

行业有望困境反转，迈向全球工程机械龙头

增持（维持）

2023年3月1日

 分析师
 陈睿彬

 (852) 3982 3212
 chenrobin@dwzq.com.hk

投资要点

■ 多重因素导致行业过度下滑，2023年内销不必过于悲观

受行业周期、地产拖累及疫情影响，2022年挖掘机行业同比下滑24%，其中内销下滑45%；起重机行业下滑47%；混凝土机械下滑约70%，下滑幅度大幅超过上一轮周期基数，基数降至历史低位。原材料及海运费价格高企背景下，行业主要企业利润降幅较大。展望2023年，经济托底下逆周期调控仍有发力空间，叠加2022年部分基建延后至2023年开工，后续基建项目有望迎来开工旺季，低基数下工程机械内销不必过度悲观。

■ 出口拉动行业提前复苏，迈向全球工程机械龙头

2022年挖掘机行业出口销量同比增速达60%，占总销量比例跃升至42%，主要受益于海外工程机械景气复苏及龙头全球阿尔法兑现。展望2023年，三一重工海外收入占比有望突破50%以上，徐工机械约40%，中联重科约30%，并且出口收入增速有望维持30%，出口成为业绩主要驱动力。对标海外龙头卡特彼勒、小松，全球化兑现有望贡献业绩增量，拉平周期波动，工程机械龙头有望迎估值上移。

■ 工程机械有望困境反转，重视内销大周期拐点渐近

由于钢材、海运费价格高企及规模效应下降，2022年工程机械企业利润率大幅下滑，2023年上述因素压力减弱，预计利润率开启修复过程。2022年主要企业净利率仅5%左右，基于当前钢材价格水平，我们预计2023年主要企业有望提升约3个百分点，带来利润端50%以上增长弹性，业绩有望触底回暖。此外，按照七至八年更新周期，2024-2025年内销工程机械市场有望迎新一轮更新周期，叠加出口增长、利润率修复，工程机械有望困境反转。

■ 投资建议：推荐全球工程机械龙头【三一重工】，估值修复高弹性【徐工机械】，挖机、高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】

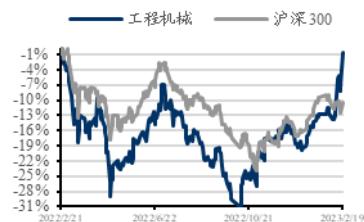
■ 风险提示：内销大幅下滑；基建地产开工不及预期；国际贸易争端加剧；原材料价格高企。

表1：重点公司估值

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600031	三一重工	1,659.98	19.56	1.43	0.62	0.81	13.69	31.55	24.15	买入
000425	徐工机械	796.41	6.74	0.71	0.57	0.64	9.56	11.82	10.53	买入
000157	中联重科	597.05	6.88	0.76	0.26	0.39	9.05	26.46	17.64	买入
601100	恒立液压	970.75	72.40	2.06	1.80	2.08	35.15	40.22	34.81	买入

数据来源：Wind, 东吴证券（香港）

行业走势



相关研究

《2022年挖机行业销量同比-24%，判断2023年行业同比个位数波动》

2023-01-12

《11月挖机销量同比+16%，国内市场转正行业预期回暖》

2022-12-08

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和支持，尤其感谢周尔双，罗悦和韦泽捷的指导。

1. 多重因素导致行业过度下滑，内销不必过于悲观

受行业周期、地产拖累及疫情影响，2022 年工程机械主要机种销量大幅下降，基数回落至历史低水平。受行业周期波动、疫情及地产拖累，以及钢材、海运费等成本高企影响，2022 年工程机械行业整体压力较大。以挖掘机、起重机、混凝土机械三类核心机种为例，2022 年挖掘机行业销量 26.1 万台，同比下降 24%，其中内销同比下降 45%，出口同比增长 60%，出口占总销量比重提升至 42%。由于起重机及混凝土机械与地产相关性较高、出口量较小，下滑幅度大于挖掘机。2022 年起重机行业销量 2.6 万台，同比下降 47%；泵车、搅拌车等混凝土机械下滑幅度约 70%。2022 年起重机、混凝土机械行业销量已回落至 2016-2017 年低谷期水平，2023 年起行业有望在低基数背景下企稳。

行业下滑叠加成本上涨，2022 年工程机械企业业绩承压，利润率降至历史低位。(1) 三一重工：2022Q1-Q3 营收及归母净利润同比分别下降 33%/71%，归母净利润大幅下滑主要系销售规模下降但公司持续扩大新产品、新技术的研发投入，销售及研发费用保持相对刚性。(2) 徐工机械：2022Q1-Q3 营收及归母净利润同比分别下降 20%/31%，收入增速跑赢行业 (-24%)，公司阿尔法属性凸显。(3) 中联重科：2022Q1-Q3 营收/归母净利润同比分别下降 44%/62%，收入跑输行业主要系公司出口比例相对较低。(4) 恒立液压：2022Q1-Q3 营收/归母净利润同比分别下降 18%/12%，主要系公司上游零部件进口替代格局较好，通用板块对冲工程机械业务下行。

2. 出口拉动行业提前复苏，迈向全球工程机械龙头

工程机械全球化进入兑现期，2022 年挖掘机出口占比显著提升。2018 年起挖掘机出口销量加速增长，从 2018 年 1.9 万台增长至 2022 年 10.9 万台，复合增速达 55%，出口销量占比从 2018 年的 9% 大幅提升至 2022 年 42%，海外市场成为近年工程机械企业主要业绩增长点，全球竞争力进入兑现期。

龙头公司出口持续高增，国际化布局成效显著。2017 年以来，国内企业在出海政策支持下，加速布局海外市场。受益于东南亚市场崛起、欧美加大基建投资，龙头公司出口收入持续高增，2017-2021 年三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入 CAGR 分别为 21%/41%/25%/18%。2022 年上半年国内周期下行叠加海外市场的需求旺盛，三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入同比分别增长 33%/157%/40%/26%，海外收入占比分别提升至 43%/33%/18%/17%，同比分别提升 24/24/12/7pct。

以龙头公司为例，通过对内销、出口增速的分情景讨论，我们预计 2023 年主要企业营收增速波动大幅收窄，有望实现正增长。在中性情景下：2023 年国内收入下滑 20%，海外收入增长 30%，对应三一重工/徐工机械/中联重科营收分别为 769/1082/362 亿元，同比分别+4%/-4%/-11%，海外收入占比分别提升至 59%/44%/25%。2023 年出口成为公司业绩主要驱动力。对标海外龙头卡特彼勒、小松，全球化兑现有望贡献业绩增量，拉平周期波动，工程机械龙头有望迎估值中枢上移。

表1：2023年头部企业国内、海外营收预测（单位：亿元）

年份	项目	三一重工			徐工机械			中联重科		
2022E	国内收入	392			756			339		
	海外收入	350			367			70		
	总收入	742			1123			409		
	海外收入占比	47%			33%			17%		
假设场景		悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
国内收入 YOY		-30%	-20%	-10%	-30%	-20%	-10%	-30%	-20%	-10%
海外收入 YOY		20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
2023E	国内收入	274	314	353	529	605	680	237	271	305
	海外收入	420	455	490	441	477	514	84	91	98
	总收入	694	769	843	970	1082	1195	321	362	403
	YOY	-6%	4%	14%	-14%	-4%	6%	-21%	-11%	-1%
	海外收入占比	60%	59%	58%	45%	44%	43%	26%	25%	24%

数据来源：Wind, 东吴证券（香港）测算

3. 工程机械有望迎困境反转，重视国内大周期拐点渐进

2023年钢材价格回落，成本压力有望缓解。钢材成本在挖机生产成本中占比 17%，是影响挖机成本波动的关键因素。基于 2023 年钢材价格低位震荡的预测，挖机成本端压力减弱，毛利率将显著抬升，在费用大体不变的情况下，净利润增速有望高于营收。以三一重工为例，2022Q1-Q3 钢材采购在三一营收中占比 15.43%，若钢材价格同比下降 10%/20%/30%，则钢材采购在收入中的占比降低至 13.9%/12.3%/10.8%，在收入规模及期间费用率不变的情况下，三一重工毛利率将分别提高 1.5/3.1/4.6pct。

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。

4. 投资建议

推荐全球工程机械龙头【三一重工】，估值修复高弹性【徐工机械】，挖机、高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】

5. 风险提示

内销大幅下滑；基建地产开工不及预期；国际贸易争端加剧；原材料价格高企。

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达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。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>