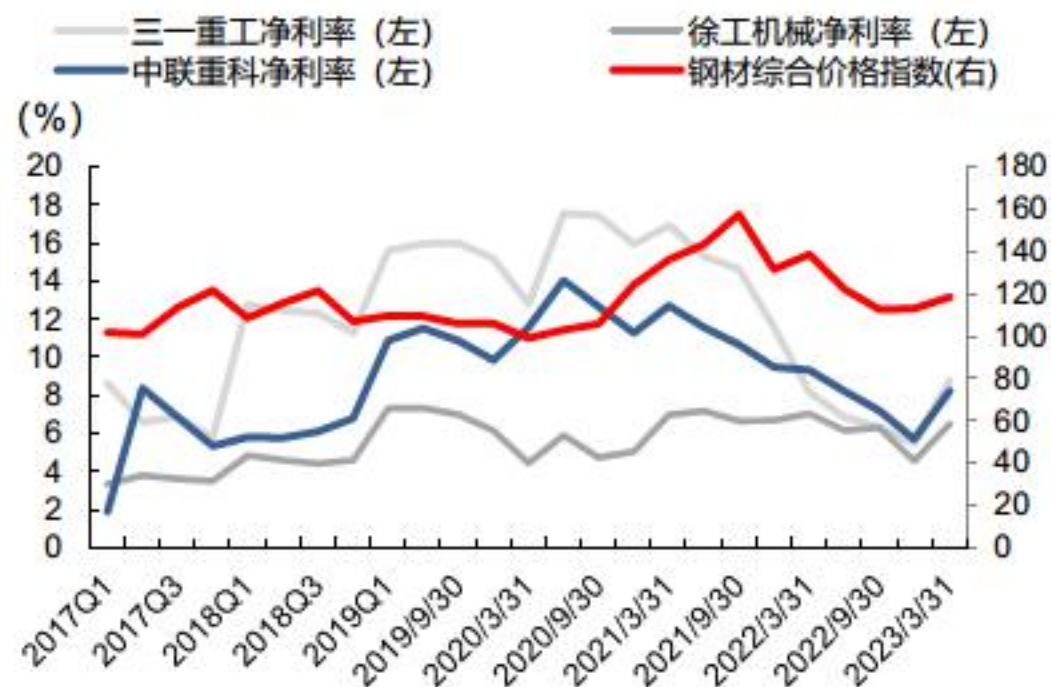
图：钢材在挖掘机生产成本中占比17%，2023年挖机成本端压力有望明显缓解



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 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

1 扬帆出海，“一带一路”工程机械板块投资机会

2 2022年报&2023年一季报总结：
行业仍处于筑底阶段，关注结构性机会

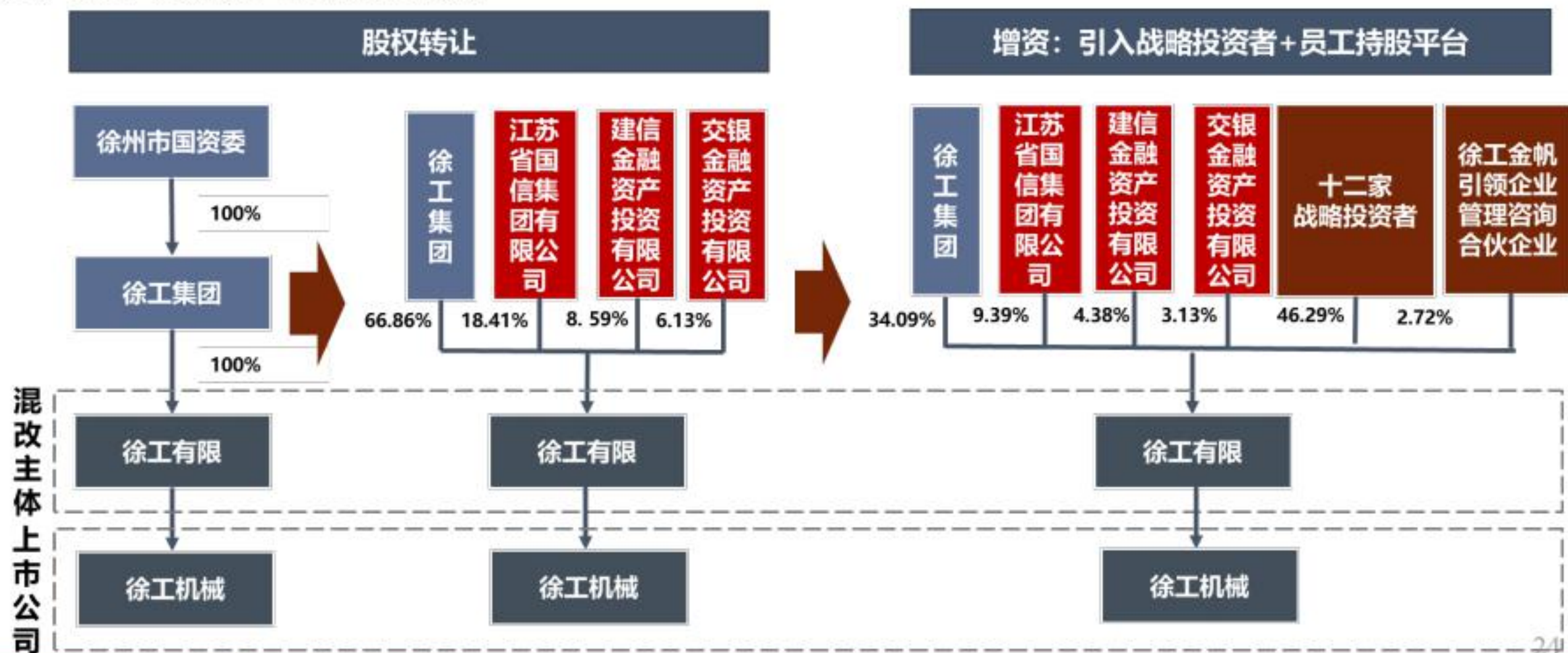
3 核心受益标的

4 风险提示

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：2020年9月徐工机械混改方案



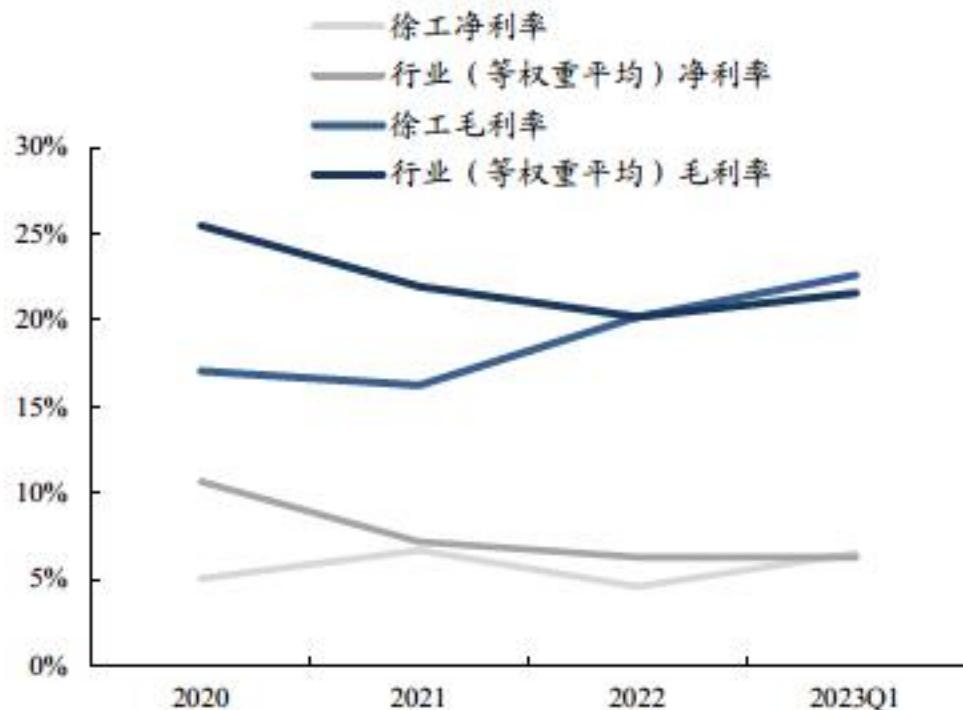
3.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企

- **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：近年来徐工营收增速持续好于行业



图：2023年Q1徐工净利率和毛利率都超过行业



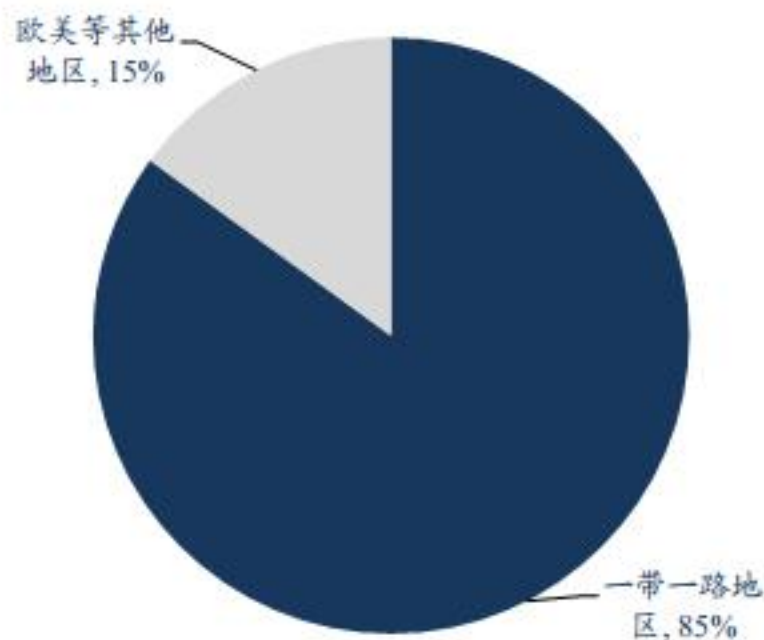
3.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企

- “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：图22：2022年徐工实现海外营收278亿元，同比增长51%



图：徐工海外收入分区域占比



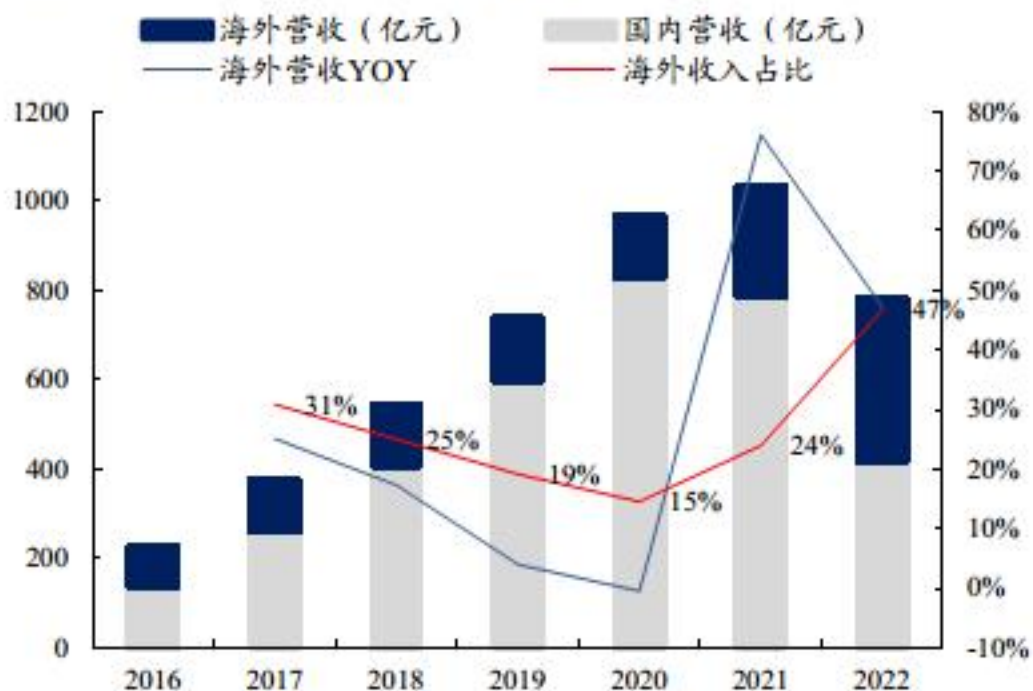
3.1. 徐工机械：“一带一路+中特估”催化下的低估值国企

- **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。

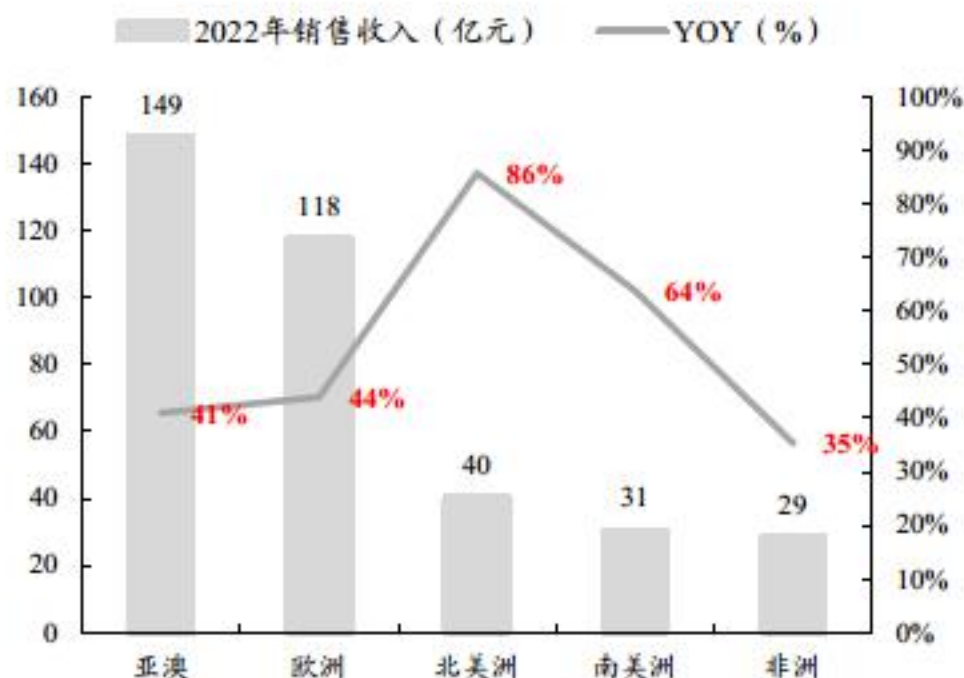
3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

- 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：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%



图：2022年三一重工亚澳、南美、非洲等“一带一路”地区同比增长40%



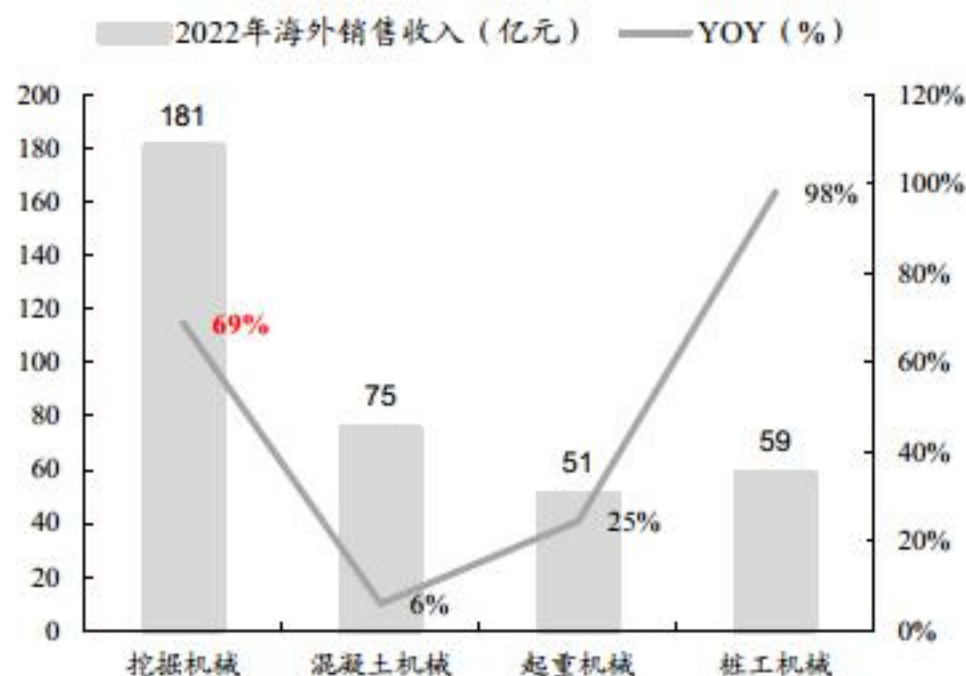
3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

- **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：2022年三一重工挖机营收358亿元，收入占比提升5pct达44%



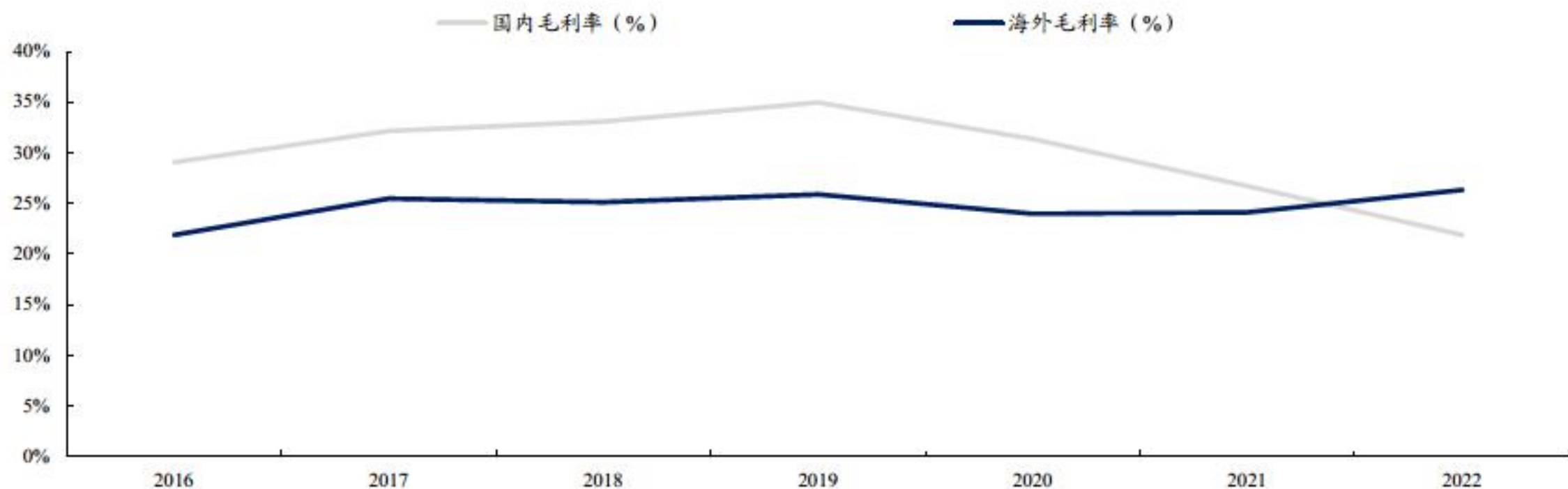
图：2022年三一重工挖机出口收入181亿元，同比增长69%，海外收入占比达51%



3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

- **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%）。

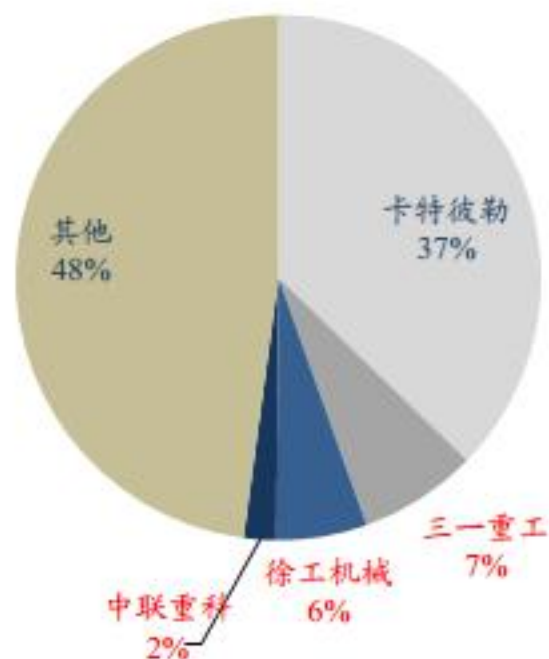
图：2022年三一重工海外毛利率26.36%，高出国内4.44pct



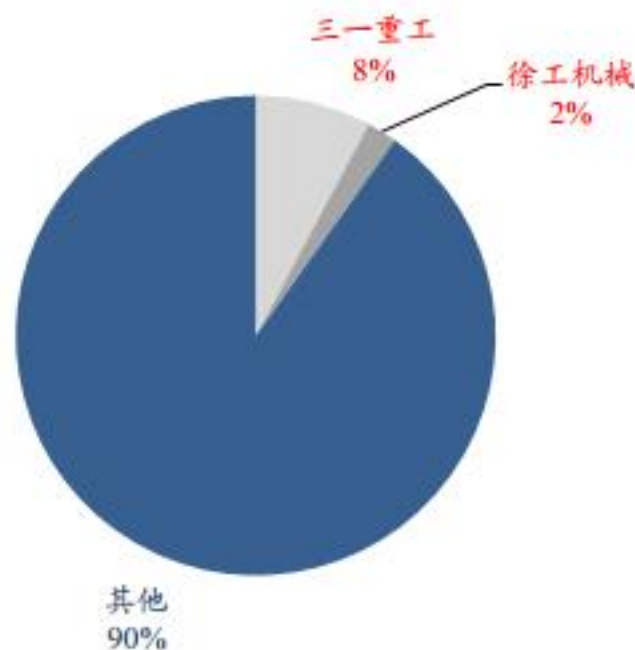
3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

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



图：2022年三一重工/徐工机械挖掘机海外份额仅8%/2%



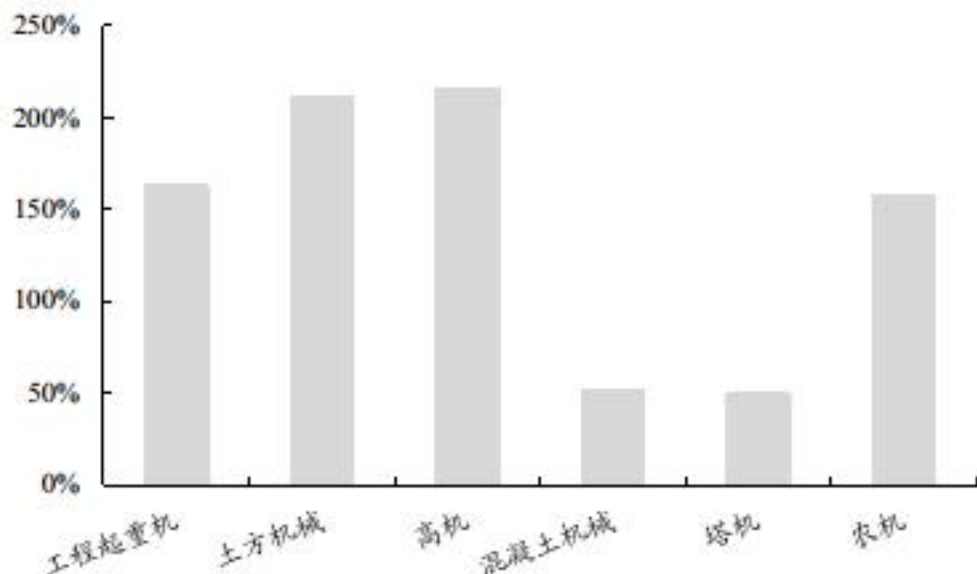
3.2. 三一重工：中国最具全球竞争力的制造龙头之一

- **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。

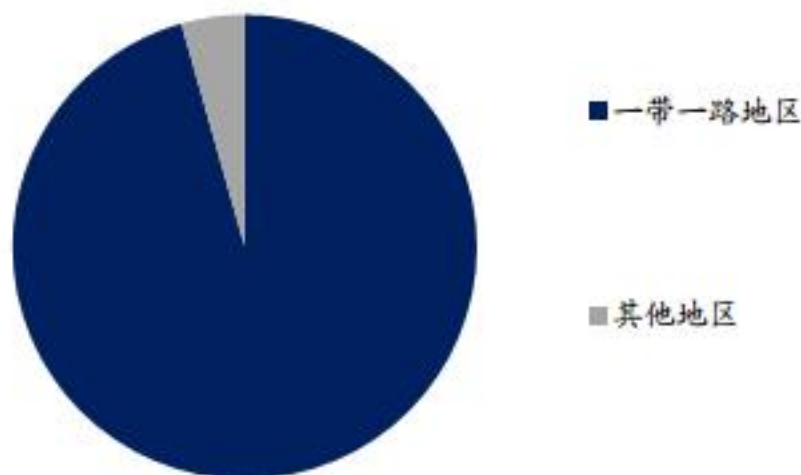
3.3. 中联重科：出口高速增长的行业黑马

- 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：中联重科出口分产品增长情况



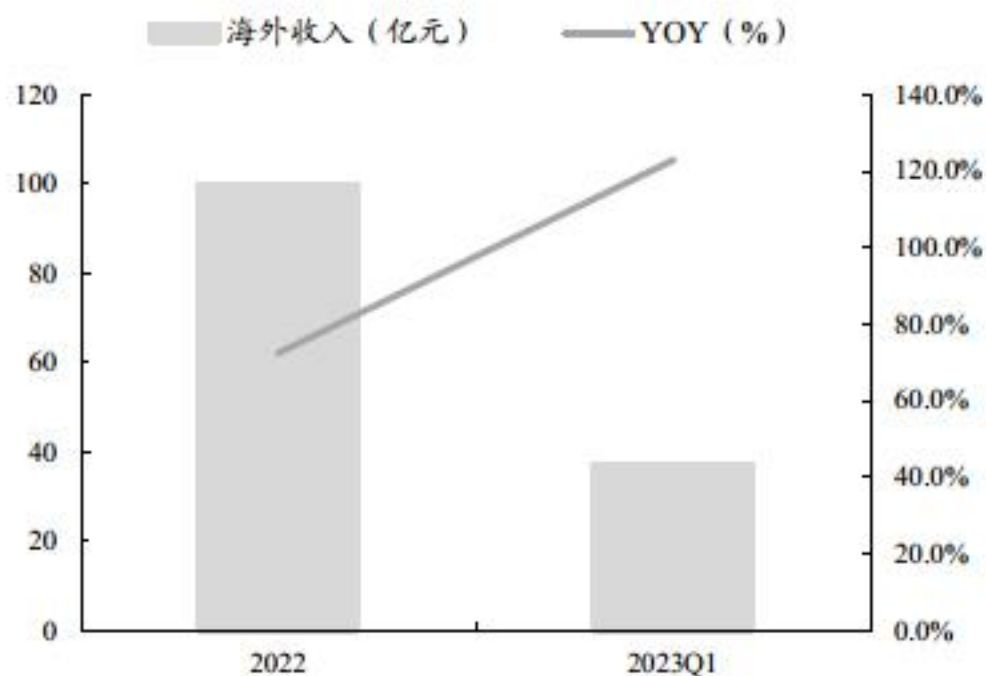
图：中联重科“一带一路”出口收入占比达90%



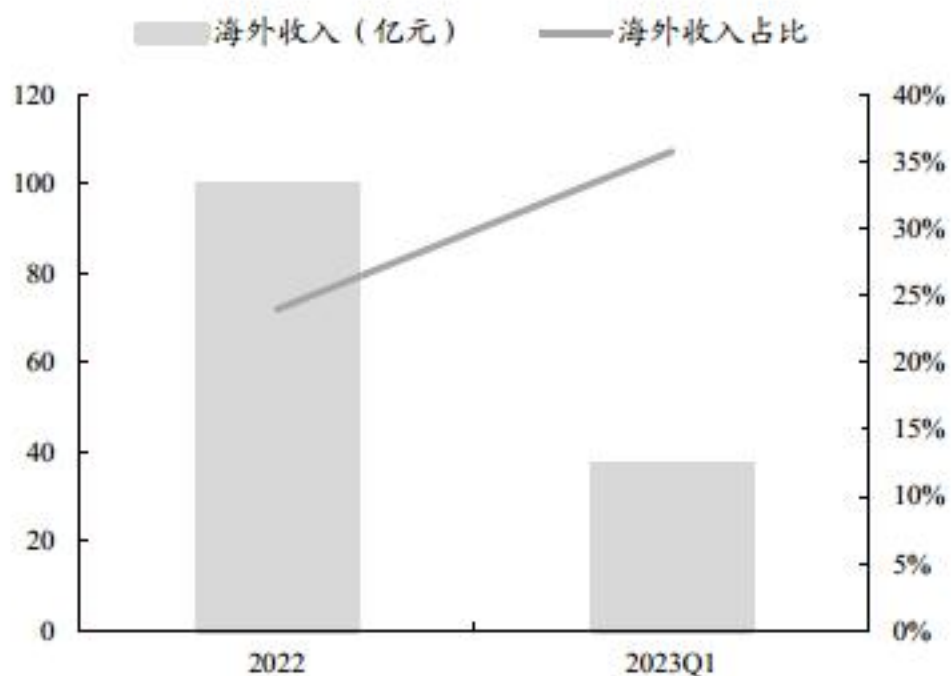
3.3. 中联重科：出口高速增长的行业黑马

- 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：2022年以来中联重科海外收入高速增长



图：中联重科海外收入占比提升至30%以上



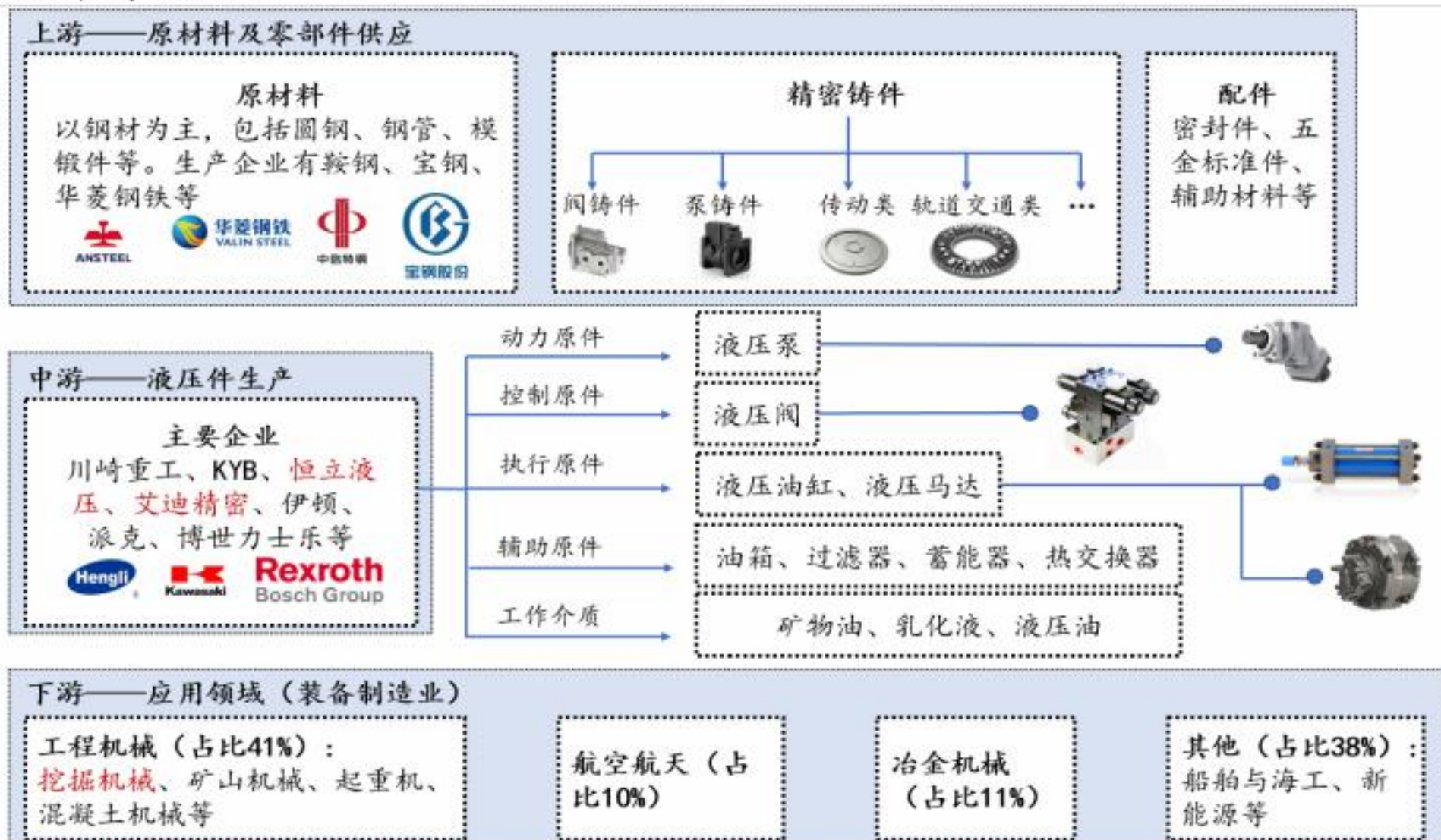
3.3. 中联重科：出口高速增长的行业黑马

- **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。

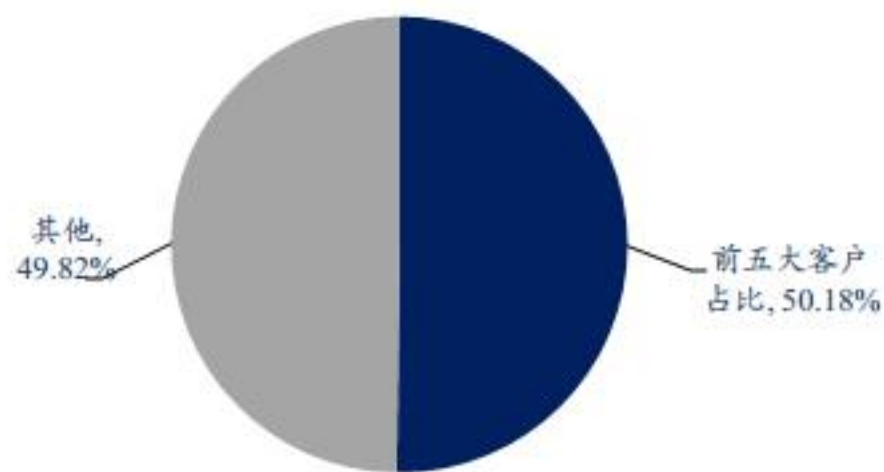
图：恒立液压所处产业链



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

- **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：2022年恒立液压前五大客户占比50%



表：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

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

- **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：近年来恒立液压挖机油缸市场份额逐步提升



- **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建设备、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。

(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。

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