

机械设备

报告日期：2024年05月09日

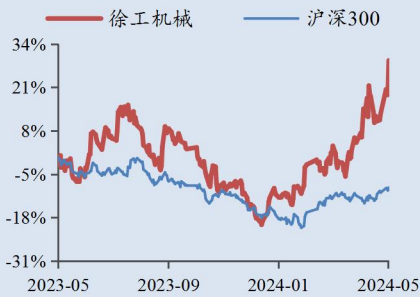
## 老牌工程机械龙头，重组焕发新机

### ——徐工机械（000425.SZ）公司深度研究

#### 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年05月09日

当前价格（元）	8.02
52周价格区间（元）	4.91-8.05
总市值（百万元）	94,765.65
流通市值（百万元）	65,123.12
总股本（万股）	1,181,616.61
流通股（万股）	812,008.96
近一月换手（%）	35.98

分析师：邢甜

执业证书编号：S0230521040001

邮箱：xingt@hlzqgs.com

分析师：景丹阳

执业证书编号：S0230523080001

邮箱：jingdy@hlzqgs.com

#### 相关阅读

#### 摘要：

- **龙头积淀，业绩有韧性。**2023年，国内工程机械行业持续调整，公司受益于国际化的布局及龙头优势仍取得相对较好的业绩。2023年，公司实现营业收入928.48亿元，同比微降1.03%，实现归母净利润53.26亿元，同比增长23.51%；2024Q1实现营业收入241.74亿元，同比增加1.18%，实现归母净利润16亿元，同比增加5.06%。2023年公司毛利率为22.38%，净利率为5.64%，同比+2.17pct/+1.06pct。
- **政策持续利好，需求预期边际改善。**基建方向，稳增长政策背景下，2024年中央财政支出力度有望加大，同时万亿特别国债的提出进一步增加基建资金规模，预计2024年基建投资将维持增长。房地产方向，近期出台多项地产政策“组合拳”，包括认房不认贷、降低存量房贷利率、降低首付比例等，地产宽松政策迎来热度高峰。地产支持政策“组合拳”有望拉动工程机械需求，带动行业回暖。
- **海外景气依旧，出海有望高增长。**我国工程机械出海保持良好趋势主要有两方面原因：一是得益于疫情爆发后宽松的货币政策，欧美国家房地产和基建投资繁荣，叠加经济复苏期全球资源品价格大幅上涨带动非洲、南美等地区矿山开采需求上升；二是以徐工、三一为代表的国内企业积极进行海外渠道布局，品牌认可度持续提升。2023年，公司国外收入372.2亿元，同比提升33.7%，海外营收占比提升至40%以上。
- **盈利预测及投资评级：**假设公司土方、起重等传统机械稳健增长，消防、矿山等新型业务快速增长。据此预计，公司2024-2026年归母净利润分别为65.79/76.34/89.16亿元，同比增速分别为23.5%/16%/16.8%，当前价格对应PE分别为14.4/12.4/10.6倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格风险、国际贸易政策趋紧风险、汇率波动风险等。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	93,817	92,848	100,633	112,806	129,142
增长率（%）	11.3	-1.0	8.4	12.1	14.5
归母净利润（百万元）	4,307	5,326	6,579	7,634	8,916
增长率（%）	-23.3	23.7	23.5	16.0	16.8
ROE（%）	7.9	9.1	10.5	11.2	11.9
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.36	0.45	0.56	0.65	0.75
市盈率（P/E）	22.0	17.8	14.4	12.4	10.6
市净率（P/B）	59.9	26.5	13.9	23.6	9.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 内容目录

<b>1 老牌工程机械龙头，盈利能力持续提升</b>	<b>5</b>
1.1 大国重器，中国脊梁	5
1.2 龙头积淀业绩有韧性，盈利能力持续提升	6
<b>2 内需：周期底部，有望复苏</b>	<b>9</b>
2.1 板块景气度与业绩增速高度相关	9
2.2 底部基本确立，政策发力需求有望改善	10
2.3 更新需求较大，新标准促进老旧设备退出	12
<b>3 出口：海外景气依旧，出海有望高增长</b>	<b>13</b>
3.1 近年来我国工程机械出海保持良好趋势	13
3.2 海外市场高景气，美国、中东值得关注	13
3.3 国产品牌优势显现，跻身国际市场第一梯队	15
<b>4 新资产优化产业布局，新徐工昂首再出发</b>	<b>17</b>
4.1 吸并徐工有限实现整体上市，打造机械全产业链龙头	17
4.2 海外布局具优势，出口占比快速提升	19
4.3 股权激励提高员工积极性，当前估值安全边际高	21
<b>5 盈利预测与估值</b>	<b>22</b>
<b>6 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司营业收入及增速	7
图 3：公司归母净利润及增速	7
图 4：公司业务多元，土方、起重机为拳头产品（%）	8
图 5：2023 年土方机械成为公司第一大业务板块	8
图 6：公司毛利率和净利率变化	8
图 7：公司期间费用率变化（%）	8
图 8：2023 年徐工收入、归母净利润规模超越三一，位列同行业第一	9
图 9：工程机械板块走势与板块归母净利润增速高度相关	9
图 10：我国起重机械销量及增速	10
图 11：我国挖掘机销量及增速	10
图 12：中国基建投资完成额（不含电力）：同比（%）	11
图 13：中国：房地产开发投资完成额：同比（%）	11
图 14：国内挖掘机更新量预测（台）	12
图 15：挖机出口及增速	13
图 16：汽车起重机出口及增速	13
图 17：2021-2022 年各地区工程机械市场份额	14
图 18：2022 年各国工程机械市场份额	14
图 19：各地区开工小时数（小时）	14
图 20：各地区开工小时数增速（%）	14

图 21: 英国布伦特 Dtd (美元/桶) .....	15
图 22: 卡勒比特各地区销售增速(%).....	15
图 23: 小松集团各地区销售增速 (%) .....	15
图 24: 2022 年全球工程机械 10 强 .....	16
图 25: 公司股权结构图 .....	17
图 26: 徐工有限分业务收入情况 (亿元) .....	18
图 27: 徐工有限分地区收入情况 (亿元) .....	18
图 28: 徐工有限 2020 年各业务产能产量 (台) .....	18
图 29: 徐工有限 2019-2021 各业务产量 (台) .....	18
图 30: 吸并完成后徐工机械各业务产能产量情况 (台) .....	19
图 31: 公司在全球市场布局情况 .....	20
图 32: 公司海外营收及增速 .....	20
图 33: 公司海外应收占比迅速提升 .....	20
图 34: 徐工 2023 年 H1 海外区域收入增速 .....	21

## 表目录

表 1: 公司业务板块及产品示例 .....	6
表 2: 地产基建等有利政策汇总 .....	12
表 3: 国内工程机械龙头营收 (美元) 全球排名变化 .....	16
表 4: 公司限制性股票激励计划解除限售业绩条件 .....	21
表 5: 公司及可比公司估值 (2024 年 5 月 9 日) .....	22
表 6: 财务预测简表 .....	22
表 7: 公司财务预测表 .....	24

## 1 老牌工程机械龙头，盈利能力持续提升

### 1.1 大国重器，中国脊梁

徐工机械前身华兴铁工厂，诞生于1943年，是我国首台汽车起重机和蒸汽压路机的诞生地。徐工机械成立于1993年，于1996年在深交所挂牌上市。1999年-2008年，徐工深化“用工、人事、工资”三项制度改革，大力推进债转股、主业归核、结构优化等一系列改革举措，率先成为我国工程机械营收超百亿的集团。2009年-2021年，徐工积极拓展海外布局，并成功完成混改。2022年，公司成功反向收购徐工有限，实现徐工集团工程机械板块的整体上市。经过多年发展，公司成长为中国工程机械行业规模最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的公司之一。

2023年，KHL公布了2022年全球前50强工程机械制造商榜单，徐工机械以134.07亿美元的销售额蝉联全球第三、国内第一。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华龙证券研究所

工程机械全品类龙头，多项产品国内第一。公司产品包括起重机械(汽车起重机、履带起重机、随车起重机和塔式起重机四大类)、土方机械(铲运机械和挖掘机械)、桩工钻孔机械、道路机械(压实机械、路面机械)、高空作业机械(高空作业平台、消防机械)以及专用车辆、卫生及环保机械等其他板块。

其中，汽车起重机、随车起重机、压路机、高空作业机械、装载机等

15 类主机位居国内第一；起重机械、移动式起重机、水平定向钻全球第一；塔式起重机全球第二，道路机械、随车起重机全球第三；桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营，挖掘机进位至全球第四，高空作业平台、矿山露天挖运设备全球第五。

公司持续拓宽产品种类，不断适应大型工程对全系列产品的需求，发展各类新兴产业。

表 1：公司业务板块及产品示例

业务板块	产品示例
起重机械	
土方机械	
桩工钻孔机械	
道路机械	
高空作业机械及其他	

数据来源：公司公告，华龙证券研究所

## 1.2 龙头积淀业绩有韧性，盈利能力持续提升

2009-2012 年，公司业绩随行业井喷式发展而快速增长，公司也成功上市。2013-2015 年，我国工程机械行业在高歌猛进后进入为期三年的调整期，在此期间公司苦练内功，在德国建立研究中心，在巴西建造生产基地。

2016-2021 年，我国工程机械周期复苏，公司业绩快速增长，首次跻身全球工程机械 3 强。2022 年，受原材料涨价等因素影响行业进行周期性调整，公司业绩暂时性承压，全年实现营业收入 938.17 亿元，同比下降 19.67%，实现归母净利润 43.07 亿元，同比下降 47.53%。

2023 年，国内工程机械行业持续调整，公司受益于国际化布局及龙头

优势仍取得相对较好的业绩。2023年，公司实现营业收入928.48亿元，同比微降1.03%，实现归母净利润53.26亿元，同比增长23.51%；2024 Q1实现营业收入241.74亿元，同比增加1.18%，实现归母净利润16亿元，同比增加5.06%。

图 2：公司营业收入及增速

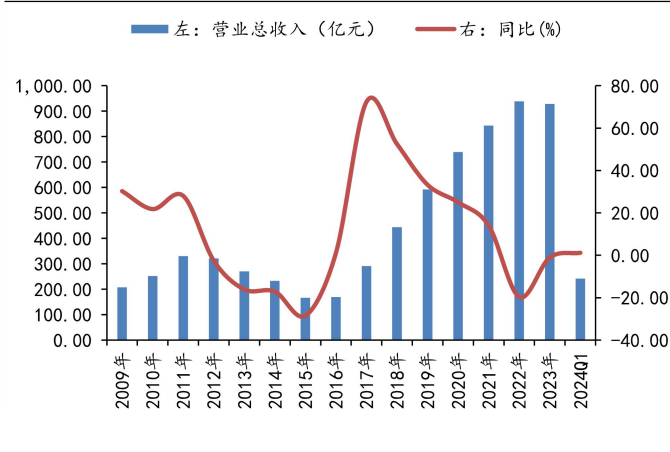
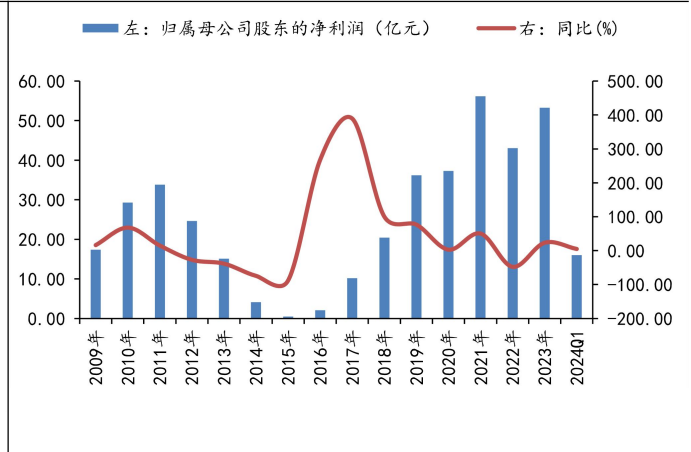


图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

截至2023年，公司已成为全球工程机械巨头，综合竞争力居于前列。分业务来看：

(1) **起重机**：2023年，公司起重机实现收入211.87亿元，同比下降11.20%。起重机业务占比22.82%，2022年及以前属于公司第一大业务板块，2023年占比有所下降，为公司第二大业务板块，位居全球及国内第一。

(2) **土方机械**：主要包括铲运机械（装载机）和挖掘机械（2022年并表后新增）。2023年，土方机械实现收入225.6亿元，同比下降4.56%。土方机械占比24.30%，超过起重机成为公司第一大业务板块，其中装载机出口占有率突破30%，为国内行业第一，挖掘机进位至全球第四。

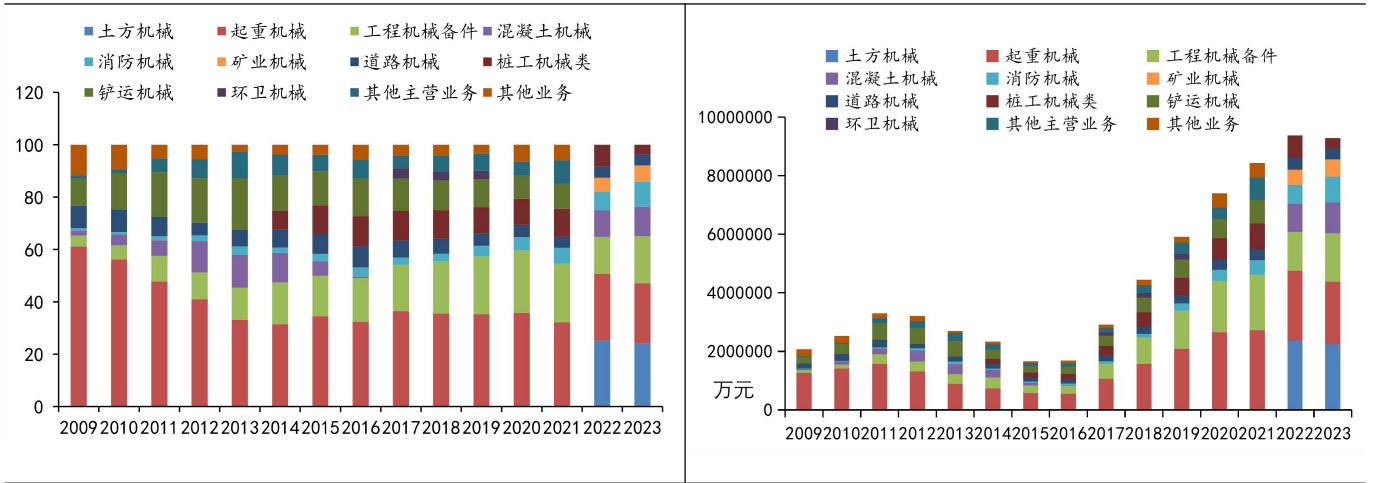
(3) **混凝土机械**：2023年实现收入104.25亿元，同比增加9.72%。公司混凝土机械稳居全球第一阵营，2023年公司积极推进全球市场协同、技术协同、产能协同，新能源搅拌车销量突破千台。

(4) **桩工机械**：2023年实现收入34.59亿元，同比下降55.48%，占比3.73%。桩工机械稳居全球第一阵营，旋挖钻机、水平定向钻机等产品位列行业第一。

(5) **道路机械**：主要产品为压路机和摊铺机，2023年实现收入38.18亿元，同比下降5.37%，占比4.11%，一直处于行业领先地位。

(6) **高空作业机械**：包括高空作业平台和消防机械，2023年实现收入88.83亿元，同比增加35.62%，占比9.57%，较2022年提升2.59pct。2023年，公司高空作业机械荣登中国第一、全球第三。

图 4：公司业务多元，土方、起重机械为拳头产品（%） 图 5：2023 年土方机械成为公司第一大业务板块



数据来源：Wind，华龙证券研究所

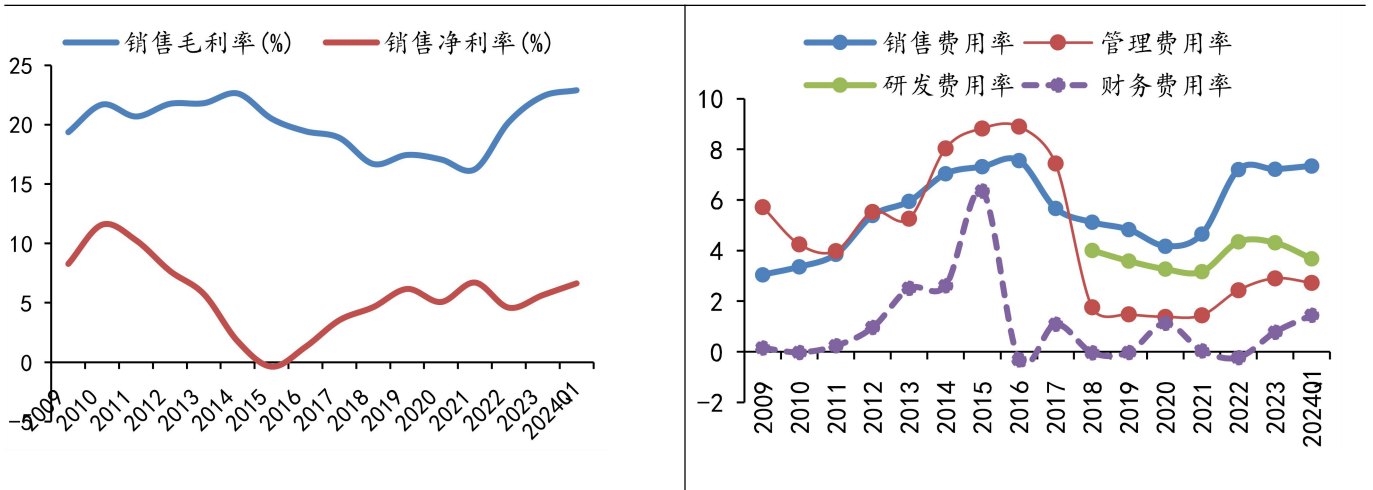
数据来源：Wind，华龙证券研究所

（注：公司 2022 年吸收合并徐工有限后，新增挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械业务，对主营业务进行重分类，将塔式起重机合并到起重机械，铲运机械和挖掘机械合并为土方机械，将压实机械和路面机械合并为道路机械。）

2023 年公司毛利率为 22.38%，净利率为 5.64%，同比+2.17pct/+1.06pct，各产品线毛利率均有所提升，起重机械、土方机械、混凝土机械、工程机械备件毛利率分别同比+2.73%、+0.37%、+1.72%、+5.42%。2024 年 Q1，公司毛利率 22.89%，较 2023 年提升 0.51pct；净利率 6.63%，较 2023 年提升 0.99pct，提升明显，主要是因为优化供应链体系，实现采购净降本。

图 6：公司毛利率和净利率变化

图 7：公司期间费用率变化（%）



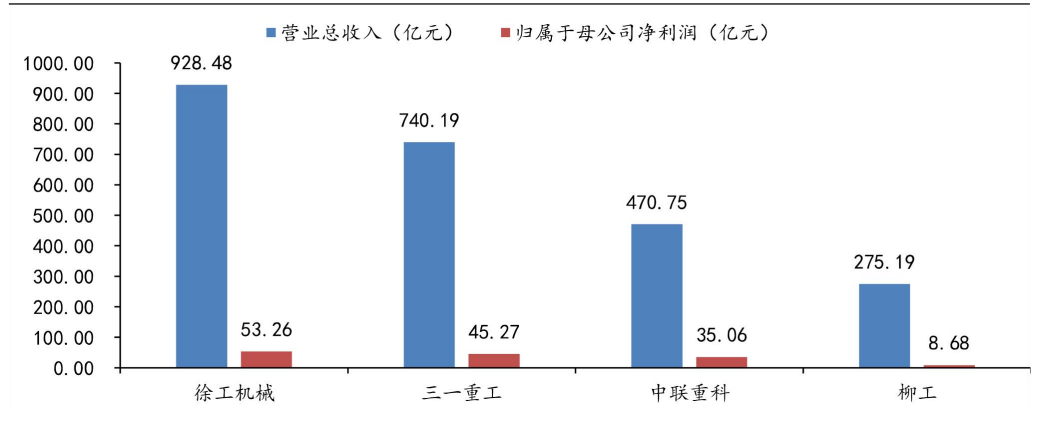
数据来源：Wind，华龙证券研究所

数据来源：Wind，华龙证券研究所

2022 年之前，公司收入体量小于三一。2022 年，公司收购徐工有限后，营收规模及净利润规模跃居行业第一。



图 8：2023 年徐工收入、归母净利润规模超越三一，位列同行业第一



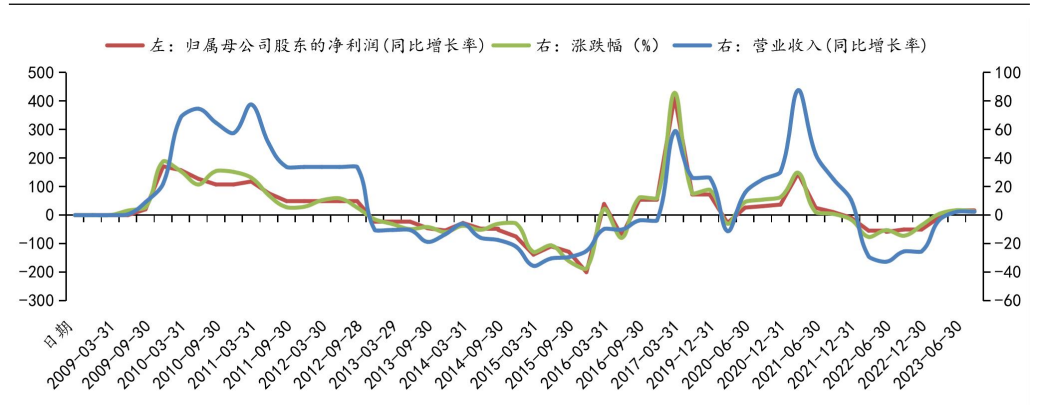
数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2 内需：周期底部，有望复苏

### 2.1 板块景气度与业绩增速高度相关

通过对历史行情及业绩进行复盘，可以发现工程机械板块走势与业绩增速相关，尤其是与归属于母公司的净利润增速相关程度较高。长期来看，板块行情走势取决于行业业绩增速，通过判断行业业绩变化，可以较好跟踪板块β的强弱。

图 9：工程机械板块走势与板块归母净利润增速高度相关



数据来源：Wind，华龙证券研究所

工程机械行业业绩受宏观经济波动影响较大。2009 年，我国的“四万亿”投资计划极大促进了我国固定资产投资，带动了工程机械行业的发展。2010 年以来，我国加强了对于房地产行业的调控力度，工程机械行业增速有所放缓。

2017 年，随着国家“一带一路”倡议不断推进，中国与沿线国家的经济合作日益紧密，沿线国家基础设施建设投资快速增长，工程机械行业需

求回升。与此同时，我国二三线城市房地产投资仍在加速，进一步拉动了工程机械的需求增长，行业景气度显著提升。2019年，我国工程机械行业保持良好增长，但增速显著放缓。

2020年-2021年上半年，随着国内疫情得到有效控制以及国家宏观调控力度加码，下游基建及房地产行业补偿性需求快速释放，工程机械产品销量实现大幅增长，国产品牌综合竞争力逐步提升，对进口品牌的替代效应愈发明显；2021年下半年开始，宏观经济增速放缓、工程有效开工率不足，导致国内工程机械市场需求大幅减少，行业进入调整阶段。2022年，在高基数和内需回落影响下，主要产品销量增速转负。

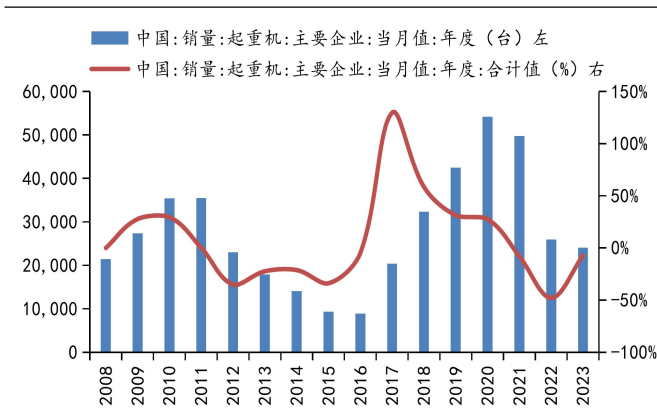
2023年，行业高存量以及房地产投资持续低迷等因素仍对内销需求形成抑制，外销由高速增长过渡到平稳增长阶段，在此背景下行业总销量进一步下滑，工程机械行业处于周期底部。

## 2.2 底部基本确立，政策发力需求有望改善

工程机械包含二十一个大类，其中挖掘机、装载机、起重机、压路机四个常用工程机械设备占据较大份额，通常选取以上产品为代表进行分析。

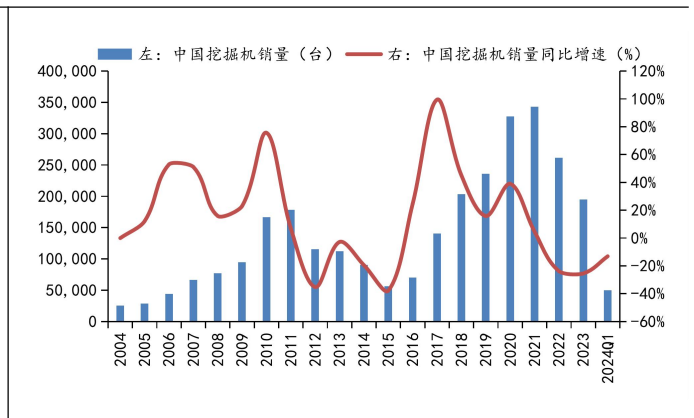
起重机和挖掘机销量数据显示国内工程机械销量仍在底部。2023年，我国起重机销量为24077台，同比下降7.19%，降幅较2022年收窄40.68pct.，增速曲线显示起重机械有底部企稳态势。2023年，我国挖掘机销量为195018台，同比下降25.38%。2024年1-3月，共销售挖掘机49964台，同比下降13.06%；其中国内26446台，同比下降8.26%；出口23518台，同比下降17.9%。

图 10：我国起重机械销量及增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：我国挖掘机销量及增速



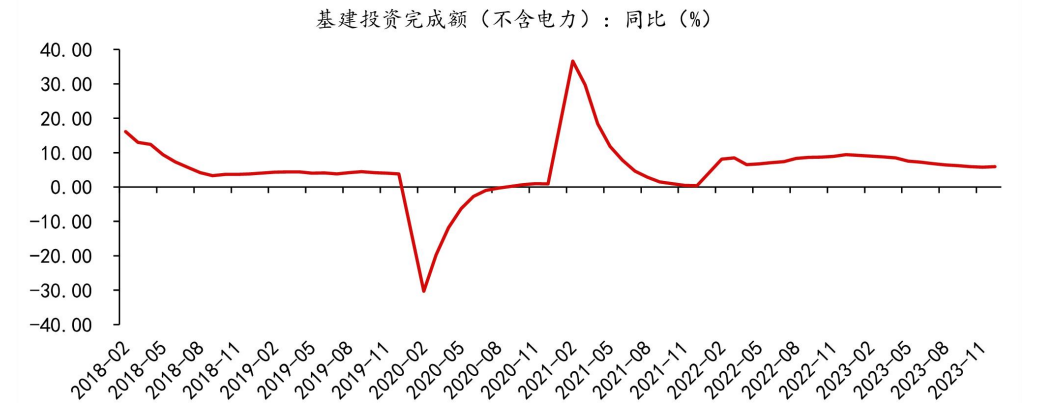
数据来源：Wind，华龙证券研究所

(1) 基建投资稳增长。2023年以来宏观调控政策持续显效，基建和制造业投资发力，全年固定资产投资同比增长3%。具体来看，基础设施投资作为工程机械下游主要驱动因素之一，近年来保持增长趋势。2022年，得益于政策性开发性金融工具和地方专项债的加快使用，全年基础设施投资完成额（不含电力）同比增长9.4%，同比提升9pct；2023年，伴随系

列稳增长政策的持续推动，全年全国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长 5.9%。

稳增长政策背景下，2024 年中央财政支出力度有望加大，同时万亿特别国债的提出进一步增加基建资金规模，预计 2024 年基建投资将维持增长。

图 12：中国基建投资完成额（不含电力）：同比（%）

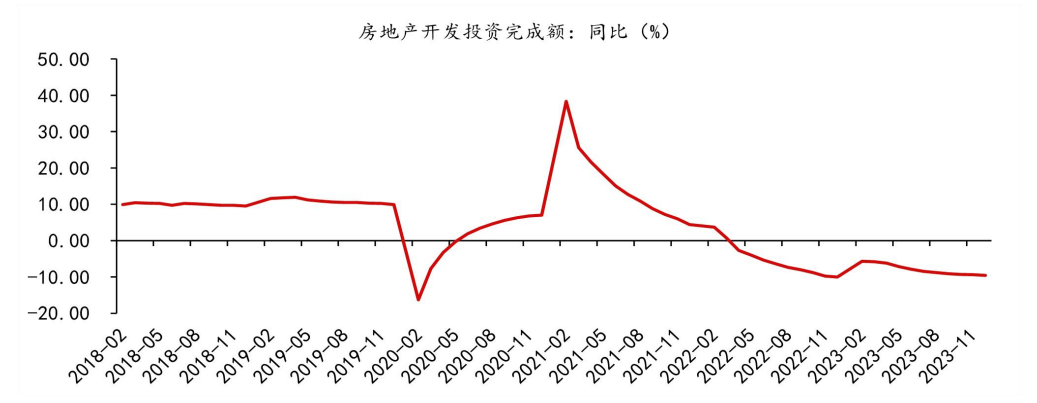


数据来源：Wind，华龙证券研究所

政策持续利好，地产需求预期边际改善。2022 年，房地产新开工面积受销售去库存压力的影响持续低迷，商品房销售额为 12.96 万亿元，同比下降 28.73%；对此，国家密集出台了一系列地产调控政策，包括认房不认贷、降低存量房贷利率、降低首付比例等，并在 2023 年不断调整优化，房地产市场系统性风险有所缓解。

长期来看，房地产行业依然处于底部修复过程，未来随着政策传导逐步落实，市场信心预计有所恢复，地产施工预计有所改善进而带动国内工程机械市场需求的释放。

图 13：中国:房地产开发投资完成额:同比（%）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 2：地产基建等有利政策汇总

文件名称	发布时间	主要内容
中共中央政治局会议	2023/7/24	要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
《中国人民银行国家金融监督管理总局关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	2023/8/31	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。
《机械行业稳增长工作方案（2023-2024 年）》	2023/8/17	针对工程机械，《方案》从需求侧、出海、核心零部件可靠性提升、电动化等角度精准施策
十四届全国人大常委会第六次会议	2023-10-26	中央财政将在 2023 年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力。
融机构座谈会	2023/11/17	一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。

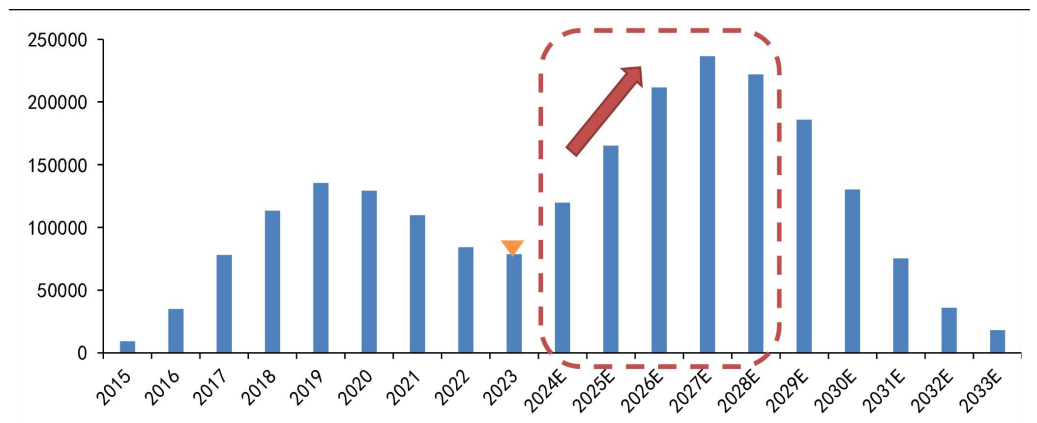
数据来源：中国政府网、人民网、华龙证券研究所

### 2.3 更新需求较大，新标准促进老旧设备退出

我国工程机械行业经过多年发展，存量市场较大，在环保要求日益趋严背景下存在较大的更新需求。以挖机为例，更新周期为 6-10 年左右，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，各产品销量均在 2011 年达到顶峰。

**存量设备更新需求预测：**我国从 2009 年 10 月 1 日开始施行国二标准，在此之前施行国一标准的存量挖机不考虑在内。假设：挖机销售出的第六年至第十年，更新比例分别为 10%/20%/30%/20%/20%，据此测算出更新需求于 2023 年见底，2024 年-2027 年进入更新高峰期。

图 14：国内挖掘机更新量预测（台）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

除挖掘机外，汽车起重机、装载机、压路机和混凝土泵车等其他产品的生命周期在 10 年左右，且其进场顺序滞后于挖掘机，因此其更新需求亦晚于挖掘机，我们认为 2024 年继挖掘机械后，非挖工程机械同样有望迎来更新高峰期。

近年来国家持续强化非道路移动机械监管，工程机械行业“十四五”发展目标已对新机联网率提出明确要求，叠加近年来环保政策不断升级，对于非道路移动机械的环保监管正式进入“高压”时期。我国非道路机械自2022年12月1日起，全面实施国四标准，多省市发布国一及以下排放标准柴油机报废更新方案，采取限制使用、经济补偿等综合措施加快高排放设备淘汰。上述环保政策的升级或将有利于引导行业设备升级，对老旧设备的更新换代起到促进作用，为行业和公司带来设备更新的市场机遇。

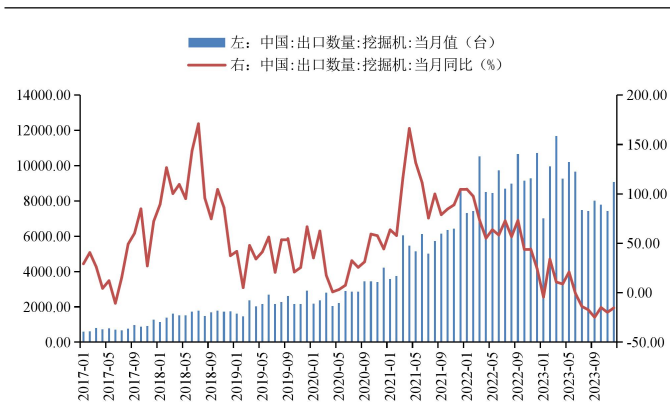
### 3 出口:海外景气依旧，出海有望高增长

#### 3.1 近年来我国工程机械出海保持良好趋势

2022年我国挖掘机械出口109453台，同比增长59.96%；2023年出口105038台，同比下降4.03%，主要是因为2022年度高基数。起重机械中，汽车起重机占较大比例。2022年，我国汽车起重机出口5504台，同比增长73%；2023年出口7438台，同比增长35.1%。

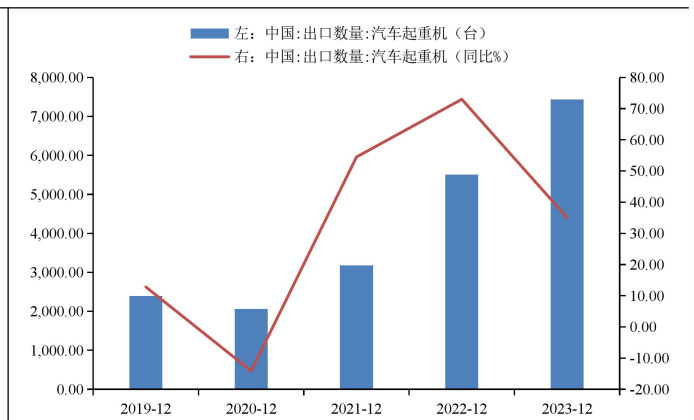
整体来看，我国工程机械出海保持良好趋势。我们认为主要有两方面原因：一是得益于疫情爆发后宽松的货币政策，欧美国家房地产和基建投资繁荣，叠加经济复苏期全球资源品价格大幅上涨带动非洲、南美等地区矿山开采需求上升，使得国际市场需求剧增；二是以徐工、三一为代表的国内企业积极进行海外渠道布局，品牌认可度持续提升。

图 15: 挖机出口及增速



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 16: 汽车起重机出口及增速



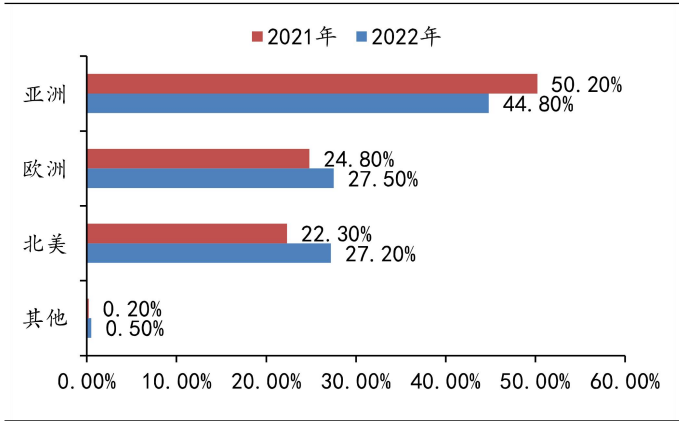
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

#### 3.2 海外市场高景气，美国、中东值得关注

①分地区来看：2022年北美和欧洲工程机械市场份额均有不同程度提升。亚洲市场份额下降，从50.2%降至44.8%，下降5.4个百分点，连续两年下滑。

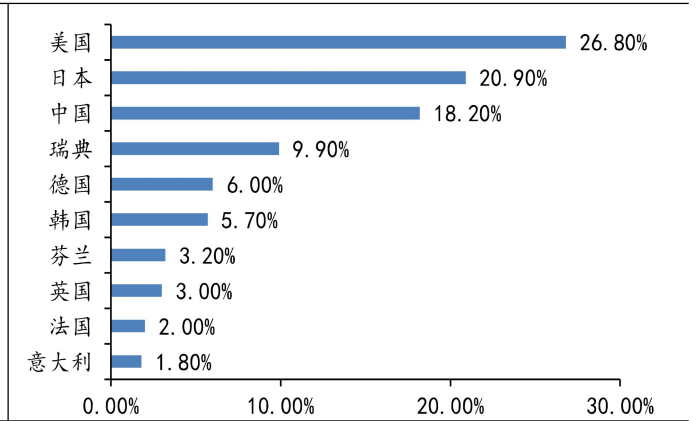
②分国别来看：2022 年全球市场份额排名前三的国家分别是美国（26.8%）、日本（20.9%）、中国（18.2%），三个国家在全球工程机械市场份额已经达到了 65.9%。其中，中国和日本市场份额分别同比下滑 6.8 个百分点、1.1 个百分点，美国则提高 4.9 个百分点。

图 17：2021-2022 年各地区工程机械市场份额



数据来源：Mysteel, KHL, 华龙证券研究所

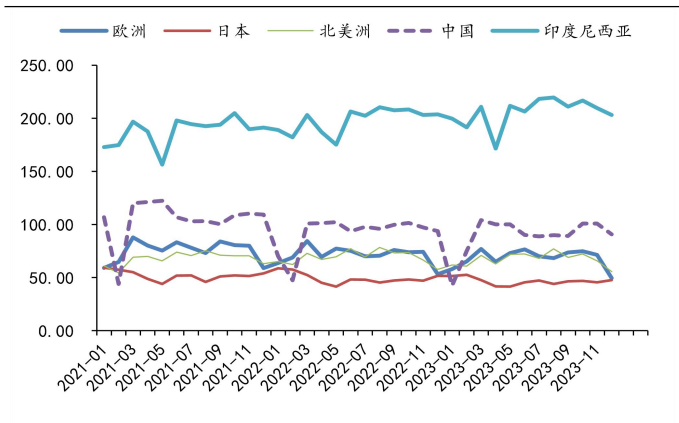
图 18：2022 年各国工程机械市场份额



数据来源：Mysteel, KHL 华龙证券研究所

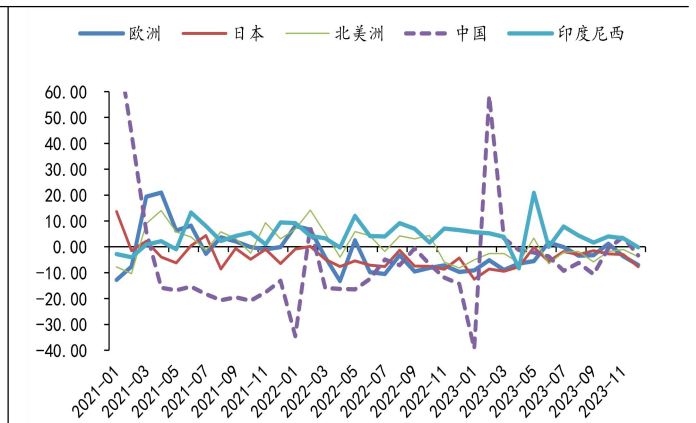
③从各地区挖掘机开工数据来看：以印尼为代表的新兴市场开工时长领先，且增速保持一定增长；中国市场开工时长在 100 小时附近，每年 1-2 月份春节期间开工小时数下降明显；欧洲和北美开工小时数为 60-70 小时左右。

图 19：各地区开工小时数（小时）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图 20：各地区开工小时数增速（%）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

④从卡勒比特和小松集团销售增速来看：北美、中东及非洲地区景气度更高。我们认为主要和两个因素有关：一是，俄乌冲突及中东地区的不稳定局势对全球能源市场产生了显著影响。以上地区是石油和天然气的主要生产地，战争和地缘政治问题导致供应链中断，石油供应量减少，石油价格上涨。各地积极寻找替代供应源以维持生产和运营，非洲和南美等地区因拥有丰富的矿产资源（包括石油、金属和稀土元素等），开采需求上升。

图 21：英国布伦特 Dtd（美元/桶）

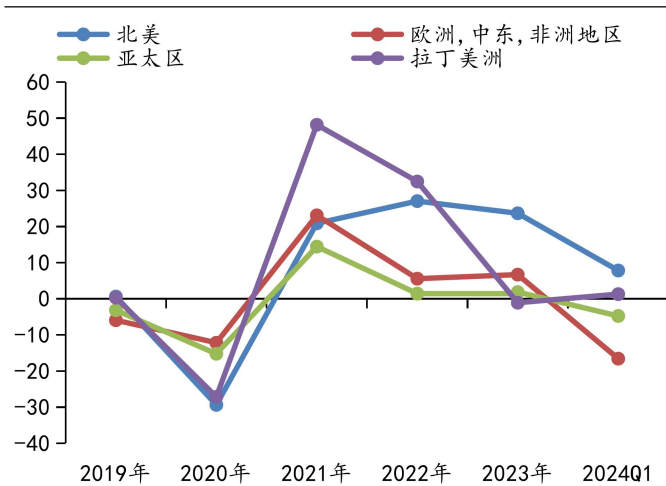


数据来源：Wind，华龙证券研究所

二是，美国近年来致力于更新和加强其基础设施，2021年11月15日拜登政府签署的《基础设施投资和就业法案》，涉及总金额1.2万亿美元，旨在对美国的道路、桥梁、铁路和公共交通等基础设施进行大规模投资。此法案是美国数十年来进行的最大规模的一次基础设施投资。基建法案的实施极大提振了美国经济，特别是与传统基建相关的工程机械和金属原材料行业。

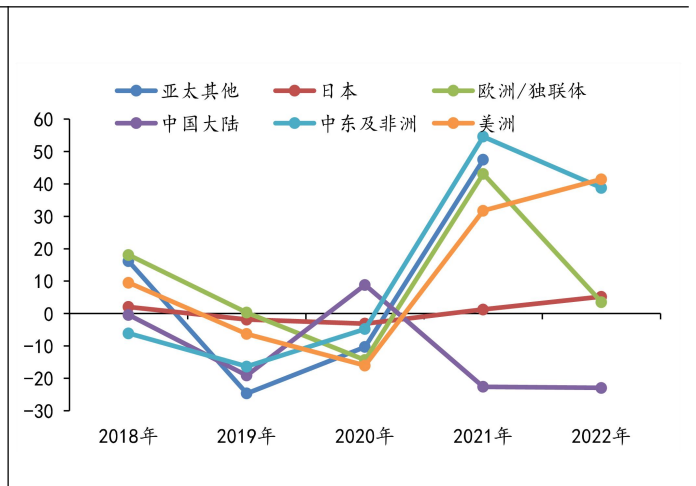
综上：我们认为，中东地区灾后重建的高资本支出进程有望延续、俄罗斯存量设备的替换需求仍然庞大、基建法案拉动下美国市场制造业回流势头依旧劲强、东南亚市场在经济结构调整后正逐渐迎来回暖，在此背景下，工程机械海外市场预计保持一定韧性。

图 22：卡勒比特各地区销售增速(%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 23：小松集团各地区销售增速 (%)



数据来源：Wind，华龙证券研究所

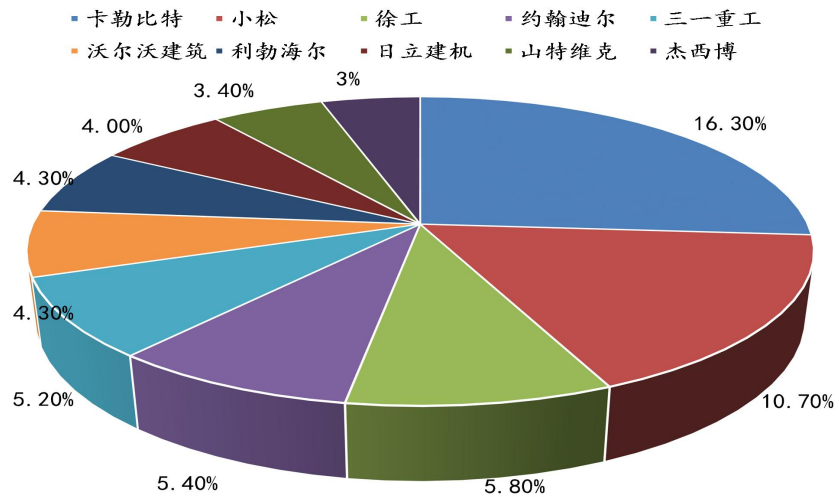
### 3.3 国产品牌优势显现，跻身国际市场第一梯队

全球工程机械市场集中度较高，CR10为62.4%，国内龙头占据一定地位。KHL统计数据显示：2022年，美国卡特彼勒以375.38亿美元高居

榜首，全球市场份额达 16.3%，较 2021 年提高 2.5 个百分点。位列第二的是日本小松，销售收入 246.48 亿美元，市场份额 10.7%。自该榜单发布以来，卡特彼勒和小松一直位列前二。

中国 10 家企业跻身 50 强榜单，分别是徐工、三一重工、中联重科、柳工、中国龙工、山推股份、铁建重工、山河智能、浙江鼎力、福田雷沃。其中，徐工、三一重工依旧位列前 5，中联重科跌出前 10 至第 12 名。

图 24：2022 年全球工程机械 10 强



数据来源：Mystell, KHL, 华龙证券研究所

我国工程机械近年来取得了长足进步，国际地位持续提升。徐工自 2021 年以来，连续两年位居全球前三；三一亦保持全球前五的优势地位。但从份额来看，国内品牌在全球市场占比较低，未来出口业务仍有很大发展空间。

表 3：国内工程机械龙头营收（美元）全球排名变化

企业名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
徐工机械	46.46	61.51	45.91	47.71	69.84	88.98	111.62	151.59	134.07
	11	8	9	8	6	6	4	3	3
三一重工	60.78	54.24	33.38	35.42	59.3	84.34	109.56	144.18	118.82
	8	9	12	11	8	7	5	4	5
中联重科	61.03	43.76	31.1	30.29	37.96	43.2	62.7	94.49	61.82
	7	11	14	14	13	13	10	5	12

数据来源：中国路面机械网, KHL, 华龙证券研究所



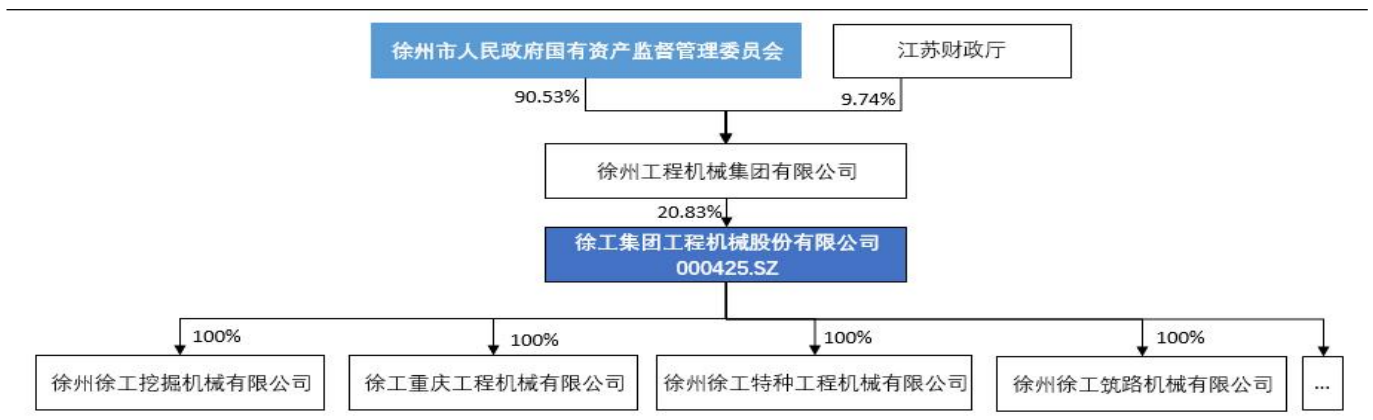
## 4 新资产优化产业布局，新徐工昂首再出发

### 4.1 吸并徐工有限实现整体上市，打造机械全产业链龙头

吸收合并徐工有限，徐工集团工程机械板块全部资产注入上市公司体内实现整体上市，公司成为当之无愧的工程机械板块全产业链龙头。

公司于2022年8月完成吸收合并控股股东徐工有限，交易完成后，徐工有限相关资产全部置入上市公司体内，徐工集团工程机械资产实现整体上市，公司控股股东由“徐工有限”变更为“徐工集团”，实际控制人未发生变化。

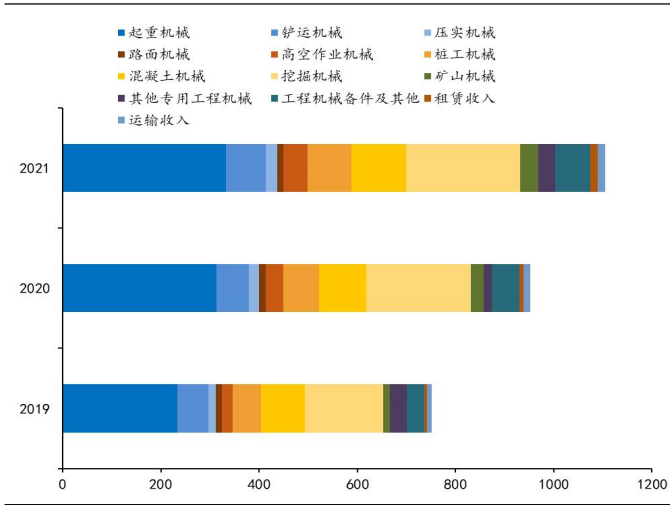
图 25：公司股权结构图



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

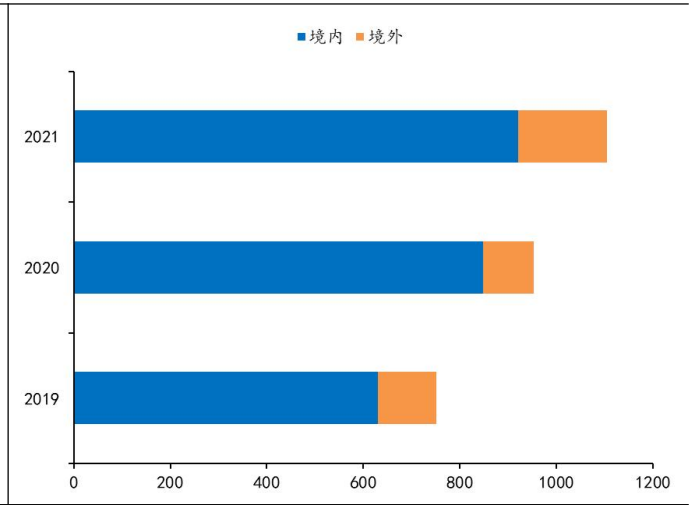
此次交易前，徐工有限为徐工机械控股股东，持有公司38.11%股权，两者业务重合程度较高。分业务来看，合并前起重机械、挖掘机械、混凝土机械为徐工有限前三大业务板块，2019-2021年收入占比分别在30%、20%、10%左右。分地区看，境内为徐工有限核心市场，2019-2021年境内收入占比稳定在83%以上，其中2020年境外地区受疫情影响收入占比有小幅波动。

图 26：徐工有限分业务收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

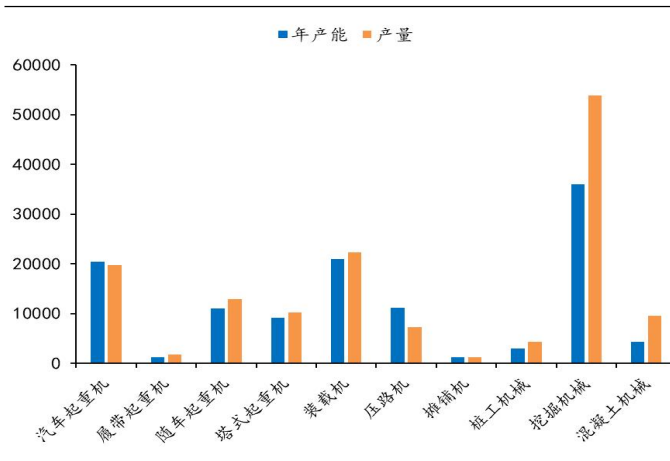
图 27：徐工有限分地区收入情况（亿元）



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

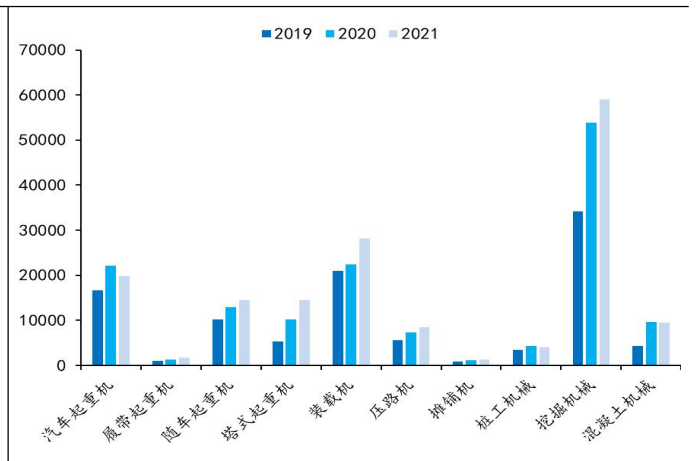
徐工有限在起重机、高机、混凝土机械等方向具备较强实力，这些资产的置入将与徐工机械原有业务形成高度互补，优化、完善徐工机械业务结构，大幅提升公司综合竞争力。此次交易完成前，徐工机械为徐工有限核心资产与业务主体。我们将2020年徐工有限不同产品年产能与产量进行分类统计，并与同时期徐工机械各类产品产能产量进行对比，发现徐工机械的塔式起重机、随车起重机、高空作业机械、混凝土机械等产能规模大、产品竞争力强的业务仍在上市公司体外。其中，塔式起重机、高空作业机械、混凝土机械均是徐工的核心品牌，不仅产能规模大，且2019-2021年产量均保持高速增长，产品力得到市场高度认可。同时可以观察到，除汽车起重机、压路机等少数产品外，其他核心业务产能利用率均超过100%，其中挖掘机械、桩工机械产能利用率接近150%，混凝土机械产能利用率超过220%。以上资产的注入和整体上市，将形成徐工机械全产品矩阵，进一步提升公司的综合竞争力。

图 28：徐工有限 2020 年各业务产能产量（台）



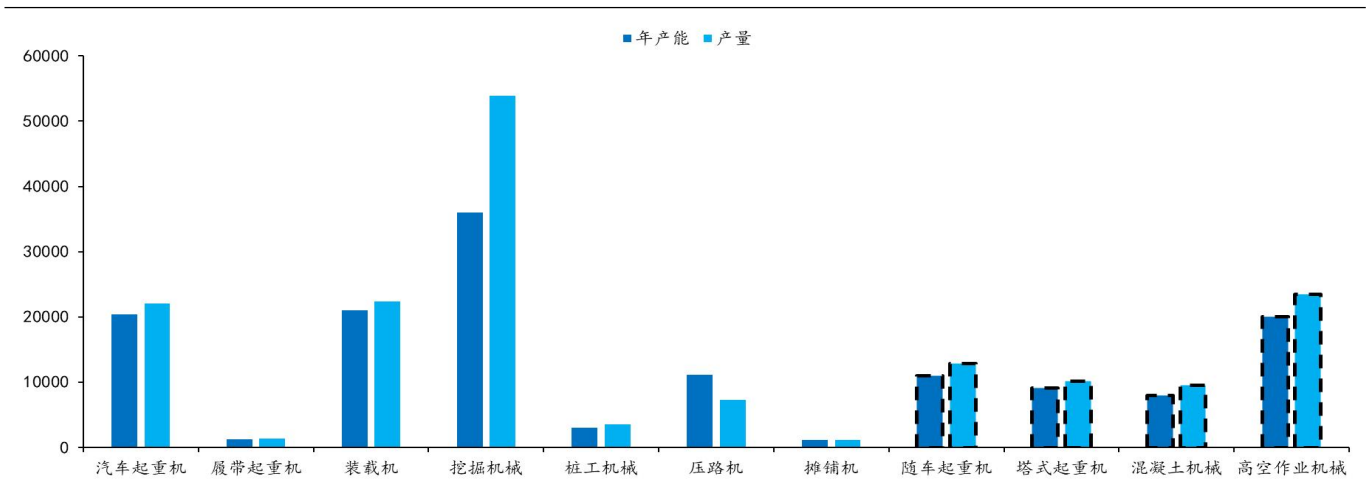
数据来源：公司公告，华龙证券研究所

图 29：徐工有限 2019-2021 各业务产量（台）



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

图 30：吸并完成后徐工机械各业务产能产量情况（台）



数据来源：公司公告，华龙证券研究所（虚线框为徐工有限置入资产，产能产量数据为 2020 年口径）

新徐工新业务多点开花，公司业绩弹性逐步释放。实现整体上市后，公司在起重机械等传统优势板块继续保持强势的同时，推动高机、矿机、混凝土机械、农机等新兴板块快速放量，打开新成长空间。

2023 年，重组后公司定位的战略新兴产业收入高增近 30%、贡献度超 20%，占比提升 4.5 个百分点。①高空作业机械板块：持续向好，高空作业平台和举升类消防车行业第一。②矿山机械：收入大幅增长，其中新能源矿车增长 4 倍，矿挖内销占有率提升 1.7 个百分点。③叉车：收入增长近 30%，持续打造电动化产品优势，成为公司绿色化产业的典型示范。④农机：开始发力、逐步开花结果，拖拉机、收获机批量交付，收入增长 10 倍。报告期内，公司新能源产品收入实现翻倍高增长，收入占比提升 5 个百分点。

备件质、量同步提升，有力支撑主业发展。我国工程机械关键零部件如液压元器件、传动系统、发动机等大多依赖进口，工程机械主机中关键零部件进口成本占制造成本的 40%以上，行业接近 70%的利润被进口零部件占据。为降低核心零部件的进口依赖，公司加快推进多个零部件自主化攻关及技改项目，目前已实现液压、传动、铸造、四轮一带、电机等零部件及相关技术的自主可控，提升主机产品差异化的同时，为整体收入形成补充。

#### 4.2 海外布局具优势，出口占比快速提升

经过 20 多年的探索实践，公司形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。在海外拥有 300 余家经销商，40 个办事处，150 多个服务备件中心，营销网络覆盖全球 190 余个国家和地区，在巴西、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、美国、德国、

马来西亚、泰国等重点国家成立分子公司，开展直营业务，拥有强大的国际化拓展能力。

公司已在亚太区域、中亚区域、非洲区域、西亚北非区域、欧洲区域、大洋洲区域共涉及 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。在“一带一路”沿线国家布局优势明显。

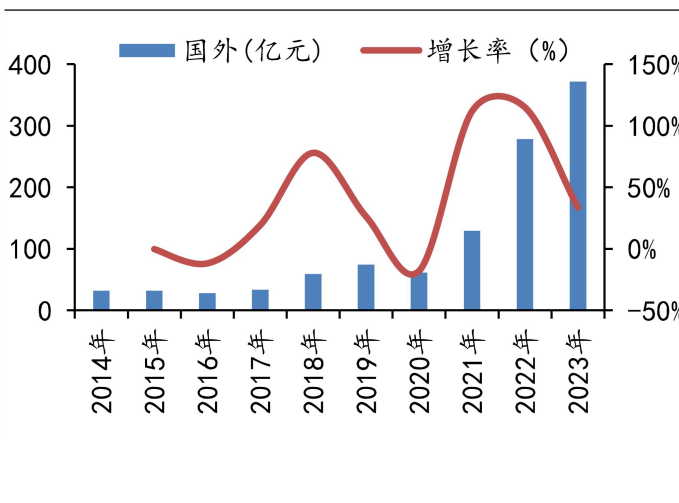
图 31：公司在全球市场布局情况



数据来源：公司官网，华龙证券研究所

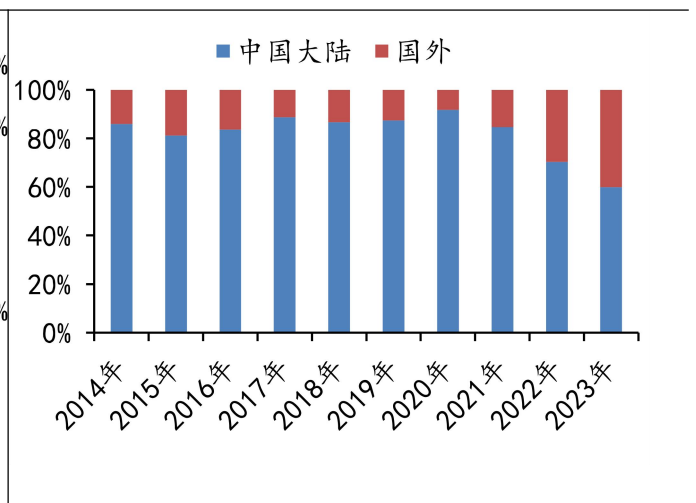
2023 年度，国内工程机械处于下行周期，公司国内营业收入 556.28 亿元，同比下降 15.69%；国外收入 372.2 亿元，同比提升 33.7%。同时，公司持续加强海外金融体系支撑，当年完成泰国、美国融资租赁平台建设运营；并规划布局南非、加拿大、沙特、越南等海外子公司建设；推进南北美一体化建设。多项并措背景下，海外营收占比提升至 40%以上，同比提升 10.41pct。

图 32：公司海外营收及增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 33：公司海外应收占比迅速提升

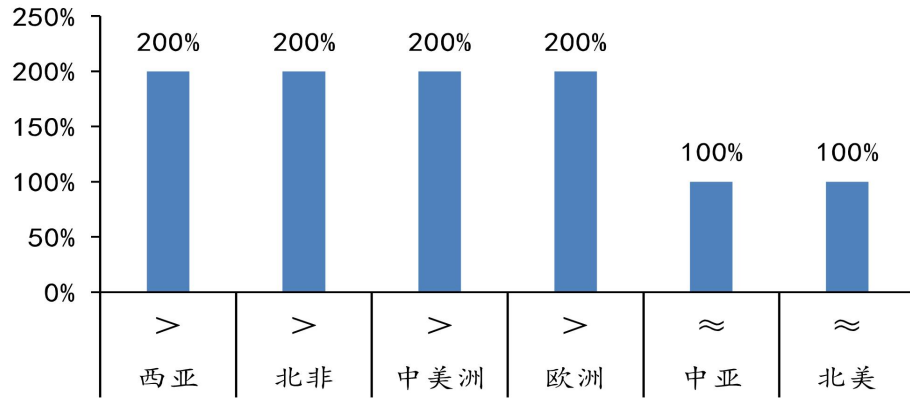


数据来源：Wind，华龙证券研究所

2023 年，公司海外体系运营布局有了新的变化，构建“1+14+N”的国际管控架构，出口收入再创历史新高，多数区域高速增长。2023 年 H1，

西亚北非、中美洲增长超 200%，欧洲增长超 150%，中亚、北美增长近 100%，整体国际化收入 209 亿元、同比增长 33.5%，国际化收入占比升至 40.75%。

图 34：徐工 2023 年 H1 海外区域收入增速



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

### 4.3 股权激励提高员工积极性，当前估值安全边际高

国企改革不断深入，股权激励焕发新机。公司于 2023 年 2 月公告限制性股票激励计划，拟向不超过 2000 人授予限制性股票 118,161,660 股，约占公告时公司股本总额的 1.00%。2023 年 5 月，实际向 1,731 名激励对象首次授予 109,179,000 股限制性股票。2023 年 12 月，实际向中高层管理人员及核心技术及业务人员共计 231 人预留授予限制性股票共 8,902,660 股。此次股权激励授予股票解禁的业绩考核目标为：

表 4：公司限制性股票激励计划解除限售业绩条件

第一个限售期	① 2023 年度净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 2023 年度净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 2023 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第二个限售期	① 2024 年度净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 2024 年度净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 2024 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
第三个限售期	① 2025 年度净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 2025 年度净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水

平；或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；  
③ 2025 年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。

数据来源：公司公告

估值层面，公司 PE (TTM) 为 17.54X，在可比公司中估值最低，且 2024 年与 2025 年预测 PE 亦为最低。考虑负债因素后的 EV/EBITDA 为 10.45，仍为可比公司中的最低估值，当前价位具备较强安全边际。

表 5：公司及可比公司估值（2024 年 5 月 9 日）

证券代码	证券简称	市盈率 PE (倍)				EV/EBITDA 倍
		TTM	2024E	2025E	2026E	
000425.SZ	徐工机械	17.5375	13.8467	10.9027	8.7345	11.0434
600031.SH	三一重工	32.237	23.135	17.8254	14.89	19.0972
000528.SZ	柳工	20.2431	16.2662	12.0256	9.357	11.6418
000157.SZ	中联重科	21.8165	17.1612	13.3196	10.8977	14.9124

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

**国内：**工程机械行业 2023 年筑底结束，2024 年在地产及基建政策刺激叠加非挖机工程机械的更新周期驱动下销量有望回暖。

**出口：**海外依旧结构性景气，公司在海外的完善布局，尤其是在“一带一路”方向上具备优势，预计海外业务将取得进一步增长。

**土方机械：**2024-2026 年收入增速 3%/10%/15%；**起重机械：**2024-2026 年收入增速 -1.33%/9.35%/12.13%；**工程机械备件：**2023-2025 年收入增速 0%/3%/5%；**混凝土机械：**2024-2026 年收入增速 30%/25%/20%；**消防机械：**2024-2026 年收入增速 30%/25%/20%；**矿山机械：**2024-2026 年收入增速 15%/10%/10%；**道路机械：**2024-2026 年收入增速 -5%/0%/5%；**桩工机械：**2024-2026 年收入增速 -30%/-20%/0%。

### 盈利预测与估值：

按此测算的公司 2024-2026 年归母净利润分别为 65.79/76.34/89.16 亿元，同比增速分别为 23.5%/16%/16.8%，对应 PE 分别为 14.4/12.4/10.6 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：财务预测简表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	93,817	92,848	100,633	112,806	129,142
增长率（%）	11.3	-1.0	8.4	12.1	14.5
归母净利润（百万元）	4,307	5,326	6,579	7,634	8,916

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)	-23.3	23.7	23.5	16.0	16.8
ROE (%)	7.9	9.1	10.5	11.2	11.9
每股收益/EPS (摊薄/元)	0.36	0.45	0.56	0.65	0.75
市盈率 (P/E)	22.0	17.8	14.4	12.4	10.6
市净率 (P/B)	59.9	26.5	13.9	23.6	9.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 6 风险提示

**6.1 经济波动风险。**工程机械行业与宏观经济周期密切相关，若宏观经济低迷或出现较大波动，可能对行业发展不利。

**6.2 市场竞争风险。**工程机械行业竞争程度较为激烈，如果公司不能在优势产品上持续保持核心竞争力，并及时调整产业布局，公司就有可能在未来市场竞争中处于不利地位。

**6.3 原材料价格风险。**公司的产品销售定价和原材料采购之间存在时间差，若期间原材料成本大幅上涨，而公司又无法将上涨的成本及时向下游客户转移，则会对公司盈利能力产生不利影响。

**6.4 国际贸易政策趋紧风险。**国际贸易政策趋紧，尤其是北美、澳洲等地政策多变，工程机械行业的海外市场拓展亦面临一定不确定性。

**6.5 汇率波动风险。**公司承受的外汇风险主要与美元、巴西雷亚尔、英镑、欧元等有关，随着公司国外业务规模的不断增长，海外市场汇率的变动将对公司的经营业绩产生影响。

表 7：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	129118	111060	128732	138812	163263	<b>营业收入</b>	93817	92848	100633	112806	129142
现金	27827	23371	25331	28395	32507	营业成本	74855	72064	77618	86485	98854
应收票据及应收账款	46478	43658	50178	57009	64509	营业税金及附加	406	442	479	536	614
其他应收款	1912	2072	2247	2594	2948	销售费用	6765	6702	7466	8256	9452
预付账款	2471	1677	2818	2221	3548	管理费用	2285	2706	3537	3976	4564
存货	35099	32378	40300	40681	51882	研发费用	4082	4000	4436	4972	5692
其他流动资产	15331	7905	7859	7913	7870	财务费用	-211	726	-449	16	39
<b>非流动资产</b>	45968	50935	52975	55605	58926	资产和信用减值损失	-1131	-1471	-1221	-1222	-1107
长期股权投资	2373	4510	6893	9276	11659	其他收益	462	724	724	724	724
固定资产	18956	22510	21681	21318	21435	公允价值变动收益	-70	179	179	179	179
无形资产	7257	7994	8615	9333	10201	投资净收益	194	-4	-4	-4	-4
其他非流动资产	17381	15920	15786	15678	15630	资产处置收益	-6	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	175086	161995	181707	194417	222189	<b>营业利润</b>	5083	5640	7229	8245	9723
<b>流动负债</b>	96549	86366	104820	114950	138610	营业外收入	105	96	101	98	100
短期借款	17598	13526	31274	41322	47556	营业外支出	176	59	59	59	59
应付票据及应付账款	50383	41844	56081	53792	71354	<b>利润总额</b>	5013	5678	7271	8285	9764
其他流动负债	28567	30996	17464	19836	19701	所得税	718	442	804	780	999
<b>非流动负债</b>	23882	18142	15059	12261	9735	<b>净利润</b>	4295	5236	6468	7505	8765
长期借款	18222	14513	11431	8633	6107	少数股东损益	-12	-90	-112	-130	-151
其他非流动负债	5660	3628	3628	3628	3628	<b>归属母公司净利润</b>	4307	5326	6579	7634	8916
<b>负债合计</b>	120431	104508	119880	127211	148345	EBITDA	11027	11934	11807	13835	16039
少数股东权益	1401	1342	1231	1101	950	EPS (元)	0.36	0.45	0.56	0.65	0.75
股本	11816	11816	11816	11816	11816						
资本公积	16784	16395	16395	16395	16395						
留存收益	24659	28223	32069	36554	41779						
归属母公司股东权益	53254	56145	60597	66105	72894						
<b>负债和股东权益</b>	175086	161995	181707	194417	222189						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1583	3571	6822	4018	9673
净利润	4295	5236	6468	7505	8765
折旧摊销	3570	3968	3291	3636	4063
财务费用	-211	726	-449	16	39
投资损失	-194	4	4	4	4
营运资金变动	-7426	-6951	-3530	-8181	-4121
其他经营现金流	1549	588	1037	1038	923
<b>投资活动现金流</b>	-5655	1411	-5151	-6086	-7204
资本支出	7986	5967	2948	3883	5001
长期投资	-1821	5272	-2383	-2383	-2383
其他投资现金流	4152	2106	180	180	180
<b>筹资活动现金流</b>	3089	-7778	-17459	-4916	-4591
短期借款	14469	-4072	17748	10047	6234
长期借款	9337	-3709	-3082	-2799	-2526
普通股增加	3982	0	0	0	0
其他筹资现金流	-36383	391	-32125	-12165	-8300
<b>现金净增加额</b>	-713	-2974	-15789	-6983	-2122

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.3	-1.0	8.4	12.1	14.5
营业利润(%)	-17.8	11.0	28.2	14.1	17.9
归属于母公司净利润(%)	-23.3	23.7	23.5	16.0	16.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.2	22.4	22.9	23.3	23.5
净利率(%)	4.6	5.6	6.4	6.7	6.8
ROE(%)	7.9	9.1	10.5	11.2	11.9
ROIC(%)	6.2	7.2	7.0	7.6	8.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	68.8	64.5	66.0	65.4	66.8
净负债比率(%)	40.4	39.7	36.9	40.2	36.2
流动比率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.3	2.5	2.4	2.4
应付账款周转率	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.45	0.56	0.65	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.30	0.58	0.34	0.82
每股净资产(最新摊薄)	4.51	4.75	5.13	5.59	6.17
<b>估值比率</b>					
P/E	22.0	17.8	14.4	12.4	10.6
EV/EBITDA	10.1	10.0	10.1	8.9	7.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所



## 免责及评级说明部分

### 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（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报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。本公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

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及的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，投资者应考虑本公司及所属关联机构就报告内容可能存在的利益冲突。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046