

## 工程机械行业点评报告

# 小松开机小时数转正，反转信号？

2024年06月18日

增持（维持）

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

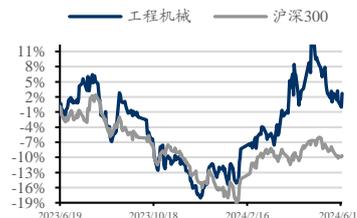
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

### 投资要点

- **事件：**5月中国小松挖掘机开工小时数101.1小时，同比+1.0%。
- **小松开机时长是反映工程机械板块景气度的重要指标。**小松挖掘机开工小时数是世界各国公认的反映房地产和基建施工景气度主要指数之一，小松最新发布的开工小时数显示中国区5月开工小时数101.1，同比+1.0%，环比+4.7%，是今年除1月以来的首次转正，释放内需筑底转好的积极信号。
- **小松开工小时数对应中大挖设备，预计中大挖需求筑底回升。**中大挖是进口品牌在国内份额主要支撑，2023年在华销售日韩品牌挖机中，中大挖合计占比51%，小松作为日韩代表企业，开机小时数转正反映中大挖景气度回暖。2024年2月起，中大挖降幅开始收窄，从行业面印证这一观点。
- **小松在印尼市场开工小时数210.7，一带一路市场景气度持续旺盛。**小松作为全球工程机械龙头全球市场占有率依然稳定，开机时长有效反映不同区域的工程机械行业景气度情况。一带一路地区开机小时数高，对应沿线国家基建市场蓬勃发展，一带一路市场景气度持续旺盛。
- **内需触顶后，工程机械企业出海是提升国内乃至全球竞争力的唯一途径。**1) **短中期来看**，全球范围内一带一路国家工程机械需求较旺盛，市场空间大，利好一带一路占比高的公司；2) **长期来看**，一带一路国家房地产和基建增速终将回落，而欧美工程机械市场发展成熟、盈利空间大，同时也具备一定的文化差异和销售渠道壁垒，对主机厂渠道建设和售后包括当地本土化布局均提出较高的要求。因此长期来看，最为受益的将会是提前进行渠道布局和本土化建设的公司。
- **国内头部主机厂阿尔法显著，拓品类逻辑挖掘巨大市场潜力。**目前中国工程机械巨头三一、徐工、中联等企业均已开始海外布局，全球化布局已初见规模，有望超过日韩欧美二线工程机械企业。未来，拓品类将为出海企业获取巨大的市场份额，参考这样的业务模式，围绕成熟出海产品拓展产品品类，将发掘出巨大的海外市场空间。
- **投资建议：**工程机械行业贝塔底部边际向上，投资价值逐步显现，综合企业竞争力及估值情况，继续推荐【三一重工】【徐工机械】【中联重科】【恒立液压】【浙江鼎力】【柳工】，建议关注【山推股份】
- **风险提示：**宏观经济波动风险；行业周期性波动风险；原材料及海运价格波动风险；海外市场拓展不及预期；汇率波动风险。

### 行业走势



### 相关研究

《5月叉车销量同比+10%，延续增长趋势》

2024-06-17

《5月挖掘机内外销均超预期，关注电动装载机渗透率提升》

2024-06-07

表1：重点公司估值（截止日期：2024年6月18日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
600031	三一重工	1,359.42	16.02	0.53	0.74	1.00	30.03	21.65	16.02	买入
000425	徐工机械	870.85	7.37	0.45	0.56	0.75	16.35	13.16	9.83	买入
000157	中联重科	688.16	7.93	0.40	0.52	0.65	19.63	15.25	12.20	买入
000528	柳工	229.81	11.70	0.44	0.75	0.99	26.48	15.60	11.82	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上公司盈利预测均来自东吴证券研究所）

## 内容目录

1. 小松开机时长：反映工程机械板块景气度的重要指标 .....	4
2. 海外市场：短期看好一带一路市场对国内企业的拉动作用，长期看好国产品牌在欧美市场份额提升 .....	6
3. 投资建议 .....	9
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1:	2024 年 5 月小松开机小时数同比增加 1% .....	4
图 2:	2024 年 5 月徐工开机小时数同比增加 1.4% .....	4
图 3:	2023 年日韩品牌在华中大挖产品销量占比超 50% .....	5
图 4:	2024 年 2 月开始国内中大挖增速触底回升 .....	5
图 5:	2024 年 2 月前后地产行业降幅呈现收缩趋势 .....	5
图 6:	2022 年以来基建固定资产投资额维持稳定增速 .....	5
图 7:	国产品牌市占率不断提升, 2023 年达 86.8% .....	6
图 8:	工程机械行业集中度提高, 国产品牌占据 CR4 .....	6
图 9:	5 月小松在印尼市场开工小时数 210.7, 需求持续旺盛 .....	6
图 10:	小松的百年发展历程始终以“出海”与“拓品类”为核心逻辑 .....	7
图 11:	国内三大主机厂海外收入分布情况 .....	8
图 12:	2023 年全球各地区挖机产品结构 .....	8
图 13:	2023 年 Q1-Q3 中大挖占出口比重达 47.7% .....	8
图 14:	2023 年全球工程机械企业市占率排名 .....	9
图 15:	工程机械分产品出口增速情况 (单位: %) .....	9

## 1. 小松开机时长：反映工程机械板块景气度的重要指标

小松开机时长是反映工程机械板块景气度的重要指标。小松挖掘机开工小时数是世界各国公认的反应房地产和基建施工景气度主要指数之一，某一国家或地区的小松挖掘机开工小时数变化趋势能够折射出该国或地区经济活跃度。小松最新发布的开工小时数显示中国区 5 月开工小时数 101.1，同比+1.0%，环比+4.7%，是今年除 1 月以来的首次转正，释放内需筑底转好的积极信号。除小松以外，国内工程机械龙头企业如三一重工、徐工机械等企业的开机时长也可以作为板块的晴雨表。2024 年 5 月徐工开工小时数为 99.3，同比+1.4%，同样印证下游需求转好。

图1：2024 年 5 月小松开机小时数同比增加 1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

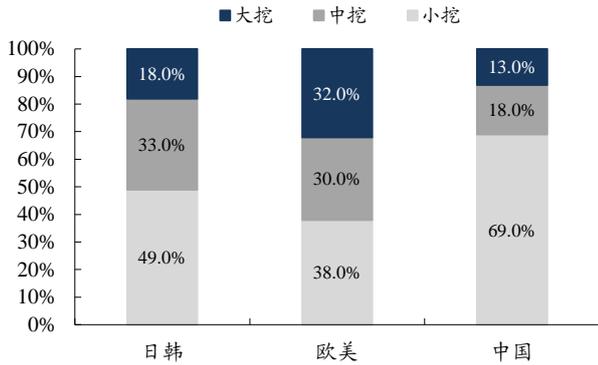
图2：2024 年 5 月徐工开工小时数同比增加 1.4%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

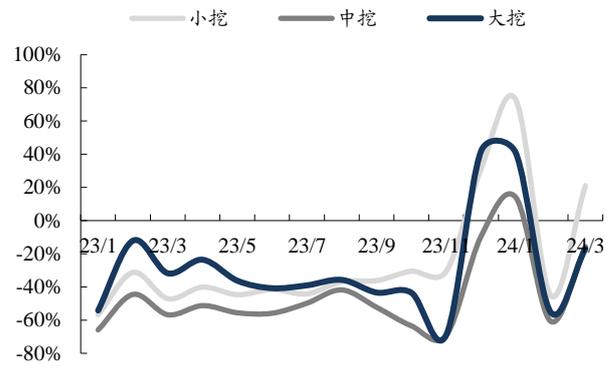
小松开工小时数对应中大挖设备，预计中大挖需求筑底回升。从产品结构来看，进口品牌在中大挖领域的竞争力较强，且中大挖盈利能力优异，进口品牌在国内的份额主要由中大挖支撑。2023 年日韩品牌在华销售的挖掘机中，中大挖合计占比 51%。小松作为日韩代表性企业，开机小时数转正也反映了中大挖景气度开始回暖。从国内中大挖销量口径也可以印证这一观点，自 2024 年 2 月开始，国内中大挖销量降幅不断缩窄，增速有转正趋势。在挖掘机行业，小挖盈利能力较差，企业的盈利主要来源于中大挖，中大挖景气度回暖将带动国内挖掘机龙头企业盈利能力转好。

图3：2023年日韩品牌在华中大挖产品销量占比超50%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

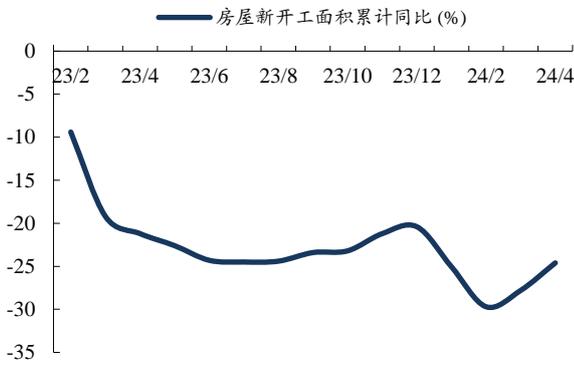
图4：2024年2月开始国内中大挖增速触底回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

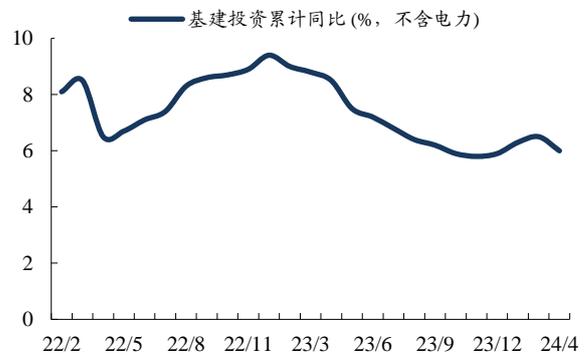
房建降幅收缩+基建投资高增速，中大挖景气度拐点已至。中大挖的主要应用场景集中在地产与基建。2024年以来，房屋新开工面积降幅开始呈现收缩迹象，累计同比趋势在2月前后出现逆转，未来地产景气度有望回升。而基建固定资产投资额在过去的两年里始终维持较高增速，开工情况将随着地方政府财政问题缓解逐渐好转。综合来看，地产逐渐筑底，而基建需求稳定增长，对应中大挖景气度预期提升。

图5：2024年2月前后地产行业降幅呈现收缩趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

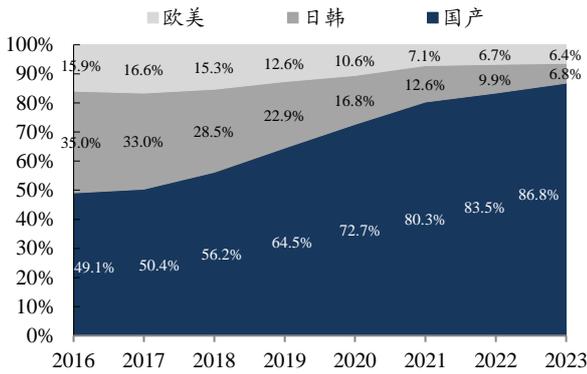
图6：2022年以来基建固定资产投资额维持稳定增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

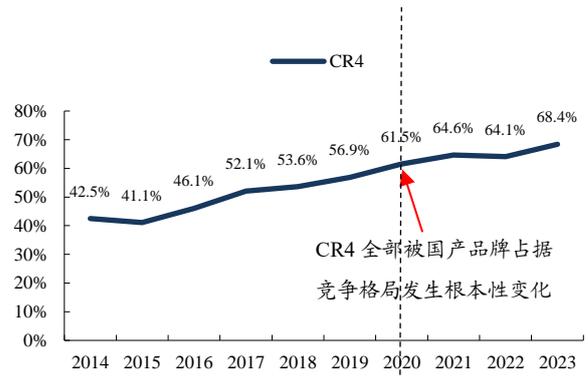
小松国内市占率下滑，开机时长指标局限性渐显。开机小时充分前瞻性反映行业景气度的前提是小松在中国工程机械市场具有足够强的代表性，而过低的市占率将导致这一映射关系的失真。近年来国产工程机械品牌取得了巨大进展，国有挖机品牌市占率从2016年49%上升至2023年的87%，2020年起国内市场CR4全部被国有品牌占领，自此国内工程机械行业格局发生了较大变化。在此过程中，小松市占率不断下滑，开机时长已无法充分反映行业走向。因此，尽管小松开机时长具有风向标的作用，但过分关注这一指标有可能导致对工程机械行业研判的失真。

图7: 国产品牌市占率不断提升, 2023 年达 86.8%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 工程机械行业集中度提高, 国产品牌占据 CR4

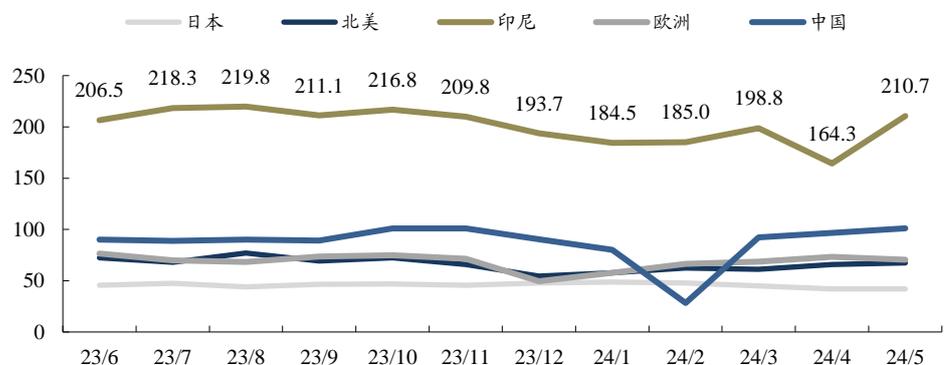


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 海外市场: 短期看好一带一路市场对国内企业的拉动作用, 长期看好国产品牌在欧美市场份额提升

小松在印尼市场开工小时数 210.7, 一带一路市场景气度持续旺盛。全球工程机械市场来看, 小松开机时长有效反映不同区域的景气度变化。尽管在中国单一市场进行剖析, 小松开机时长的风向标效应存在一定局限性, 但在全球市场来看, 小松作为全球工程机械龙头全球市场占有率依然稳定, 开机时长仍有效反映不同区域的工程机械行业景气度情况。同时, 小松开机时长也可以与对不同区域做出的市场半定量分析相结合进行相互验证, 比如日本的小松开工时长连年维持较低水平, 这与日本近 30 年的日本房地产行业下行相吻合; 而一带一路地区开机小时数高, 对应沿线国家基建市场蓬勃发展, 一带一路市场景气度持续旺盛。

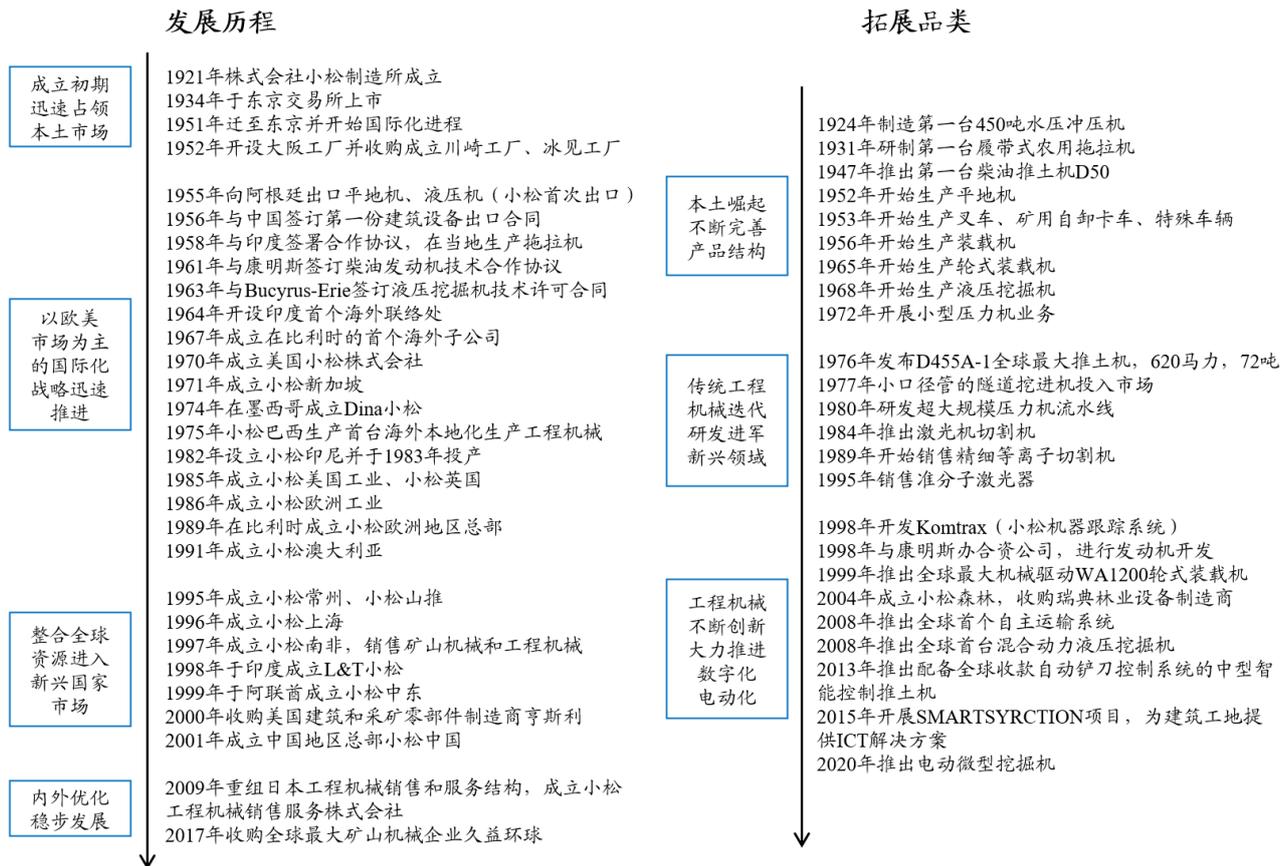
图9: 5 月小松在印尼市场开工小时数 210.7, 需求持续旺盛



数据来源: 小松官网, 东吴证券研究所

**小松模式复盘：抓住经济复苏周期迅速扩张，以推土机为核建立出海品牌效应。**小松成立于 1921 年，迄今逾百年历程中穿越无数周期建立了庞大的工程机械帝国。二战结束后日本处于高速建设期，小松抓住机会协同海外品牌迅速拓张，并成功站稳脚跟。七十年代初日本城镇化基本完成，于 1970 年成立小松美国，以大吨位推土机为核心，正式开始推动产品出海并建立品牌效应，不断拓展出海品类直到稳坐全球工程机械龙头。

图10：小松的百年发展历程始终以“出海”与“拓品类”为核心逻辑

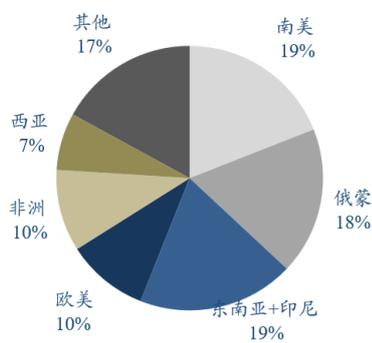


数据来源：小松官网，东吴证券研究所

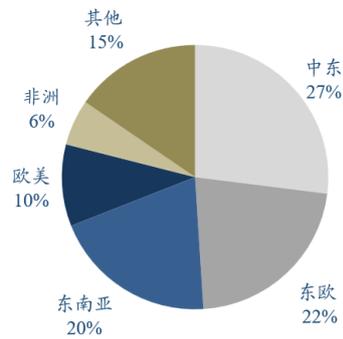
复盘小松的成长史我们发现，**内需触顶后，工程机械企业出海是提升国内乃至全球竞争力的唯一途径。**1) 短中期来看，全球范围内一带一路国家工程机械需求较旺盛，市场空间大，利好一带一路占比高的公司；2) 长期来看，一带一路国家房地产和基建增速终将回落，而欧美市场 2022 年工程机械市场规模在全球范围内占比 50%，拥有全球最大的存量更新市场。欧美工程机械市场发展成熟、盈利空间大，但同时也具备一定的文化差异和销售渠道壁垒，对主机厂渠道建设和售后包括当地本土化布局均提出较高的要求。因此长期来看，最为受益的将会是提前进行渠道布局和本土化建设的企业。

图11: 国内三大主机厂海外收入分布情况

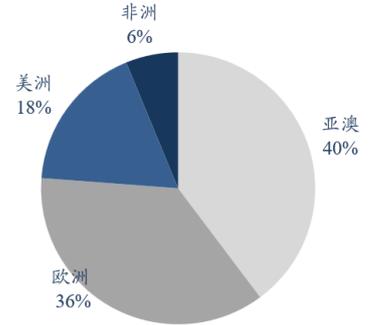
2023年徐工机械海外收入分布



2023年中联重科海外收入分布



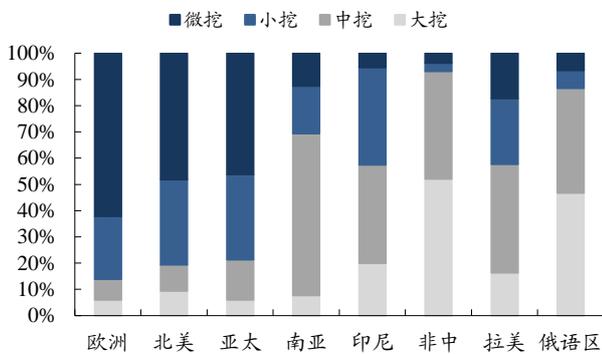
2023年三一重工海外收入分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

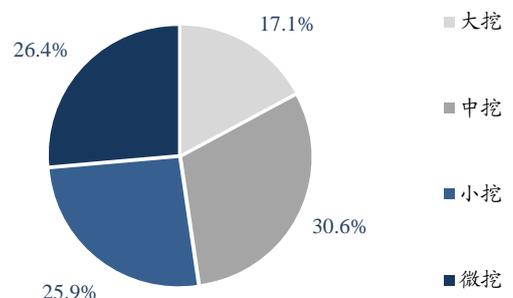
中大挖占我国出口比重高, 一带一路地区基建旺盛刺激中大挖需求景气度。从2023年Q1-Q3出口数据来看, 中大挖出口占总出口比达到47.7%, 成为挖机主要出口产品。而一带一路沿线国家(南亚、印尼、非中、拉美、俄语区等)作为主要出口地区, 基建需求旺盛, 对应中大挖需求景气度高, 填补国内中大挖下行曲线, 配合国内地产逐渐回暖与基建高增速, 拉动中大挖总体需求景气度提升。

图12: 2023年全球各地区挖机产品结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2023年Q1-Q3中大挖占出口比重达47.7%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

头部主机厂阿尔法显著, 拓品类逻辑挖掘巨大市场潜力。目前中国工程机械巨头三一、徐工、中联等企业均已开始海外布局, 海外收入占比达66.44%、39.15%、38.04%, 全球化布局已初见规模, 有望超过日韩欧美二线工程机械企业, 紧跟小松步伐。未来, 拓品类将为出海企业获取巨大的市场份额。以徐工和中联为例, 从2024Q1海外分产品收入和增速可以看出, 在传统的装挖业务逐渐探顶的基础之上, 新兴业务板块如矿山机械、高空作业平台、工业车辆等品类实现了收入高增速。参考这样的业务模式, 围绕成

熟出海产品拓展产品品类，将发掘出巨大的海外市场空间。

图14: 2023年全球工程机械企业市占率排名

排名	公司	总部所在地	市场份额
1	卡特彼勒	美国	16.80%
2	小松	日本	10.40%
3	约翰迪尔	美国	6.10%
4	徐工集团	中国	5.30%
5	利勃海尔	德国	4.20%
6	三一重工	中国	4.20%
7	沃尔沃建机	瑞典	4.10%
.....			
12	中联重科	中国	2.40%
19	柳工	中国	1.60%
31	山推	中国	0.60%
32	龙工	中国	0.60%
34	临工集团	中国	0.60%
37	铁建重工	中国	0.40%
39	浙江鼎力	中国	0.40%
41	山河装备集团	中国	0.30%
43	通力科技	中国	0.30%
49	福田雷沃	中国	0.30%
50	星邦智能	中国	0.20%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 工程机械分产品出口增速情况(单位: %)

产品	2021	2022	2023	2024Q1	
土方机械	挖掘机	97	60	-4	-17.9
	装载机	38.2	24.9	11.5	0.1
起重机械	起重机合计	61.3	72.8	41.6	9.9
	汽车起重机	54.5	73	35.1	7.8
	随车起重机	55.7	83.1	62.4	16.5
	履带起重机	104.4	54.8	23.9	4.1
	塔机	0	0	130.4	67.5
混凝土机械	混凝土泵车	100.9	46	12.2	81.3
	混凝土搅拌车	44.3	31.2	42	40.9
铲土运输机械	压路机	68.3	25.1	16	-5
	摊铺机	28	12.6	56	76.7
	平地机	93.2	12.7	-6.2	1.1
高空作业平台	140.4	63.5	7.2	22.1	
叉车	73.8	14.5	12.1	24.9	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 投资建议

工程机械行业贝塔底部边际向上, 投资价值逐步显现, 综合企业竞争力及估值情况, 继续推荐【三一重工】【徐工机械】【中联重科】【恒立液压】【浙江鼎力】【柳工】, 建议关注【山推股份】

### 4. 风险提示

宏观经济波动风险; 行业周期性波动风险; 原材料及海运价格波动风险; 海外市场拓展不及预期; 汇率波动风险。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>