

徐工机械 (000425.SZ)

买入 (首次评级)

“新徐工” 出口高增，盈利持续改善

投资逻辑：

- **工程机械龙头，17-22 年营收规模稳步提升。** 公司为国内工程机械领域头部企业，主要包括起重机械、土方机械等五大支柱产品。近年来，公司积极坚持“珠峰计划”，营收、归母净利润稳定增长，从 17 年的 291.3、10.2 亿元提升到 22 年的 938.2、43.1 亿元，期间 CAGR 达到 26.4%、33.4%。此外，公司于 23 年 2 月发布股权激励计划，23-25 年净利润考核值为 53/58/68 亿元，彰显其长期增长信心。
- **国内：国内工程机械板块正处于筑底阶段，部分领域拐点已到。** 1) 起重机：23 年 M2-M6 中国起重机国内市场销量连续四个月正增长，其中随车起重机销量连续 4 个月内销同比增速超 30%，起重机板块部分品类或已进入上行期；2) 挖机、混凝土机械：两类产品与地产、基建相关性较高，目前仍处筑底阶段，我们预计新一轮挖机周期有望在 24 年开启。
- **出口：公司海外市场持续高增长，海外市场打开成长天花板。** 国内工程机械近年来出口顺利，尤其在“一带一路”国家，17-22 年公司海外收入从 33.1 提升到 278.4 亿元，期间 CAGR 超 50%，海外收入占比也从 17 年的 11% 提升到 22 年 30%；根据 Statista 数据，全球工程机械市场规模接近 1500 亿美元，公司在国内市场市占率超 20%、而海外市占率仅为 4%，海外市场远期仍具备较大成长空间。
- **多因素驱动，看好公司盈利能力持续提升。** 公司在 22 年 8 月合并徐工有限，注入挖机等高毛利资产实现产品结构优化；此外，上游成本端压力缓解、且费用管控良好，使得公司毛利率在 23Q1 达到 22.6%，同比+7.4pcts、环比提升 2.4pcts。随着工程机械上行周期开启、叠加海外出口顺利，看好公司规模效应持续显现，拉动盈利水平，预计 23-25 年公司净利率为 6.3%、6.7%、7.2%。

盈利预测、估值和评级

- 我们预计公司 23-25 年实现营业收入 1015.8/1176.4/1417.5 亿元，归母净利润为 64.28/72.97/102.47 亿元，对应 PE 分别为 12/10/8 倍。给予公司 23 年 15 倍 PE，对应目标价 8.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 下游地产、基建需求不及预期、海外市场竞争加剧、原材料价格上涨风险、汇率波动风险。

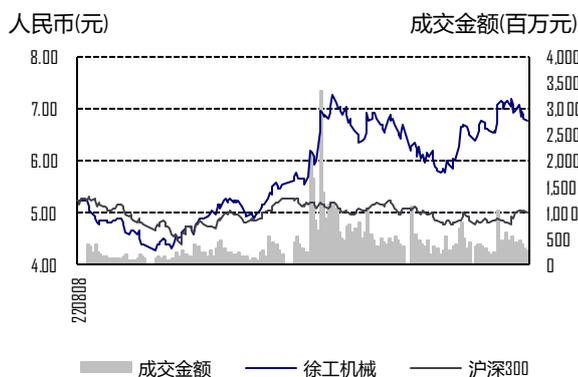
机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.76 元

目标价 (人民币)：8.10 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	84,328	93,817	101,582	117,638	141,749
营业收入增长率	14.01%	11.25%	8.28%	15.81%	20.50%
归母净利润(百万元)	5,615	4,307	6,428	7,927	10,247
归母净利润增长率	50.57%	-23.29%	49.25%	23.32%	29.27%
摊薄每股收益(元)	0.717	0.365	0.544	0.671	0.867
每股经营性现金流净额	1.03	0.13	0.13	0.99	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.41%	8.09%	11.28%	12.83%	15.09%
P/E	8.36	13.91	12.43	10.08	7.79
P/B	1.29	1.12	1.40	1.29	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、新徐工，打开新起点.....	4
1.1 公司产品系列丰富，重组上市活力迸发.....	4
1.2 17-22 年营收规模持续提升，盈利能力稳定.....	5
1.3 优质资产注入、成本下行、费用控制良好，新徐工盈利质量优化.....	6
1.4 发布股权激励计划，彰显业绩增长信心.....	7
二、工程机械进入筑底阶段，出口高增打开增长极.....	8
2.1 内需：工程机械板块进入筑底阶段，行业有望边际向好.....	8
2.2 格局：挖机产品稳居前二、起重机板块稳居国内龙头.....	10
三、出口：出口持续高增长，海外市场远期成长空间大.....	12
3.1 分产品：国产厂商出海顺利，海外市场成为第二增长曲线.....	12
3.2 分地区：海外需求高景气，公司“一带一路”地区收入高速增长.....	13
3.3 全球工程机械市场空间广阔，公司出口逐年高增，远期天花板高.....	14
五、盈利预测与投资建议.....	16
5.1 收入、毛利率预测：.....	16
5.2 投资建议：.....	17
六、风险提示.....	17

图表目录

图表 1：公司产品结构丰富.....	4
图表 2：公司“珠峰登顶”计划.....	4
图表 3：徐工集团持股 20.12%.....	5
图表 4：2017-2023Q1 公司营业收入情况.....	5
图表 5：2017-2023Q1 公司归母净利润情况.....	5
图表 6：公司土方机械毛利率超过其他品类.....	5
图表 7：2021 年公司业务以起重机械和备件为主.....	6
图表 8：2022 年吸收徐工有限后产品结构得以优化.....	6
图表 9：钢材约占工程机械成本的 30%.....	6
图表 10：工程机械毛利率与钢材价格存在一定负相关性.....	6
图表 11：公司销售费用率处于可比公司平均水平.....	6
图表 12：公司管理费用率低于可比公司.....	6
图表 13：徐工毛利率逐渐追平可比公司.....	7
图表 14：徐工净利率相对可比公司稳定提升.....	7
图表 15：公司针对各激励对象间的分配情况.....	8
图表 16：公司授予的限制性股票激励考核标准.....	8
图表 17：挖掘机销量与经济周期相关性较大，预计 24-25 年开始新一轮上行.....	9
图表 18：中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位（小时/月）.....	9
图表 19：2024 年进入挖机新一轮更换周期.....	10
图表 20：23M6 汽车起重机月度同比降幅收窄.....	10

图表 21:	23M3-M6 随车起重机同比恢复高增长.....	10
图表 22:	2021 年以来地产行业持续低迷.....	10
图表 23:	搅拌车国内销量仍处于下行周期.....	10
图表 24:	20 年国内挖机市场占有率 CR3 达 54.1%.....	11
图表 25:	国产挖掘机厂商市占率持续提升.....	11
图表 26:	国产厂商近 4 个季度毛利率持续上行.....	11
图表 27:	2020 年国内起重机 CR3 市场份额超 90%.....	12
图表 28:	2022 年徐工起重机营收跃升至第一.....	12
图表 29:	2020-22 年公司起重机毛利率超过三一重工.....	12
图表 30:	22 年挖掘机出口销量达 10.9 万台.....	13
图表 31:	22 年起重机出口销量达 9891 台.....	13
图表 32:	18 年至今挖掘机月度出口销量占比持续提升.....	13
图表 33:	22 年起重机出口占比达 27.4%.....	13
图表 34:	全球多个地区开工小时数 (单位: 小时/月)	13
图表 35:	“一带一路”对外承包新签订单额维持高位.....	13
图表 36:	23M1-M5 中国工程机械出口国家概况.....	14
图表 37:	22 年全球工程机械市场空间达 1400 亿美元.....	14
图表 38:	中国工程机械市场全球占比超 30%.....	14
图表 39:	公司海外收入占比高速增长.....	14
图表 40:	近年公司海外收入占比大幅提升.....	14
图表 41:	22 年公司各主营产品出口增长迅速.....	15
图表 42:	近两年公司“一带一路”地区收入高增长.....	15
图表 43:	22 年公司在 中国工程机械市场市占率超 20%.....	15
图表 44:	22 年徐工海外工程机械市场市占率仅为 4.1%.....	15
图表 45:	公司挖机海外市占率仅 1.9%.....	16
图表 46:	公司起重机海外市占率仅 4.1%.....	16
图表 47:	公司营业收入拆分及预测.....	17
图表 48:	可比公司估值.....	17

一、新徐工，打开新起点

1.1 公司产品系列丰富，重组上市活力迸发

老牌工程机械龙头，品类齐全、国际化布局顺利。公司的工程机械产品种类齐全，囊括了起重机械、土方机械、桩工机械、混凝土机械等多个产品；此外，公司发力“一带一路”国家，全球化布局，营销网络已覆盖全球 190 多个国家和地区。

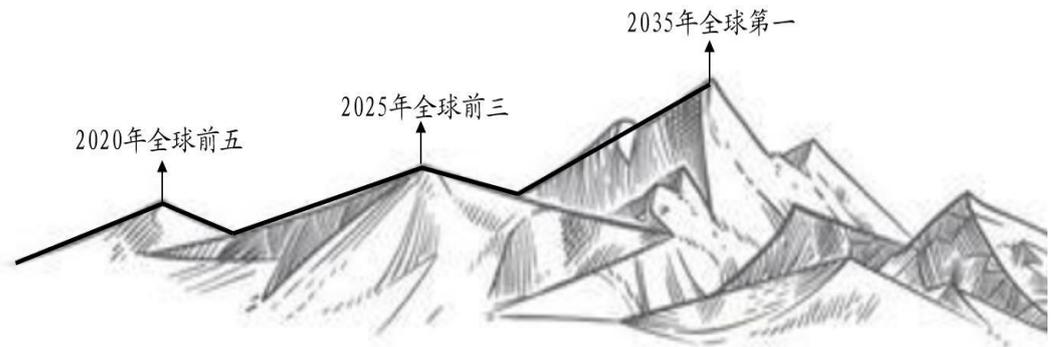
图表1：公司产品结构丰富



来源：公司官网，国金证券研究所

推出“珠峰登顶”计划，规划 2035 年规模效益等主要指标冲刺全球第一。公司始终坚持“珠峰登顶”的战略目标，前两步已顺利完成，目前正全力冲刺 2035 年规模效益、产品水平、技术质量、国际竞争力全面登上世界工程机械的最高位置。

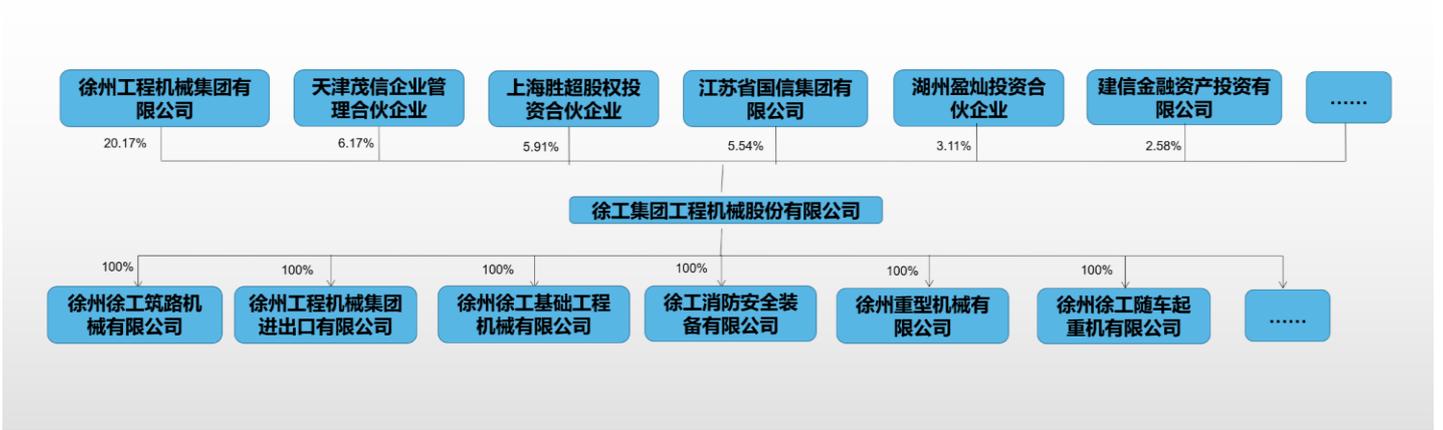
图表2：公司“珠峰登顶”计划



来源：公司年报，国金证券研究所

重组上市，新徐工股权结构变化大，公司活力迸发。2022 年 8 月公司吸收合并徐工有限完成重组上市。交易完成后，公司总股本增至 118.2 亿股，徐州工程机械集团有限公司持股 20.12%，公司的控股股东由徐工有限变更为徐工集团，实际控制人未发生变更。

图表3: 徐工集团持股 20.12%



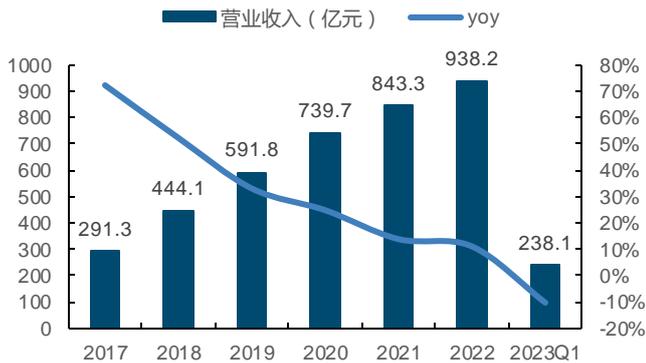
来源: Wind, 国金证券研究所 (截止至 2023 年 8 月 7 日)

1.2 17-22 年营收规模持续提升, 盈利能力稳定

公司营业收入、归母净利润从 2017 年的 291.31、10.21 亿元提升至 2022 年的 938.2、43.1 亿元, 期间 CAGR 分别为 26.4%、33.4%。23Q1 公司实现营业收入 238.1 亿元 (同比 -10.1%), 归母净利润 15.3 亿元 (同比 -26.4%), 营收、净利下滑主要系。

图表4: 2017-2023Q1 公司营业收入情况

图表5: 2017-2023Q1 公司归母净利润情况

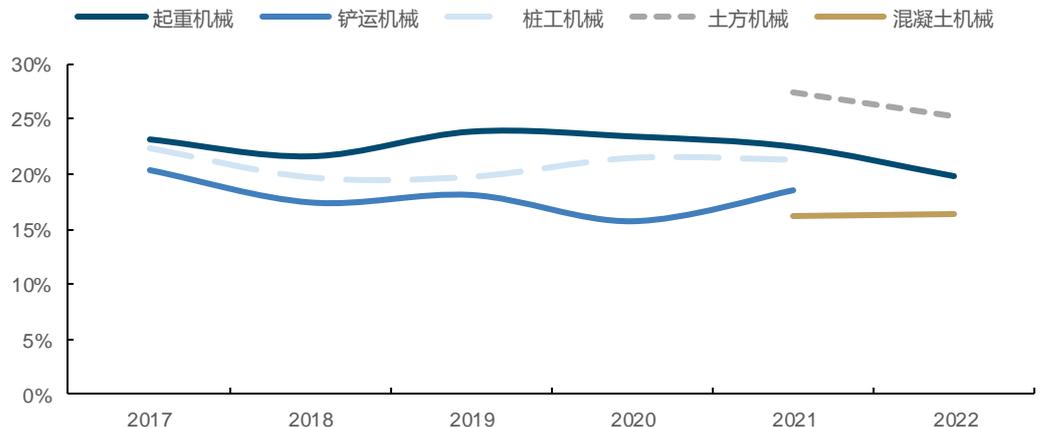


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

核心业务收入稳步增长, 盈利能力稳定。从业务结构来看, 起重机械的收入从 2017 年的 106.3 亿元提升至 2022 年的 238.6 亿元, 复合增速为 17.6%。2022Q3 公司吸收合并完成后, 挖机这类优质资产注入, 2022 年土方机械和混凝土机械的营业收入为 236.4、95.0 亿元。从盈利能力来看, 新注入的资产土方机械的毛利率超过 25%, 超过其他品类, 随着挖机行业进入上行周期后, 整体毛利率有望提升。

图表6: 公司土方机械毛利率超过其他品类

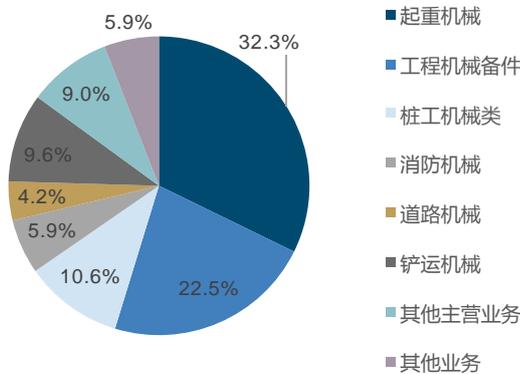


来源: Wind, 国金证券研究所 注: 22 年新报表因重新分布产品结构, 因此未披露铲运机械毛利率

1.3 优质资产注入、成本下行、费用控制良好，新徐工盈利质量优化

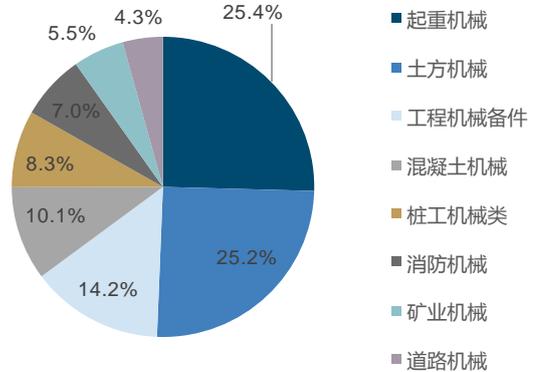
公司吸收合并徐工有限，完成工程机械板块整体上市，挖掘机、塔式起重机、混凝土机械、矿业机械等优势资产注入，推动公司盈利上行。2022 年公司吸收徐工有限，并入其挖掘机、塔式起重机、矿业机械、混凝土机械业务，公司产品结构得以优化。

图表7: 2021 年公司业务以起重机械和备件为主



来源: Wind, 国金证券研究所

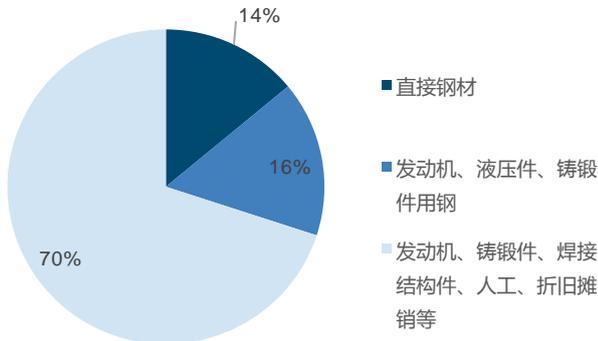
图表8: 2022 年吸收徐工有限后产品结构得以优化



来源: Wind, 国金证券研究所

成本端: 钢材价格对工程机械毛利率存在明显的影响。根据中商产业研究院数据, 钢材是工程机械的主要原材料之一, 约占工程机械成本的 30%。同时, 我们通过对中联重科、三一重工等 5 家大型工程机械企业毛利率分析, 2020 年初至 2022 年末, 工程机械行业毛利率与钢材价格存在较强的负相关性。

图表9: 钢材约占工程机械成本的 30%



来源: 中商情报网, 国金证券研究所

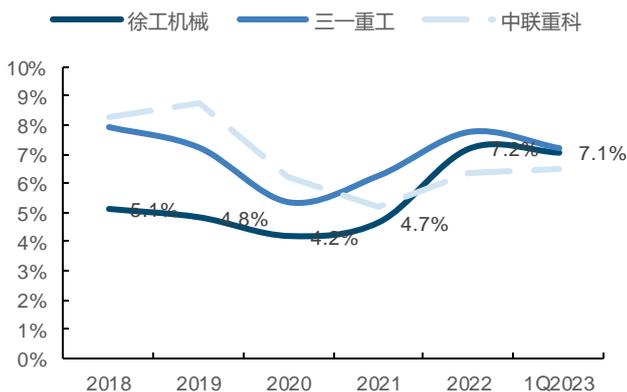
图表10: 工程机械毛利率与钢材价格存在一定负相关性



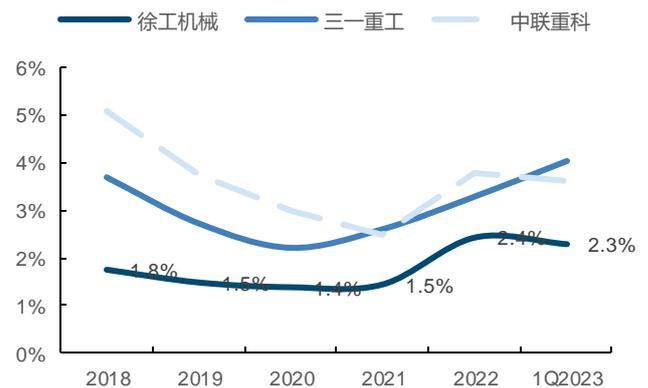
来源: Wind, 国金证券研究所 注: 平均毛利率选取中联重科、三一重工、柳工、徐工、山河智能季度毛利率取平均值

费用端: 公司费用管控良好, 长期优于可比公司。2018-21 年公司销售费用率低于三一与中联, 22 年销售费用率上行系合并徐工有限导致; 同时公司管理费用率长期低于可比公司, 1Q23 公司管理费用率为 2.3%, 低于三一 (4.0%)、中联重科 (3.6%)。

图表11: 公司销售费用率处于可比公司平均水平



图表12: 公司管理费用率低于可比公司



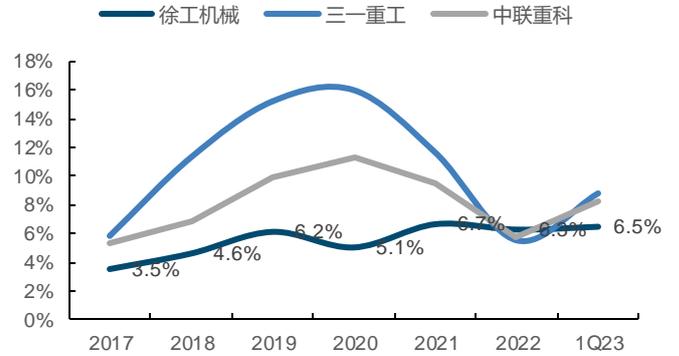
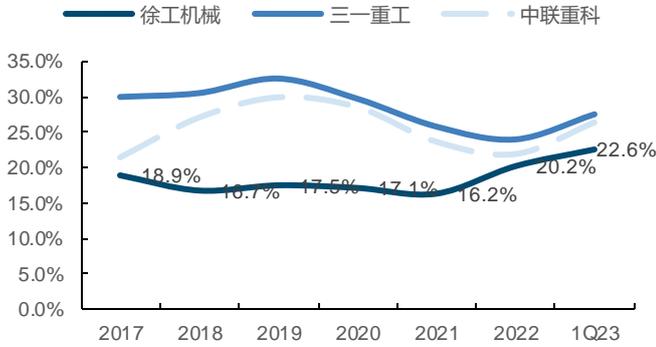
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2022 年开始徐工机械的盈利能力开始提升。近几年毛利率和净利率维持在 17%、6%，与三一重工和中联重科相比，公司盈利水平略低，主要系盈利能力较差的工程机械备件占比较高。随着 22 年 8 月完成合并，高毛利的挖机等优势资产注入，公司 1Q23 年毛利率小幅提升至 22.6%，未来盈利能力有望进一步提升。

图表13：徐工毛利率逐渐追平可比公司

图表14：徐工净利率相对可比公司稳定提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

1.4 发布股权激励计划，彰显业绩增长信心

公司于 23 年 2 月 20 日发布限制性股票激励，充分调动员工积极性。本计划激励对象包括公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员，共计不超过 2000 人，拟向其授予 11816.166 万股，约占公告日公司股本总额的 1%。

图表15: 公司针对各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例
陆川	董事、总裁	110	0.93%
孙建忠	副总裁	70	0.59%
王庆祝	副总裁	70	0.59%
刘建森	副总裁	70	0.59%
宋之克	副总裁	70	0.59%
蒋明忠	副总裁	70	0.59%
孟文	副总裁	70	0.59%
于红雨	副总裁、财务负责人	70	0.59%
费广胜	董事会秘书	70	0.59%
中高层管理人员、核心技术及业务人员		10, 249.03	86.74%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

股权激励目标重视盈利能力, 看好公司长期利润率提升。根据公告, 股票激励计划业绩目标为 2023-2025 年净资产收益率不低于 9.0%/9.5%/10%, 净利润不低于 53/58/65 亿元, 分红比例不低于 30%。

图表16: 公司授予的限制性股票激励考核标准

考核年度	净资产收益率	净利润	分红比例
2023 年	≥9%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥53 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%
2024 年	≥9.5%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥58 亿元或 23-24 年累计净利润不低于 111 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%
2025 年	≥10.0%, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	≥65 亿元或 23-25 年累计净利润 176 亿元, 且不低于行业平均或对标企业 75 分位水平	分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、工程机械进入筑底阶段, 出口高增打开增长极

2.1 内需: 工程机械板块进入筑底阶段, 行业有望边际向好

■ 挖机: 行业仍处下行周期, 新一轮周期有望在 24 年开启

1) 2005-2008 年: 国家“十一五”进一步推进城镇化建设, 基建、铁路进入投资周期, 城市公共交通、水利等投资年均增长 30%左右。2009-2011 年, 四万亿投资政策驱动, 基建和房地产投资扩张, 挖掘机销量开始从 2008 年经济危机中走出, 开始维持 23 个月正增长。

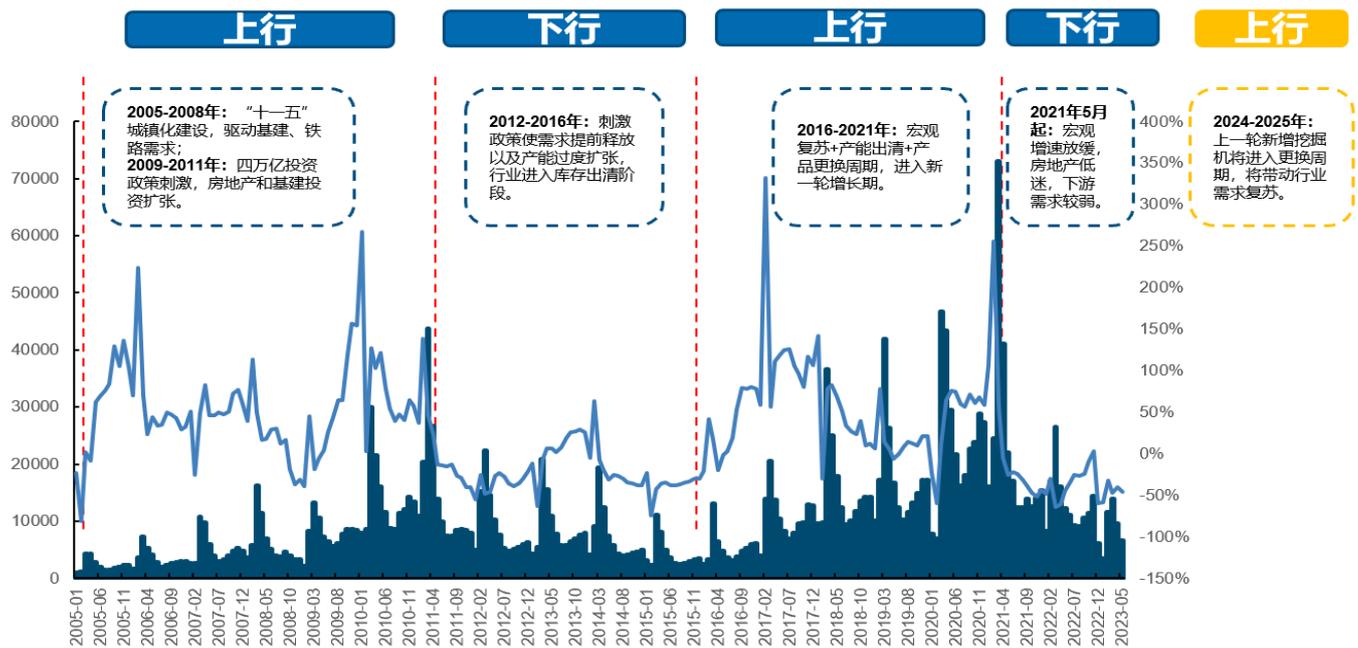
2) 2012-2016 年: 刺激政策提前释放了下游需求, 同时带来了产能的过度扩张和信用扩张, 行业进入库存出清阶段。

3) 2016-2021 年: 行业竞争加剧, 盲目入行产能出清, 叠加宏观复苏和产品更换周期到达, 进入新一轮增长期。

4) 2021-2023 年: 宏观增速放缓、房地产、基建等下游需求相对低迷, 挖掘机销量连续数月负增长。

5) 2024 年: 将进入上一轮新增挖掘机的更换周期, 行业复苏渐行渐近。

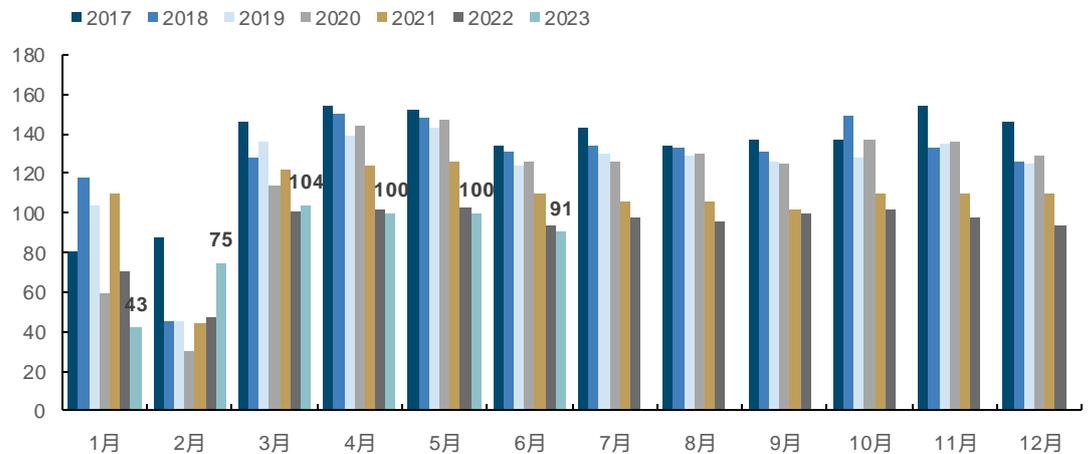
图表17: 挖掘机销量与经济周期相关性较大, 预计 24-25 年开始新一轮上行



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所 注: 纵坐标左轴为国内挖机月度销量(台), 右轴为国内挖机销量月度同比增速, 数据更新到 23 年 6 月

中国地区小松开工数据仍处低位, 挖机板块仍处于下行周期。根据小松官网数据, 23 年 6 月小松挖掘机开工小时数为 90.8 小时, 同比下降 3.1%, 环比下降 9.29%。从下游景气度来看, 国内市场仍处于筑底阶段。

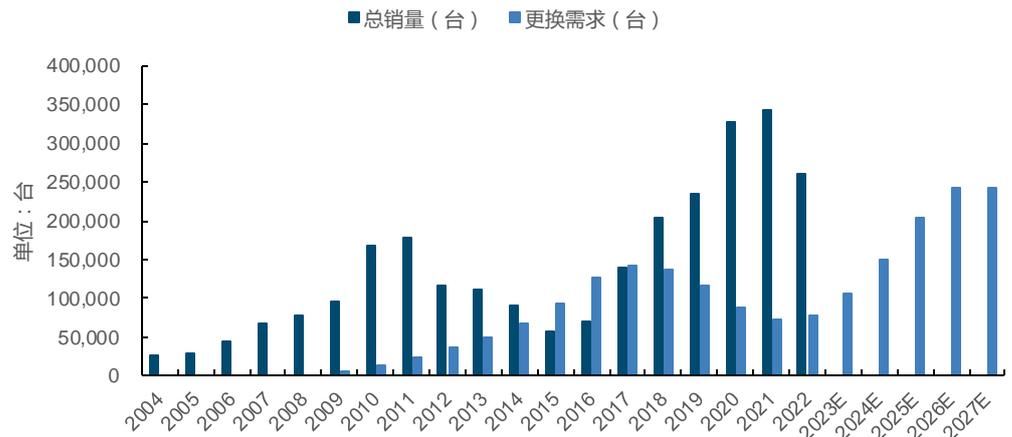
图表18: 中国地区小松挖掘机开工小时数仍处低位 (小时/月)



来源: Wind, 国金证券研究所

我们预判新一轮挖机上行周期预计在 24 年开启。工程机械工况复杂、磨损大, 挖机的更换周期为 5-8 年, 假设挖机寿命为 8 年, 第 5 年开始更换, 第五到第八年的更换比例为 20%/30%/30%/20%, 并进行加权计算测算出 23-25 年挖机的更换需求为 10.5/14.9/20.3 万台, 进入新一轮更换周期。

图表19: 2024年进入挖机新一轮更换周期



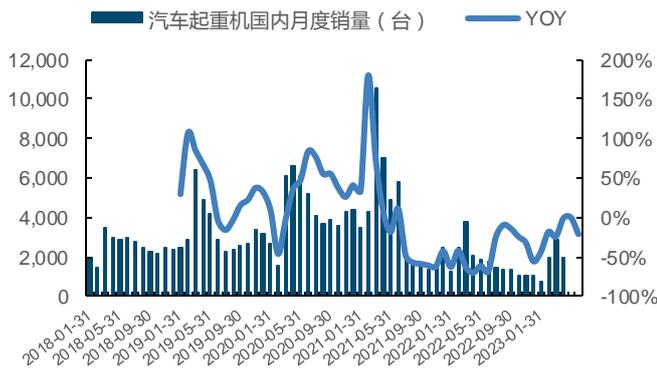
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 起重机: 行业冰点已过, 23M6起重机中国市场销量同比翻正

根据中国工程机械协会数据, 23年6月国内起重机的月度销量达到3758台, 同比+0.5%, 连续四个月实现正增长; 此外, 从细分品类来看, 随车起重机销量连续四个月实现高速增长, 起重机行业有望迎来工程机械领域率先复苏。

图表20: 23M6汽车起重机月度同比降幅收窄

图表21: 23M3-M6随车起重机同比恢复高增长



来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所



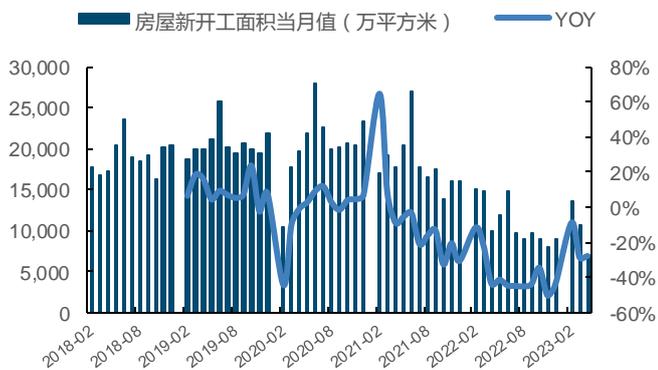
来源: 中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

■ 混凝土机械: 混凝土机械仍处于筑底阶段, 地产宽松政策持续加码有望推动复苏

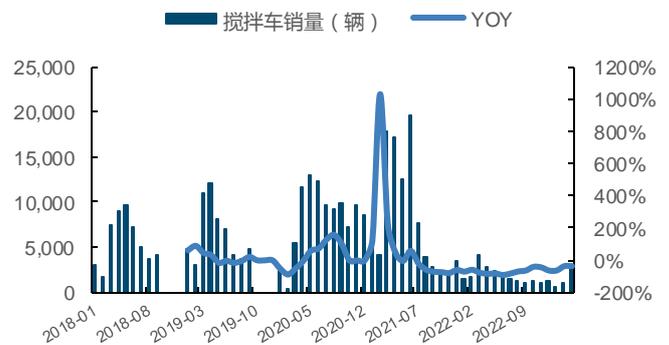
混凝土机械尚处于销量下行周期, 但降幅持续收窄。根据Auto Thinker数据, 23年1-3月中国混凝土搅拌车单月销量576/1108/2604台, 同比-63%/-36%/-36%, 降幅有所收窄, 受房地产行业低迷影响, 当前仍处于下行周期。

图表22: 2021年以来地产行业持续低迷

图表23: 搅拌车国内销量仍处于下行周期



来源: Wind, 国金证券研究所



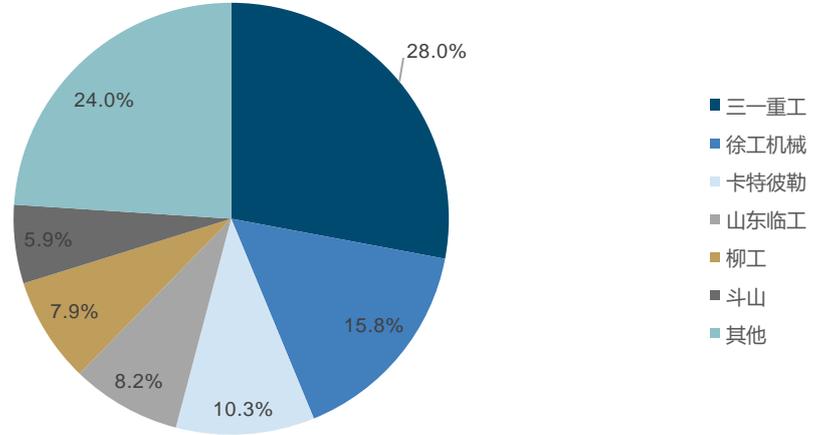
来源: Auto Thinker, 国金证券研究所

2.2 格局: 挖机产品稳居前二、起重机板块稳居国内龙头

■ 挖机: 引领国产厂商进口替代, 有望受益行业下一轮更换周期

行业 CR3 超过 50%，龙头企业有望受益新一轮上行周期。根据工程机械工业协会数据，2020 年三一重工/徐工机械/卡特彼勒市场份额分别为 28.0%/15.8%/10.3%，CR3 达 54.1%，集中度明显。

图表24: 20 年国内挖机市场占有率 CR3 达 54.1%

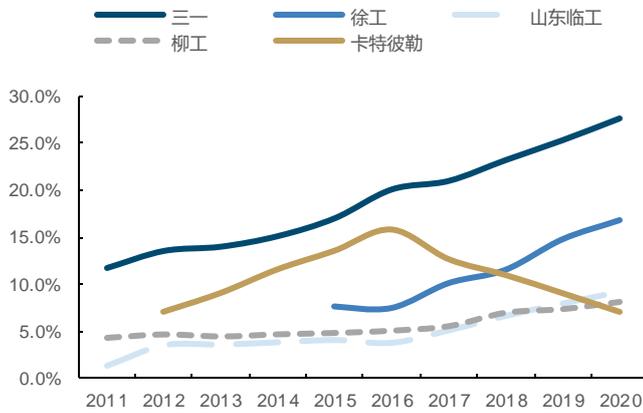


来源：中国工程机械工业协会，国金证券研究所

自主厂商竞争力提升，国产化率超 70%。 国产厂商经过长时间与国际巨头本土化竞争，进行核心零部件布局，产品质量提升明显，同时通过更好的售后服务意识，市场份额持续提升，从 2011 年不足 39.3% 提升至 2020 年的 70.7%。

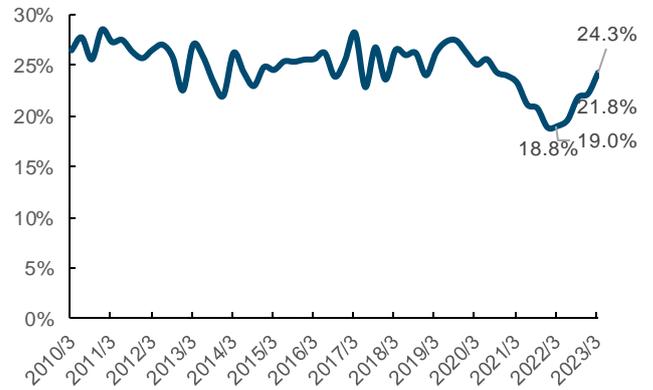
国产品牌竞争趋缓，公司有望受益周期上行。近两年国内挖掘机行业竞争趋缓，代表厂商毛利率持续改善，龙头厂商季度毛利率从 4Q2020 的 18.8% 提升至 1Q2023 的 24.3%。随着挖掘机行业销量筑底，公司作为国产挖掘机龙头之一，有望受益于新一轮上行周期。

图表25: 国产挖掘机厂商市占率持续提升



来源：中国工程机械工业协会挖掘机分会，国金证券研究所

图表26: 国产厂商近 4 个季度毛利率持续上行

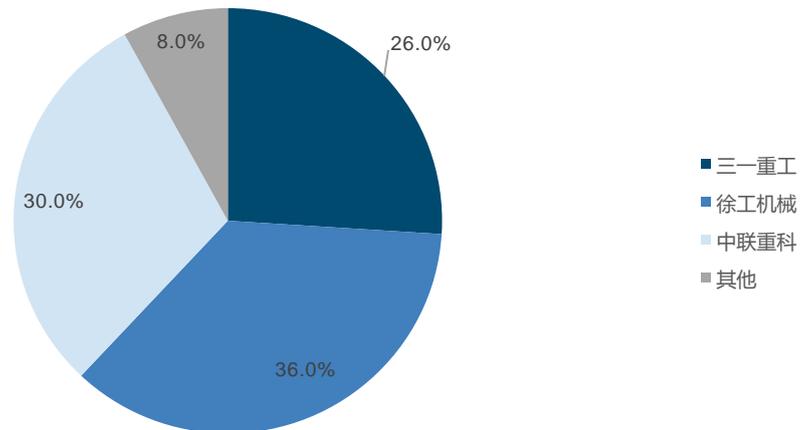


来源：Wind，国金证券研究所 注：平均毛利率选取中联重科、三一重工、柳工、徐工、山河智能季度毛利率取平均值

■ **起重机：国产寡头市场，CR3 市占率超 90%。**

国内起重机行业呈现寡头垄断格局，CR3 市占率超 90%。 根据前瞻研究院数据，2020 年国内起重机市场份额主要由徐工、中联重科、三一重工占据，市场份额分别为 36%、30%、26%。

图表27：2020年国内起重机CR3市场份额超90%

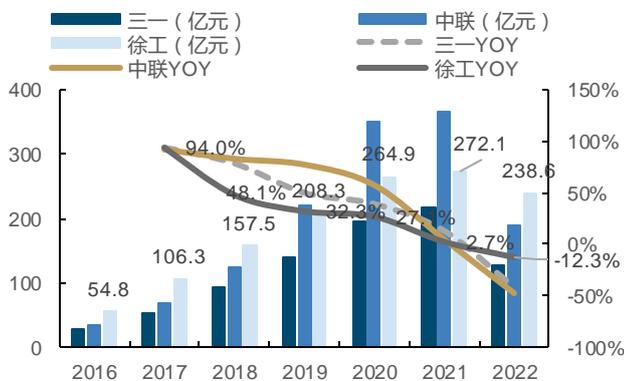


来源：前瞻研究院，国金证券研究所

2022年公司起重机收入规模重回第一。2016年以来需求复苏叠加产能出清，公司起重机业务也保持持续增长，21年营收达272.1亿元，期间GAGR达37.8%。2022年由于下游需求低迷，呈现下行趋势，但横向对比来看，三一、中联、徐工分别下滑42.0%、48.0%、12.3%，下滑幅度最低，起重机营收规模重回第一。

盈利能力较为稳定。2016-21年之间公司起重机毛利率基本维持在22%左右，从2020年开始超过三一，与中联相近。2022年受整体行业影响，毛利率存在一定压力，预计随着塔机业务资源整合与下游需求逐渐筑底，公司起重机毛利率有望得到提升。

图表28：2022年徐工起重机营收跃升至第一



图表29：2020-22年公司起重机毛利率超过三一重工



来源：Wind，国金证券研究所

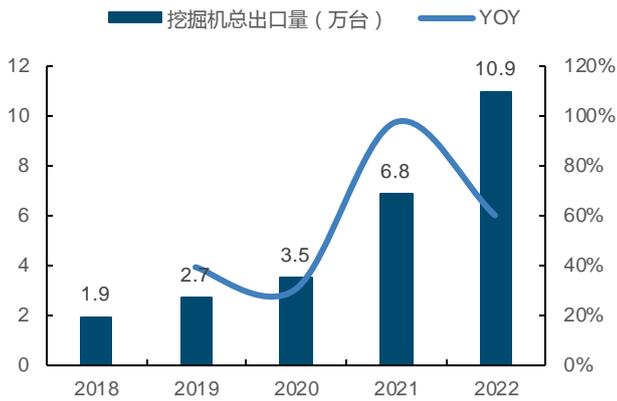
来源：Wind，国金证券研究所

三、出口：出口持续高增长，海外市场远期成长空间大

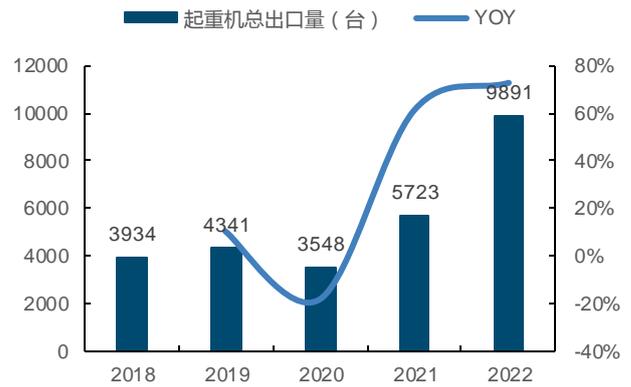
3.1 分产品：国产厂商出海顺利，海外市场成为第二增长曲线

挖掘机、起重机出口销量持续扩张，国产品牌出海形成趋势。经过多年发展，我国国产工程机械产品不仅持续推动国内市场国产替代，同时由于性价比、产品质量优势，开始在海外打开市场，其中挖掘机、起重机年度出口销量从2018年1.91万台、3934台提升至2022年的10.9万台、9891台，期间GAGR达54.7%、25.9%。

图表30: 22年挖掘机出口销量达10.9万台



图表31: 22年起重机出口销量达9891台

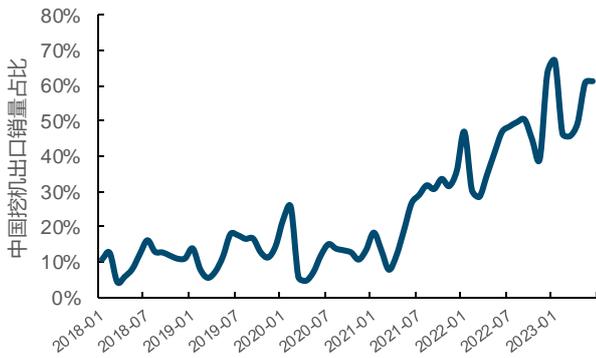


来源: Wind, 国金证券研究所

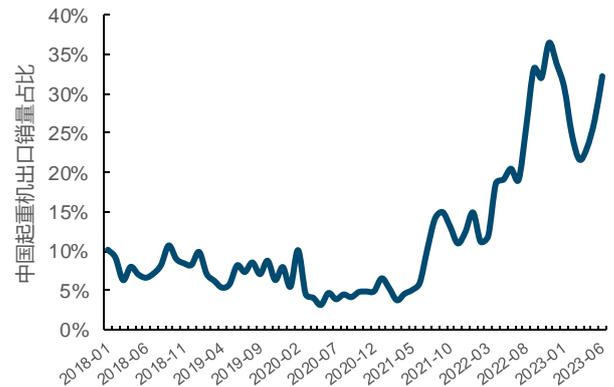
来源: Wind, 国金证券研究所

挖掘机、起重机出口销量占比持续提升: 1) 挖掘机: 挖机月度出口销量高速增长, 挖机出口占比从18年1月10.6%提升至23年6月61.3%; 2) 起重机: 起重机出口连续保持30个月同比正增长, 月度出口数量屡破新高, 从21年4月的522台增长至23年6月的1446台, 出口占比从2021年4月3.7%增长至2023年6月的32.3%。

图表32: 18年至今挖掘机月度出口销量占比持续提升



图表33: 22年起重机出口占比达27.4%



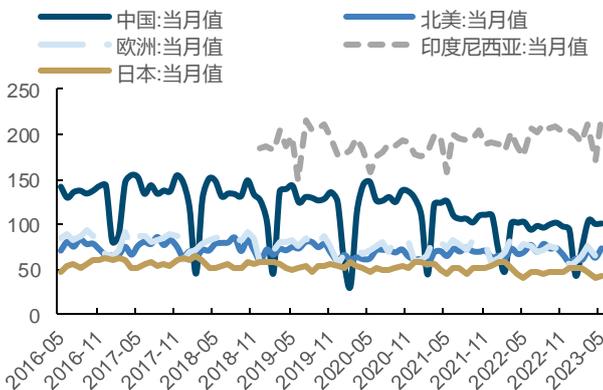
来源: 中国工程机械协会, 国金证券研究所

来源: 中国工程机械协会, 国金证券研究所

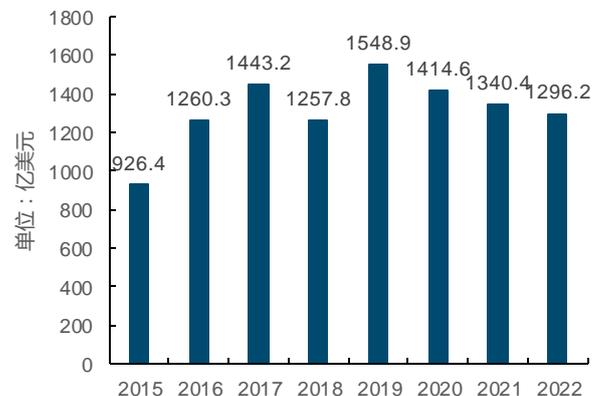
3.2 分地区: 海外需求高景气, 公司“一带一路”地区收入高速增长

“一带一路”地区需求维持景气。从小松开工数据来看, “一带一路”国家中印度尼西亚开工小时数较高, 2023年5月达219小时/月, 远高于其他地区; 同时“一带一路”对外承包新签订单额从2016年起维持1200亿美元以上, 为沿线国家持续带来工程合作机会的同时, 也刺激了工程机械需求。

图表34: 全球多个地区开工小时数 (单位: 小时/月)



图表35: “一带一路”对外承包新签订单额维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

23M1-M5 中国工程机械出口地区分化明显, “一带一路”国家出口景气度高。23M1-M5 越南、日本工程机械出口额分别同比下降15.67%/0.11%, 俄罗斯、沙特、土耳其工程机械

出口额分别同比提升 217.7%/156.4%/139.4%，出口地区分化明显，多数“一带一路”国家出口表现亮眼。

图表36: 23M1-M5 中国工程机械出口国家概况

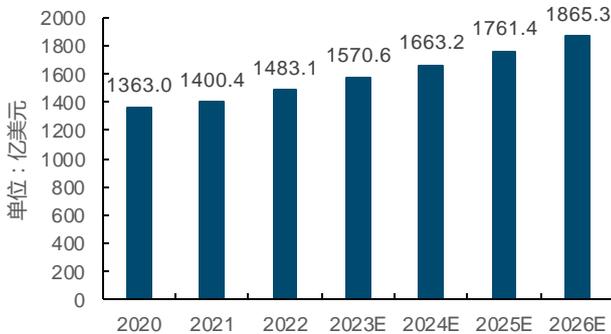
序号	国家/地区	出口额(万美元)	同比 (%)
1	俄罗斯联邦	284798	217.71
2	美国	186173	12.65
3	印度尼西亚	111111	10.88
4	日本	78389	-0.11
5	印度	73463	35.07
6	澳大利亚	73168	7.27
7	比利时	64282	20.17
8	巴西	58162	15.45
9	沙特阿拉伯	54864	156.42
10	土耳其	48540	139.4
11	韩国	46195	5.59
12	泰国	46181	0.69
13	德国	43326	2.4
14	越南	43195	-15.67
15	荷兰	42020	64.13
16	英国	40869	14.33
17	菲律宾	39447	25.52
18	马来西亚	37297	44.72
19	加拿大	36430	13.74
20	墨西哥	33195	73.44

来源: 铁甲工程机械网, 国金证券研究所

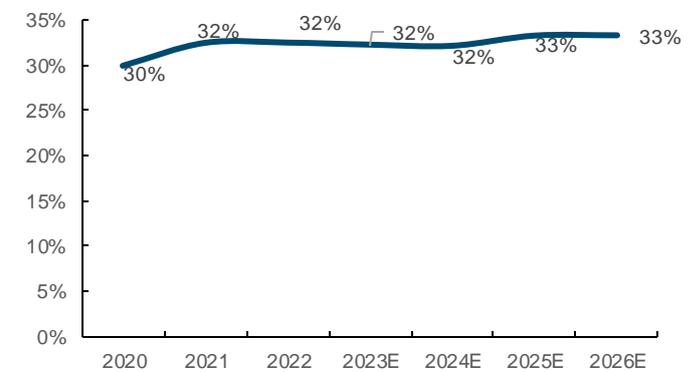
3.3 全球工程机械市场空间广阔, 公司出口逐年高增, 远期天花板高

全球工程机械市场空间广阔, 行业空间有望在 2026 年达到 1865 亿美元。根据 Statista 数据, 22 年全球工程机械市场规模达到 1483 亿美元, 并有望在 2026 年达到 1865 亿美元, 其中中国工程机械市场规模达 481 亿美元, 占比长期维持 30%以上。

图表37: 22 年全球工程机械市场空间达 1400 亿美元



图表38: 中国工程机械市场全球占比超 30%

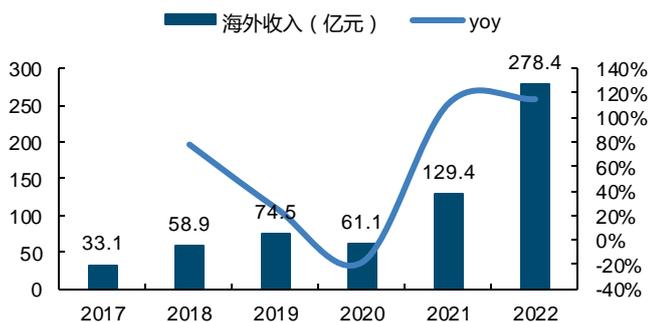


来源: Statista, 国金证券研究所

来源: Statista, 国金证券研究所

公司海外收入持续提升, 22 年海外收入占比超 30%。根据公司公告, 17-22 年公司海外收入从 33.1 提升到 278.4 亿元, 期间 CAGR 达到 53%, 海外收入占比也从 17 年的 11% 提升到 22 年 30%, 公司海外收入高速增长。

图表39: 公司海外收入占比高速增长



图表40: 近年公司海外收入占比大幅提升



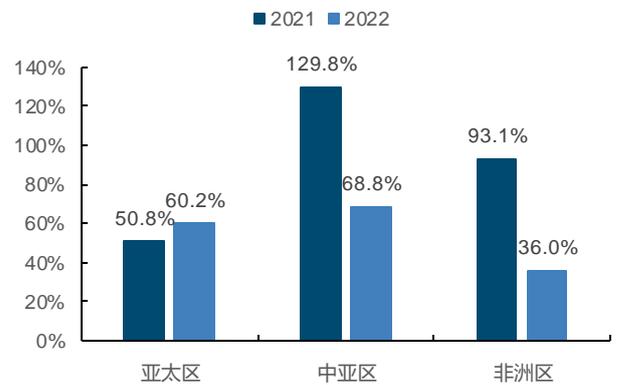
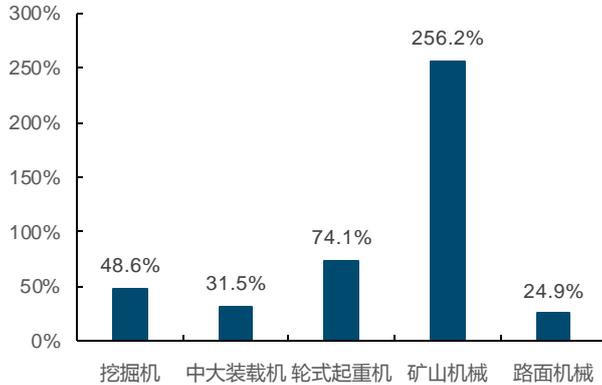
来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

公司在“一带一路”沿线国家布局优势明显，22年实现新突破。1) 分产品：挖掘机、中大装载机、轮式起重机收入同比增长48.6%、31.5%、74.1%，新兴领域取得较大突破，矿山机械同比增长256.2%；2) 分区域：公司已在亚太区域、中亚区域等共涉及64个国家布局了完善的营销网络，设有180家一级经销商，24个办事处，100个服务备件中心。得益于多年海外渠道布局和品牌建设，公司近两年海外收入实现高增长，其中亚太、中亚、非洲区平均增长率达55.4%、96.9%、62.0%。

图表41：22年公司各主营产品出口增长迅速

图表42：近两年公司“一带一路”地区收入高增长



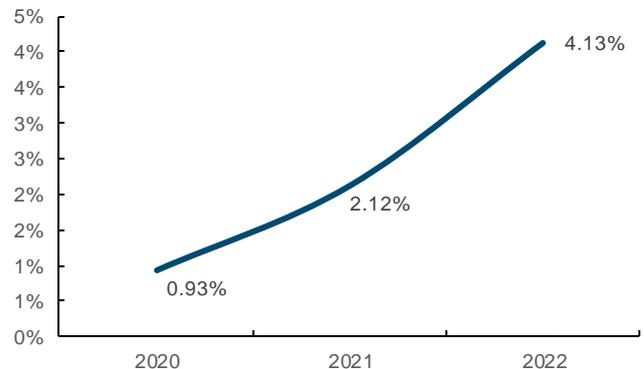
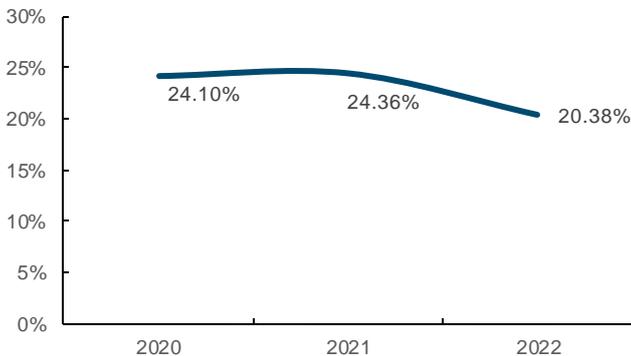
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

公司国内工程机械市占率约20%，海外市场市占率仅为4%，远期成长空间较大。2020-2022年公司在国内市场市占率保持在20%附近；而公司海外市占率相对较低，22年海外市占率仅为4.1%，明显低于国内市占率水平，未来仍然有较大成长空间。

图表43：22年公司在国内工程机械市场市占率超20%

图表44：22年徐工海外工程机械市场市占率仅为4.1%

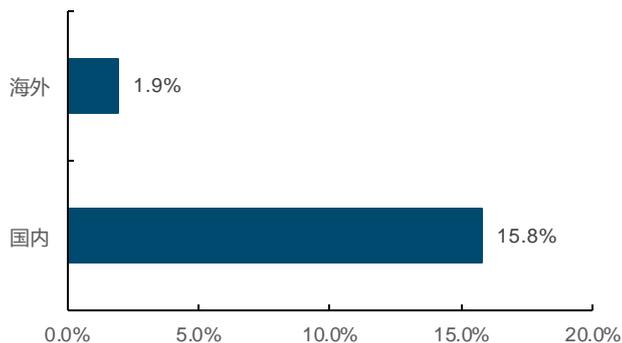


来源：Statista，iFind，国金证券研究所

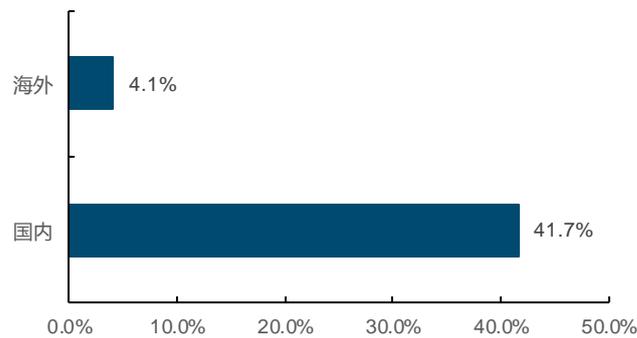
来源：Statista，iFind，国金证券研究所

公司挖机、起重机产品国内外市占率差距大，海外成长空间仍较大。1) 挖掘机：根据TBR数据测算，2022年海外/国内挖掘机市场规模为3200/790亿元左右，其中公司国内/海外市占率为15.8%/1.9%；2) 起重机：根据Mordor数据测算，2022年国内/海外起重机的市场规模分别为400/1700亿元左右，其中公司国内/海外市占率为41.7%/4.1%。

图表45：公司挖机海外市占率仅 1.9%



图表46：公司起重机海外市占率仅 4.1%



来源：The business research, 公司公告, 中国工程机械协会, 国金证券研究所

来源：Mordor intelligence, 公司公告, 中国工程机械协会, 国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

我们预计 23-25 年公司的营业收入为 1015.82/1176.38/1417.49 亿元，同比增长 8.3%/15.8%/20.5%；归母净利润为 64.28/72.97/102.47 亿元，同比增长 49.3%/23.3%/29.3%，对应 EPS 为 0.54/0.67/0.87 元。

5.1 收入、毛利率预测：

1、起重机械：营收：23 年 M2-M6 中国起重机国内市场销量连续四个月正增长，随着国内需求逐渐复苏和海外市场进一步拓展，公司该业务有望稳定增长，预计 23-25 年收入为 244.97/280.85/323.75 亿元。毛利率：该行业处于寡头垄断格局，竞争格局稳定，公司作为起重机行业龙头，随着海外出口增长和国内竞争缓解，该业务毛利率有望改善，预计 22-24 年毛利率为 21.0%/22.0%/22.5%。

2、土方机械：营收：1) 国内需求有望触底，2024 年将迎来新一轮挖机更换周期；2) 海外“一带一路”国家需求高景气，公司出口占比从 2020 年的 8.3%提升至 22 年的 29.7%，海外市场将进一步推动公司营收增长，预计 23-25 年收入为 246.59/26.55/366.62 亿元。毛利率：由于景气度将筑底上行，产品单价低点将过，预计 23-25 年毛利率 26.0%/26.8%/27.5%。

3、桩工机械：营收：桩工机械行业保持稳定增长，我们预计 23-25 年公司在该板块收入保持 5%增长，预计 23-25 年收入为 81.58/85.66/89.95 亿元；毛利率：预计随着工程机械行业触底，毛利率将有所改善，预计 23-25 年毛利率为 21.0%/21.3%/21.4%。

4、混凝土机械：营收：混凝土机械与地产、基建相关度较高，仍处于筑底状态。预计 23-25 年收入为 85.57/89.79/94.95 亿元。毛利率：预计随着行业逐渐复苏，毛利率将有所回升，预计 23-25 年毛利率保持在 16.8%。

5、道路机械：营收：道路机械与基建相关度较高，基建刺激政策的部分工程开工延后至 23 年，同时国家积极使用逆周期调节政策，道路机械有望受益，预计 23-25 年收入为 44.42/50.08/56.49 亿元；毛利率：相对于挖掘机械、起重机械，道路机械下行压力较小，预计毛利率将保持稳定在 30%。

6、矿业机械：营收：海外和国内矿山需求较高，预计 23-25 年收入为 62.57/74.51/89.37 亿元；毛利率：得益于下游需求景气，随着规模效应不断显现，毛利率有望提升，预计 23-25 年毛利率为 16.8%/17.5%/18.0%。

7、高空作业机械：公司高空作业机械过去三年收入增速均超过 30%，该板块增速高、出口顺利，未来有望维持高增长，预计 23-25 年高空作业机械收入为 94.30/127.74/173.61 亿元；随着板块收入不断增长，规模效应有望提升，预计 23-25 年毛利率为 26.5%/27.0%/27.0%。

图表47：公司营业收入拆分及预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	44410.0	59176.0	73968.1	84327.6	93817.1	101582.4	117637.8	141749.4
yoy	52.4%	33.2%	25.0%	14.0%	11.3%	8.3%	15.8%	20.5%
毛利润（百万元）	7412.0	10326.2	12626.4	13694.8	18960.4	21626.3	25802.3	31773.1
毛利率	16.7%	17.5%	17.1%	16.2%	20.2%	21.3%	21.9%	22.4%
起重机械收入（百万元）	15746.2	20833.6	26489.2	27209.1	23859.7	24497.1	28085.8	32375.0
yoy	48.1%	32.3%	27.1%	2.7%	-12.3%	2.7%	7.0%	10.0%
毛利率	21.6%	23.8%	23.4%	22.5%	19.9%	21.0%	22.0%	22.5%
土方机械收入（百万元）					23638.7	24659.4	28654.9	36661.5
yoy						4.3%	16.2%	27.9%
毛利率					25.3%	26.0%	26.8%	27.5%
桩工机械收入（百万元）	4878.8	5909.8	7331.0	8951.5	7769.9	8158.3	8566.3	8994.6
yoy	46.6%	21.1%	24.0%	22.1%	-13.2%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19.7%	19.7%	21.5%	21.3%	21.3%	21.0%	21.3%	21.4%
道路机械收入（百万元）	2520.4	2825.1	3462.0	3538.0	4034.9	4441.7	5007.8	5649.0
yoy	32.9%	12.1%	22.5%	2.2%	14.0%	10.1%	12.7%	12.8%
毛利率	18.1%	24.4%	25.1%	32.2%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
混凝土机械收入（百万元）					9501.7	8856.6	8978.6	9494.7
yoy						-6.8%	1.4%	5.7%
毛利率					16.3%	16.8%	16.8%	16.8%
矿业机械收入（百万元）					5133.2	6256.6	7451.8	8937.3
yoy						21.9%	19.1%	19.9%
毛利率					16.8%	16.8%	17.5%	18.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

费用率预测：

销售、管理费：考虑到公司收入增长较为稳健，费用管控规范，预计 22-24 年公司销售费率、管理费、研发费率有望维持低位，分别保持为 7.2%/2.5%/4.0%。

5.2 投资建议：

预计公司 2023-2025 年归母净利润为 64.28/72.97/102.47 亿元，对应 PE 分别为 12/10/8 倍。我们选取三一重工、中联重科、柳工作为可比公司。参考可比公司估值，考虑到吸收合并徐工有限后公司规模和盈利能力有望进一步提升，给予公司 2023 年 15 倍 PE，合理估值为 964 亿元、对应股价 8.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表48：可比公司估值

股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
三一重工	17.39	1.43	0.51	0.80	1.06	1.33	16.09	31.41	21.63	16.48	13.11
中联重科	6.82	0.76	0.27	0.41	0.54	0.68	9.92	20.47	16.45	12.59	10.04
柳工	7.86	0.51	0.31	0.51	0.76	1.02	11.43	19.18	15.44	10.38	7.73
平均		0.90	0.36	0.58	0.78	1.17	10.68	23.69	17.84	13.15	10.42
徐工机械	6.76	0.72	0.36	0.54	0.67	0.87	9.43	18.55	12.43	10.08	7.79

来源：Wind，国金证券研究所 注：数据截止日期为 2023.08.05，三一重工、柳工盈利预测均采用 Wind 一致预期

六、风险提示

6.1 下游房地产、基建复苏不及预期。公司核心主业与房地产、基建等投资相关性较高，若下游房地产、基建投资不及预期，会对公司业绩产生不利影响。

6.2 海外市场竞争环境恶劣风险。公司近两年在海外市场增速较高，海外市场面临政治风险、汇率风险，若海外贸易环境恶化，可能对公司业务产生不利影响。

6.3 原材料上涨风险。公司原材料为钢材等大宗商品，若原材料大幅上涨，可能影响公司盈利水平。

6.4 汇率波动风险。22 年公司海外收入占比超 30%，若汇率大幅波动，可能对公司业绩产生不利影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	73,968	84,328	93,817	101,582	117,638	141,749
增长率		14.0%	11.3%	8.3%	15.8%	20.5%
主营业务成本	-61,341	-70,631	-74,855	-79,956	-91,836	-109,976
%销售收入	82.9%	83.8%	79.8%	78.7%	78.1%	77.6%
毛利	12,627	13,697	18,962	21,626	25,802	31,773
%销售收入	17.1%	16.2%	20.2%	21.3%	21.9%	22.4%
营业税金及附加	-274	-276	-406	-406	-471	-567
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-3,095	-3,931	-6,765	-7,314	-8,470	-10,206
%销售收入	4.2%	4.7%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
管理费用	-1,025	-1,221	-2,285	-2,540	-2,941	-3,544
%销售收入	1.4%	1.4%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-2,417	-2,675	-4,082	-4,063	-4,706	-5,670
%销售收入	3.3%	3.2%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	5,817	5,594	5,423	7,303	9,215	11,786
%销售收入	7.9%	6.6%	5.8%	7.2%	7.8%	8.3%
财务费用	-836	-36	211	-395	-727	-588
%销售收入	1.1%	0.0%	-0.2%	0.4%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-2,020	-611	-1,131	-386	-221	-233
公允价值变动收益	35	206	-70	270	270	270
投资收益	806	655	-24	200	200	200
%税前利润	18.8%	10.4%	n.a	2.7%	2.2%	1.7%
营业利润	4,275	6,182	5,083	7,452	9,197	11,895
营业利润率	5.8%	7.3%	5.4%	7.3%	7.8%	8.4%
营业外收支	21	106	-70	50	50	50
税前利润	4,296	6,288	5,013	7,502	9,247	11,945
利润率	5.8%	7.5%	5.3%	7.4%	7.9%	8.4%
所得税	-550	-640	-718	-1,050	-1,295	-1,672
所得税率	12.8%	10.2%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	3,746	5,647	4,295	6,451	7,952	10,272
少数股东损益	17	33	-12	23	25	25
归属于母公司的净利润	3,729	5,615	4,307	6,428	7,927	10,247
净利率	5.0%	6.7%	4.6%	6.3%	6.7%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,746	5,647	4,295	6,451	7,952	10,272
少数股东损益	17	33	-12	23	25	25
非现金支出	3,200	2,013	4,700	2,944	2,911	3,054
非经营收益	-279	-359	496	2,699	1,450	1,311
营运资金变动	-3,878	772	-7,908	-10,504	-630	-2,933
经营活动现金净流	2,789	8,073	1,583	1,591	11,684	11,704
资本开支	-1,947	-3,075	-7,885	-4,385	-3,475	-2,475
投资	-313	-1,296	-1,877	70	70	70
其他	1,242	-3,754	4,107	200	200	200
投资活动现金净流	-1,019	-8,125	-5,655	-4,115	-3,205	-2,205
股权募资	4	212	335	0	0	0
债权募资	4,223	4,477	5,578	2,409	-7,227	381
其他	-3,815	-3,182	-2,824	-4,461	-5,141	-5,930
筹资活动现金净流	411	1,507	3,089	-2,052	-12,369	-5,549
现金净流量	2,151	1,440	-713	-4,577	-3,890	3,950

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,021	23,077	27,827	23,196	19,267	23,189
应收款项	37,879	41,100	49,546	56,022	60,042	70,407
存货	13,061	16,828	35,099	37,054	41,307	47,968
其他流动资产	2,166	4,160	18,617	17,552	18,108	18,852
流动资产	70,127	85,165	131,089	133,824	138,724	160,416
%总资产	76.4%	77.4%	74.9%	75.8%	76.2%	78.9%
长期投资	8,764	10,086	11,076	11,076	11,076	11,076
固定资产	8,935	9,592	21,850	23,816	24,161	23,386
%总资产	9.7%	8.7%	12.5%	13.5%	13.3%	11.5%
无形资产	2,736	3,550	7,286	7,588	7,890	8,181
非流动资产	21,670	24,865	43,996	42,734	43,369	42,873
%总资产	23.6%	22.6%	25.1%	24.2%	23.8%	21.1%
资产总计	91,797	110,029	175,086	176,557	182,093	203,289
短期借款	7,992	6,742	27,776	34,100	26,873	27,254
应付款项	35,541	46,904	55,638	59,247	66,220	79,307
其他流动负债	7,300	9,480	13,134	6,209	7,225	8,759
流动负债	50,832	63,126	96,549	99,556	100,318	115,320
长期贷款	3,645	4,149	15,507	15,507	15,507	15,507
其他长期负债	3,149	5,585	8,375	3,061	3,054	3,074
负债	57,627	72,860	120,431	118,124	118,879	133,901
普通股股东权益	33,693	36,444	53,254	57,009	61,765	67,914
其中：股本	7,834	7,834	11,816	11,816	11,816	11,816
未分配利润	17,268	21,654	22,569	26,426	31,182	37,330
少数股东权益	478	726	1,401	1,424	1,449	1,474
负债股东权益合计	91,797	110,029	175,086	176,557	182,093	203,289

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.476	0.717	0.365	0.544	0.671	0.867
每股净资产	4.301	4.652	4.507	4.825	5.227	5.748
每股经营现金净流	0.356	1.031	0.134	0.135	0.989	0.991
每股股利	0.060	0.100	0.230	0.218	0.268	0.347
回报率						
净资产收益率	11.07%	15.41%	8.09%	11.28%	12.83%	15.09%
总资产收益率	4.06%	5.10%	2.46%	3.64%	4.35%	5.04%
投入资本收益率	10.59%	9.47%	4.56%	5.67%	7.32%	8.82%
增长率						
主营业务收入增长率	25.00%	14.01%	11.25%	8.28%	15.81%	20.50%
EBIT增长率	38.76%	-3.82%	-3.06%	34.66%	26.18%	27.90%
净利润增长率	2.99%	50.57%	-23.29%	49.25%	23.32%	29.27%
总资产增长率	18.77%	19.86%	59.13%	0.84%	3.14%	11.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	128.0	123.5	139.6	165.0	150.0	145.0
存货周转天数	70.1	77.2	126.6	170.0	165.0	160.0
应付账款周转天数	91.1	93.9	109.3	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	39.3	37.3	73.8	63.3	50.2	37.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.55%	-20.65%	21.08%	38.12%	29.70%	21.67%
EBIT利息保障倍数	7.0	153.8	-25.8	18.5	12.7	20.0
资产负债率	62.78%	66.22%	68.78%	66.90%	65.28%	65.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806