

## 机械设备

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

### 看好国内市场设备更新需求及出口业务持续放量

#### 行业事件：

2024Q1，工程机械板块相继发布年报及2024年一季度报，我们综合市值及主营业务等因素，统计了三一重工、徐工机械、中联重科等11家主要工程机械上市公司企业，2023年行业收入微增1%；归母净利润同比增长约11%。

#### 工程机械行业归母净利润增速较高，盈利能力提升

2023年工程机械行业收入微增1%；归母净利润同比增长约11%。我们认为收入与利润增速差距较大的原因或为各企业海外收入增加及高毛利电动化产品收入增加等原因。随着头部企业海外布局加深及电动化产品占比逐步提升，相关企业盈利能力有所上升，2023年行业毛利率为25.14%，同比增加3.5pcts。行业经营性现金流净额回升明显，经营质量逐步提升。

#### 工程机械行业仍处于筑底阶段，降幅收窄趋势明显

2023年挖掘机下游需求未出现明显改善迹象，整体上行业仍处于底部周期。2024Q1我国累计销售挖掘机5.0万台，同比下降13.10%；其中3月销量2.5万台，同比下降2.34%。自2021年下半年，我国工程机械行业步入下行周期，下游需求明显下滑，我们认为目前行业仍处于底部周期，但降幅收窄趋势明显。

#### 头部企业出口业务持续放量

全球基建市场持续升温与国产品牌全球化布局加速，海外市场为行业带来重要驱动力，海外市场占比提升增强公司盈利能力。2023年主要企业海外收入持续增加，海外收入占比有所提升，其中三一重工、浙江鼎力等企业海外收入占比已超过50%，我们认为海外业务毛利率较高，海外市场占比提升增强公司盈利能力。

#### 政策有望推动国内工程机械板块迎来更新换代新周期

国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，政策有望推动国内工程机械板块迎来更新换代新周期。我们将挖掘机市场分为国内市场+国内市场，其中国内市场又拆分为更新需求+新增需求，我们预测2024-2026年我国挖掘机销量将分别为18/20/25万台，2024年我国挖掘机销量或将处于弱复苏状态。

#### 投资建议

随着国内政策逐步落地，工程机械有望迎来更新换代新周期，同时海外市场有望持续带来增量，我们看好工程机械行业前景，给予“强于大市”评级。根据产业布局情况及行业周期回暖节奏，我们看好海外需求持续放量的安徽合力、杭叉集团、浙江鼎力等；中期看好行业布局深入，持续完善产品布局及海外布局的三一重工、恒立液压等。

**风险提示：**宏观环境发展不及预期风险，海外市场发展不及预期风险，原材料等价格波动风险，汇率波动风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0590521050001

邮箱：z xu@glsc.com.cn

联系人：田伊依

邮箱：tianyy@glsc.com.cn

#### 相关报告

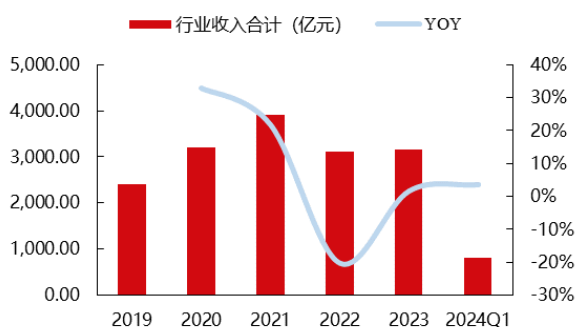
1、《机械设备：2023年机械设备行业整体稳中有升》2024.05.13

2、《机械设备：看好注塑机行业龙头出海》2024.05.13

## 1. 工程机械行业归母净利润增速较高，盈利能力提升

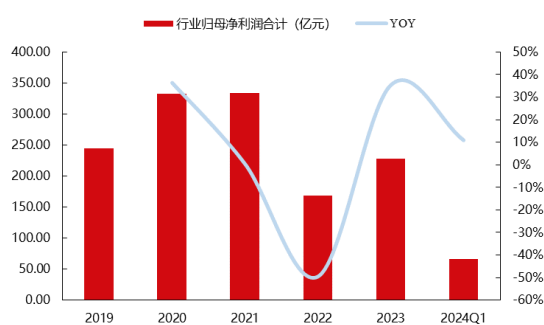
我们统计了三一重工（以及徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、山河智能、安徽合力、杭叉集团、诺力股份、浙江鼎力、恒立液压）等 11 家主要工程机械上市公司企业，2023 年行业收入微增 1%；归母净利润同比增长约 11%。我们认为收入与利润增速差距较大的原因或为各企业海外收入增加及高毛利电动化产品收入增加等原因。其中营收同比增速较高的为浙江鼎力/中联重科/杭叉集团/安徽合力，分别同比增长 15.92%/13.08%/12.90%/10.76%。归母净利润同比增速较高的为杭叉集团/中联重科/浙江鼎力/柳工/安徽合力，分别同比增长 74.23%/52.04%/48.51%/44.80%/40.89%。

图表1：23 年工程机械行业营收同比增速为 1%



资料来源：Wind，国联证券研究所

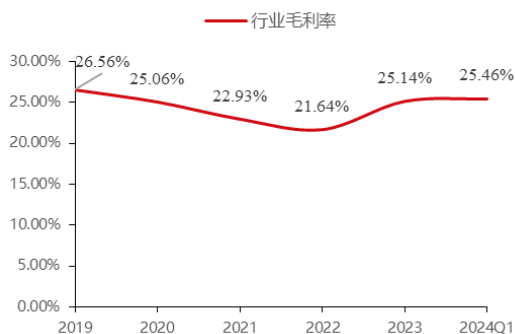
图表2：23 年工程机械行业归母净利润同比增速约 11%



资料来源：Wind，国联证券研究所

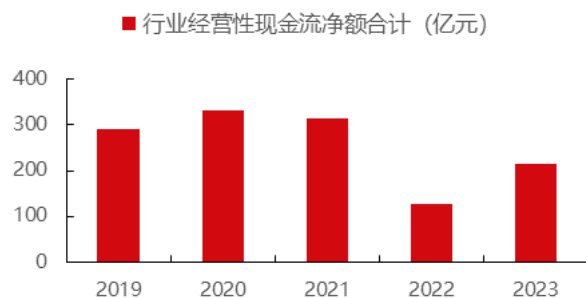
随着头部企业海外布局加深及电动化产品占比逐步提升，相关企业盈利能力有所上升，2023 年行业毛利率为 25.14%，同比增加 3.5pcts。行业经营性现金流净额回升明显，经营质量逐步提升。工程机械行业有望迎来长期技术上升的周期，电动化、智能化、数字化充满新的机遇，电动化甚至无人化是工程机械行业下一个发展方向。随着头部企业海外布局加深及电动化产品占比逐步提升，行业盈利能力有所上升。

图表3：23 年工程机械行业毛利率同比+3.5pcts



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：23 年行业经营性现金流净额增加

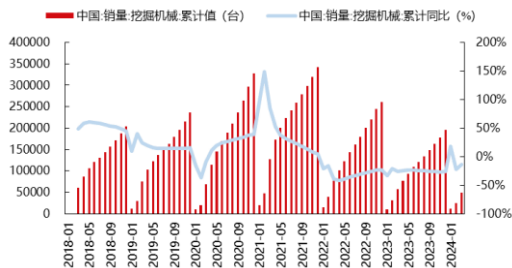


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2. 工程机械行业仍处于筑底阶段

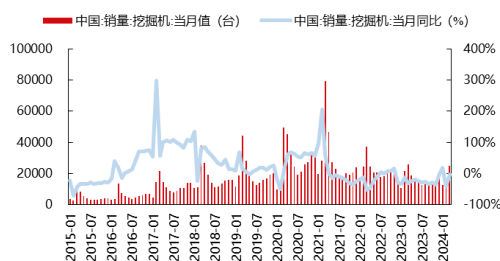
2023 年挖掘机下游需求未出现明显改善迹象，整体上行业仍处于底部周期。2024Q1 我国累计销售挖掘机 5.0 万台，同比下降 13.10%；其中 3 月销量 2.5 万台，同比下降 2.34%，降幅明显收窄。自 2021 年下半年，我国工程机械行业步入下行周期，下游需求明显下滑，我们认为目前行业仍处于底部周期，但降幅收窄趋势明显。

图表5：24Q1 挖机累计销量同比下降 13.1%



资料来源：Wind，国联证券研究所

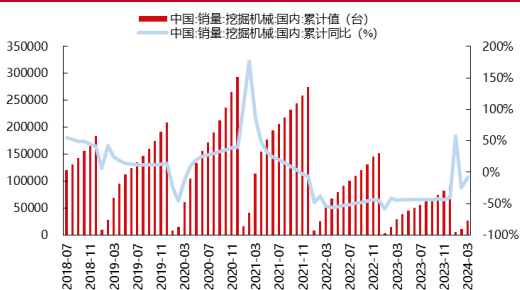
图表6：24 年 3 月挖机销量同比下降 2.34%



资料来源：Wind，国联证券研究所

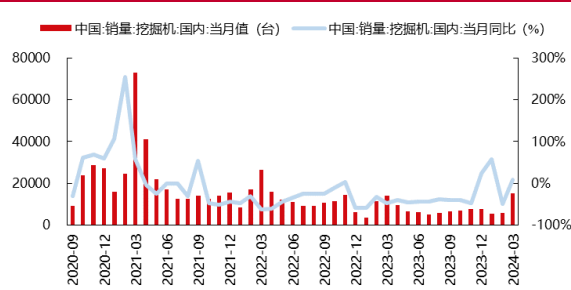
国内市场方面，2024Q1 国内累计销售挖掘机 2.6 万台，同比下降 8.26%；其中 3 月销量 1.5 万台，同比增长 9.27%，国内同比增速已回正。由于宏观经济景气度不高，下游基建投资及房地产项目实施均有所放缓，根据 2023 年全年挖掘机销量情况，目前国内工程机械行业需求仍较弱，但 24 年 3 月份同比增速已回正，我们认为国内需求有望进一步放量。

图表7：24Q1 国内挖机累计销量同比下降 8.26%



资料来源：Wind，国联证券研究所

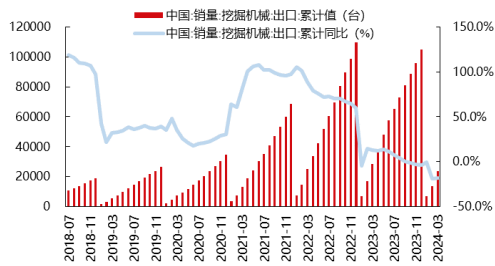
图表8：24 年 3 月国内挖机销量同比增长 9.27%



资料来源：Wind，国联证券研究所

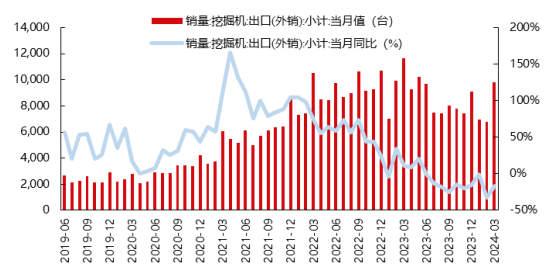
海外市场方面，工程机械出口已由快速增长期逐步过渡到平稳发展期，未来预计保持小幅增长态势。2018-2022 年，我国挖掘机海外市场销量持续上升，从 19100 台增加至 109457 台，CAGR 高达 54.7%；截至 2022 年，我国工程机械出口已形成较高基数，2023 年我国出口挖掘机 10.5 万台，同比增速由正转负，同比下降 4.0%。2024Q1 我国累计出口挖掘机 2.4 万台，同比下降 17.9%；其中 3 月销量 9792 台，同比下降 16.16%，我们认为工程机械出口由快速增长期逐步过渡到平稳发展期，未来预计有望保持小幅增长态势。

图表9：24Q1 挖掘机出口累计同比下降 17.9%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：24年3月出口挖掘机销量同比下降 16.2%



资料来源：IFind，国联证券研究所

### 3. 头部企业出口业务持续放量

全球基建市场持续升温与国产品牌全球化布局加速，海外市场为行业带来重要驱动力，海外市场占比提升增强公司盈利能力。2023 年主要企业海外收入持续增加，海外收入占比有所提升，其中三一重工、浙江鼎力等企业海外收入占比已超过 50%，我们认为海外业务毛利率较高，海外市场占比提升增强公司盈利能力。

图表11：头部企业出口业务持续放量

公司名称	海外营收 (亿元)	海外营收增速	海外毛利率	国内营收 (亿元)	国内营收增速	国内毛利率	海外收入占比
三一重工	432.58	18.28%	30.78%	282.64	-31.94%	23.04%	59.08%
徐工机械	372.2	33.70%	24.21%	556.28	-15.69%	21.16%	39.37%
中联重科	179.05	79.20%	32.23%	291.7	-7.81%	24.66%	38.04%
柳工	114.62	41.18%	27.74%	160.57	-12.55%	15.88%	41.65%
山推	58.78	33.73%	24.05%	36.07	-20.07%	10.92%	55.92%
山河智能	41.07	27.66%	35.63%	31.23	-23.56%	18.10%	56.39%
安徽合力	61.13	31.97%	24.19%	111.93	2.54%	18.27%	34.99%
杭叉集团	65.35	29.72%	25.96%	94.92	10.07%	17.23%	40.16%
诺力股份	41.87	4.50%	25.30%	27.31	2.38%	17.01%	60.14%
浙江鼎力	38.4	13.35%	41.65%	21.2	15.22%	27.30%	60.84%
恒立液压	19.27	9.95%	37.45%	69.99	9.11%	42.71%	21.45%

资料来源：各公司年报、IFind、国联证券研究所

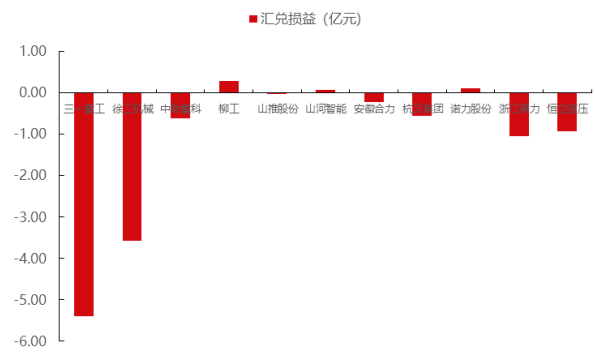
2023 年以来美元汇率累计升值较大，美元升值一方面直接影响到相关公司外币存款、外币债权的价值，另一方面增强了出口产品在国际上的竞争力。2023 年大部分头部企业汇兑损益为负，人民币对美元贬值，相关上市公司汇兑收益增加。

图表12：23年至今美元兑人民币汇率提升



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：23年大部分头部企业汇兑损益为负



资料来源：Wind，国联证券研究所

#### 4. 政策持续推动国内基础设施设备更新改造需求

3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》；3月28日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议；4月8日，住建部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》；4月11日，国务院新闻办公室举行政策例行吹风会，相关部门共同介绍《行动方案》有关情况，政策持续推动存量设备更新改造。

《行动方案》第九条提出按照《施工现场机械设备检查技术规范》(JGJ160)等要求，更新淘汰使用超过10年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备(车辆)。鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。我们认为政策有望带来工程机械设备存量更新改造的需求。

我们将挖掘机市场分为国内市场+国内市场，其中国内市场又拆分为更新需求+新增需求，我们假设①国内更新需求：挖掘机使用周期为8-10年，所以我们取2009-2011年3年国内挖掘机销量平均值为2019年更新需求，并依次类推预测2024-2026年需求；②国内新增需求：新增需求主要受到基建、房地产等下游等需求影响，我们预测2024-2026年国内新增需求同比增速分别5%/5%/10%；③海外市场：考虑到2020年以来海外市场增长快速，已经成较高基数，我们预测2024-2026年海外市场销量同比增速分别为0%/5%/5%；

综上，我们预测2024-2026年我国挖掘机销量将分别18/20/25万台，2024年我国挖掘机销量或将处于底部弱复苏状态。



**图表14：2024-2026年我国挖掘机销量预测**

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内—更新需求(台)	148397	128758	99027	80039	<b>66061</b>	<b>81414</b>	<b>125981</b>
国内—新增需求(台)	144467	145599	52862	9941	<b>10438</b>	<b>10960</b>	<b>12056</b>
国内市场(台)	292864	274357	151889	89980	<b>76500</b>	<b>92374</b>	<b>138037</b>
海外市场(台)	34741	68427	109457	105038	<b>105038</b>	<b>110290</b>	<b>115804</b>
合计(台)	327605	342784	261346	195018	<b>181538</b>	<b>202664</b>	<b>253842</b>
YOY		4.63%	-23.76%	-25.38%	<b>-6.91%</b>	<b>11.64%</b>	<b>25.25%</b>

资料来源：Wind，IFind，国联证券研究所测算

## 5. 风险提示

**(1) 宏观环境发展不及预期风险。**我国宏观经济存在不确定性，工程机械行业受宏观环境影响较大，有不及预期风险。

**(2) 海外市场发展不及预期风险。**全球政治局势存在不确定性，海外政策及国际形势可能发生变化，工程机械海外销量已形成较高基数，有增长不及预期的风险。

**(3) 原材料等价格波动风险。**工程机械产品的主要原材料为钢材，若未来原材料成本大幅上涨，导致上市公司产品成本上升，或对企业盈利能力产生不利影响。

**(4) 汇率波动风险。**相关上市公司海外销售以外币结算，汇率一方面直接影响到相关公司外币存款、外币债权的价值，另一方面影响出口产品在国际上的竞争力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼