

2022年11月09日

工程机械

## 行业筑底，2023年不必过分悲观

### ——工程机械2022年三季度报总结

■我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、建设机械、恒立液压、浙江鼎力等15家公司作为A股机械行业工程机械板块的研究样本。

■2022年工程机械三季度报总结：业绩同比增速降幅收窄符合行业趋势，工程机械板块逐步筑底。从统计样本表现数据看，2022年前三季度，工程机械板块实现营业收入2407.34亿元，同比-25%，归母净利润159.10亿元，同比-50%。单季度表现来看，2022年Q1-Q3，收入端同比增速分别为-28.4%、-35.3%、-7.6%，利润端同比增速分别为-53.4%、-59.7%、-31.0%，三季度以来开工回暖叠加高基数压缓解，挖机行业销量回正，公司端业绩降幅收窄。从盈利能力来看，2022年Q3，工程机械板块毛、净利率分别为22.93%、6.28%，分别同比+1.62、-1.57pct，毛利率端原材料成本压力逐步释放，同时也考虑徐工机械整体上市后结构优化对板块整体的影响，工程机械板块毛利率同比有所提升，盈利能力下滑主要系行业下行阶段，规模化效应减弱，费用刚性致盈利承压。

■后市展望：短期来看，三季度末已逐步迎来开工旺季，前期积压的内销需求、国三切国四、出口高速增长等一系列因素推动工程机械行业短期回暖。展望2023年，出口增速或将放缓，但出口占比仍有望进一步提升，我们认为，未来出口增长的主要驱动力有望逐步由海外需求 $\beta$ 切换为国产品牌竞争力增强的 $\alpha$ 。国产头部主机厂国际化布局加速，从渠道、配件供给到针对性新产品不断推出，核心零部件供应商恒立液压墨西哥工厂有望于2023年投产，高空作业平台、叉车行业的代表性公司浙江鼎力、安徽合力和杭叉集团，电动化布局领先，充分满足海外差异化需求。综合来看，国产品牌在海外市场的综合竞争力有望持续增强。以挖机为例，通过对内销、出口分情景讨论，我们预计，在双悲观预期下（出口增速20%，内销增速-30%），2023年挖机总销量约24.6万台，同比-10%，我们预期2023年工程机械板块个位数波动，行业虽处于下行调整阶段，但降幅收敛，逐步筑底。

■投资建议：工程机械板块处于基本面底部，龙头公司均经过行业上行期和下行期考验，在当前行业下行阶段积极布局数字化、国际化转型升级，依靠创新驱动铸就更深护城河，通过电动化新产品和出口市场开拓增强抗周期波动能力，具备中长期配置价值。维持三一重工、恒立液压、浙江鼎力“买入-A”评级，建议关注中联重科、徐工机械、杭叉集团、安徽合力、诺力股份等。

## 行业分析

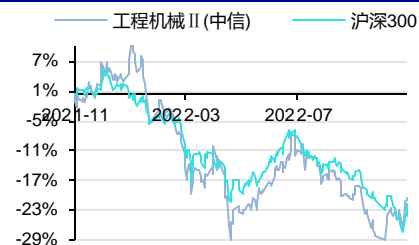
证券研究报告

投资评级 同步大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
600031 三一重工	17.75	买入-A
601100 恒立液压	62.72	买入-A
603338 浙江鼎力	57.20	买入-A
000425 徐工机械	5.64	增持-A
000157 中联重科	6.35	买入-A

### 行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.78	4.45	1.42
绝对收益	10.79	-4.92	-20.78

郭倩倩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004  
guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人

gaoyy3@essence.com.cn

### 相关报告

行业基本面或迎边际改善，头部企业盈利能力已率先修复——2022年9月叉车行业点评 2022-10-20

Q3 销量增速转正，下游开工向好——2022年9月挖机快评暨三季度总结 2022-10-12

行业处于底部调整期，出口表现亮眼——工程机械2022年中报总结 2022-09-06

6月挖机销量增速降幅收窄，Q3月度销量转正可期——2022年6月挖机行业快评暨上半年总结 2022-07-10

业绩短期承压，行业需求回升取决于基建政策力度——工程机械2021年报&2022一季报总结 2022-05-23

■ **风险提示：**基建投资不及预期；政策落地不及预期；市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场拓展受阻导致出口不及预期；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

## 内容目录

1. 工程机械：行业下行阶段，业绩逐步筑底.....	4
1.1. 成长性：短期开工回暖叠加基数压力缓解，业绩降幅收窄.....	4
1.2. 盈利性：整机厂盈利能力承压相对显著，高机、叉车盈利修复.....	6
1.3. 费用控制：费用刚性和汇兑收益共同影响整体费用率水平.....	6
1.4. 经营质量：头部企业重视风险控制，回款表现相对突出.....	7
2. 后市展望：下游需求短期回暖，2023 年看点仍在出口 .....	8
3. 投资建议.....	10
4. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1：2021-2022 年挖机行业月度总销量.....	8
图 2：2021-2022 年挖机行业月度出口销量 .....	8
图 3：2021-2022 年高空作业平台月度总销量.....	8
图 4：2021-2022 年叉车月度销量 .....	8
表 1：工程机械板块跟踪公司 2022 年前三季度业绩表现.....	4
表 2：2022 年 Q1、Q2 和 Q3，工程机械板块跟踪公司单季度收入及增速比较.....	5
表 3：2022 年 Q1、Q2 和 Q3，工程机械板块跟踪公司单季度归母净利润及增速比较.....	5
表 5：2022Q3，工程机械板块毛利率、净利率情况.....	6
表 6：2022Q3，工程机械板块期间费用表现情况.....	7
表 7：2022Q1-Q3 工程机械板块经营性净现金流情况.....	7
表 8：2023 年挖机行业销量预期分情景讨论.....	9
表 9：工程机械板块重点公司盈利预测.....	10

## 1. 工程机械：行业下行阶段，业绩逐步筑底

我们选取三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、山推股份、山河智能、厦工股份、建设机械、恒立液压、艾迪精密、长龄液压、浙江鼎力、诺力股份、安徽合力、杭叉集团 15 家公司作为 A 股机械行业工程机械板块的研究样本。

### 1.1. 成长性：短期开工回暖叠加基数压力缓解，业绩降幅收窄

2022 年前三季度工程机械板块业绩承压受上半年影响较大，三季度业绩同比降幅显著收窄。从统计样本表现数据来看，2022 年前三季度，工程机械板块实现营业收入 2407.34 亿元，同比-25%，归母净利润 159.10 亿元，同比-50%。单季度表现来看，2022 年 Q1-Q3，收入端同比增速分别为-28.4%、-35.3%、-7.6%，利润端同比增速分别为-53.4%、-59.7%、-31.0%。2022 年上半年受疫情影响，下游开工延后影响设备需求，下半年，一方面随着疫情好转和大宗商品的降价，开工回暖；另一方面，高基数压力释放，符合行业整体趋势。整体来看，前三季度各公司的业绩分化明显。

从细分板块表现来看：①综合整机厂及上游液压零部件前期业绩承压，单 Q3 业绩同比降幅明显收窄。行业下行阶段，综合整机厂业绩承压明显，三一重工前三季度营业收入 591.65 亿元，同比-33.0%，归母净利润 35.97 亿元，同比-71.4%。液压零部件公司业绩出现分化，恒立液压凭借多元化布局，前三季度营业收入 59.20 亿元，同比-17.6%，归母净利润 17.49 亿元，同比-11.9%，单 Q3 收入、利润同比回正。②高空作业平台和叉车收入增速个位数波动，利润端修复显著。高机、叉车下游应用场景相对广泛，二者又分别同下游建筑业、通用制造业相关度更高。从国内市场表现来看，受国内疫情影响，需求端压力逐步传导，二季度以来收入增速表现个位数波动；从出口表现来看，在电动化趋势下，国产产品全球竞争力较强，出口带来细分板块公司较高的汇兑收益，单 Q3 利润增速显著提升。

表 1：工程机械板块跟踪公司 2022 年前三季度业绩表现

细分赛道	证券代码	证券简称	总市值(亿元)	2021Q1-Q3 收入(亿元)	2022Q1-Q3 收入(亿元)	yoy	2021Q1-Q3 归母净利润(亿元)	2022Q1-Q3 归母净利润(亿元)	yoy
综合整机厂	600031.SH	三一重工	1287.58	882.81	591.65	-33.0%	125.67	35.97	-71.4%
	000157.SZ	中联重科	429.11	544.27	306.49	-43.7%	57.51	21.69	-62.3%
	000425.SZ	徐工机械	561.27	936.77	751.10	-19.8%	68.09	46.76	-31.3%
	000528.SZ	柳工	117.50	226.06	200.34	-11.4%	10.18	5.86	-42.5%
	000680.SZ	山推股份	65.75	72.47	65.26	-9.9%	1.77	4.86	175.1%
	002097.SZ	山河智能	69.69	90.94	54.08	-40.5%	4.93	-0.97	-119.7%
	600815.SH	厦工股份	47.72	11.77	7.86	-33.2%	-0.10	-0.65	-548.8%
液压零部件	600984.SH	建设机械	59.21	34.96	28.69	-17.9%	4.33	-0.46	-110.7%
	601100.SH	恒立液压	806.97	71.83	59.20	-17.6%	19.86	17.49	-11.9%
	603638.SH	艾迪精密	129.22	21.24	14.53	-31.6%	3.86	1.61	-58.3%
高空作业平台	605389.SH	长龄液压	33.93	6.78	6.52	-3.9%	1.58	0.94	-40.1%
	603338.SH	浙江鼎力	250.14	39.96	41.68	4.3%	7.30	8.76	20.1%
叉车	600761.SH	安徽合力	104.66	118.20	119.49	1.1%	5.10	6.86	34.3%
	603298.SH	杭叉集团	150.58	110.04	113.65	3.3%	7.39	7.46	1.1%
	603611.SH	诺力股份	51.67	42.65	46.80	9.7%	2.36	2.91	23.5%
合计			4165.01	3210.75	2407.34	-25.0%	319.82	159.10	-50.3%

资料来源：wind，安信证券研究中心（备注：徐工机械、柳工发布新口径合并报表，历史数据暂不追溯）

表 2: 2022 年 Q1、Q2 和 Q3, 工程机械板块跟踪公司单季度收入及增速比较

细分赛道	证券代码	证券简称	2022Q1		2022Q2		环比增速	2022Q3		环比增速
			收入 (亿元)	yoy	收入 (亿元)	yoy		收入 (亿元)	yoy	
综合整机厂	600031.SH	三一重工	202.78	-39.5%	197.94	-41.8%	-2.4%	190.93	-8.1%	-3.54%
	000157.SZ	中联重科	100.12	-47.4%	112.88	-51.8%	12.7%	93.49	-21.9%	-17.17%
	000425.SZ	徐工机械	200.34	-19.8%	181.7	-35.7%	-9.3%	369.06	-8.7%	——
	000528.SZ	柳工	67.36	-12.9%	70.31	-0.4%	4.4%	62.67	7.6%	——
	000680.SZ	山推股份	23.39	-12.1%	18.71	-31.8%	-20.0%	23.16	25.7%	23.80%
	002097.SZ	山河智能	16.62	-49.9%	20.48	-42.6%	23.2%	16.98	-23.1%	-17.09%
	600815.SH	厦工股份	2.97	-36.3%	2.51	-40.7%	-15.5%	2.39	-16.9%	-4.98%
	600984.SH	建设机械	7.65	-14.6%	10.14	-25.3%	32.5%	10.90	-12.3%	7.45%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	22	-23.0%	16.86	-28.9%	-23.4%	20.33	4.0%	20.59%
	603638.SH	艾迪精密	6.15	-31.3%	4.19	-44.1%	-31.9%	4.18	-12.9%	-0.17%
	605389.SH	长龄液压	2.77	-4.4%	1.64	-28.4%	-40.8%	2.11	32.3%	28.60%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	12.53	48.9%	16.91	-2.6%	35.0%	12.24	-13.7%	-27.64%
叉车	600761.SH	安徽合力	39.46	13.6%	40.78	-8.7%	3.3%	39.24	1.2%	-3.77%
	603298.SH	杭叉集团	36.03	7.5%	39.21	-2.3%	8.8%	38.41	5.6%	-2.05%
	603611.SH	诺力股份	16.6	22.5%	14.79	2.1%	-10.9%	15.41	5.5%	4.17%
合计			756.77	-28.4%	749.05	-35.3%	-1.0%	901.49	-7.6%	-5.49%

资料来源: wind, 安信证券研究中心 (备注: 徐工机械、柳工发布新口径合并报表, 历史数据暂不追溯, 环比增速剔除徐工、柳工影响)

表 3: 2022 年 Q1、Q2 和 Q3, 工程机械板块跟踪公司单季度归母净利润及增速比较

细分赛道	证券代码	证券简称	2022Q1		2022Q2		环比增速	2022Q3		环比增速
			利润 (亿元)	yoy	利润 (亿元)	yoy		利润 (亿元)	yoy	
综合整机厂	600031.SH	三一重工	15.90	-71.3%	10.44	-77.0%	-34.3%	9.63	-61.4%	-7.77%
	000157.SZ	中联重科	9.06	-62.5%	8.09	-66.8%	-10.7%	4.53	-49.7%	-44.03%
	000425.SZ	徐工机械	14.05	-18.6%	9.15	-55.9%	-34.9%	23.55	-21.7%	——
	000528.SZ	柳工	2.55	-38.9%	2.25	-34.6%	-11.8%	1.07	-21.2%	——
	000680.SZ	山推股份	3.64	293.6%	0.38	-38.4%	-89.6%	0.84	265.9%	123.52%
	002097.SZ	山河智能	-0.49	-116.5%	0.83	-64.5%	-269.6%	-1.31	241.8%	-258.26%
	600815.SH	厦工股份	-0.02	-113.4%	-0.32	-336.8%	-1581.1%	-0.31	78.5%	-4.07%
	600984.SH	建设机械	-0.54	-181.9%	-0.11	-105.7%	-79.8%	0.19	-89.5%	-271.23%
液压零部件	601100.SH	恒立液压	5.28	-32.6%	5.29	-15.5%	0.2%	6.92	20.0%	30.83%
	603638.SH	艾迪精密	0.72	-63.1%	0.50	-64.6%	-30.7%	0.38	-20.9%	-23.62%
	605389.SH	长龄液压	0.42	-42.1%	0.25	-46.6%	-39.8%	0.27	-27.9%	5.61%
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	1.96	15.2%	3.78	12.3%	92.9%	3.02	35.5%	-20.00%
叉车	600761.SH	安徽合力	1.94	8.6%	2.38	19.2%	22.7%	2.54	92.4%	6.82%
	603298.SH	杭叉集团	1.90	-13.9%	2.66	-6.3%	40.0%	2.90	24.1%	9.11%
	603611.SH	诺力股份	0.72	8.2%	1.25	19.6%	73.2%	0.94	45.6%	-24.56%
合计			57.10	-53.4%	46.82	-59.7%	-18.0%	55.17	-31.0%	-13.76%

资料来源: wind, 安信证券研究中心 (备注: 徐工机械、柳工发布新口径合并报表, 历史数据暂不追溯, 环比增速剔除徐工、柳工影响)

## 1.2. 盈利性：整机厂盈利能力承压相对显著，高机、叉车盈利修复

从统计样本表观数据来看，2022年Q3，工程机械板块毛、净利率分别为22.93%、6.28%，分别同比+1.62、-1.57pct，在行业景气下行叠加原材料价格上涨带来的价格、成本两端压力逐步释放，以及体谅较大的徐工机械毛利率提升，对整体的影响，板块整体毛利率同比提升，盈利能力下滑主要系费用刚性。在15家样本公司中，毛利率同比提升的有6家，其中徐工机械、浙江鼎力毛利率同比提升显著，前者主要系整体上市后，高毛利率挖机、塔机并表优化产品结构，后者系高毛利海外市场收入占比提升以及成本压力释放，包括①海运费呈持续下降趋势；②原材料价格和零部件采购成本降低。净利率端，恒立液压和以浙江鼎力单为代表的高机、叉车板块，Q3净利率同比修复明显，主要得益于汇兑收益。

表 4：2022Q3，工程机械板块毛利率、净利率情况

细分赛道	证券代码	证券简称	2021Q3 毛利率	2022Q3 毛利率	2022Q3 毛利率同比(pct)	2021Q3 净利率	2022Q3 净利率	2022Q3 净利率同比(pct)
综合整机厂	600031.SH	三一重工	24.64%	23.53%	-1.11	12.45%	5.24%	-7.21
	000157.SZ	中联重科	22.05%	21.41%	-0.64	7.47%	4.89%	-2.58
	000425.SZ	徐工机械	15.91%	24.33%	8.42	4.99%	6.49%	1.50
	000528.SZ	柳工	17.47%	17.01%	-0.46	2.18%	1.77%	-0.42
	000680.SZ	山推股份	14.93%	15.08%	0.15	1.28%	3.67%	2.38
	002097.SZ	山河智能	23.63%	22.71%	-0.92	-1.36%	-7.84%	-6.48
	600815.SH	厦工股份	7.39%	12.16%	4.77	-5.72%	-11.48%	-5.76
600984.SH	建设机械	36.81%	26.24%	-10.57	14.31%	1.71%	-12.61	
液压零部件	601100.SH	恒立液压	44.61%	42.54%	-2.07	29.56%	34.11%	4.55
	603638.SH	艾迪精密	31.68%	26.84%	-4.84	10.07%	9.15%	-0.92
	605389.SH	长龄液压	29.02%	23.27%	-5.75	23.36%	12.73%	-10.63
高空作业平台	603338.SH	浙江鼎力	26.51%	32.36%	5.85	15.74%	24.71%	8.98
叉车	600761.SH	安徽合力	15.94%	17.56%	1.62	4.35%	7.53%	3.18
	603298.SH	杭叉集团	17.54%	16.63%	-0.91	6.88%	7.97%	1.09
	603611.SH	诺力股份	19.07%	21.31%	2.24	4.48%	5.85%	1.37
工程机械行业整体			21.29%	22.93%	1.62%	8.15%	6.28%	-1.87%

资料来源：wind，安信证券研究中心（备注：徐工机械、柳工发布新口径合并报表，历史数据暂不追溯）

## 1.3. 费用控制：费用刚性和汇兑收益共同影响整体费用率水平

从统计样本表观数据来看，2019-2022年单Q3，工程机械板块期间费用率分别为15.39%、14.05%、14.47%、15.03%，其中2022年Q3，销售、管理、研发、财务费用率分别为7.74%、3.43%、5.22%、-1.37%，分别同比+2.15pct、+0.32pct、-0.34pct、-1.57pct，行业下行阶段，规模化效应减弱，销售费用率相应提升，管理费用率提升有限，体现出一定费用刚性，但内控管理端仍相对文件；财务费用率同比明显下滑主要系汇兑收益。

表 5: 2022Q3, 工程机械板块期间费用表现情况

证券简称	销售费用率		管理费用率		研发费用率		财务费用率		期间费用率		同比变化 (pct)
	2021Q3	2022Q3	2021Q3	2022Q3	2021Q3	2022Q3	2021Q3	2022Q3	2021Q3	2022Q3	
三一重工	5.51%	8.37%	3.25%	3.38%	6.42%	8.43%	-0.33%	-2.10%	14.85%	18.08%	3.23
中联重科	6.28%	7.78%	3.24%	4.27%	7.79%	7.15%	-0.34%	-3.54%	16.97%	15.67%	-1.30
徐工机械	5.68%	9.32%	1.70%	2.92%	4.52%	3.79%	0.63%	-0.67%	12.53%	15.36%	2.83
柳工	8.09%	8.05%	3.66%	2.87%	2.15%	3.09%	0.30%	-0.30%	14.20%	13.70%	-0.50
山推股份	3.87%	3.79%	5.69%	4.94%	5.24%	3.68%	0.18%	-1.46%	14.99%	10.96%	-4.03
山河智能	11.90%	9.68%	6.15%	8.62%	4.72%	3.31%	1.83%	1.50%	24.60%	23.11%	-1.49
厦工股份	7.25%	8.66%	5.82%	8.83%	2.13%	2.67%	0.80%	-0.79%	16.00%	19.37%	3.36
建设机械	0.53%	0.60%	6.34%	7.81%	2.90%	2.75%	6.93%	9.82%	16.70%	20.98%	4.28
恒立液压	0.83%	1.56%	3.31%	3.30%	12.28%	9.85%	-0.31%	-8.35%	16.11%	6.35%	-9.75
艾迪精密	6.13%	6.03%	6.87%	5.38%	5.59%	4.10%	0.81%	0.65%	19.39%	16.16%	-3.24
长龄液压	1.10%	1.66%	4.22%	4.95%	4.71%	4.15%	-4.04%	-1.85%	5.99%	8.92%	2.93
浙江鼎力	2.53%	3.80%	1.92%	3.08%	1.52%	5.00%	0.57%	-6.05%	6.55%	5.83%	-0.73
安徽合力	3.37%	3.58%	2.95%	2.98%	5.03%	3.75%	-0.07%	-0.78%	11.27%	9.54%	-1.73
杭叉集团	5.56%	3.00%	2.24%	2.22%	4.02%	4.10%	-0.01%	-0.79%	11.81%	8.54%	-3.27
诺力股份	3.88%	4.53%	5.23%	5.12%	3.56%	4.35%	0.70%	-1.75%	13.37%	12.27%	-1.11
行业平均	5.59%	7.74%	3.11%	3.43%	5.57%	5.22%	0.20%	-1.37%	14.47%	15.03%	0.55

资料来源: wind, 安信证券研究中心 (备注: 徐工机械、柳工发布新口径合并报表, 历史数据暂不追溯)

#### 1.4. 经营质量: 头部企业重视风险控制, 回款表现相对突出

从统计样本表观数据来看, 2022 年 1-9 月, 工程机械板块经营性现金流为 69.24 亿元, 同比-68.71%, 净现比为 0.44, 相比 2021 年 1-9 月份净现比 0.75 有所下滑。一方面, 行业景气度下行叠加疫情影响, 工程机械板块现金流回款受到不同程度影响, 另一方面上半年大宗商品原材料成本高位, 为保证生产交付, 采购投入相对较大。从各环节龙头公司现金流表现来看, 三一重工净现比分别为 0.97, 恒立净现比为 0.81, 现金流回款同净利润表现吻合, 回款良好, 头部整机厂重视经营风险控制, 保持了相对稳定的销售政策。

表 6: 2022Q1-Q3 工程机械板块经营性净现金流情况

证券简称	经营性净现金流(单位: 亿元)				净现比			
	2019Q1-Q3	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	2022 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	2020 Q1-Q3	2021 Q1-Q3	2022 Q1-Q3
三一重工	94.45	110.24	102.36	34.87	1.03	0.89	0.81	0.97
中联重科	49.62	40.17	46.34	11.26	1.43	0.71	0.81	0.52
徐工机械	31.02	7.01	42.53	15.54	1.03	0.29	0.92	0.33
柳工	10.23	-10.63	4.07	2.80	1.16	-1.07	0.46	0.48
山推股份	5.56	4.99	6.64	-1.85	6.16	6.81	3.76	-0.38
山河智能	1.92	0.20	-3.05	-20.05	0.45	0.04	-0.62	——
厦工股份	4.53	-1.99	-1.02	0.82	-0.83	-5.96	10.20	——
建设机械	6.96	0.39	-1.78	-2.02	1.82	0.10	-0.41	——
恒立液压	11.73	13.37	21.07	14.20	1.28	0.91	1.06	0.81
艾迪精密	1.35	2.43	2.12	1.02	0.52	0.58	0.55	0.63
长龄液压		1.04	1.20	0.43		0.61	0.76	0.45
浙江鼎力	3.29	9.03	0.20	3.61	0.74	1.46	0.03	0.41
安徽合力	5.90	7.05	0.74	2.36	1.22	1.20	0.15	0.34
杭叉集团	8.28	10.94	1.46	5.48	1.73	1.75	0.20	0.73
诺力股份	1.68	2.17	-1.56	0.77	0.90	1.09	-0.66	0.26
工程机械板块整体表现	236.53	196.41	221.34	69.24	1.20	0.74	0.75	0.44

资料来源: wind, 安信证券研究中心 (备注: 徐工机械、柳工发布新口径合并报表, 历史数据暂不追溯)

## 2. 后市展望：下游需求短期回暖，2023 年看点仍在出口

从行业销量来看：

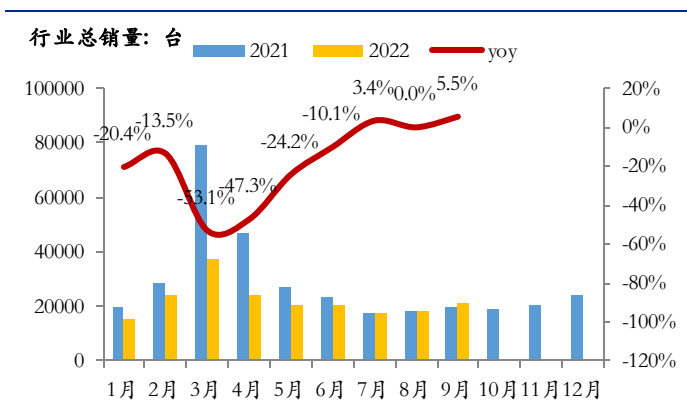
①挖机 Q3 增速回正，Q4 增速有望进一步提升。2022 年 Q1-Q3，挖机销量分别为 7.7、6.6、5.7 万台，同比增速分别为-39.2%、-32%、3.1%，三季度同比增速回正，符合我们预期；2022 年 7-9 月销量同比增速分别为 3.4%、0.0%、5.5%，上半年月度增速降幅逐步收窄后，随着下半年高基数压力进一步缓解，以及疫情影响逐步消退，整体开工复苏一定程度上带动设备需求。2022 年全年呈前低后高走势，四季度销量增速表现有望进一步提升。根据 CME 预估，2022 年 10 月挖机行业销量约 2.15 万台左右，同比+13%。

②高空作业平台 Q3 整体销量向好：2022 年 Q1-Q3，高空作业平台销量分别为 4.5、5.4、5.6 万台，同比增速分别为 43.9%、5.1%、26.2%，单 Q2 内销受疫情影响较大，Q3 外销延续高增趋势，内销亦呈复苏趋势。

③叉车 9 月销量增速降幅明显收窄：2022 年 Q2 以来，叉车行业销量增速转负，7-9 月，叉车月度销量增速分别为 -10%、-15%、-5.5%，9 月增速降幅明显收窄，主要系通胀、地产投资下滑，制造业景气度周期下行，叠加疫情影响。9 月，PMI 指数 50.1，再次站上荣枯线，通用制造业周期筑底阶段，行业边际改善迹象已显。

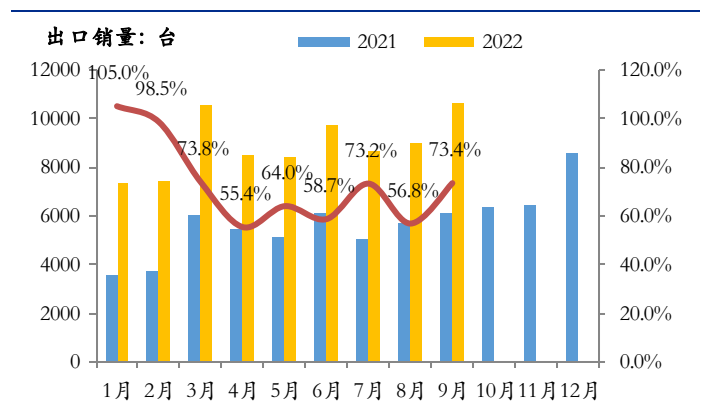
对工程机械板块整体而言，出口是 2022 年平滑国内宏观周期波动的有力支撑。1-9 月份，挖机出口 8 万台，同比+70%，占比提升至 40%；叉车出口 26.8 万台，同比+17.7%，占比 33.24%。高空作业平台方面，根据可公开查询到的协会数据，1-7 月，行业出口月 4.3 万台，同比增速为 60.7%，占比约 31%。

图 1：2021-2022 年挖机行业月度总销量



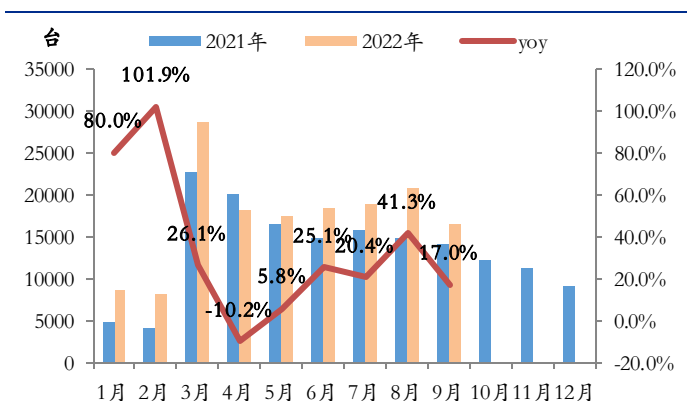
资料来源：CCMA 挖机分会，安信证券研究中心

图 2：2021-2022 年挖机行业月度出口销量



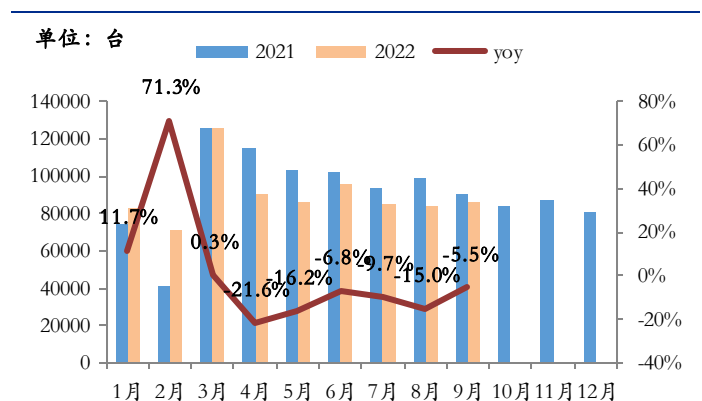
资料来源：CCMA 挖机分会，安信证券研究中心

图 3：2021-2022 年高空作业平台月度总销量



资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心

图 4：2021-2022 年叉车月度销量



资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心



短期来看，三季度末已逐步迎来开工旺季，前期积压的内销需求、国三切国四、出口高速增长等一系列因素推动工程机械行业短期回暖。展望 2023 年，出口增速或将放缓，但出口占比仍有望进一步提升。我们认为，未来出口增长的主要驱动力有望逐步由海外需求 $\beta$ 切换为国产品牌竞争力增强的 $\alpha$ 。国产头部主机厂国际化布局加速，从渠道、配件供给到针对性新产品不断推出，核心零部件供应商恒立液压墨西哥工厂有望于 2023 年投产，高空作业平台、叉车行业的代表性公司浙江鼎力、安徽合力和杭叉集团，电动化布局领先，充分满足海外差异化需求。综合来看，国产品牌在海外市场的综合竞争力有望持续增强。

以挖掘机为例，通过对内销、出口分情景讨论，我们预计，2023 年挖掘机销量增速同比个位数波动。核心假设如下：

- ①2022 年全年挖掘机销量增速预计-20%，对应约 27-28 万台；2022 年 1-9 月，挖掘机内销/出口分别为 12、8 万台，出口占比约 40%，预计全年出口占比约 41%；
- ②分情景讨论 2023 年内销情况，悲观/中性/谨慎乐观/乐观对应内销增速-20%、-10%、0%、5%；
- ③分情景讨论 2023 年出口情况，参考 2018-2022 年出口复合增速 63.2%，悲观/中性/谨慎乐观/乐观对应出口增速 20%、30%、50%、60%；

分别对出口、内销两种中性预期情景讨论的结果如下：

情况一：按 2023 年出口增长 30%（中性）预期下，讨论内销分情景，挖掘机行业总销量增速分别是-5.4%、+3.5%、+12.3%、+15.3%；

情况二：按 2023 年内销增长-15%（中性）预期下，讨论出口分情景，挖掘机行业总销量增速分别是-0.6%、+3.5%、+11.7%、+15.8%；

综合来看，在双悲观预期下，出口增速 20%，内销增速-30%，预期 2023 年挖掘机总销量约 24.6 万台，同比-10%，我们预期 2023 年工程机械板块个位数波动，行业虽处于下行调整阶段，但降幅收敛，逐步筑底。

表 7：2023 年挖掘机行业销量预期分情景讨论

	2022	2023E			
		悲观	中性	谨慎乐观	乐观
<b>情况一：按 2023 年出口增长 30%（中性）预期下，讨论内销分情景</b>					
行业挖掘机销量（台）	273968	259174	283420	307666	315748
挖掘机销量同比增速（%）	-20.1%	-5.4%	3.5%	12.3%	15.3%
①挖掘机出口（台）	112327			146025	
出口增速（%）	64.2%			30.0%	
出口占比（%）	41.0%	56.3%	51.5%	47.5%	46.2%
②挖掘机内销（台）	161641	113149	137395	161641	169723
内销增速（%）	-41.1%	-30.0%	-15.0%	0.0%	5.0%
<b>情况二：按 2023 年内销增长-15%（中性）预期下，讨论出口分情景</b>					
行业挖掘机销量（台）	273968	272187	283420	305885	317118
挖掘机销量同比增速（%）	-20.1%	-0.6%	3.5%	11.7%	15.8%
①挖掘机出口（台）	112327	134792	146025	168490	179723
出口增速（%）	64.2%	20.0%	30.0%	50.0%	60.0%
出口占比（%）	41.0%	49.5%	47.6%	44.1%	42.5%
②挖掘机内销（台）	161641			137395	
内销增速（%）	-41.1%			-15.0%	

资料来源：中国工程机械工业协会，安信证券研究中心测算

### 3. 投资建议

工程机械板块当前处于基本面底部，龙头公司均经过行业上行期和下行期考验，在当前行业下行阶段积极布局数字化、国际化转型升级，依靠创新驱动铸就更深护城河，通过电动化新产品和出口市场开拓增强抗周期波动能力，具备中长期配置价值。维持三一重工、恒立液压、浙江鼎力“买入-A”评级，建议关注中联重科、徐工机械、杭叉集团、安徽合力、诺力股份等。

表 8：工程机械板块重点公司盈利预测

公司名称	最新收盘价	营收 (亿元)				净利润 (亿元)				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
三一重工	15.27	1,069	801.80	843.40	947.20	120.30	50.30	61.10	78.60	12.55	25.78	21.23	16.50
中联重科	5.60	671.31	406.50	416.80	463.70	62.70	30.10	36.40	45.10	8.55	16.15	13.35	10.78
徐工机械	4.82	843.28	728.80	761.70	819.10	56.15	50.30	55.10	62.30	12.58	11.32	10.34	9.14
建设机械	4.77	47.25	45.91	48.21	57.85	3.75	3.06	4.95	7.46	19.57	19.60	12.11	8.04
恒立液压	58.42	93.09	83.80	94.30	111.70	26.90	24.10	27.00	32.30	47.38	31.64	28.24	23.61
浙江鼎力	46.80	49.39	59.54	73.62	90.53	8.85	11.37	14.49	18.22	58.67	20.84	16.35	13.01
安徽合力	14.00	154.17	159.02	180.94	210.77	6.34	8.33	10.50	13.79	12.65	12.44	9.87	7.51
杭叉集团	17.07	144.90	157.47	180.10	209.48	9.08	10.08	12.04	14.46	17.73	14.67	12.29	10.22
诺力股份	18.94	58.87	70.40	84.83	109.13	3.00	3.96	4.85	7.29	21.38	12.79	10.43	6.94

资料来源：wind，安信证券研究中心（按 2022 年 11 月 7 日收盘价计算，建设机械、安徽合力、杭叉集团、诺力股份采用 wind 一致预期，其他公司使用安信证券研究中心盈利预测）

### 4. 风险提示

基建投资不及预期；政策落地不及预期；市场竞争加剧导致盈利能力下滑；海外市场拓展受阻导致出口不及预期；统计样本只能一定程度反映板块全貌，可能失真。

## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034