

工程机械

报告日期：2023年08月02日

工程机械复苏三部曲——出口、内需改善、更新周期启动

——工程机械行业点评报告

投资要点

- **第一部——出口：海外市占率不断提升，中国龙头逐步迈向全球龙头**

挖机出口销量2020-2022年增速分别为30%、97%、60%，出口销量占比分别为11%、20%、42%，2019-2022年CAGR为60%。工程机械各品类中挖机规模最大，以挖机为代表的工程机械行业全产业链崛起，国际竞争力与国际品牌影响力日益提升，海外市占率不断提升。根据三一重工年报，2020-2022年三一重工挖掘机海外市占率分别为4%、6%、8%，最近2年每年提升2个百分点左右，未来有进一步提升空间。2022年三一重工境外收入占比达45%、徐工机械30%、中联重科24%、恒立液压21%。2023年国内龙头企业海外布局力度明显加大。2023年上半年我国工程机械出口金额近1800亿元，同比增长26%。
- **第二部——内需：下游房地产政策拐点，需求边际改善，期待开工小时数上行**

2020-2022年房屋新开工面积增速为-1.2%、-11.4%、-39.4%，持续下行，基建投资增速分别为3.41%、0.21%、11.52%，不断走高，煤炭开采及洗选业投资增速分别为-0.7%、11.1%、24.4%，不断走高，2023年6月房屋新开工面积、基建投资、煤炭开采及洗选业投资累计同比增速分别为-24.3%、10.7%、9.6%。近期多个高层会议强调支持与布局城中村改善，房地产政策边际改善，有望迎来拐点。截至2023年6月基建投资累计增速已连续10个月保持10%左右，持续维持高位，逆周期调节作用凸显，随着房地产开工修复、基建项目落地，开工小时数有望进入上行通道，支撑更新需求释放。
- **第三部——更新：2023年更新需求触底，即将开启周期上行通道**

2015年挖机销量56349台，为上轮周期低点。按挖掘机第8年为更新高峰期测算，2023年国内挖机更新需求触底。国内主要以更新需求驱动，预计2023年挖机、起重机械销量见底、混凝土机械销量上行。随着行业下游需求不断修复改善、开工率及开工小时数上行，将开启新一轮更新周期。2023年6月国内挖机销量6098台，同比下降44.7%，降幅较4月收窄1.2pct，行业至暗时刻有望逐渐过去，逐步反转向上。
- **龙头公司业务结构显著差异，相对优势持续巩固，对细分行业下游敏感性不一**

2022年收入中，三一重工：挖掘机44%、混凝土机械19%、起重机械16%；徐工机械：起重机械25%、土方机械25%、混凝土机械10%；中联重科：起重机械46%、混凝土机械20%、高空机械11%、土方机械8%；柳工：土方铲运机械59%、零部件业务30%；杭叉集团叉车收入占比95%、安徽合力叉车收入占比99%。龙头公司业务结构性差异较大，对细分行业下游需求变化敏感性不一，相对优势有望持续巩固。短期看，2023年1-6月汽车起重机累计销量下滑1.1%，叉车累计销量增长5.8%、升降工作平台累计销量增长20.2%，表现优于挖机。
- **国内行业龙头有望凭借国际化、数字化、电动化从中国龙头走向全球龙头**

工程机械为中国当下优势产业，中国公司能依赖规模经济、产业链优势、运营效率优势取得全球龙头地位。三一重工、徐工机械、中联重科、恒立液压等行业龙头将在完成国内的进口替代后凭借国际化、数字化、电动化取得相当的市场份额，从中国龙头走向全球龙头。
- **投资建议：**

持续聚焦阿尔法属性龙头：考虑到估值、业绩释放周期，边际改善弹性，重点推荐低估值地方国企：徐工机械、中联重科、安徽合力；民企龙头：三一重工、恒立液压、杭叉集团、华铁应急。持续推荐三一国际、诺力股份、浙江鼎力、中铁工业。
- **风险提示：**基建、地产投资不及预期；挖机出口增速不及预期。

行业评级：看好(维持)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理：胡飘
hupiao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《住建部会议再强调落实房地产优化政策，工程机械有望筑底反转》 2023.07.28
- 2 《工程机械：上半年出口增26%、市占率提升，国内周期筑底向上》 2023.07.27
- 3 《政治局会议明确适时优化房地产政策，工程机械预期边际改善》 2023.07.25

附录 1: 工程机械行业重点公司盈利预测

表1: 工程机械行业重点公司盈利预测, 标注*公司为浙商证券测算, 其余为 Wind 一致预期

代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	2022 EPS	2023 EPS(E)	2024 EPS(E)	2022 PE	2023 PE	2024 PE	PB (LF)	ROE (2022)
600031	*三一重工	1,466	17.27	0.5	0.79	1.03	35	22	17	2.3	7%
601100	*恒立液压	947	70.63	1.75	2.02	2.42	40	35	29	7.6	21%
000425	*徐工机械	809	6.85	0.36	0.56	0.7	19	12	10	1.6	10%
000157	*中联重科	547	6.86	0.27	0.41	0.54	25	17	13	1.1	4%
0631.HK	*三一国际	393	12.36	0.52	0.72	0.96	24	17	13	0.0	13%
603338	*浙江鼎力	302	59.55	2.48	2.95	3.57	24	20	17	4.2	19%
603298	*杭叉集团	233	24.95	1.06	1.57	1.94	24	16	13	3.3	17%
600528	*中铁工业	231	10.38	0.84	0.96	1.07	12	11	10	1.1	8%
600761	*安徽合力	160	21.61	1.22	1.67	2.03	18	13	11	2.5	14%
000528	柳工	157	8.07	0.31	0.51	0.76	26	16	11	1.0	4%
603638	艾迪精密	156	18.63	0.3	0.37	0.46	62	50	41	5.4	8%
603300	*华铁应急	123	6.31	0.33	0.62	0.83	19	10	8	2.5	15%
603611	*诺力股份	63	24.63	1.56	1.9	2.39	16	13	10	3.0	18%
600984	建设机械	63	5.04	-0.04	0.23	0.47	-126	22	11	1.1	-1%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (以上与股价相关指标截至 2023 年 8 月 1 日收盘价)

附录 2: 挖掘机行业数据月度跟踪

表2: 挖掘机 2023 年 6 月销量同比下滑 24.1%, 累计同比减少 24%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	当月同比增速	累计同比增速
1 月	4548	10687	11756	9942	19601	15607	10443	-33.1%	-33.1%
2 月	14530	11113	18745	9280	28305	24483	21450	-12.4%	-20.4%
3 月	21389	38261	44278	49408	79035	37085	25578	-31%	-25.5%
4 月	14397	26561	28410	45426	46572	24534	18772	-23.5%	-25%
5 月	11271	19313	18897	31744	27220	20624	16809	-18.5%	-23.9%
6 月	8933	14188	15121	24625	23100	20761	15766	-24.1%	-24%
7 月	7656	11123	12346	19110	17345	17939			
8 月	8714	11588	13843	20939	18075	18097			
9 月	10496	13408	15799	26034	20085	21187			
10 月	10541	15274	17027	27331	18964	20501			
11 月	13822	15877	19316	32236	20444	23680			
12 月	14005	16027	20155	31530	24038	16869			
总销量	140302	203420	235693	327605	342784	261346	108818	-24%	-24%

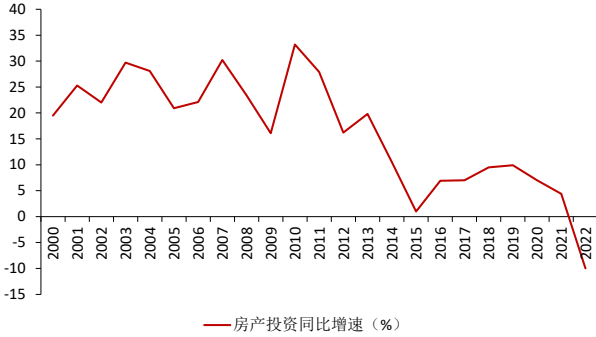
资料来源: 中国工程机械工业协会, 浙商证券研究所

附录 3: 历年挖机销量分析: 自 2021 年以来挖机出口占比快速提升

2020-2022 年, 下游房地产投资增速呈下降趋势, 其中 2022 年同比下滑 10%, 增速由正转负, 房屋新开工面积总体震荡向下, 其中 2022 年同比下滑 39.4%, 跌幅创新高。2022

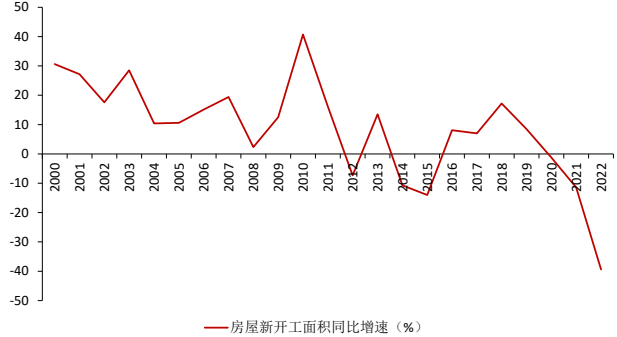
年基建逆周期调节属性凸显，全年同比增长 11.52%。2022 年煤炭开采和洗选业投资同比增长 24.4%，保持了较快增长。未来房地产预期有望逐步改善，基建投资维持高位，矿业智能化改造需求持续强劲。

图1：2022 年房地产投资同比下滑 10%，增速由正转负



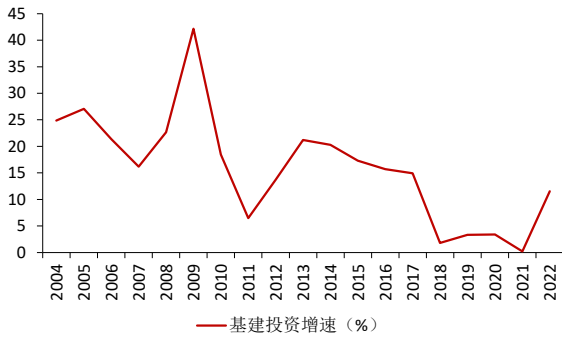
资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

图2：2022 年房屋新开工面积同比下滑 39.4%，跌幅创新高



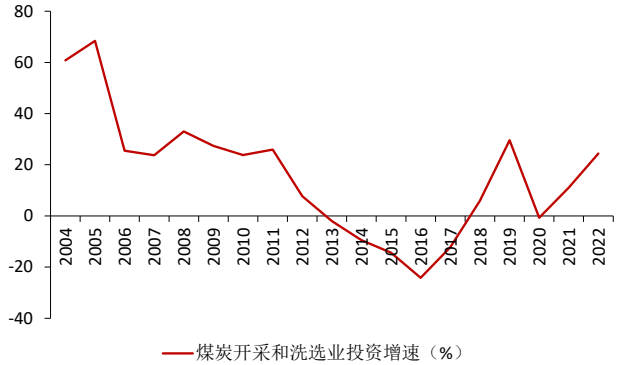
资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

图3：2022 年基建投资逆周期上行，同比增长 11.52%



资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

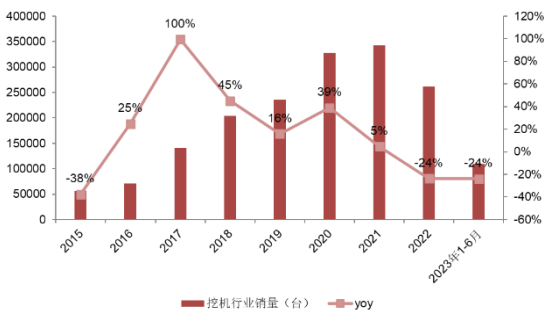
图4：2022 年煤炭开采和洗选业投资同比增长 24.4%



资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

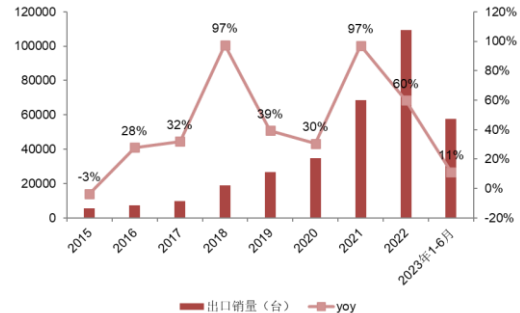
挖掘机出口占比持续提升：2021 年为本轮挖掘机销量高点，目前正处于下行筑底阶段，2015-2022 年挖掘机出口销量逐渐上行，出口销量 2020-2022 年增速分别为 30%、97%、60%，2019-2022 年 CAGR 为 60%。出口销量占比分别为 11%、20%、42%。2023 年 1-6 月出口销量 57787 台，同比上涨 11%，出口销量占比 53.1%，相较去年上新台阶。

图5：2023 年 1-6 月挖掘机行业销量 108818 台，同比下滑 24%



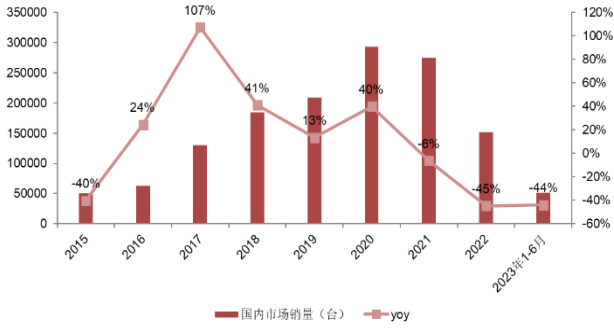
资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

图6：2023 年 1-6 月挖掘机出口销量 57787 台，同比上涨 11%



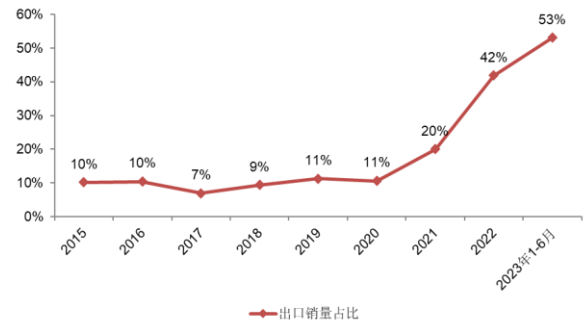
资料来源：wind，工程机械工业协会，浙商证券研究所（单位：台）

图7: 2023年1-6月挖机国内销量51031台, 同比下滑44%



资料来源: wind, 工程机械工业协会, 浙商证券研究所 (单位: 台)

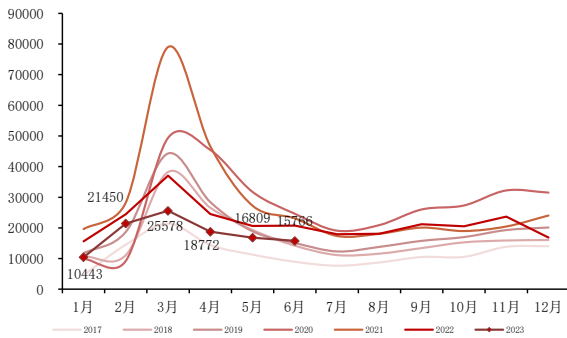
图8: 2023年1-6月挖机出口销量占比53.1%, 持续走高



资料来源: wind, 工程机械工业协会, 浙商证券研究所 (单位: 台)

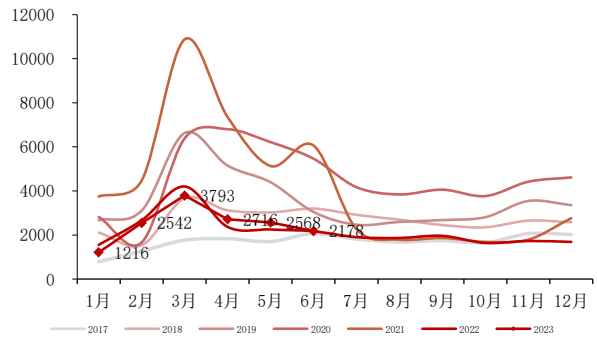
附录 4: 主要品类销量及下游需求指标跟踪

图9: 2023年6月单月挖掘机销量15766台, 同比下滑24.1%



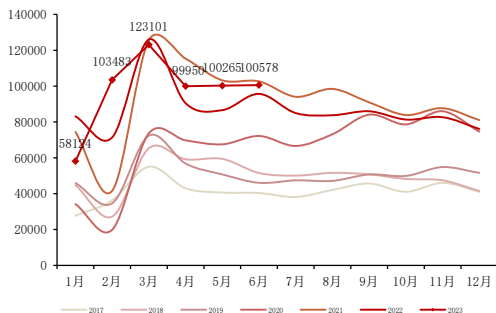
资料来源: wind, 工程机械工业协会, 浙商证券研究所 (单位: 台)

图10: 2023年6月汽车起重机销量2178台, 同比增长0.65%



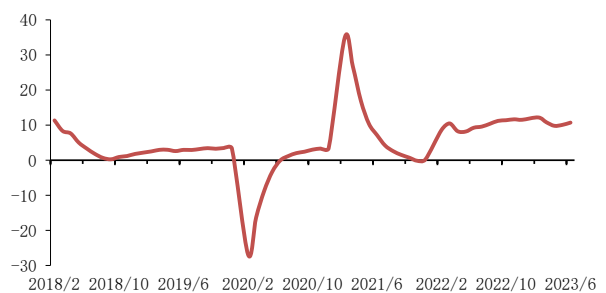
资料来源: wind, 工程机械工业协会, 浙商证券研究所 (单位: 台)

图11: 2023年6月叉车销量100578台, 同比增长5.13%



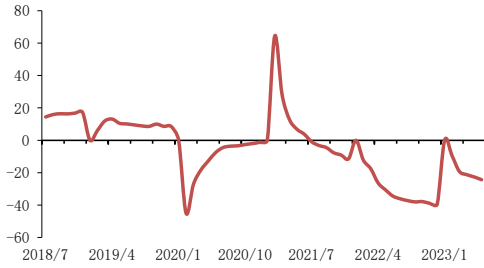
资料来源: wind, 工程机械工业协会, 浙商证券研究所 (单位: 台)

图12: 2023年6月基建投资额累计同比增长10.71%



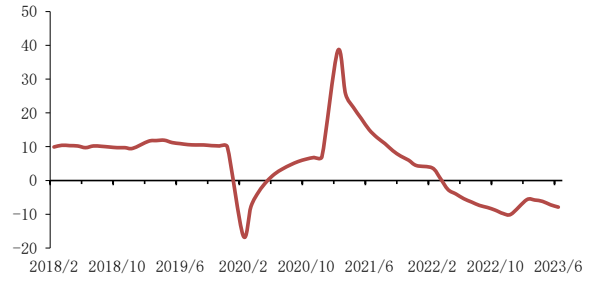
资料来源: wind, 浙商证券研究所 (单位: %)

图13: 2023年6月房屋新开工面积累计同比下滑24.3%



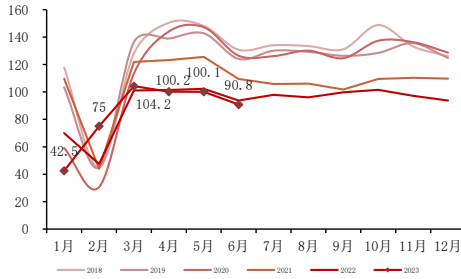
资料来源: wind, 浙商证券研究所 (单位: %)

图14: 2023年6月房地产开发投资累计同比下滑7.9%



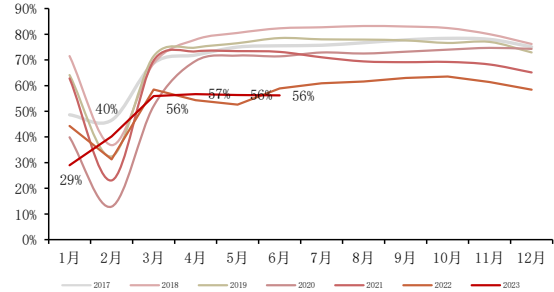
资料来源: wind, 浙商证券研究所 (单位: %)

图15: 2023年6月小松开工小时数90.8小时, 同比降低3.1%



资料来源: 小松官网, 浙商证券研究所 (单位: 小时)

图16: 2023年6月庞源吨米利用率56.2%, 同比下降3pct

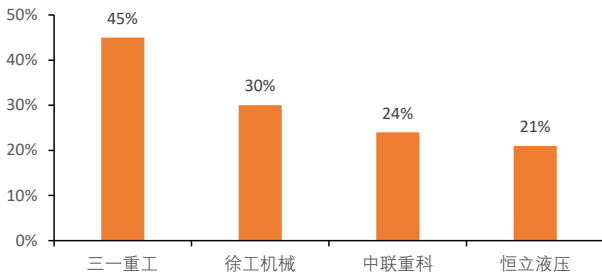


资料来源: 庞源租赁官网

附录4: 龙头公司业务结构及估值比较: 业务结构差异明显, 有望强者恒强

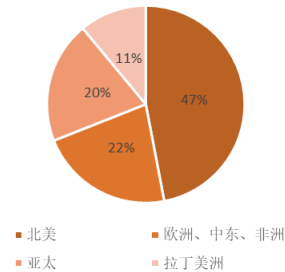
三一重工国外收入在总营收中占比最高, 与卡特彼勒比肩: 2022年, 在国内行业龙头公司中, 三一重工国外收入占比最高, 其中约45%的收入来自国外市场。徐工机械、中联重科和恒立液压海外市场收入占比相对较低, 分别为30%、24%和21%。而全球龙头卡特彼勒北美市场占总收入的47%, 海外市场中, 欧洲、中东、非洲地区占总收入的22%, 亚太地区为20%, 拉丁美洲地区为11%。

图17: 2022年国外收入占比: 三一重工最高, 达45%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图18: 2022年卡特北美收入占比47%, 其他区合计占比53%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

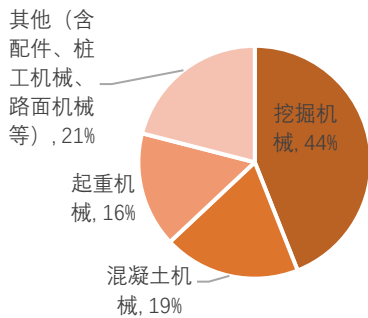
按产品划分：龙头公司业务结构性差异明显

1、三一重工第一大主营业务为挖掘机，收入占比达到 44%；徐工机械第一大主营业务为起重机械，收入占比达为 25%；中联重科第一大主营业务为起重机械，收入占比为 46%。液压零部件龙头恒立液压，油缸和泵阀业务分别达 56%和 34%的份额。

2、杭叉集团和安徽合力两家公司均主要专注于叉车业务，叉车业务收入占比分别高达 95%和 99%。

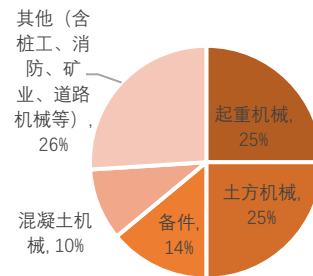
3、全球龙头卡特彼勒的收入主要来自建筑工程和能源交通业务，收入占比分别为 43%和 40%，资源业务也是其重要的收入来源，达 21%的比重。

图19：2022年三一重工产品结构，以挖掘机械业务为主



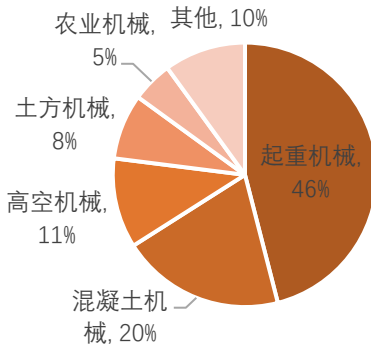
资料来源：wind，浙商证券研究所

图20：2022年徐工机械以起重机械、土方机械业务为主



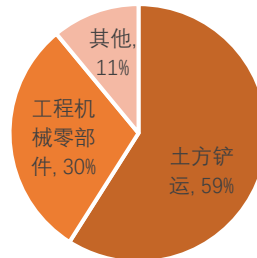
资料来源：wind，浙商证券研究所

图21：2022年中联重科以起重机械、混凝土机械业务为主



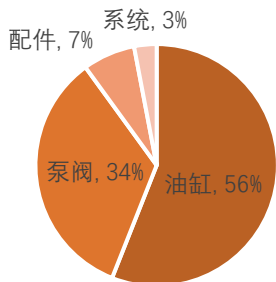
资料来源：wind，浙商证券研究所

图22：2022年柳工产品结构，以土方铲运机械为主



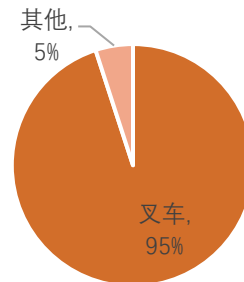
资料来源：wind，浙商证券研究所

图23：2022年恒立液压产品结构，以油缸、泵阀业务为主



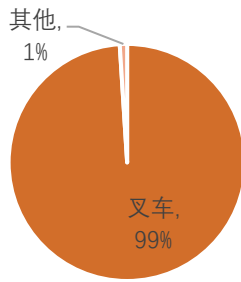
资料来源：wind，浙商证券研究所

图24：2022年杭叉集团产品结构，以叉车业务占比95%



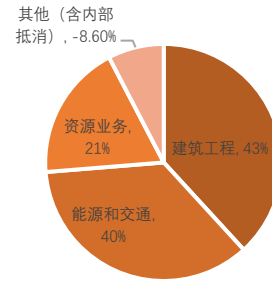
资料来源：wind，浙商证券研究所

图25: 2022年安徽合力产品结构, 以叉车业务占比99%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图26: 2022年卡特彼勒产品结构, 以能源交通、建筑工程为主

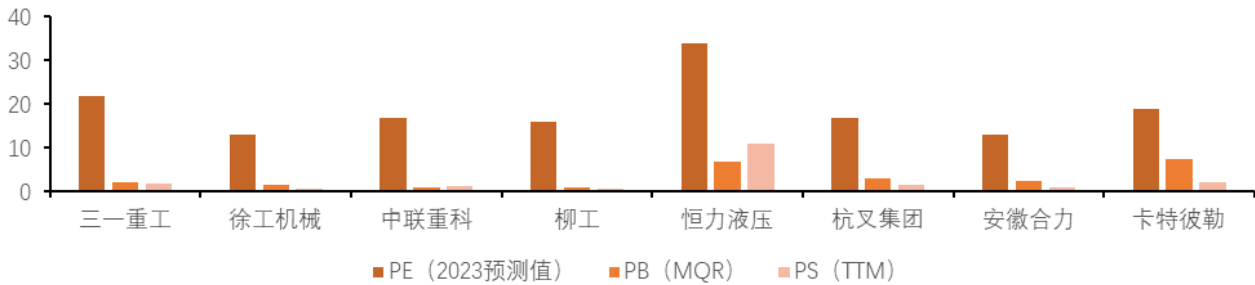


资料来源: wind, 浙商证券研究所

从 PE (WIND2023 预测值)、PB (MQR)、PS (TTM) 估值指标来看: 对比卡特彼勒, 三一重工 PS、PB 估值更低。(基于 2023 年 7 月 28 日收盘价)

- 三一重工 PE22 倍、PB2.2 倍、PS1.9 倍, 徐工机械 PE13 倍、PB1.5 倍、PS0.8 倍, 中联重科 PE17 倍、PB1.1 倍、PS1.4 倍, 柳工 PE16 倍、PB1.0 倍、PS0.6 倍, 恒立液压 PE34 倍、PB7.0 倍、PS11.0 倍,
- 杭叉集团 PE17 倍、PB3.0 倍、PS1.5 倍, 安徽合力 PE13 倍、PB2.4 倍、PS1.0 倍,
- 全球卡特彼勒 PE (TTM) 19 倍、PB7.4 倍、PS2.2 倍。

图27: 行业龙头企业估值比较 (PE、PB、PS): 三一重工 PE (2023 年预测) 为 22, 卡特彼勒 PE (TTM) 为 19



资料来源: wind, 浙商证券研究所, (卡特彼勒 PE 为 TTM, 其他 PE 由 WIND2023 年一致预期测算)

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>