

# 中联重科(000157)

## 多元化产品及海外差异化布局构筑核心竞争力

### 投资要点:

公司为国内工程机械龙头企业，混凝土机械、起重机械等传统优势产业的市场地位稳中有升；土方机械、高空作业机械、矿山机械等新兴潜力业务加速发展。公司加大海外市场销售力度，积极发挥智能制造规模化优势。

#### ► 传统工程机械行业需求有望回暖，高空作业车需求仍具有空间

起重机、混凝土机械、土方机械等传统工程机械产品主要受到基建投资、国标切换后的置换等因素影响，2021年5月至今国内需求持续下滑，中央财政在2023Q4增发国债1万亿元，2024年有望拉动设备需求逐步提升。中国高空作业平台市场起步较晚，近年高速发展，2019-2022年中国高空作业平台保有量增速分别为65.4%/62.8%/57.0%/36.0%，预计未来随着人工成本提升，行业有望维持较高增速。

#### ► 公司主导产品市场地位持续领先，新兴潜力业务加速发展

公司起重机械、混凝土机械等主导产品具有领先地位，2023年中联重科起重机械销售额位于国内第二，混凝土机械销售额位于国内第三，设备更新政策有望带来公司传统产品需求增加。公司土方机械、高空作业车等新兴业务加速发展，2023年公司土方机械收入同比增长89.29%，挖掘机海外销售规模同比增长超过100%；公司高机销售额同比增长24.16%，国内市场中小客户市场占有率位居第一，新兴业务高速增长为公司带来持续发展空间。

#### ► 公司全面加速海外业务发展，“一带一路”地区需求带动公司增长

公司海外业务持续突破创新高，2023年海外收入同比增长超过79.2%，公司产品的地区竞争优势主要在东南亚、南亚、中东、俄罗斯等“一带一路”地区和国家。2023年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口210.55亿美元，我们假设公司2023年在“一带一路”地区出口占比达海外收入90%，对应出口金额约为22.88亿美元，约占“一带一路”国家出口总额的10.9%。

#### ► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营收分别为562.77/656.69/754.90亿元，分别同比增长19.55%/16.69%/14.96%；归母净利润分别为47.89/57.67/71.02亿元，同比增速分别为36.58%/20.43%/23.14%，EPS分别为0.55/0.66/0.82元/股，3年CAGR为26.53%。绝对估值法测得公司每股价值为9.28元，可比公司2024年平均估值16.53倍，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2024年17倍PE，目标价9.38元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险，国际贸易风险，行业空间测算偏差风险

行业： 机械设备/工程机械  
 投资评级： 买入（首次）  
 当前价格： 7.84元  
 目标价格： 9.38元

### 基本数据

|               |                   |
|---------------|-------------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 8,677.99/8,652.47 |
| 流通A股市值(百万元)   | 55,432.80         |
| 每股净资产(元)      | 6.59              |
| 资产负债率(%)      | 54.85             |
| 一年内最高/最低(元)   | 9.53/6.09         |

### 股价相对走势



### 作者

分析师：刘晓旭  
 执业证书编号：S0590524040006  
 邮箱：xxliu@glsc.com.cn

联系人：田伊依  
 邮箱：tianyy@glsc.com.cn

| 财务数据和估值     | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 41631   | 47075  | 56277  | 65669  | 75490  |
| 增长率(%)      | -37.98% | 13.08% | 19.55% | 16.69% | 14.96% |
| EBITDA(百万元) | 3245    | 5228   | 8043   | 9430   | 11166  |
| 归母净利润(百万元)  | 2306    | 3506   | 4789   | 5767   | 7102   |
| 增长率(%)      | -63.22% | 52.04% | 36.58% | 20.43% | 23.14% |
| EPS(元/股)    | 0.27    | 0.40   | 0.55   | 0.66   | 0.82   |
| 市盈率(P/E)    | 29.8    | 19.6   | 14.4   | 11.9   | 9.7    |
| 市净率(P/B)    | 1.3     | 1.2    | 1.2    | 1.1    | 1.0    |
| EV/EBITDA   | 15.1    | 12.3   | 9.8    | 8.6    | 7.4    |

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年06月19日收盘价

### 相关报告

## 投资聚焦

公司为国内工程机械龙头企业，公司混凝土机械、起重机械等传统优势产业的市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强；土方机械、高空作业机械、矿山机械等新兴潜力业务加速发展。公司加大海外市场销售力度，积极发挥智能制造规模化优势。

### 不同于市场的观点

市场认为工程机械行业下游需求尚未完全恢复，公司市场增长空间有限。我们认为公司混凝土机械、起重机械等传统优势产业的市场地位稳中有升，2023 中联重科起重机械销售额位列全球第三位。公司土方机械、高空作业机械等新兴潜力业务加速发展，2023 年公司土方机械收入同比增长 89.29%，高机销售额同比增长 24.16%。公司全面加速海外业务发展，2023 年公司在“一带一路”地区出口金额约为 22.88 亿美元，约占“一带一路”出口总额的 10.9%。

### 核心假设

1) 公司工程起重机械市场份额保持行业领先，建筑起重机械销售规模稳居全球第一，我们预测 2024-2026 年公司起重机械增长率将分别为 13%/8%/10%。2) 公司混凝土机械市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强。我们预计 2024-2026 年公司混凝土机械增长率将分别为 2%/8%/10%。3) 公司土方机械拓展中大型挖掘机产品型谱覆盖，市场份额居行业前列，海外销售规模同比增长超 100%。我们预测 2024-2026 年土方机械增长率将分别为 62%/40%/25%。4) 公司高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列，国内市场中小客户市场占有率位居第一。我们预测 2024-2026 年高空作业机械增长率将分别为 30%/25%/20%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 562.77/656.69/754.90 亿元，同比增速分别为 19.55%/16.69%/14.96%；归母净利润分别为 47.89/57.67/71.02 亿元，同比增速分别为 36.58%/20.43%/23.14%，EPS 分别为 0.55/0.66/0.82 元/股，3 年 CAGR 为 26.53%。考虑到公司新业务有望持续放量，国外业务布局有望逐渐深入，可比公司 2024 年 PE 均值水平为 16.53 倍，给予公司对应 2024 年 17 倍 PE，目标价 9.38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

短期来看，公司海外需求稳定增长，2023 年海外收入同比增长超过 79.2%，公司产品的地区竞争优势主要在东南亚、南亚、中东、俄罗斯等“一带一路”地区和国家。我们假设公司 2023 年在“一带一路”地区出口占比达海外收入 90%，对应出口金额约为 22.88 亿美元，约占“一带一路”国家出口总额的 10.9%。

中期来看，国内需求放量有望为公司带来新增量。2023 年，受房地产市场持续低迷等因素影响，国内工程机械行业仍处于下行调整期，中期来看，随着国内设备更新等政策逐步落地，市场需求有望恢复，行业底部回暖有望带来公司需求增长。

长期来看，公司智能制造产业集群有望带来公司盈利能力持续提升。截至 2023 年底，公司已累计建成投产 11 个智能工厂；正在加速建设工程起重机械、基础施工机械、随车吊、工程车桥、中高端液压油缸等 8 个智能工厂，已全面投产的挖掘机、塔机、搅拌车、液压阀等智能工厂产能持续释放，公司盈利能力持续增强。

## 正文目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 1. 公司是国内外工程机械领域领先企业    | 6  |
| 1.1 公司发展历史悠久           | 6  |
| 1.2 公司是国内起重机及混凝土机械龙头企业 | 6  |
| 1.3 公司海外出口聚焦“一带一路”     | 8  |
| 2. 传统工程机械行业需求有望逐步回暖    | 11 |
| 2.1 起重机械行业国内市场发展成熟     | 11 |
| 2.2 起重机械行业出口销量增加明显     | 12 |
| 2.3 混凝土机械行业国内市场有望复苏    | 14 |
| 2.4 混凝土机械行业出口市场表现强劲    | 15 |
| 2.5 土方机械行业国内市场有望复苏     | 15 |
| 2.6 土方机械行业海外市场增速自然放缓   | 16 |
| 3. 高空作业车行业仍具有空间        | 17 |
| 3.1 高空作业车国内市场高速发展      | 17 |
| 3.2 高空作业车海外需求稳定增长      | 18 |
| 4. 公司为国内工程机械行业龙头       | 20 |
| 4.1 公司起重机市场地位持续领先      | 20 |
| 4.2 公司混凝土机械市场地位持续领先    | 21 |
| 4.3 公司挖掘机业务快速放量        | 22 |
| 4.4 公司高空作业机械业务取得实质性突破  | 22 |
| 4.5 公司智能制造产业集群加速形成     | 23 |
| 4.6 高分红率支撑公司价值基础       | 24 |
| 4.7 公司全面加速海外业务发展       | 24 |
| 5. 盈利预测、估值与投资建议        | 26 |
| 5.1 财务分析               | 26 |
| 5.2 盈利预测               | 29 |
| 5.3 估值与投资建议            | 30 |
| 6. 风险提示                | 32 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: 公司发展历史悠久                           | 6  |
| 图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年一季报)              | 6  |
| 图表 3: 公司产品型号丰富                           | 7  |
| 图表 4: 2018-2021 年公司营收 CAGR 为 32.75%      | 8  |
| 图表 5: 2023 年起重机械占营收比重达到 41%              | 8  |
| 图表 6: 中东工程机械市场有望较高速发展                    | 8  |
| 图表 7: 印尼/沙特等国家基础设施建设发展指数较高               | 8  |
| 图表 8: 基础设施发展指数较高的国家有各自特点                 | 8  |
| 图表 9: 我国“一带一路”非金融类直接投资同比增加               | 10 |
| 图表 10: 我国“一带一路”地区承包合同完成额增加               | 10 |
| 图表 11: 2023 年中国工程机械对亚洲、欧洲出口较多            | 10 |
| 图表 12: 2023 年中国工程机械对“一带一路”国家出口同比增长 24.1% | 10 |
| 图表 13: 公司海外占比假设及增速预测 (分地区, 不包含金融服务)      | 11 |
| 图表 14: 2018-2023 年随车、履带起重机销量上升           | 12 |
| 图表 15: 2018-2023 年汽车起重机、起重机销量下滑          | 12 |
| 图表 16: 2023 年中国起重设备市场有望持续增长              | 12 |
| 图表 17: 起重机行业竞争格局清晰                       | 12 |
| 图表 18: 我国起重机出口量远超进口量                     | 13 |
| 图表 19: 2023-2024 年我国起重机出口量大幅上升           | 13 |
| 图表 20: 2023 年全球起重机制造商 10 强中有 3 家中国企业     | 13 |
| 图表 21: 2022 年混凝土机械国内市场有所下滑               | 14 |

|        |                                      |    |
|--------|--------------------------------------|----|
| 图表 22: | 2022 年泵车和搅拌车占比分别为 46%和 36%.....      | 14 |
| 图表 23: | 2021 年混凝土机械行业 CR5 为 66.1%.....       | 14 |
| 图表 24: | 2022 年混凝土机械行业 CR5 为 70.9%.....       | 14 |
| 图表 25: | 2023 年基建投资维持较高水平.....                | 15 |
| 图表 26: | 2023 年增发地方政府专项债 3.96 万亿元.....        | 15 |
| 图表 27: | 混凝土机械出口市场表现强劲.....                   | 15 |
| 图表 28: | 2021-2027 年混凝土设备销售额 CAGR 或约 3%.....  | 15 |
| 图表 29: | 2024Q1 挖机累计销量同比下降 13.1%.....         | 16 |
| 图表 30: | 2024 年 3 月挖机销量同比下降 2.34%.....        | 16 |
| 图表 31: | 2024Q1 国内挖机累计销量同比下降 8.26%.....       | 16 |
| 图表 32: | 2024 年 3 月国内挖机销量同比增长 9.27%.....      | 16 |
| 图表 33: | 2024Q1 挖机出口累计同比下降 17.9%.....         | 17 |
| 图表 34: | 2024 年 3 月出口挖机销量同比下降 16.2%.....      | 17 |
| 图表 35: | 2024-2026 年我国挖掘机销量预测.....            | 17 |
| 图表 36: | 2022 年中国高空作业车租赁规模 124.53 亿元.....     | 18 |
| 图表 37: | 2021 年中国高空作业车保有量为 32.97 万台.....      | 18 |
| 图表 38: | 2023-2025 年中国高空作业平台市场保有量预测.....      | 18 |
| 图表 39: | 2022 年美国高空作业平台保有量 79.43 万台.....      | 19 |
| 图表 40: | 2022 年欧洲高空作业平台保有量 34.02 万台.....      | 19 |
| 图表 41: | 全球高空作业平台行业 CR20 约 90%.....           | 19 |
| 图表 42: | 2020 年全球高空作业前十中有四家中国品牌.....          | 19 |
| 图表 43: | 2023-2025 年美国/欧洲十国高空作业平台市场保有量预测..... | 20 |
| 图表 44: | 公司汽车起重机占比位于国内领先地位.....               | 20 |
| 图表 45: | 中联重科极致 R 代塔机深受市场欢迎.....              | 20 |
| 图表 46: | 2023 年公司起重机销售额位于国内第二.....            | 21 |
| 图表 47: | 公司起重机毛利率较高.....                      | 21 |
| 图表 48: | 2022H1 公司混凝土泵车市场份额位行业第二.....         | 21 |
| 图表 49: | 2023H1 主要企业混凝土搅拌车销量.....             | 21 |
| 图表 50: | 2023 年公司混凝土机械销售额位于国内第三.....          | 22 |
| 图表 51: | 公司混凝土机械毛利率与三一重工接近.....               | 22 |
| 图表 52: | 2023 年公司土方机械收入同比增长 89.32%.....       | 22 |
| 图表 53: | 公司土方机械毛利率持续提升.....                   | 22 |
| 图表 54: | 公司高空作业机械销量稳中有进.....                  | 23 |
| 图表 55: | 2022 年公司在中国企业中位列第三.....              | 23 |
| 图表 56: | 公司智能制造产业集群加速形成.....                  | 23 |
| 图表 57: | 公司新能源产品矩阵不断扩大.....                   | 24 |
| 图表 58: | 公司拟再次分红超过 27 亿元.....                 | 24 |
| 图表 59: | 公司海外营收高速增长.....                      | 25 |
| 图表 60: | 公司海外业务毛利率较高.....                     | 25 |
| 图表 61: | 公司全球化布局逐渐深入.....                     | 25 |
| 图表 62: | 2023 年公司营收同比增长 13.08%.....           | 26 |
| 图表 63: | 2023 年公司归母净利润同比增长 52.04%.....        | 26 |
| 图表 64: | 2023 年公司盈利能力有所回升.....                | 26 |
| 图表 65: | 公司净利率在可比公司中位于前列.....                 | 26 |
| 图表 66: | 公司起重机械及土方机械毛利率相对较高.....              | 27 |
| 图表 67: | 公司起重机及混凝土机械毛利率位于前列.....              | 27 |
| 图表 68: | 2020 年至今公司期间费用有所下滑.....              | 27 |
| 图表 69: | 2023 年公司期间费用率位于前列.....               | 27 |
| 图表 70: | 2019-2021 年公司研发费用规模明显增加.....         | 28 |
| 图表 71: | 公司研发费用率在可比公司中位于前列.....               | 28 |
| 图表 72: | 2022 年以来钢材价格回落企稳.....                | 28 |
| 图表 73: | 2022 年以来海运价格逐渐企稳.....                | 28 |
| 图表 74: | 2022 年以来美元汇率累计升值较大.....              | 28 |
| 图表 75: | 公司营收测算汇总 (百万元).....                  | 29 |

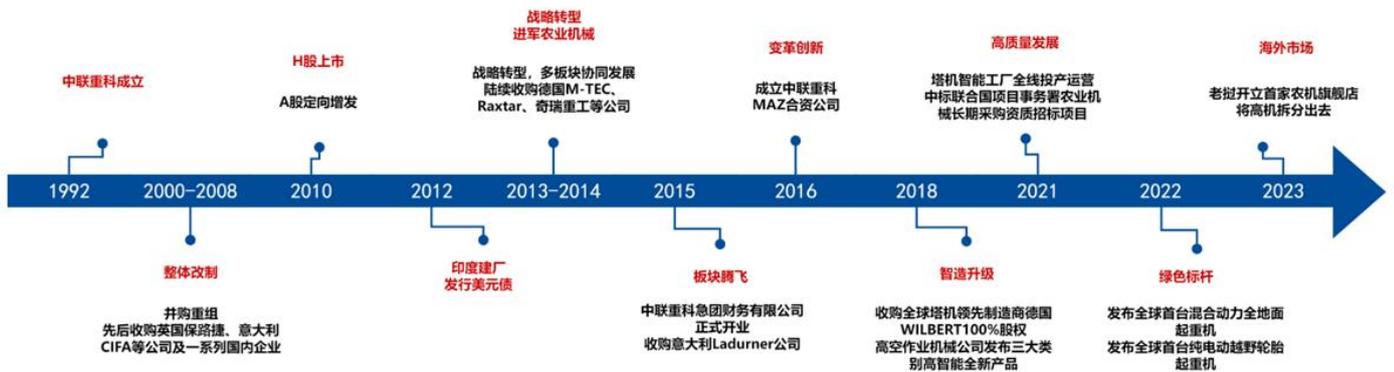
|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图表 76: 可比公司估值.....       | 30 |
| 图表 77: 基本假设关键参数.....     | 31 |
| 图表 78: FCFF 法估值表.....    | 31 |
| 图表 79: FCFF 估值敏感性测试..... | 31 |

## 1. 公司是国内外工程机械领域领先企业

### 1.1 公司发展历史悠久

公司成立于1992年，并于2000年在深交所上市，主要产品为混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械。公司是业内首家A+H股上市公司，先后收购多家各领域知名企业，公司逐步从重点发展工程机械领域，转型为工程机械、农业机械、环境产业和金融服务等多板块协同发展的企业。

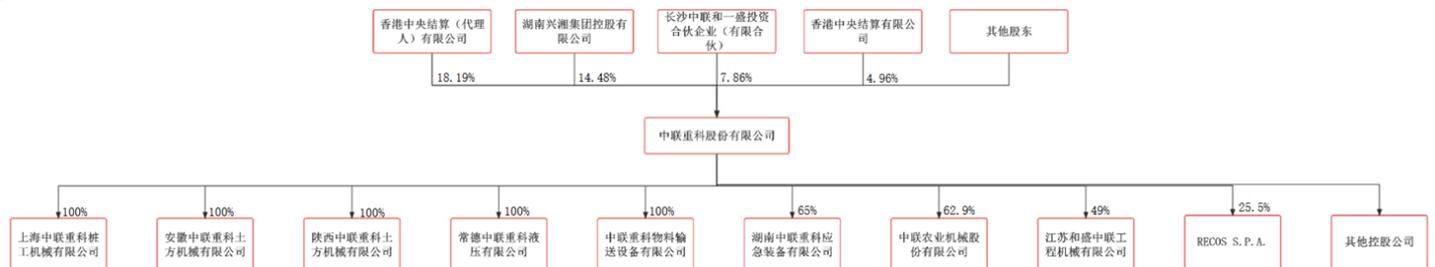
图表1：公司发展历史悠久



资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司股权结构较为分散，股份流动性较强。截至2023年年报，公司已发行股本数量为86.78亿股，其中A股普通股占股本总额81.77%；H股占股本总额18.23%。公司在国内外设有23家子公司，并聘请行业资深人士担任总经理，组建本土专业营销团队，全方位布局全球销售网络。

图表2：公司股权结构（截至2024年一季度报）



资料来源：iFinD，公司官网，国联证券研究所

### 1.2 公司是国内起重机及混凝土机械龙头企业

公司主营业务为工程机械的研发、制造、销售和服务，主要产品包含混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械、土方机械等多个系列，涵盖660个型谱，产品类型多元，结构丰富。各个系列产品被广泛应用于基础设施和房地产等施工建设领域，产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。

**图表3：公司产品型号丰富**

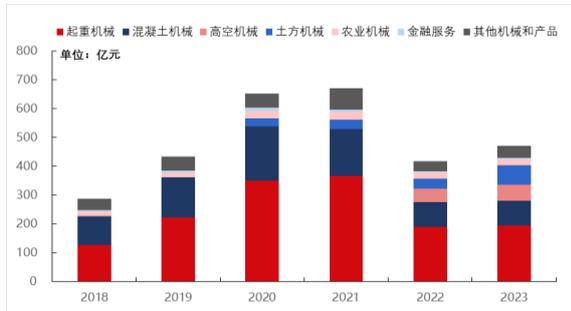
| 产品分类        | 产品类型      | 部分型号                 | 示意图                                                                                   |
|-------------|-----------|----------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 混凝土机械       | 泵车        | ZLJ5540THBKF 67X-6RZ |    |
|             |           | ZLJ5541THBBE 63X-7RZ |                                                                                       |
|             |           | ZLJ5540THBKF 62X-6RZ |                                                                                       |
|             | 搅拌车       | ZLJ5312GJBHTE        |                                                                                       |
| ZLJ5318GJBH |           |                      |                                                                                       |
| 工程起重机械      | 汽车起重机     | ZTC1100V753          |    |
|             | 随车起重机     | ZLC2500T3.1          |                                                                                       |
|             | 全地面起重机    | ZAT2000V753.1        |                                                                                       |
|             | 履带式起重机    | ZCC5000              |                                                                                       |
| 建筑起重机械      | 平头塔式起重机   | R90-6RA              |    |
|             | 动臂塔式起重机   | L315-20RB            |                                                                                       |
|             | 施工升降机     | SCQ200/200EB         |                                                                                       |
|             | 平头动臂塔式起重机 | RL165-10RA           |                                                                                       |
| 高空作业机械      | 剪叉式高空作业平台 | ZS0407DC             |   |
|             |           | ZS1623RT             |                                                                                       |
|             | 曲臂式高空作业平台 | ZA34J-V              |  |
|             |           | ZA12RJE-V            |                                                                                       |
|             | 直臂式高空作业平台 | ZT30J                |  |
|             |           | ZT40JE-V             |                                                                                       |
| 农业机械        | 拖拉机       | CA504ET              |  |
|             |           | RD304-B              |                                                                                       |
|             | 收获机       | GE40                 |  |
|             |           | PL50                 |                                                                                       |
|             |           | TB70                 |                                                                                       |
| 土方机械        | 挖掘机       | ZE1250G              |  |
|             |           | ZE75E-10             |                                                                                       |
|             |           | ZE245E-10            |                                                                                       |
|             | 推土机       | ZD220S-6             |  |
|             |           | ZD220-6              |                                                                                       |
|             |           | ZD160-6              |                                                                                       |

资料来源：公司年报，公司官网，国联证券研究所

2018-2021 年公司业绩快速上升，营收由 286.97 亿元增长至 671.31 亿元，CAGR 高达 32.75%，其中公司传统业务起重机械及混凝土机械均保持快速增长，土方机械等新业务也快速放量。2022 年受到公共卫生事件影响，公司实现营收 416.31 亿元，

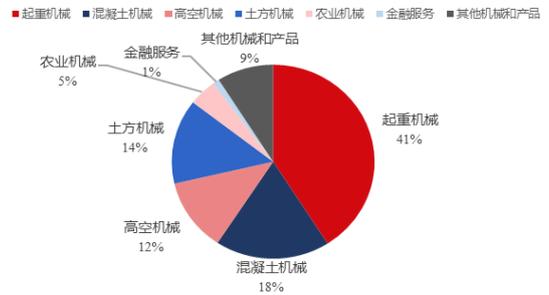
同比下降 37.98%；2023 年公司业务回升，实现收入 470.75 亿元，同比增长 13.08%。其中高空机械及土方机械放量较快，相较而言其他业务受国内市场景气度下行影响较大，我们认为未来随着国内工程机械行业逐步回暖，公司业务发展有望得到支撑。

图表4：2018-2021 年公司营收 CAGR 为 32.75%



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表5：2023 年起重机械占营收比重达到 41%



资料来源：iFind，国联证券研究所

### 1.3 公司海外出口聚焦“一带一路”

随着经济的不断发展和基础设施建设的持续推进，中东地区的工程机械需求正呈现出稳步上升的趋势。根据中国对外承包工程商会数据，2023 年印尼、沙特等国家基础设施发展指数较高。据 Mordor Intelligence 2023 年的数据预测，到 2027 年，中东的建筑业预计将达到 2.4 万亿美元的价值，2023 至 2027 年 CAGR 预计为 5.7%。Globe Newswire2023 年的报告预测，到 2028 年中东的工程机械市场预计将达到 184 亿美元，在 2024 至 2028 年的预测期内，其复合年增长率将达到 10.38%。

图表6：中东工程机械市场有望较高速发展



资料来源：Globe Newswire，国联证券研究所

图表7：印尼/沙特等国家基础建设发展指数较高



资料来源：中国对外承包工程商会，国联证券研究所

“一带一路”国家中基础设施发展指数较高的地区 GDP 表现相对较好，对应国家在未来几年中有望大力发展基础设施建设，印尼、沙特阿拉伯、马来西亚等国家基建均具有较大的发展空间。

图表8：基础设施发展指数较高的国家有各自特点

| 国家    | GDP 增速                  | 主要发展点                                                                   |
|-------|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| 印度尼西亚 | 受益于出口的拉动作用和消费的快速反弹，2022 | 1、印尼陆路交通发展较不均衡，交通行业产值占基建行业总产值的比重稳定在 60%-65%之间，未来铁路和公路网络的扩张将成为行业发展重要驱动力。 |

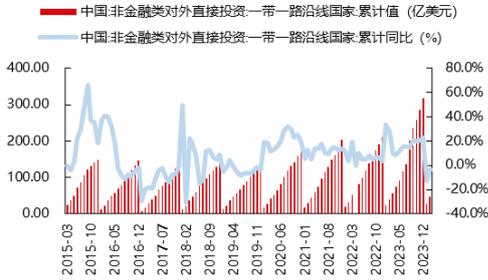
|        |                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | 年印尼经济强劲复苏，实际 GDP 增长率达 5.3%。                                    | 2、印尼建筑行业摆脱新冠疫情负面冲击，行业产值快速反弹。中长期内，新首都建设将成为建筑行业增长的重要引擎。根据 Fitch Solutions 预测，2025 至 2027 年，印尼建筑业年均增速将达到 6.1%。<br>3、印尼矿产资源丰富，政府积极调整矿业政策，促进行业转型升级，未来中印（尼）矿业全产业链各领域的合作空间较大。据 SNL 数据库公布的数据显示，印尼矿业勘探投入在东南亚地区占比超过 50%，矿业固定资产投资占比接近 80%。                                           |
| 沙特阿拉伯  | 受益于国际油价的上涨与大规模财政刺激政策，2022 年沙特经济复苏势头强劲，实际 GDP 增速为 8.7%。         | 1、沙特政府积极推进能源结构多元化，努力减少对石油的依赖，大力发展以光伏、氢能为代表的可再生能源，相关领域未来发展前景良好。<br>2、沙特高水平公路和铁路建设需求不断增长，政府正以实现国内大城市间互联互通和海湾地区国际公路网建设为重点加快推进相关项目建设。根据 PIF 2021 年发布的新一期五年投资计划，政府计划建设总长为 6400 公里的高速公路，并将 4.9 万公里单线公路改造升级为复线公路。<br>3、为满足居民与工农业用水需求，政府重视水务行业发展。未来随着智慧城市群建设稳步推进，水务行业项目机遇预计将加速释放。 |
| 马来西亚   | 马来西亚拥有坚实的制造业基础和丰富的旅游资源，2022 年经济强劲复苏，实际 GDP 增速达到 8.7%。          | 1、为实现产业升级目标，政府致力于调整能源结构，大力发展可再生能源发电项目。<br>2、为改善全国交通互联互通状况，马来西亚制定多项交通领域基础设施建设项目，推动欠发达地区的交通建设项目，未来交通基础设施领域增长潜力较大。<br>3、马来西亚重视数字经济的发展，力争成为区域市场中数字经济和网络安全的领导者。中马合作基础较好，且中国企业技术优势明显，未来两国在这一领域的合作前景广阔。                                                                          |
| 越南     | 在外资持续流入和制造业快速复苏的推动下，2022 年越南经济强劲复苏，实际 GDP 增长率约为 8.0%。          | 1、越南政府积极推动电力基础设施建设以实现温室气体减排目标，制定大规模电力建设规划，并优先发展以风电和太阳能发电为代表的可再生能源。<br>2、越南政府大力推动交通基础设施建设，重点发展高速公路、铁路系统、公共交通等方面。<br>3、越南政府强调以数字化转型带动经济增长，全力推进数字政府、经济和社会建设，为通信基础设施提供了广大发展空间。                                                                                                |
| 阿联酋    | 受益于全球油价的上涨与大规模财政刺激政策，2022 年阿联酋经济复苏势头强劲，实际 GDP 增长率约为 7.3%。      | 1、为应对全球能源市场的不断变化，阿联酋政府持续扩大油气产能，并将液化天然气作为未来的重点发展战略，相关基础设施的投资不断增加。<br>2、阿联酋政府加快推动能源结构多元化，并上调了可再生能源发展目标，太阳能、氢能等可再生能源领域发展速度再次提升。<br>3、为满足居民与工农业用水需求，政府重视海水淡化厂建设，并积极推进海水淡化新技术与节能技术的有效结合。                                                                                       |
| 埃及     | 在国际能源价格相对高位运行以及国内外需求稳步复苏的背景下，埃及经济增长强劲，2022 年实际 GDP 增长率约为 6.6%。 | 1、埃及政府积极打造区域供电枢纽和绿色能源中心地位，跨境电网以及太阳能发电、风电和氢能发电成为重点发展领域。据 Fitch Solutions 预测，2023 年埃及基建行业增速为 6.8%，2024 至 2027 年期间年均增速将达 7.4%。<br>2、交通基础设施建设需求大，政府推动铁路升级改造以提升货运能力，同时重点开展大型港口扩建以及新建港口项目，相关领域已取得一定成效。<br>3、经济发展和人口增长对水务基建发展提出更高要求，海水淡化领域投资机会较多。                                |
| 尼日利亚   | 2022 年实际 GDP 增长率约为 3.3%，民生与基础设施建设等将成为新政府的重点关注方向。               | 1、尼日利亚政府推出电力法案，推动电力行业去垄断，加强对清洁能源政策支持。<br>2、人口增长和经济发展对尼日利亚交通基础设施建设提出更大需求，公路及铁路运输是当前重要发展领域。<br>3、尼日利亚电信行业战略愿景规划（2023-2025）提出 5 大发展目标，相关领域发展或进一步提速。                                                                                                                          |
| 乌兹别克斯坦 | 在外资持续流入和制造业复苏的推动下，2022 年乌兹别克斯坦经济稳步复苏，实际 GDP 增长率约为 5.5%。        | 1、乌兹别克斯坦政府注重能源基础设施建设，努力推进能源结构多元化转型，积极发展可再生能源，电力行业的市场空间广阔。<br>2、在本国经济和跨国贸易的带动下，乌兹别克斯坦交通基建发展需求不断释放，跨境铁路投资建设机会增多。2023 年 8 月，乌兹别克斯坦公布《乌兹别克斯坦-2030 战略》，乌政府计划实施 500 多个总价值超 1500 亿美元的战略技术和基础设施项目，参与大型项目的企业有机会获得 50 亿美元贷款。                                                        |

资料来源：中国对外承包工程商会，国联证券研究所

2023 年，我国在“一带一路”沿线国家非金融类直接投资达到 318 亿美元，同

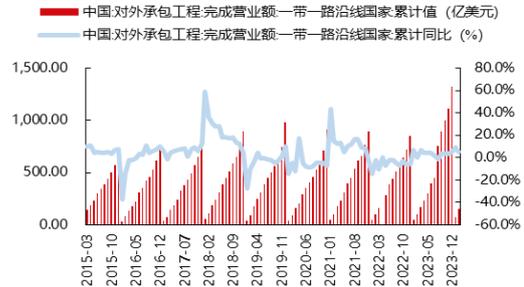
比增长 22.6%；我国“一带一路”沿线国家承包工程完成额 1320.5 亿美元，同比增长 4.8%。我国在“一带一路”地区投资持续增加。

图表9：我国“一带一路”非金融类直接投资同比增加



资料来源：Wind，国联证券研究所

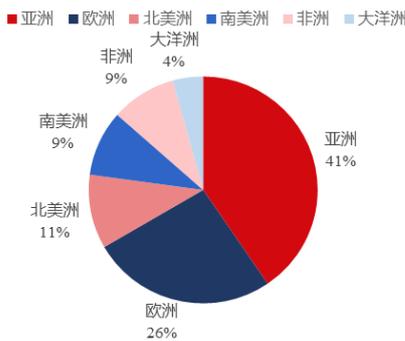
图表10：我国“一带一路”地区承包合同完成额增加



资料来源：Wind，国联证券研究所

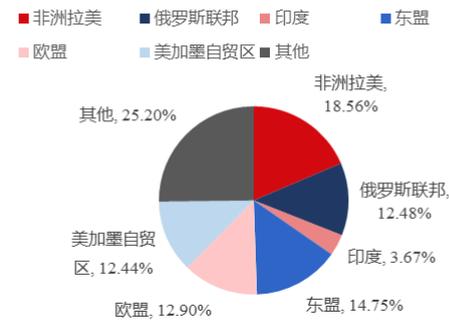
据海关总署数据整理，2023 年我国工程机械产品出口 485.52 亿美元，同比增长 9.59%。进口金额 25.11 亿美元，同比下降 8.03%，我国工程机械的出口情况呈现区域分化，亚洲、欧洲、南美洲和非洲的出口金额均实现了正增长，而北美洲和大洋洲则出现下滑。2023 年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元，同比增长 24.1%，占总出口额的 47.2%，保持增长势头。对各主要区域经济体出口中，对非洲拉美、俄罗斯联邦、印度出口呈正增长；对东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降。

图表11：2023 年中国工程机械对亚洲、欧洲出口较多



资料来源：工程机械出口设备二手行业联盟，国联证券研究所

图表12：2023 年中国工程机械对“一带一路”国家出口同比增长 24.1%



资料来源：工程机械出口设备二手行业联盟，国联证券研究所

公司产品的地区竞争优势主要在东南亚、南亚、中东等“一带一路”地区和国家，根据巨潮数据，2023Q1 中联重科在中东、中亚和东南亚三地销售占比接近海外收入 80%，2024Q1 下降为约 60%，因此我们假设 2023 年公司在中东/中亚/东南亚销售额分别占海外收入的 25%/23%/20%；同时公司的起重机等产品在南亚/非洲/拉美等地也具有一席之地，因此我们假设 2023 年公司在南亚/非洲/拉美销售额分别占海外收入的 11%/8%/8%；公司进入欧洲、北美地区较晚，目前仍处于开拓期，因此我们假设 2023 年公司在欧洲/北美销售额分别占海外收入的 5%/1%。

根据各地区需求、公司在各地区布局及目前收入基数，我们预测 2024 年公司在中东/中亚/东南亚/南亚/非洲/拉美/欧洲/北美销售额增速分别为 80%/50%/30%/30%/60%/50%/50%/300%。

我们预计公司在“一带一路”地区出口占比达公司出口 90%以上，2023 年对应出口金额约为 161 亿元，按 2023 年美元兑人民币汇率均数 7.0423 计算，中联重科出口约“一带一路”22.88 亿美元，约占“一带一路”国家出口总额的 10.9%。

图表13：公司海外占比假设及增速预测（分地区，不包含金融服务）

| 海外地区分布 | 2023 年收入（亿元） | 2023 年占比（%） | 2024E 同比增速（%） | 2024E 收入（亿元） |
|--------|--------------|-------------|---------------|--------------|
| 中东     | 45           | 25%         | 80%           | 81           |
| 中亚     | 42           | 23%         | 50%           | 63           |
| 东南亚    | 35           | 20%         | 30%           | 45           |
| 南亚     | 20           | 11%         | 30%           | 25           |
| 非洲     | 14           | 8%          | 60%           | 22           |
| 拉美     | 14           | 8%          | 50%           | 22           |
| 西欧     | 8            | 5%          | 50%           | 12           |
| 北美     | 2            | 1%          | 300%          | 6            |
| 合计     | 179          |             |               | 279          |

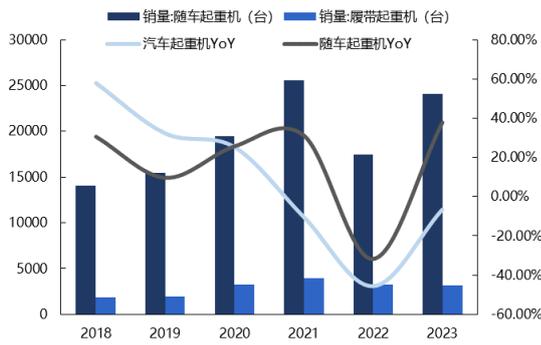
资料来源：公司公告，国联证券研究所测算（占比为国联证券研究所的假设）

## 2. 传统工程机械行业需求有望逐步回暖

### 2.1 起重机械行业国内市场发展成熟

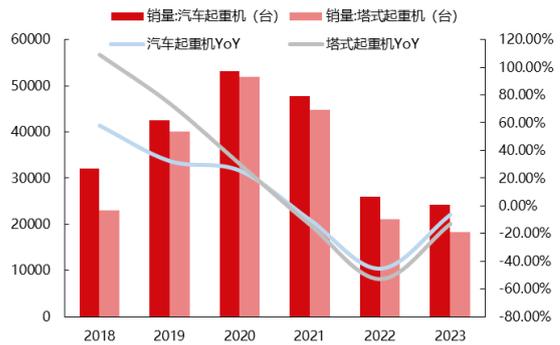
起重机械主要在企业内部用于进行物料的装卸、运输、升降、分拣、堆垛、储存和配送等，广泛应用于建筑、制造、采矿、航空、海运、物流等各个行业。据中国工程机械工业协会工程起重机分会统计，2018-2023 年，我国随车起重机、履带起重机销量呈现上升趋势，汽车起重机、塔式起重机销量有所下滑。2018-2023 年随车起重机销量由 14084 增长至 24108 台，CAGR 为 11.35%；履带起重机销量由 1878 增长至 3208 台，CAGR 为 11.30%；汽车起重机销量由 32072 下滑至 24258 台，CAGR 为-5.43%；塔式起重机销量由 23000 下滑至 18282 台，CAGR 为-4.49%。

图表14：2018-2023年随车、履带起重机销量上升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表15：2018-2023年汽车起重机、起重机销量下滑

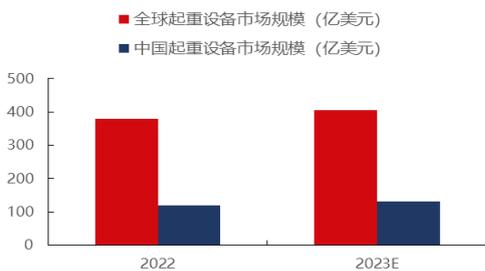


资料来源：iFinD，国联证券研究所

中国起重设备市场规模 2022 年为 119 亿美元，预计 2023 年全年将达到 130.6 亿美元，同比增长率为 9.7%。根据尚普咨询数据，2022 年全球起重设备市场规模达到 380 亿美元，预计 2023 年全年将达到 405.6 亿美元，同比增长率为 6.7%。其中，中国是全球最大的起重设备市场，2022 年占全球市场份额的 31.3%，预计 2023 年全年将达到 32.2%。

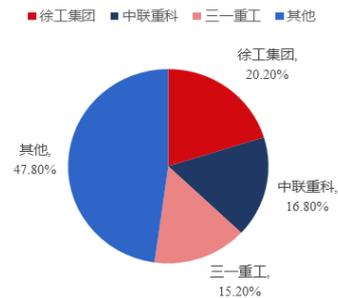
起重机行业竞争格局清晰，徐工机械、中联重科、三一重工三大厂商市场竞争优势明显。根据中研产业研究院数据，2022 年中国起重设备行业的市场集中度较高，前十大企业的市场份额合计为 69.5%，其中徐工集团保持了领先地位，占据了 20.2% 的市场份额；中联重科和三一重工紧随其后，分别占据了 16.8% 和 15.2% 的市场份额；其他主要企业包括浙江永强、山推股份、铁建重工、厦工股份、山河智能、浙江鼎力 and 利勃海尔等。

图表16：2023年中国起重设备市场有望持续增长



资料来源：尚普咨询，国联证券研究所

图表17：起重机行业竞争格局清晰

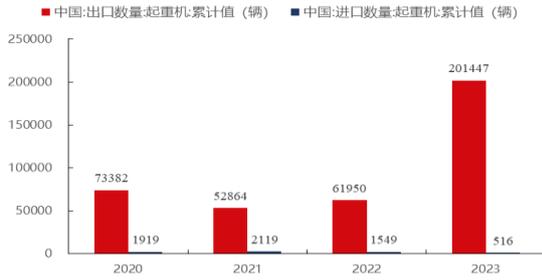


资料来源：中研产业研究院，国联证券研究所

## 2.2 起重机械行业出口销量增加明显

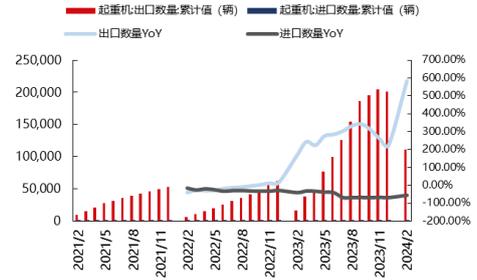
我国起重机出口量远超进口量，2020-2023 年我国起重机出口量由 73382 辆增长至 201447 辆，CAGR 为 40.02%，同期起重机进口量由 1919 辆减少至 516 辆，CAGR 为 -35.46%。2023 年我国起重机出口量大幅上升，2023 年我国起重机出口 201447 辆，同比增长 225.18%；2024 年 1-2 月我国起重机出口 110610 辆，同比增长 582.23%。

图表18: 我国起重机出口量远超进口量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 2023-2024 年我国起重机出口量大幅上升



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2023全球起重机制造商10强企业总计销售额170.05亿美元,同比下降27.09%。除马尼托瓦克和特雷克斯2家美国企业外,其余8家企业销售额均出现不同程度下降,3家中国企业销售额同比降幅较为显著。利勃海尔再度跃居全球起重机制造商10强榜首。徐工位列第2位,中联重科、三一重工分列第3和第5位。

图表20: 2023 年全球起重机制造商10强中有3家中国企业

## 2023全球起重机制造商10强

| 排名 | 公司名称                                                          | 国别 | 销售额 (亿美元) | 同比变化 (%) |
|----|---------------------------------------------------------------|----|-----------|----------|
| 1  | 利勃海尔 (Liebherr Group)                                         | 德国 | 38.31     | -2.10    |
| 2  | 徐工 (XCMG)                                                     | 中国 | 34.53     | -33.90   |
| 3  | 中联重科 (Zoomlion Heavy Industry Science & Technology Co., Ltd.) | 中国 | 27.47     | -52.16   |
| 4  | 马尼托瓦克 (Manitowoc Company)                                     | 美国 | 20.33     | 18.15    |
| 5  | 三一重工 (Sany Heavy Industry Co., Ltd.)                          | 中国 | 18.34     | -46.69   |
| 6  | 多田野 (Tadano Ltd.)                                             | 日本 | 14.48     | -3.22    |
| 7  | 住友重机械 (Sumitomo Heavy Industries)                             | 日本 | 6.49      | -6.63    |
| 8  | 神钢建机 (Kobelco Construction Machinery Co., Ltd.)               | 日本 | 4.37      | -9.73    |
| 9  | 特雷克斯 (Terex Corporation)                                      | 美国 | 3.05      | 7.02     |
| 10 | 加藤制作所 (Kato Works Co., Ltd.)                                  | 日本 | 2.69      | -16.79   |
| 合计 |                                                               |    | 170.05    | -27.09   |

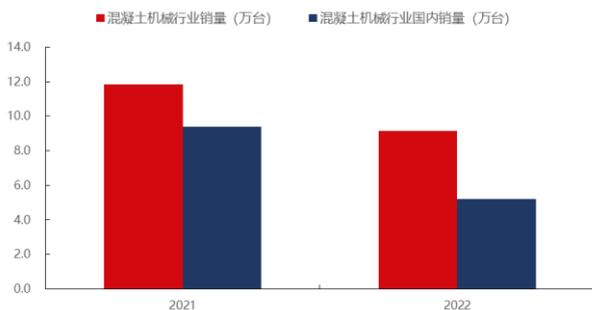
资料来源: 起重与吊装, 国联证券研究所

### 2.3 混凝土机械行业国内市场有望复苏

混凝土机械是把水泥、河沙、碎石、水等按照一定的配合比进行搅拌生产和输送混凝土的机械设备，主要包括混凝土搅拌站、混凝土搅拌机、混凝土泵等，在建筑、道路、桥梁等工程建设中发挥着重要作用。

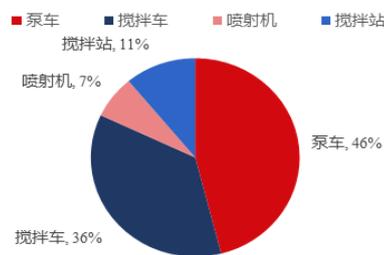
根据尚普咨询集团数据显示，2022年混凝土机械行业销量为9.1万台，同比下降22.8%，其中国内销量为5.19万台，同比下降44.6%。受国标切换和宏观调控的影响，国内市场需求有所下滑，从产品结构来看，泵车和搅拌车仍然是主力产品，占比分别为46%和36%，但同比均有所下降；而喷射机和搅拌站的销量则有较大幅度的增长，占比分别为7%和11%，同比分别+4pct和+5pct。

图表21：2022年混凝土机械国内市场有所下滑



资料来源：尚普咨询，国联证券研究所

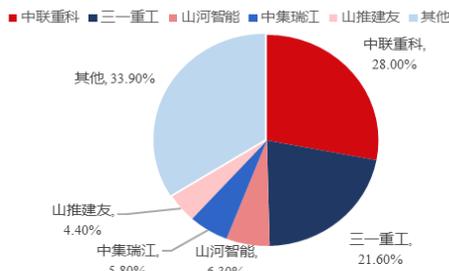
图表22：2022年泵车和搅拌车占比分别为46%和36%



资料来源：尚普咨询，国联证券研究所

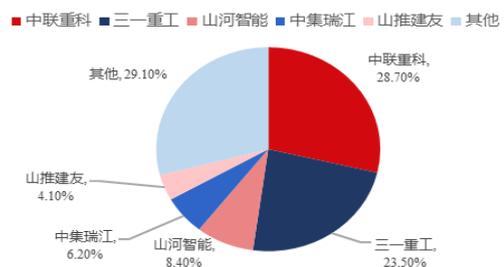
根据尚普咨询集团数据显示，2022年混凝土机械行业前十大企业的销量占比为70.9%，同比+4.8pct，行业集中度进一步提高。其中，中联重科、三一重工、山河智能、中集瑞江和山推建友分别位居前五，占比分别为28.7%、23.5%、8.4%、6.2%和4.1%，同比分别+0.7pct、+1.9pct、+2.1pct、+0.4pct和-0.3pct。头部企业在产品创新、品牌建设、渠道拓展、服务提升等方面都有较强的实力和优势，能够更好地适应市场变化和客户需求，抢占市场份额。

图表23：2021年混凝土机械行业CR5为66.1%



资料来源：尚普咨询，国联证券研究所

图表24：2022年混凝土机械行业CR5为70.9%



资料来源：尚普咨询，国联证券研究所

混凝土行业增长主要受到基建投资、国标切换后的置换需求、出口市场等因素影响。我们认为目前混凝土机械行业仍在触底阶段，2024年在万亿国债推动基建投资落地的背景下，国内市场有望底部弱回暖；随着“一带一路”倡议持续深化拓展，中

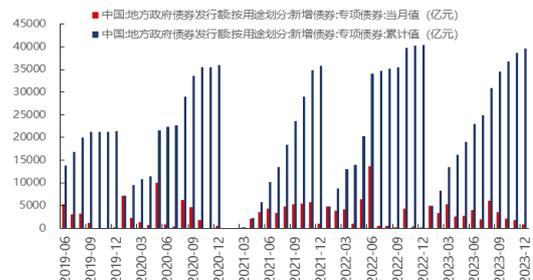
国混凝土机械将在海外市场享有更高的认可度和竞争力。2023 年广义基建投资增速为 8.24%；2023 年累计新增地方政府专项债 3.96 万亿元。中央财政在 23Q4 增发 2023 年国债 1 万亿元，并提前下达 2.7 万亿的新增地方债，我们认为 2024 年有望拉动设备新增需求回升。

图表25：2023 年基建投资维持较高水平



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26：2023 年增发地方政府专项债 3.96 万亿元

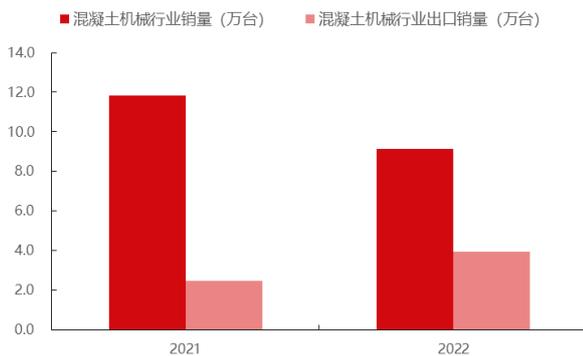


资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.4 混凝土机械行业出口市场表现强劲

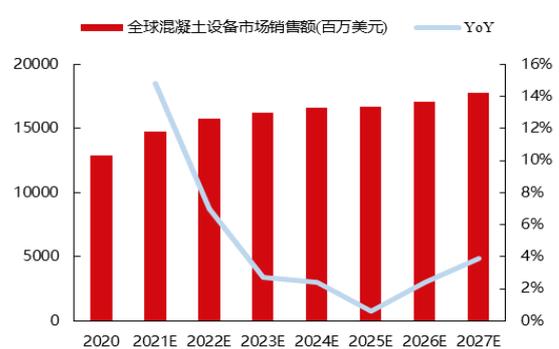
根据尚普咨询集团数据, 2022 年混凝土机械行业出口销量为 3.95 万台, 同比增长 59.8%。出口市场表现强劲, 占比提升至 43.2%, 同比+22.3pct。根据中国工程机械商贸网数据, 2020 年全球混凝土设备市场销售额达到了 128.59 亿美元, 预计 2027 年将达到 177.87 亿美元, 2021-2027 年 CAGR 为 3.16%。未来混凝土机械企业或将加快对海外市场的开拓和布局, 利用“一带一路”倡议等机遇, 积极参与国际工程项目和合作, 建立稳定的海外渠道和合作伙伴, 提升海外市场的份额和地位。

图表27：混凝土机械出口市场表现强劲



资料来源: 尚普咨询, 国联证券研究所

图表28：2021-2027 年混凝土设备销售额 CAGR 或约 3%



资料来源: 中国工程机械商贸网, 国联证券研究所

## 2.5 土方机械行业国内市场有望复苏

土方机械是指能够挖掘、铲运、推平、压实、破碎土壤和砂石等物料的机械, 可分为挖掘机械、铲土运输机械(推土机、装载机等)、压实机械、运输机械等类型, 各类细分产品品种齐全, 广泛应用于基础设施建设、资源开发以及农业生产等领域。

我们以挖掘机械为例, 可以看到 2023 年挖掘机下游需求未有明显改善, 整体上

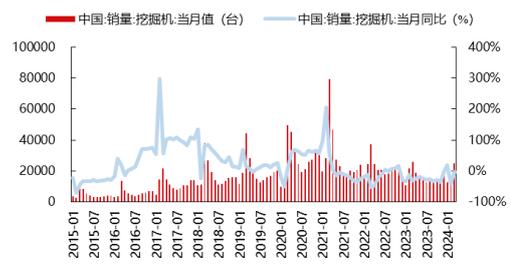
行业仍处于底部周期，设备更新政策有望推动需求回暖。2023 年我国累计销售挖掘机 19.5 万台，同比下降 25.40%。2024Q1 我国累计销售挖掘机 5.0 万台，同比下降 13.10%；其中 3 月销量 2.5 万台，同比下降 2.34%，降幅明显收窄。自 2021 年下半年，我国工程机械行业步入下行周期，下游需求明显下滑，我们认为目前行业仍处于底部周期，但随着国家设备更新政策相继落地，需求有望迎来回暖。

图表29：2024Q1 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30：2024 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

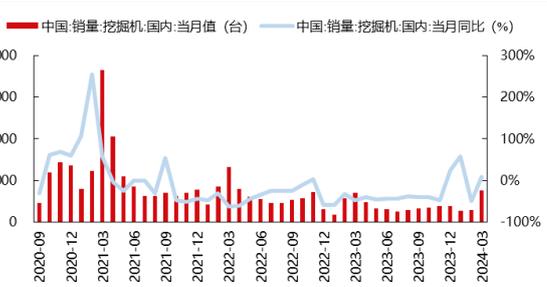
国内市场方面，2023 年国内累计销售挖掘机 9 万台，累计同比下降 40.8%。2024Q1 国内累计销售挖掘机 2.6 万台，同比下降 8.26%；其中 3 月销量 1.5 万台，同比增长 9.27%，国内同比增速已回正。由于宏观经济景气度不高，下游基建投资及房地产项目实施均有所放缓，根据 2023 年全年挖掘机销量情况，目前国内工程机械行业需求仍较弱，但 2024 年 3 月份同比增速已回正，我们认为国内需求有望进一步放量。

图表31：2024Q1 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32：2024 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

## 2.6 土方机械行业海外市场增速自然放缓

海外市场方面，挖掘机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 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 万台，同比下降 16.16%，我们认为挖掘机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33：2024Q1 挖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34：2024年3月出口挖机销量同比下降 16.2%



资料来源：IFinD，国联证券研究所

我们将挖掘机市场分为国内市场+国外市场，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35：2024-2026 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   | 66061  | 81414  | 125981 |
| 国内—新增需求 (台) | 144467 | 145599 | 52862   | 9941    | 10438  | 10960  | 12056  |
| 国内市场 (台)    | 292864 | 274357 | 151889  | 89980   | 76500  | 92374  | 138037 |
| 海外市场 (台)    | 34741  | 68427  | 109457  | 105038  | 105038 | 110290 | 115804 |
| 合计(台)       | 327605 | 342784 | 261346  | 195018  | 181538 | 202664 | 253842 |
| YOY         |        | 4.63%  | -23.76% | -25.38% | -6.91% | 11.64% | 25.25% |

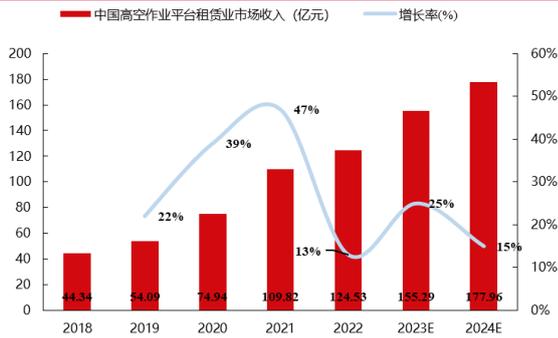
资料来源：Wind，IFinD，国联证券研究所测算

### 3. 高空作业车行业仍具有空间

#### 3.1 高空作业车国内市场高速发展

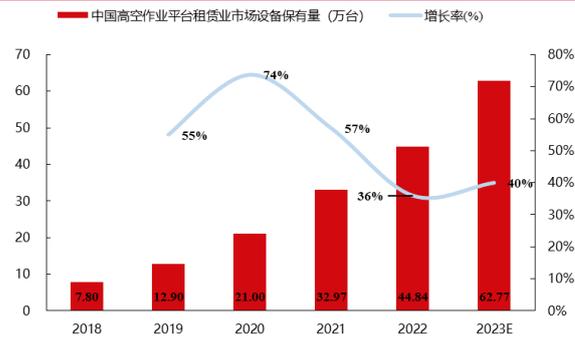
国内高空作业平台市场发展迅速，保有量稳步增长。当前我国劳动力人口的数量持续下降，劳动力成本上升，施工方和使用者的安全意识不断提升，使用高空作业平台有降低用人成本、高空坠落风险并提高工作效率的优势。由于高空作业平台的优势及市场需求增加，2022 年中国高空作业平台租赁业市场收入规模达到 124.53 亿元，同比增长 13%，IPAF 预计 2023-2024 年收入规模将分别达到 155.29 亿元/177.96 亿元，保持快速增长趋势。2022 年中国高空作业平台租赁业市场设备保有量达到 44.84 万台，同比增长 36%，预计 2023 年市场保有量达 62.77 万台，保持 40% 的高速增长。

图表36：2022年中国高空作业车租赁规模124.53亿元



资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

图表37：2021年中国高空作业车保有量为32.97万台



资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

中国高空作业平台市场起步相对较晚，受限于中国高空作业平台设备还未到更新期，因此我们直接对总保有量增长率进行预测。近年来随着国产替代步伐的加快，中国高空作业平台行业整体处于快速发展阶段，2019-2022年中国高空作业平台保有量增速分别为65.4%/62.8%/57.0%/36.0%，目前中国高空作业设备渗透率显著低于欧美市场，预计未来随着《劳动法》等法律法规的进一步完善和人工成本的提升，高空作业设备替代脚手架等简易施工设备的进程将不断加速，整体行业增速有望高于美国和欧洲。因此我们预测2023-2025年中国高空作业平台保有量同比增速分别为25%/23%/20%，分别为63/77/93万台。

图表38：2023-2025年中国高空作业平台市场保有量预测

|                  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国高空作业平台保有量 (万台) | 7.8   | 12.9  | 21.00 | 44.84 | 62.77 | 77.21 | 92.65 |
| YOY              | 65.4% | 62.8% | 57.0% | 36.0% | 25%   | 23%   | 20%   |

资料来源：IPAF，星邦智能招股书，国联证券研究所测算

### 3.2 高空作业车海外需求稳定增长

北美、欧洲等海外发达国家和地区经济发展水平高，安全生产法规严格，高空作业平台市场成熟。根据IPAF数据，受全球供应链复苏和租赁商投资规模增长的影响，2022年美国高空作业平台租赁业市场设备保有量为79.43万台，同比增长10%，预计2023年或增长至84.99万台。欧洲十国高空作业平台租赁业市场设备保有量达到34.02万台，同比增长5%，受高空作业平台租赁业设备的投资规模和更替需求驱动，IPAF预计2023年欧洲十国高空作业平台设备保有量增长或至35.14万台。

图表39：2022年美国高空作业平台保有量79.43万台



资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

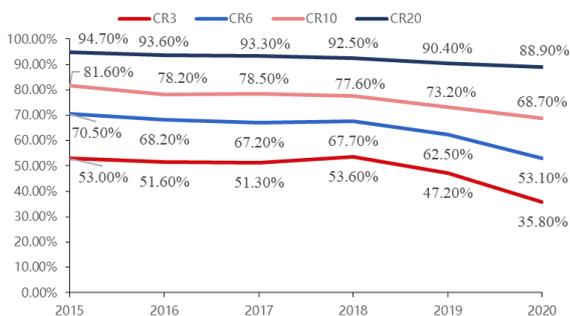
图表40：2022年欧洲高空作业平台保有量34.02万台



资料来源：IPAF，星邦智能招股书，浙江鼎力半年报，国联证券研究所

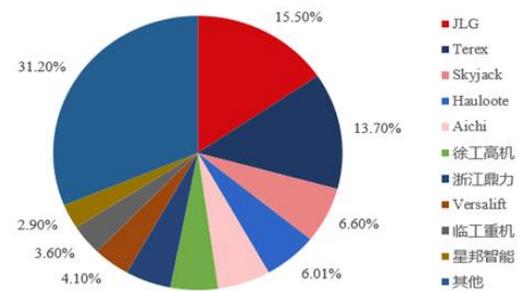
全球高空作业平台制造商集中度较高，国内企业排名靠前。根据华经产业研究院数据，2020年高空作业平台市场CR3为35.8%，CR6为53.01%，CR10为68.7%，全球前20制造商销售额占比约90%。美国巨头JLG和Terex在全球市场中位列前两位，2020年JLG/Terex市场份额分别达到15.5%/13.7%；徐工高机/浙江鼎力/临工重机/星邦智能分别位列第6/7/9/10位，市场份额分别为5.3%/5.1%/3.6%/2.9%。

图表41：全球高空作业平台行业CR20约90%



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

图表42：2020年全球高空作业前十中有四家中国品牌



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

我们将海外高空作业平台租赁市场拆分为更新需求+新增需求，我们假设：

①更新需求：美国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为5年，所以我们取2017-2019年3年美国高空作业平台保有量平均值为美国2023年更新需求；欧洲十国高空作业平台租赁业的设备平均服役年限为9年，所以我们取2013-2015年3年欧洲高空作业平台保有量平均值为欧洲十国2023年更新需求，并依次类推预测2024-2025年海外高空作业平台更新需求；

②新增需求：新增高空作业平台设备需求主要来源于市场自然增长等需求影响，美国和欧洲十国2019-2022年的高空作业平台保有量新增需求CAGR分别为10.9%/7.8%，2023年公共卫生事件因素消散，主要国家市场整体经济逐步恢复，美国制造业回流，在此背景下，由于美国高空作业设备市场增长持续保持稳定，大型设备租赁商不断扩大采购规模，因此我们预测2023-2025年美国新增需求同比增速分别为12%/10%/8%；欧洲高空作业设备市场成熟度较高，设备保有量较为稳定，因此

我们预测欧洲新增需求同比增速分别为 8%/7%/6%。

综上，我们预测 2023-2025 年美国及欧洲高空作业平台租赁市场需求合计为 120/126/133 万台。

图表43：2023-2025 年美国/欧洲十国高空作业平台市场保有量预测

|                | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 美国—更新需求 (万台)   | 50.84 | 53.48  | 55.82  | 59.02  | 62.26  | 64.71  | 67.89  |
| 美国—新增需求 (万台)   | 14.96 | 12.17  | 16.39  | 20.41  | 22.86  | 25.14  | 27.15  |
| 美国需求合计 (万台)    | 65.80 | 65.65  | 72.21  | 79.43  | 85.12  | 89.85  | 95.04  |
| YOY            |       | -0.23% | 9.99%  | 10.00% | 7.16%  | 5.56%  | 5.78%  |
| 欧洲—更新需求 (万台)   | 24.87 | 25.04  | 25.35  | 25.73  | 26.33  | 27.05  | 27.99  |
| 欧洲—新增需求 (万台)   | 6.63  | 6.54   | 7.11   | 8.29   | 8.95   | 9.58   | 10.15  |
| 欧洲需求合计 (万台)    | 31.50 | 31.58  | 32.46  | 34.02  | 35.28  | 36.63  | 38.14  |
| YOY            |       | 0.25%  | 2.79%  | 4.81%  | 3.70%  | 3.84%  | 4.12%  |
| 美国+欧洲需求合计 (万台) | 97.30 | 97.23  | 104.67 | 113.45 | 120.40 | 126.48 | 133.18 |
| YOY            |       | -0.07% | 7.65%  | 8.39%  | 6.12%  | 5.05%  | 5.30%  |

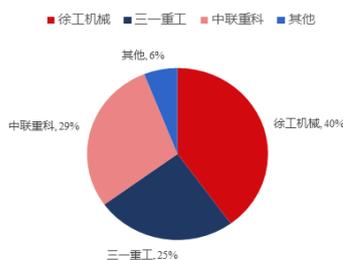
资料来源：IPAF，星邦智能招股书，国联证券研究所测算

## 4. 公司为国内工程机械行业龙头

### 4.1 公司起重机市场地位持续领先

公司坚持发展传统业务，主导产品起重机机械市场地位持续领先。工程起重产品涵盖汽车起重机、履带式起重机、全地面起重机、越野轮胎起重机、随车起重机五大系列。2023 年，公司工程起重机械市场份额保持行业领先，25 吨及以上汽车起重机销量位居行业第一，500 吨及以上履带起重机位居行业第一，重庆随车吊工厂建设全面启动。建筑起重机械销售规模稳居全球第一，R 代塔机形成市场的规模覆盖。大塔产品取得突破性发展，R20000-720、R6600-240、R8000-320、R4300-200 等大塔产品批量交付，以成熟化技术、系列化产品、生态化模式持续引领行业发展。

图表44：公司汽车起重机占比位于国内领先地位



资料来源：观研天下，国联证券研究所

图表45：中联重科极致 R 代塔机深受市场欢迎

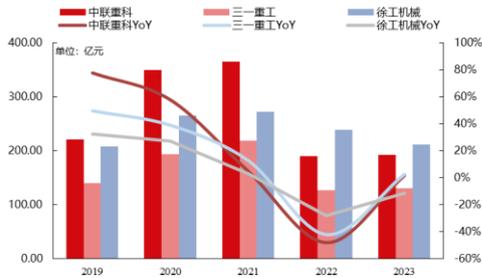


资料来源：中联重科微信公众号，国联证券研究所

公司起重机销售额位于国内第二，起重机毛利率高于其他公司。2020~2023 年公司起重机械实现营收 348.97/364.94/189.79/192.91/ 亿元，分别同比增长 57.57%/4.58%/-47.99%/1.64%，公司 2022 年营收下滑主要是受行业周期、地产拖累

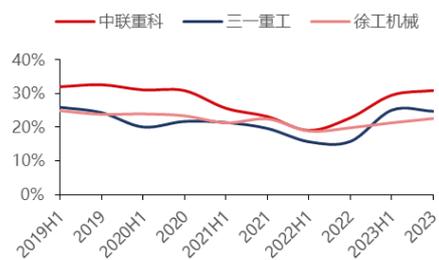
及疫情影响，2023年起重机营收小幅回升。2022年在原材料及运费价格升高的背景下，行业主要企业利润降幅较大。公司起重机械毛利率高于同行其他可比公司，主要原因在于公司通过持续推进智能制造、新材料新工艺新技术应用、进口零部件国产化、关键件自制率提升、市场端对端变革等，实现经营管理质量的提升。

图表46：2023年公司起重机销售额位于国内第二



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表47：公司起重机毛利率较高

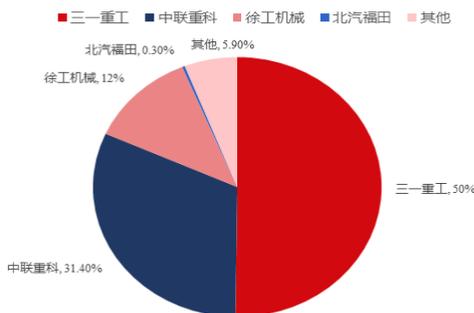


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 4.2 公司混凝土机械市场地位持续领先

2023年公司混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额仍稳居行业第一；搅拌车市场份额保持行业第二；2022H1公司混凝土泵车市场份额位于行业第二。根据华经产业研究院数据，中国混凝土泵车重点企业主要有三一重工、中联重科、徐工机械等，其中三一重工占据了50%的市场份额，占比第一，占比第二的为中联重科，占比31.4%，徐工机械占比12%，北汽福田占比0.3%，其他企业占比5.9%。

图表48：2022H1公司混凝土泵车市场份额位行业第二



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

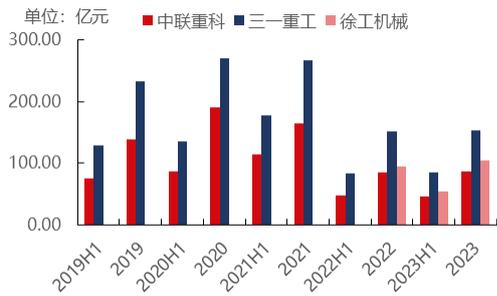
图表49：2023H1主要企业混凝土搅拌车销量

|      | 22H1 销量 (辆) | 23H1 销量 (辆) | 同比   |
|------|-------------|-------------|------|
| 三一重工 | 4177        | 2820        | -32% |
| 中联重科 | 2724        | 1926        | -29% |
| 徐工机械 | 942         | 1000        | 6%   |
| 中集瑞江 | 777         | 798         | 3%   |
| 中集凌宇 | 1068        | 749         | -30% |
| 亚特重工 | 1029        | 322         | -69% |

资料来源：专用汽车杂志，国联证券研究所

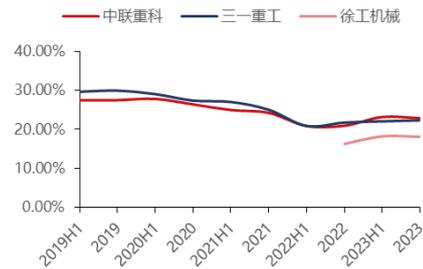
公司混凝土机械销售额位于国内第三，混凝土机械毛利率位于行业前列。2020~2023年公司混凝土机械实现营收189.84/163.80/84.60/85.98亿元，分别同比增长36.56%/-13.72%/-48.35%/1.63%，公司2021-2022年营收的下滑主要是受行业周期影响，下游需求减少。公司混凝土机械毛利率与三一重工接近，明显高于徐工机械。

图表50: 2023年公司混凝土机械销售额位于国内第三



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表51: 公司混凝土机械毛利率与三一重工接近

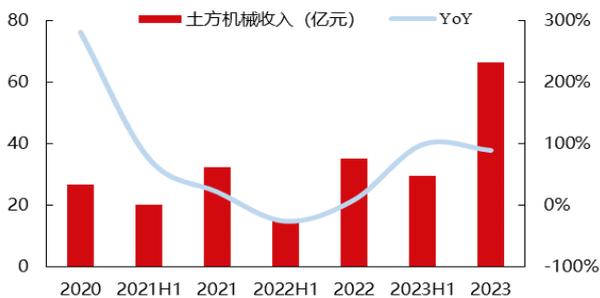


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 4.3 公司挖掘机业务快速放量

公司土方机械在营收中的占比及挖掘机销量快速上升,公司盈利能力不断提升。公司坚持聚焦中大挖战略,中大挖产品型谱齐全,国内中大挖销量进入行业前列。2023年公司土方机械收入同比增长89.32%。2023年公司土方机械毛利率达27.93%,在公司工程机械板块中相对较高,随着产销量的进一步提升,公司盈利能力有望增强。

图表52: 2023年公司土方机械收入同比增长89.32%



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表53: 公司土方机械毛利率持续提升

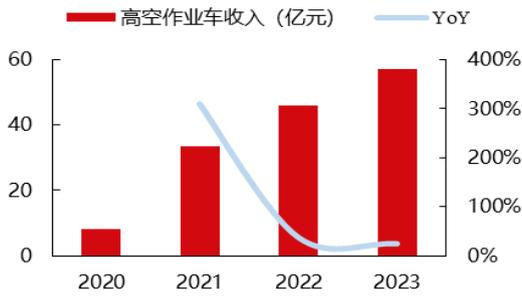


资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 4.4 公司高空作业机械业务取得实质性突破

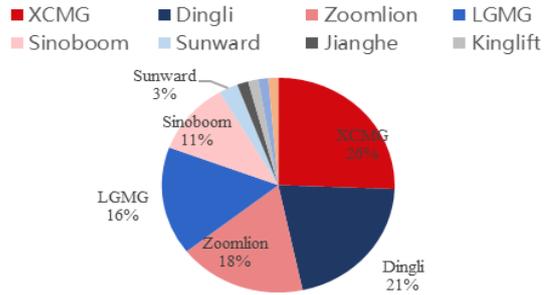
公司的高空作业机械销量稳中有进,在国内中小客户市场的市场占有率排名第一。公司智能高机产品远销欧美高端市场,覆盖全球五大洲80余个国家和地区,产品进入“一带一路”标志工程。2023年中联重科高机国内销售额及市场地位大幅提升,高机销售额同比增长24.16%;公司不断拓展海外渠道,加拿大、墨西哥、巴西、波兰等国实现中国品牌市占率第一。未来随着公司的高空作业机械智能工厂的不断建设,公司智能制造方面的优势将逐步释放,产品成本及质量竞争力将进一步提升。

图表54：公司高空作业机械销量稳中有进



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表55：2022年公司在中国企业中位列第三



资料来源：《ACCESS INTERNATIONAL》，国联证券研究所

### 4.5 公司智能制造产业集群加速形成

公司智能制造产业集群加速形成，以中联智慧产业城为核心，从主机到零部件智能工厂正在加速建成。公司以中联智慧产业城为核心，同步建设 23 个智能工厂，并发布了全球首个“绿色智慧工地”，持续引领单机智能向人机协同、机群协同、智慧工地跨越的行业变革。截至 2023 年底，公司已累计建成投产 11 个智能工厂，大幅提升了生产计划达成率、生产效率、发货准时率，产品合格率达到 100%，生产运营成本降低 25%，生产交期缩短 52%。

图表56：公司智能制造产业集群加速形成

| 产品种类                  | 智能制造进展                                                                                                                                                                                                                                                           |
|-----------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 高空作业机械                | 高空作业机械智能工厂已建成投产 9 条智能产线，其中臂式装配线实现月产 1200 台，筑牢行业第一梯队的产业基础。公司在全球率先推出锂电系列剪叉产品、行业首条全流程智能化自动生产流水线，目前臂式日产超 25 台，剪叉式日产超 200 台。正在建设中的中联智慧产业园高机工厂，按照先进制造的未来企业标准进行建设，将成为行业内的灯塔工厂。建成投产后剪式产品年产能可超 50000 台、臂式产品年产能 13200 台，公司产能将得到进一步提升。                                      |
| 混凝土泵送机械               | 混凝土泵送机械智能工厂已建成泵车整机装配线等 10 条智能产线。                                                                                                                                                                                                                                 |
| 挖掘机、塔机、搅拌车、关键元器件（液压阀） | 已全面投产的挖掘机、塔机、搅拌车、关键元器件（液压阀）等智能工厂产能持续释放，其中国家智能制造示范项目“挖掘机械智能制造示范工厂”已实现月产超 1000 台。长沙挖掘机械智能制造示范工厂实现全线投产，包括 4 条无人化“黑灯”产线，是全球唯一实现全流程挖掘机智能制造的生产基地，智能产线达 61 条、自动化机器人 240 余台、智能物流 AGV 设备 200 余套，关键工序数据采集率 100%、研发周期缩短 30%、运营成本降低 20%、年产能挖掘机 5 万台，使得公司中大吨挖掘机市场占有率、影响力更上层楼。 |
| 配件                    | 全球领先的薄板件中心、高强度中心进入安装调试，其中薄板件中心智能装配线实现驾驶室产品下线。                                                                                                                                                                                                                    |
| 其他                    | 工程起重机械、基础施工机械、随车吊、工程车桥、中高端液压油缸等智能工厂建设正加快实施。                                                                                                                                                                                                                      |

资料来源：中联重科年报，国联证券研究所

公司积极响应政策号召，加速推进新能源产品开发，实现行业绿色引领。2023 年，公司开发上市 49 款新能源产品，截至 2023 年底，公司在售新能源产品型号已达 177 款，涵盖混凝土泵车、混凝土搅拌车、汽车起重机、高空作业平台、挖掘机、矿卡、叉车等多种产品，新能源形式包括纯电动、混合动力、氢燃料，全系列新能源产品基本形成。

**图表57：公司新能源产品矩阵不断扩大**

| 产品类型   | 部分电动化相关产品型号                                                                                                                  |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 混凝土泵车  | 五桥 70M 及以上泵车：ZLJ5550THBKF70X-6RZ<br>五桥 65-68M 泵车：ZLJ5530THBJF66X-6RZ<br>四桥 56-63M 泵车：ZLJ5461THBJF62X-6RZ、ZLJ5461THBKF62X-6RZ |
| 混凝土搅拌车 | 四桥 8F 重汽 TX 混合动力搅拌车：ZLJ5318GJBHPHEV410<br>四桥 8F 陕汽电动搅拌车：ZLJ5319GJBLBEV                                                       |
| 汽车起重机  | ZTC250N-EV、ZTC350H562-1、ZTC500A562-1PE 插电版                                                                                   |
| 高空作业平台 | 剪叉式：迷你剪叉系列、HD 系列、HD-LI 系列、DC 系列、DC-LI 系列等<br>曲臂式：ZA12RJE-V、ZA14E、ZA18JERT-V、ZA20JE 等<br>直臂式：ZT40JE-V、ZT24JE-V                |
| 挖掘机    | ZE215GE                                                                                                                      |
| 叉车     | 1.5 吨电动平衡重式叉车：FB15Z<br>2 吨电动平衡叉车：FB20Z<br>2.5 吨电动平衡重式叉车：FB25Z<br>3 吨电动平衡重式叉车：FB30Z 等等                                        |

资料来源：中联重科官方商城，国联证券研究所

#### 4.6 高分红率支撑公司价值基础

2023 年度，公司拟再次向全体股东每 10 股派发现金红利 3.20 元（含税），合计金额超过 27 亿元。自上市以来，公司每年均实施现金分红，截至 2023 年 12 月 31 日，中联重科已累计分红超 25 次、分红金额超 235 亿元，超过公司从股票市场融资的金额，历史整体分红率约为 42%，股息率长时间以来一直处于行业领先水平。与此同时，近 5 年公司还持续开展大规模股份回购，合计回购金额近 48 亿元。高分红率、高股息率、稳定的分红频次以及多次股份回购坚实支撑了公司的价值基础。

**图表58：公司拟再次分红超过 27 亿元**

| 2023 年度利润分配预案                                                                 |                  |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 拟以实施 2023 年度利润分配时股权登记日的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.20 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本。 |                  |
| 每 10 股派息数（元）（含税）                                                              | 3.20             |
| 分配预案的股本基数（股）                                                                  | 8,677,992,236    |
| 现金分红金额（元）（含税）                                                                 | 2,776,957,515.52 |
| 现金分红总额（含其他方式）占利润分配总额的比例                                                       | 100%             |

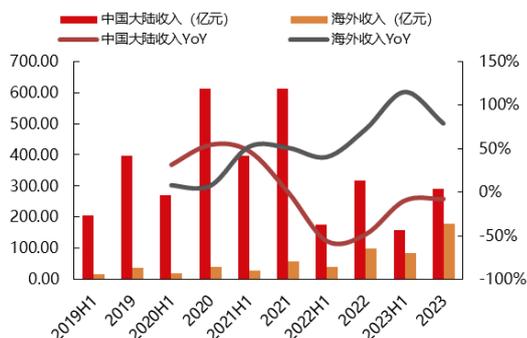
资料来源：公司年报，国联证券研究所

#### 4.7 公司全面加速海外业务发展

公司工程机械产品海外市场持续突破创新高，2023 年公司海外收入同比增长 79.20%，重点市场实现有效突破。公司重点国家本地化发展战略成效显著，产品市场份额快速提升。工程起重机械成为土耳其、中亚市占率最高的品牌；建起产品保持土耳其市场第一地位。沙特、马来西亚、越南、肯尼亚等市场通过本地化市占率迅速提

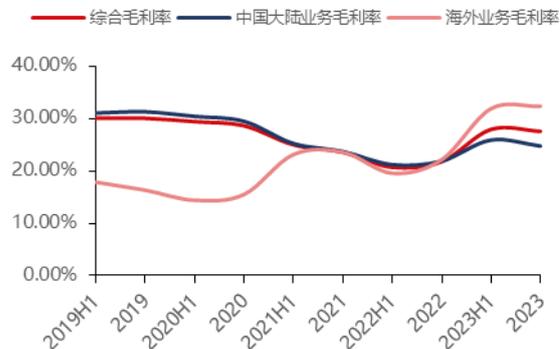
升。公司在全球先后建设 30 余个一级业务航空港，350 多个二级网点，将网点建设从区域中心下沉至重要城市。全球海外本土化员工总人数超过 3000 人，产品覆盖超 140 个国家和地区。

图表59：公司海外营收高速增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表60：公司海外业务毛利率较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

中联重科已覆盖全球 100 余个国家和地区，在“一带一路”沿线均有市场布局。产品远销中东、南美、非洲、东南亚、俄罗斯以及欧美、澳大利亚等高端市场。公司在东亚、东南亚、欧洲等多个地区建立子公司，在意大利、德国、巴西、印度、白俄罗斯投资建有工业园，在土耳其、沙特拟新建工厂，并在全球设立 50 多个常驻机构。以阿联酋、巴西为中心，正逐步建立全球物流网络和零配件供应体系。

图表61：公司全球化布局逐渐深入

| 地区                | 名称                       | 地区             | 名称                 | 地区             | 名称              |
|-------------------|--------------------------|----------------|--------------------|----------------|-----------------|
| 意大利 (CIFA)        | CIFA                     | 比利时            | 中联重科欧洲比利时公司        | 卢森堡            | 中联重科卢森堡投资控股有限公司 |
| 印尼                | 中联重科印度尼西亚公司              | 中国             | 中联重科控股有限公司         | 中联重科俄罗斯子公司 (旧) | 中联重科俄罗斯公司       |
| 莫斯科代表处            | 中联重科国际贸易 (香港) 有限公司俄罗斯代表处 | 美国             | 中联重科北美研发中心         | 新加坡            | 中联重科新加坡投资控股有限公司 |
| 中联重科 (香港) 驻莫斯科代表处 | 中联重科国际贸易 (香港) 有限公司俄罗斯代表处 | 中联重科俄罗斯子公司 (新) | 中联重科俄罗斯公司          | 越南             | 中联重科越南公司        |
| 澳大利亚              | 中联重科澳大利亚-新西兰公司           | 印度             | 中联重科印度公司           | 尼日利亚           | 中联重科西非公司        |
| 巴西                | 中联巴西混凝土子公司               | 中国             | 中联重科国际贸易 (香港) 有限公司 | 印度             | 印度 JV 合资公司      |
| 巴西                | 中联重科巴西进出口贸易公司            | 哈萨克斯坦          | 中联重科哈萨克斯坦子公司       | 阿联酋            | 中联重科海湾公司        |
| 坦桑尼亚              | 中联重科 (坦桑尼亚) 子公司          | 南非             | 中联重科南非子公司          | 阿联酋            | 迪拜服务中心          |
| 印尼                | 印度尼西亚国家配件库               | 阿尔及利亚          | 中联重科北非配件库          | 俄罗斯            | 中联重科俄罗斯国家配件库    |
| 阿尔及利亚             | 中联重科国际贸易 (香港) 公司阿尔及利亚办事处 | 南非             | 中联重科南非配件库          | 尼日利亚           | 中联重科西非配件库       |

|    |            |     |            |  |  |
|----|------------|-----|------------|--|--|
| 中国 | 中联重科香港服务中心 | 新加坡 | 中联重科新加坡中心库 |  |  |
|----|------------|-----|------------|--|--|

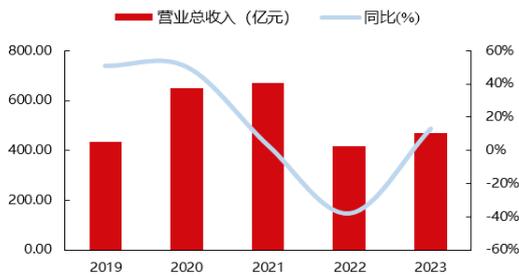
资料来源：中联重科官网，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1 财务分析

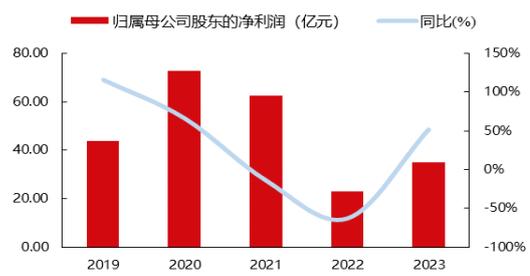
2022 年受行业周期及需求影响，公司营收及净利润下滑明显，2023 年公司基本面表现有所回暖，2023 年公司营收 470.75 亿元，同比增长 13.08%，公司归母净利润 35.06 亿元，同比增长 52.04%。2019-2021 年，公司营收从 433.07 亿元增长至 671.31 亿元，CAGR 为 24.50%；公司归母净利润从 43.71 亿元增长至 62.70 亿元，CAGR 为 19.77%。2021-2023 年公司营收及归母净利润均有所下滑，主要原因是受基建和房地产等领域项目开工下降影响，国内工程机械市场需求收缩。我们认为随着工程机械行业逐渐回暖，公司销售有望回升。

图表62：2023 年公司营收同比增长 13.08%



资料来源：Wind，国联证券研究所

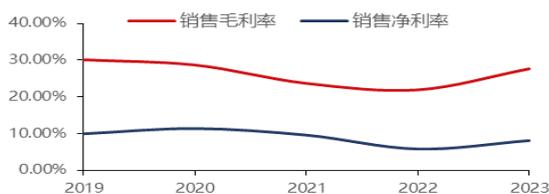
图表63：2023 年公司归母净利润同比增长 52.04%



资料来源：Wind，国联证券研究所

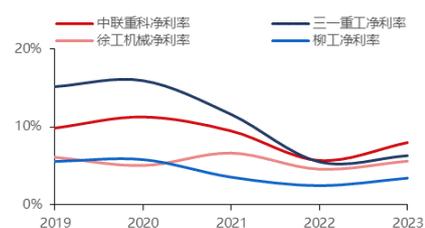
公司 2020-2023 年销售毛利率分别为 28.59%/23.61%/21.83%/27.54%，销售净利率分别为 11.30%/9.51%/5.73%/8.01%，公司毛利率、净利率维持高位，在可比公司中位于前列，盈利能力较强。2023 年公司毛利率/净利率分别为 27.54%/8.01%，分别同比+5.71/+2.28pcts，2023 年公司的盈利能力有所回升，主要是由于公司销售规模增长与降本增效成果显著。2023 年中联重科/三一重工/徐工机械/柳工净利率分别为 8.01%/6.29%/5.64%/3.42%，公司净利率在可比公司中位于前列，盈利能力较强。

图表64：2023 年公司盈利能力有所回升



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表65：公司净利率在可比公司中位于前列

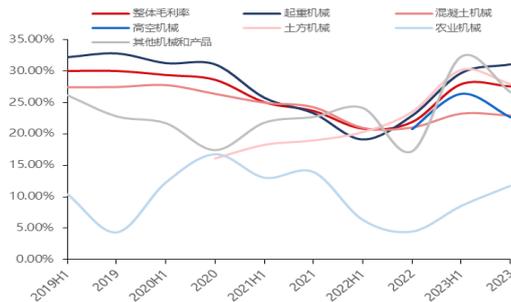


资料来源：Wind，国联证券研究所

公司起重机械、土方机械毛利率相对较高，拉升公司整体毛利率；起重机械、混

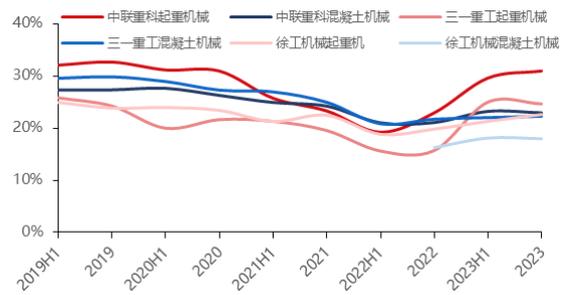
混凝土机械作为公司传统优势项目，产品毛利率在可比公司中也位于前列。2023 公司起重机械/混凝土机械/高空机械/土方机械/农业机械毛利率分别为 31.04%/22.92%/22.66%/27.93%/11.74%，其中起重机械、土方机械毛利率相对较高，拉升公司整体毛利率。2023 年中联重科/三一重工/徐工机械起重机械毛利率分别为 31.04%/24.67%/22.60%，混凝土机械毛利率分别为 22.92%/22.33%/18.05%，公司起重机械、混凝土机械毛利率在可比公司中也位于前列。

图表66：公司起重机械及土方机械毛利率相对较高



资料来源：Wind，国联证券研究所

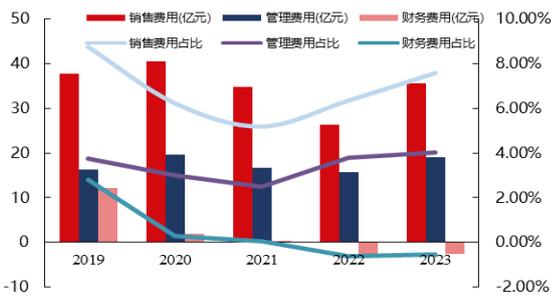
图表67：公司起重机及混凝土机械毛利率位于前列



资料来源：Wind，国联证券研究所

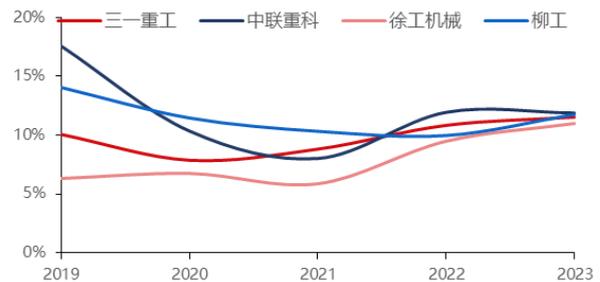
2019-2021 年由于公司业务营收规模增长，公司三费费用率呈下降趋势，控制成效显著。2022 年公司销售/管理/财务费用均有所下滑，但由于营收规模下滑幅度较大，导致费用率占比反而增加，2023 年中联重科/三一重工/徐工机械/柳工期间费用率分别为 11.91%/11.55%/10.97%/11.76%，公司期间费用率在可比公司中位于前列。

图表68：2020 年至今公司期间费用有所下滑



资料来源：Wind，国联证券研究所

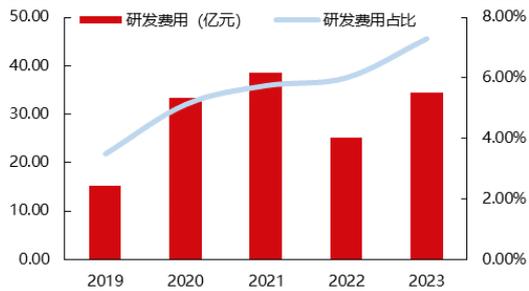
图表69：2023 年公司期间费用率位于前列



资料来源：Wind，国联证券研究所

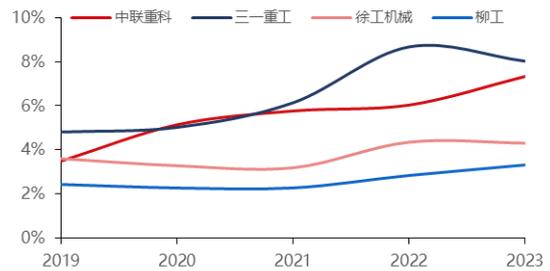
2019-2021 年公司研发投入规模增大，公司研发费用率上市明显，2022 年公司研发费用有所下降，但由于营收规模下滑幅度较大，导致研发费用率占比反而增加。2023 年中联重科/三一重工/徐工机械/柳工研发费用率分别为 7.31%/8.01%/4.31%/3.29%，公司看重创新能力，自主研发出众多创新极限化产品，研发费用率在可比公司中位于前列。

图表70: 2019-2021年公司研发费用规模明显增加



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表71: 公司研发费用率在可比公司中位于前列



资料来源: Wind, 国联证券研究所

公司生产所需各种原材料主要有钢材、铝材、外协结构件、电机、电控、油缸等，其中除直接采购钢材外，外协结构件和油缸等主要上游原材料也采用钢材，因此，钢材价格波动对公司产品成本具有一定的影响。2020-2021年，主要原材料钢材价格有所上涨、海运成本不断上升，行业整体利润水平出现一定程度的下降。2022年以来，企业生产经营逐步恢复正常，主要原材料价格及海运价格回落企稳，未来随着行业需求不断提升，公司整体盈利水平有望趋于稳定。

图表72: 2022年以来钢材价格回落企稳



资料来源: Wind, 国联证券研究所

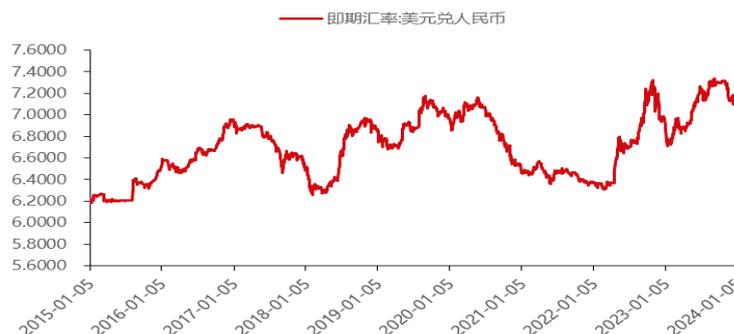
图表73: 2022年以来海运价格逐渐企稳



资料来源: Wind, 国联证券研究所

公司外币业务采用交易发生日的即期汇率作为折算汇率将外币金额折合成人民币记账，2022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公司外币存款、外币债权的价值，另一方面增强了公司出口产品在国际上的竞争力。

图表74: 2022年以来美元汇率累计升值较大



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 5.2 盈利预测

考虑到 1) 混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械等传统优势产业的市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强。2) 公司新兴潜力业务加速发展：土方机械拓展中大型挖掘机产品型谱覆盖；高空作业机械迅速跻身国产龙头之列，国内市场中小客户市场占有率位居第一；矿山机械专注露天矿山市场，加快市场拓展与团队建设，销售规模同比增速 140%。3) 公司全面加速海外业务发展，智能制造产业集群加速形成。

**起重机械：**公司工程起重机械市场份额保持行业领先，25 吨及以上汽车起重机销量位居行业第一，500 吨及以上履带起重机位居行业第一，建筑起重机械销售规模稳居全球第一，工程起重机械海外销量高速增长。我们预测 2024-2026 年公司起重机械增长率将分别为 13%/8%/10%，对应营收分别为 217.99/235.43/258.97 亿元。

**混凝土机械：**公司在坚持高质量经营战略、严控业务风险的前提下，混凝土机械市场地位稳中有升，产品竞争力持续增强。混凝土机械长臂架泵车、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额保持行业第二。我们预测 2024-2026 年公司混凝土机械增长率将分别为 2%/8%/10%，对应营收分别为 87.70/94.72/104.19 亿元。

**土方机械：**土方机械拓展中大型挖掘机产品型谱覆盖，加速完善电动产品型谱系列，快速推进 75 吨以上超大挖新品开发、产品迭代升级与市场布局；中大型挖掘机国内市场份额同比实现翻倍增长，市场份额居行业前列，海外销售规模同比增长超 100%。我们预测 2024-2026 年公司土方机械增长率将分别为 62%/40%/25%，对应营收分别为 107.70/150.78/188.47 亿元。

**高空机械：**高空作业机械迅速跻身行业国产龙头之列，国内市场中小客户市场占有率位居第一，为国内型号最全的高空设备厂商。公司正在推进高机业务板块子公司中联高机注入路畅科技，交易完成后中联高机将进一步提升资金实力。我们预测 2024-2026 年公司高空机械增长率将分别为 30%/25%/20%，对应营收分别为 74.19/92.74/111.28 亿元。

图表75：公司营收测算汇总（百万元）

|               | 2022             | 2023             | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入合计</b> | <b>41,631.50</b> | <b>47,074.85</b> | <b>56,276.58</b> | <b>65,669.34</b> | <b>75,490.35</b> |
| <b>yoy</b>    | <b>-37.98%</b>   | <b>13.08%</b>    | <b>19.55%</b>    | <b>16.69%</b>    | <b>14.96%</b>    |
| <b>毛利率</b>    | <b>21.83%</b>    | <b>27.54%</b>    | <b>28.12%</b>    | <b>28.40%</b>    | <b>28.75%</b>    |
| <b>起重机械</b>   |                  |                  |                  |                  |                  |
| 收入            | 18,979.02        | 19,290.88        | 21,798.70        | 23,542.59        | 25,896.85        |
| YOY           | -47.99%          | 1.64%            | 13.00%           | 8.00%            | 10.00%           |
| 毛利率           | 22.91%           | 31.04%           | 32.00%           | 32.00%           | 32.00%           |
| <b>混凝土机械</b>  |                  |                  |                  |                  |                  |
| 收入            | 8,460.18         | 8,598.30         | 8,770.27         | 9,471.89         | 10,419.08        |

|                |  |          |          |           |           |           |
|----------------|--|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| YOY            |  | -48.35%  | 1.63%    | 2.00%     | 8.00%     | 10.00%    |
| 毛利率            |  | 21.03%   | 22.92%   | 23.00%    | 24.00%    | 25.00%    |
| <b>土方机械</b>    |  |          |          |           |           |           |
| 收入             |  | 3,511.61 | 6,648.10 | 10,769.93 | 15,077.90 | 18,847.38 |
| YOY            |  | 8.50%    | 89.32%   | 62.00%    | 40.00%    | 25.00%    |
| 毛利率            |  | 23.48%   | 27.93%   | 28.00%    | 28.50%    | 29.00%    |
| <b>高空机械</b>    |  |          |          |           |           |           |
| 收入             |  | 4,596.32 | 5,706.80 | 7,418.84  | 9,273.55  | 11,128.27 |
| YOY            |  |          | 24.16%   | 30.00%    | 25.00%    | 20.00%    |
| 毛利率            |  | 20.81%   | 22.66%   | 23.00%    | 24.00%    | 25.00%    |
| <b>其他机械和产品</b> |  |          |          |           |           |           |
| 收入             |  | 3,444.27 | 4,242.03 | 4,878.34  | 5,610.09  | 6,451.60  |
| YOY            |  | -53.54%  | 23.16%   | 15.00%    | 15.00%    | 15.00%    |
| 毛利率            |  | 17.25%   | 26.65%   | 27.00%    | 27.00%    | 27.00%    |
| <b>其他</b>      |  |          |          |           |           |           |
| 收入             |  | 2,640.09 | 2,588.73 | 2,640.50  | 2,693.31  | 2,747.18  |
| YOY            |  | -26.81%  | -1.95%   | 2.00%     | 2.00%     | 2.00%     |
| 毛利率            |  | 22.20%   | 28.02%   | 30.00%    | 30.00%    | 30.00%    |

资料来源：公司公告，国联证券研究所

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 562.77/656.69/754.90 亿元，同比增速分别为 19.55%/16.69%/14.96%；归母净利润分别为 47.89/57.67/71.02 亿元，同比增速分别为 36.58%/20.43%/23.14%。

### 5.3 估值与投资建议

#### 相对估值法：

公司混凝土机械、工程起重机械、建筑起重机械三大传统优势产业的市场地位稳中有升；土方机械、高空作业机械、矿山机械等，新兴潜力业务加速发展，加大产品在海外市场销售力度；公司加大新产品的研发推广力度，增加高附加值、电动化产品销售；同时公司持续加强产品成本管控力度，积极发挥智能制造规模化优势。2024 年可比公司 PE 均值为 16.53 倍，我们给予公司 2024 年 17 倍 PE，对应价格 9.38 元。

图表76：可比公司估值

| 证券代码      | 证券简称 | 市价(元) | EPS   |       |       | PE    |       |       | CAGR-3 | PEG  |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------|
|           |      |       | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |        |      |
| 000425.SZ | 徐工机械 | 7.37  | 0.57  | 0.72  | 0.90  | 12.96 | 10.26 | 8.14  | 26.17% | 0.50 |
| 603338.SH | 浙江鼎力 | 64.19 | 4.29  | 5.12  | 6.10  | 14.97 | 12.55 | 10.52 | 18.24% | 0.82 |
| 600031.SH | 三一重工 | 16.02 | 0.74  | 0.96  | 1.18  | 21.66 | 16.75 | 13.59 | 30.10% | 0.72 |
| 601100.SH | 恒立液压 | 50.83 | 2.05  | 2.42  | 2.87  | 24.78 | 20.97 | 17.72 | 15.52% | 1.60 |
|           | 平均   |       | 1.87  | 2.26  | 2.73  | 16.53 | 13.19 | 10.75 |        | 0.68 |
| 000157.SZ | 中联重科 | 7.93  | 0.55  | 0.66  | 0.82  | 14.37 | 11.93 | 9.69  | 26.53% | 0.54 |

资料来源：Wind、国联证券研究所，可比公司盈利预测参考 iFind 一致预期，收盘价取 2024 年 6 月 18 日收盘价

**绝对估值法：**

采用 FCFF 进行估值。以十年期国债收益率 2.30% 为无风险利率，我们假设市场预期回报率为 7.60%；并将公司预测期分为三个阶段。第一阶段按盈利预测；2027-2033 年为第二阶段，基于公司新产品稳步放量，海外业务持续拓展，预计该阶段复合增长率为 11%；2033 年后为第三阶段，行业及公司进入稳定期，业务相对成熟，预计永续增长率为 2.5%，计算得出公司的股价约为 9.28 元。

**图表77：基本假设关键参数**

| 估值假设       |        |
|------------|--------|
| 无风险利率 Rf   | 2.30%  |
| 市场预期回报率 Rm | 7.60%  |
| 第二阶段年数（年）  | 7      |
| 第二阶段增长率    | 11.00% |
| 长期增长率      | 2.5%   |
| 有效税率 Tx    | 9.03%  |
| 债务资本比重 Wd  | 33.31% |
| Ke         | 8.05%  |
| WACC       | 6.84%  |

资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表78：FCFF 法估值表**

|                 | 现金流折现值（百万元）      | 价值百分比         |
|-----------------|------------------|---------------|
| 第一阶段            | 6,800.41         | 6.85%         |
| 第二阶段            | 19,356.59        | 19.51%        |
| 第三阶段（终值）        | 73,070.83        | 73.64%        |
| <b>企业价值 AEV</b> | <b>99,227.82</b> |               |
| 加：非核心资产         | 4,995.07         | 5.03%         |
| 减：带息债务（账面价值）    | 20,906.64        | 21.07%        |
| 减：少数股东权益        | 2,760.26         | 2.78%         |
| <b>股权价值</b>     | <b>80,555.99</b> | <b>81.18%</b> |
| 除：总股本（股）        | 8,677,992,236.00 |               |
| <b>每股价值（元）</b>  | <b>9.28</b>      |               |

资料来源：iFinD，国联证券研究所

**图表79：FCFF 估值敏感性测试**

| WACC |       | 永续增长率 |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |       | 1.88% | 2.07% | 2.27% | 2.50% | 2.75% | 3.03% | 3.33% |
| WACC | 5.14% | 14.11 | 14.93 | 15.96 | 17.27 | 19.01 | 21.39 | 24.84 |
|      | 5.65% | 11.75 | 12.33 | 13.05 | 13.94 | 15.09 | 16.60 | 18.68 |
|      | 6.22% | 9.81  | 10.22 | 10.73 | 11.35 | 12.13 | 13.12 | 14.43 |
|      | 6.84% | 8.18  | 8.48  | 8.85  | 9.28  | 9.82  | 10.49 | 11.35 |
|      | 7.52% | 6.82  | 7.04  | 7.30  | 7.61  | 7.98  | 8.45  | 9.02  |

|       |      |      |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| 8.27% | 5.66 | 5.82 | 6.01 | 6.23 | 6.49 | 6.82 | 7.21 |
| 9.10% | 4.67 | 4.78 | 4.92 | 5.08 | 5.27 | 5.50 | 5.77 |

资料来源：iFind、国联证券研究所

投资评级：预计公司在 2024-2026 年的营业收入分别为 562.77/656.69/754.90 亿元，归属母公司净利润分别为 47.89/57.67/71.02 亿元，3 年 CAGR 为 26.53%。对应 EPS 分别为 0.55/0.66/0.82 元/股。考虑到公司新业务有望持续放量，国外业务布局有望逐渐深入，目前可比公司 2024 年 PE 均值为 16.53 倍，给予公司对应 2024 年 17 倍 PE，目标价 9.38 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**1) 原材料等价格波动风险。**公司产品的原材料为钢材，若未来原材料成本大幅上涨，导致公司产品成本上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

**2) 国际贸易风险。**公司出口业务较多，国际贸易存在诸多不稳定因素，区域政治环境、经济发展状况、行业政策、汇率政策、海运情况等具有较大的不确定性。若公司产品遭遇到贸易壁垒或汇率较大波动以及海运情况紧张等情况，则会对公司产品出口产生不利影响。

**3) 行业空间测算偏差风险。**市场空间测算具有前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

**财务预测摘要**

| 资产负债表            |               |               |               |               |               | 利润表              |             |             |             |             |             |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位:百万元           | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 单位:百万元           | 2022        | 2023        | 2024E       | 2025E       | 2026E       |
| 货币资金             | 15499         | 15870         | 16883         | 19701         | 22647         | 营业收入             | 41631       | 47075       | 56277       | 65669       | 75490       |
| 应收账款+票据          | 29156         | 26187         | 27907         | 31755         | 37642         | 营业成本             | 32543       | 34109       | 40453       | 47017       | 53785       |
| 预付账款             | 2632          | 2967          | 3855          | 4318          | 4550          | 营业税金及附加          | 289         | 330         | 367         | 428         | 492         |
| 存货               | 14203         | 22504         | 29924         | 36068         | 42733         | 营业费用             | 2635        | 3557        | 3939        | 4269        | 4680        |
| 其他               | 12096         | 10443         | 11210         | 12966         | 14227         | 管理费用             | 4082        | 5344        | 5346        | 6370        | 7096        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>73586</b>  | <b>77971</b>  | <b>89778</b>  | <b>104807</b> | <b>121799</b> | 财务费用             | -265        | -260        | 957         | 1080        | 1223        |
| 长期股权投资           | 4476          | 4497          | 4743          | 5039          | 5264          | 资产减值损失           | -589        | -90         | -302        | -353        | -406        |
| 固定资产             | 10961         | 11444         | 12700         | 13885         | 14997         | 公允价值变动收益         | -11         | -37         | 0           | 0           | 0           |
| 在建工程             | 3373          | 5674          | 3874          | 1993          | 62            | 投资净收益            | 309         | -2          | 203         | 203         | 203         |
| 无形资产             | 5326          | 5085          | 4240          | 3394          | 2548          | 其他               | 329         | 288         | 287         | 166         | 40          |
| 其他非流动资产          | 25831         | 26192         | 28792         | 28781         | 28769         | <b>营业利润</b>      | <b>2386</b> | <b>4152</b> | <b>5402</b> | <b>6523</b> | <b>8052</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>49967</b>  | <b>52891</b>  | <b>54349</b>  | <b>53092</b>  | <b>51640</b>  | 营业外净收益           | 84          | 75          | 84          | 84          | 84          |
| <b>资产总计</b>      | <b>123553</b> | <b>130862</b> | <b>144127</b> | <b>157899</b> | <b>173439</b> | <b>利润总额</b>      | <b>2471</b> | <b>4228</b> | <b>5486</b> | <b>6607</b> | <b>8136</b> |
| 短期借款             | 6201          | 5655          | 7694          | 11491         | 14624         | 所得税              | 86          | 457         | 495         | 596         | 735         |
| 应付账款+票据          | 21234         | 23050         | 26599         | 27051         | 27998         | <b>净利润</b>       | <b>2385</b> | <b>3771</b> | <b>4991</b> | <b>6010</b> | <b>7401</b> |
| 其他               | 20957         | 21292         | 25940         | 31727         | 38696         | 少数股东损益           | 79          | 265         | 202         | 243         | 300         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>48391</b>  | <b>49996</b>  | <b>60233</b>  | <b>70269</b>  | <b>81317</b>  | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2306</b> | <b>3506</b> | <b>4789</b> | <b>5767</b> | <b>7102</b> |
| 长期带息负债           | 11318         | 15252         | 15252         | 15341         | 15341         |                  |             |             |             |             |             |
| 长期应付款            | 594           | 444           | 444           | 444           | 444           |                  |             |             |             |             |             |
| 其他               | 6275          | 6003          | 6003          | 6003          | 6003          |                  |             |             |             |             |             |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>18186</b>  | <b>21699</b>  | <b>21699</b>  | <b>21787</b>  | <b>21787</b>  |                  |             |             |             |             |             |
| <b>负债合计</b>      | <b>66578</b>  | <b>71695</b>  | <b>81931</b>  | <b>92056</b>  | <b>103104</b> |                  |             |             |             |             |             |
| 少数股东权益           | 2234          | 2760          | 2962          | 3205          | 3505          | <b>成长能力</b>      |             |             |             |             |             |
| 股本               | 8678          | 8678          | 8678          | 8678          | 8678          | 营业收入             | -37.98%     | 13.08%      | 19.55%      | 16.69%      | 14.96%      |
| 资本公积             | 19625         | 18725         | 18725         | 18725         | 18725         | EBIT             | -70.01%     | 79.88%      | 62.42%      | 19.29%      | 21.75%      |
| 留存收益             | 26438         | 29004         | 31831         | 35235         | 39426         | EBITDA           | -60.71%     | 61.10%      | 53.86%      | 17.24%      | 18.41%      |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>56975</b>  | <b>59167</b>  | <b>62196</b>  | <b>65843</b>  | <b>70334</b>  | 归属于母公司净利润        | -63.22%     | 52.04%      | 36.58%      | 20.43%      | 23.14%      |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>123553</b> | <b>130862</b> | <b>144127</b> | <b>157899</b> | <b>173439</b> | <b>获利能力</b>      |             |             |             |             |             |
|                  |               |               |               |               |               | 毛利率              | 21.83%      | 27.54%      | 28.12%      | 28.40%      | 28.75%      |
|                  |               |               |               |               |               | 净利率              | 5.73%       | 8.01%       | 8.87%       | 9.15%       | 9.80%       |
|                  |               |               |               |               |               | ROE              | 4.21%       | 6.22%       | 8.08%       | 9.21%       | 10.63%      |
|                  |               |               |               |               |               | ROIC             | 3.94%       | 5.82%       | 8.86%       | 9.86%       | 11.15%      |
|                  |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>      |             |             |             |             |             |
|                  |               |               |               |               |               | 资产负债率            | 53.89%      | 54.79%      | 56.85%      | 58.30%      | 59.45%      |
|                  |               |               |               |               |               | 流动比率             | 1.5         | 1.6         | 1.5         | 1.5         | 1.5         |
|                  |               |               |               |               |               | 速动比率             | 1.0         | 0.9         | 0.8         | 0.8         | 0.8         |
|                  |               |               |               |               |               | <b>营运能力</b>      |             |             |             |             |             |
|                  |               |               |               |               |               | 应收账款周转率          | 1.4         | 1.8         | 2.0         | 2.1         | 2.0         |
|                  |               |               |               |               |               | 存货周转率            | 2.3         | 1.5         | 1.4         | 1.3         | 1.3         |
|                  |               |               |               |               |               | 总资产周转率           | 0.3         | 0.4         | 0.4         | 0.4         | 0.4         |
|                  |               |               |               |               |               | <b>每股指标(元)</b>   |             |             |             |             |             |
|                  |               |               |               |               |               | 每股收益             | 0.3         | 0.4         | 0.6         | 0.7         | 0.8         |
|                  |               |               |               |               |               | 每股经营现金流          | 0.3         | 0.3         | 0.2         | 0.3         | 0.5         |
|                  |               |               |               |               |               | 每股净资产            | 6.3         | 6.5         | 6.8         | 7.2         | 7.7         |
|                  |               |               |               |               |               | <b>估值比率</b>      |             |             |             |             |             |
|                  |               |               |               |               |               | 市盈率              | 29.8        | 19.6        | 14.4        | 11.9        | 9.7         |
|                  |               |               |               |               |               | 市净率              | 1.3         | 1.2         | 1.2         | 1.1         | 1.0         |
|                  |               |               |               |               |               | EV/EBITDA        | 15.1        | 12.3        | 9.8         | 8.6         | 7.4         |
|                  |               |               |               |               |               | EV/EBIT          | 22.3        | 16.2        | 12.2        | 10.5        | 8.8         |

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 06 月 19 日收盘价

### 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  |
|                                                                                                                                                                                                                                                   | 行业评级 | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                   |      | 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 **上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼 **深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼

电话：0510-85187583