

三一重工 (600031)

证券研究报告

2024年06月29日

工程机械静水流深，国内龙头行稳致远

新“三化”战略高质量发展，看国内龙头行稳致远

公司作为国内行业龙头，产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械等，其中混凝土设备为全球第一品牌，挖掘机、大吨位起重机械、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌。

公司经营表现受行业周期制约，但凭借全球化、数智化、低碳化不断实现高质量发展，以卓越制造穿越行业周期。此外公司连续多年发布员工持股计划，深度绑定员工利益的同时彰显未来发展信心。

国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时

国内：从下游端、开工端、销量端近期表现，我们判断国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，同时设备自身换新需求叠加政策推动大规模设备更新，共同助力行业进入上升期；根据 Off-Highway Research 预测，国内工程机械市场在今年逐步回暖，2027 年市场规模有望达 192 亿美元，24-27 年 CAGR 为 19.73%；公司作为国内行业龙头，经营表现则有望与周期上行共振。

海外：目前工程机械企业自主出海趋势明显，2022 年我国工程机械出口金额同比增长 30.20%至 443.02 亿美元，2023 年海外市场仍维持较高景气度，出口金额为 485.52 亿美元，国内主机厂海外扩张成效显著；且海外市场毛利率显著高于国内，利润空间可观，海外市场已成为国内工程机械行业未来的主要增长动力之一。

在海外未来几年 7000 亿元的市场空间下，其中北美加欧洲两个市场占据一半左右份额，未来国内企业可拓展空间仍较大；通过同行业头部企业财务指标对比，我们看到公司出海进程领先行业，且着重发力欧美成熟市场，2020-2023 年公司来自于欧美市场的营收占比平均超过 50%，但目前公司在欧美市场的市占率仍处于较低水平，未来提升空间广阔。

盈利预测：我们认为工程机械行业有望迎来筑底回升，进入新一轮上升通道；同时公司全球化、数智化、低碳化“三化”战略高质量发展，助力未来业绩表现；因此我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 841.1、972.3、1150.8 亿元，yoy 分别为+13.64%、+15.59%、+18.36%；归母净利润分别为 60.1、77.4、100.1 亿元，yoy 分别为+32.77%、+28.73%、+29.39%；持续看好并维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，市场风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，全球化/电动化进展不及预期风险，测算具有主观性风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	80,822.13	74,018.94	84,112.93	97,228.27	115,079.80
增长率(%)	(24.38)	(8.42)	13.64	15.59	18.36
EBITDA(百万元)	13,705.09	14,590.12	11,209.60	13,634.14	16,496.25
归属母公司净利润(百万元)	4,272.80	4,527.50	6,011.05	7,737.96	10,011.85
增长率(%)	(64.49)	5.96	32.77	28.73	29.39
EPS(元/股)	0.50	0.53	0.71	0.91	1.18
市盈率(P/E)	32.77	30.93	23.29	18.09	13.98
市净率(P/B)	2.16	2.06	1.94	1.80	1.66
市销率(P/S)	1.73	1.89	1.66	1.44	1.22
EV/EBITDA	6.82	5.85	8.95	6.80	5.51

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 机械设备/工程机械

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 16.5 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 8,485.74

流通 A 股股本(百万股) 8,464.22

A 股总市值(百万元) 140,014.71

流通 A 股市值(百万元) 139,659.56

每股净资产(元) 8.19

资产负债率(%) 54.29

一年内最高/最低(元) 18.03/12.60

作者

朱晔 分析师

SAC 执业证书编号：S1110522080001

zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《三一重工-年报点评报告:业绩表现符合预期，看好龙头高质量发展!》
2024-04-30

2 《三一重工-公司点评:发布拟回购股份公告，看好龙头长期成长价值》
2024-02-06

3 《三一重工-半年报点评:毛利率逐季回升，出海贡献业绩增量》
2023-09-13

内容目录

1. 新“三化”战略高质量发展，看国内龙头行稳致远.....	4
1.1. 全球化、数智化、低碳化发展，核心竞争力持续提升.....	4
1.2. 严控风险，高质量发展穿越周期.....	5
2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时.....	8
2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道.....	8
2.2. 海外市场发展态势良好，国产品牌拉开海外扩张大幕.....	11
3. 盈利预测.....	15
4. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 公司部分产品示意图.....	4
图 2: 公司股权结构图（截至 2024 一季度末）.....	5
图 3: 2016-2024Q1 公司营收变化（亿元）.....	5
图 4: 2016-2024Q1 公司归母净利润变化（亿元）.....	5
图 5: 2016-2024Q1 公司毛利率/净利率情况.....	6
图 6: 2016-2024Q1 公司 ROE 情况.....	6
图 7: 2016-2024Q1 公司费用情况（亿元）.....	6
图 8: 2016-2024Q1 公司经营性现金流情况（亿元）.....	6
图 9: 同行业头部公司外销收入对比（亿元）.....	6
图 10: 同行业头部公司外销占比对比.....	6
图 11: 同行业头部公司销售毛利率对比（%）.....	7
图 12: 同行业头部公司销售净利率对比（%）.....	7
图 13: 同行业头部公司内销毛利率对比（%）.....	7
图 14: 同行业头部公司外销毛利率对比（%）.....	7
图 15: 同行业头部公司 ROE(加权)对比(%).....	7
图 16: 同行业头部公司经营性现金流净额对比（亿元）.....	7
图 17: 基础设施建设投资和房屋新开工面积累计同比情况.....	8
图 18: 采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况.....	8
图 19: 2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况.....	8
图 20: 挖掘机开机时间统计（小松-中国区）（单位：小时）.....	8
图 21: 2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）.....	9
图 22: 公司 23 年营收拆分，挖掘机械营收占比 37%（单位：亿元）.....	9
图 23: 同行业挖掘/土方机械收入/毛利率对比，公司均处领先地位（单位：亿元，%）...9	9
图 24: 上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理 办法》意见的公告.....	10
图 25: 中国工程机械市场销售量预测（台）.....	10
图 26: 中国工程机械市场销售额预测（亿美元）.....	10

图 27: 我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6%提升至 2023 年 53.9%	11
图 28: 海外工程机械市场销售额预测 (亿美元)	12
图 29: 2016-2023 年公司国外收入表现 (亿元)	12
图 30: 2020-2023 年公司海外分区域营收 (亿元)	13
图 31: 2020-2023 年公司海外分区域营收占比 (亿元)	13
图 32: 2022 年北美地区工程机械主机的市占率情况	14
图 33: 2022 年欧洲地区工程机械主机的市占率情况	14
图 34: 公司国内外毛利率对比 (%)	15
图 35: 公司国内外毛利占比 (%)	15
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 公司全球产业集群	5
表 3: 2023 年我国工程机械出口国别 (地区) 前二十	11
表 4: 2023 年度全球工程机械 TOP10 企业	12
表 5: 商品编码 8429 区域出口数据 (亿元)	14
表 6: 商品编码 8429 重点国家出口数据 (亿元)	14
表 7: 公司未来 3 年营收拆分	15

1. 新“三化”战略高质量发展，看国内龙头行稳致远

1.1. 全球化、数智化、低碳化发展，核心竞争力持续提升

国内龙头稳扎稳打走向全球：公司产品包括混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械。其中，混凝土设备为全球第一品牌，挖掘机、大吨位起重机、旋挖钻机、路面成套设备等主导产品已成为中国第一品牌。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1989	梁稳根带领的创业团队筹资创立湖南省涟源市焊接材料厂，也就是三一集团前身。
1994	转战长沙挺进装备制造业。
1995	三一生产第一代拖泵。
1998	自行研制 37 米泵车。
2002	第一台平地机销往摩洛哥。
2003	三一重工上市。
2006	首个海外工厂三一印度投建。
2007	三一美国投建；三一66 米臂架泵车下线、创造首个世界最长臂架泵车纪录。
2008	世界最大 200 吨级挖掘机在三一下线。
2010	国内首台千吨级全地面地重机在三一下线。
2011	3600 吨履带起重下线，被业界誉为“全球第一吊”；世界最长钢制臂架泵车下线。
2012	并购德国普茨迈斯特，诞生全新的行业领导者。
2019	中国三一重工跻身全球工程机械三强。
2020	三一挖掘机再创历史新高，国内市场达成“十连冠”伟业，全球范围“登峰造极”。
2021	最大起重量 4500 吨的三一SCC98000TM 履带起重机下线，刷新全球最大吨位起重机记录。
2023	三一集团“三化”战略升级为“全球化、数智化、低碳化”。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 1：公司部分产品示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

全球化提质加速：公司推行“以我为主、本土经营、服务先行”的经营策略，国际竞争力持续提升，国际市场连续多年实现高速增长。

表 2：公司全球产业集群

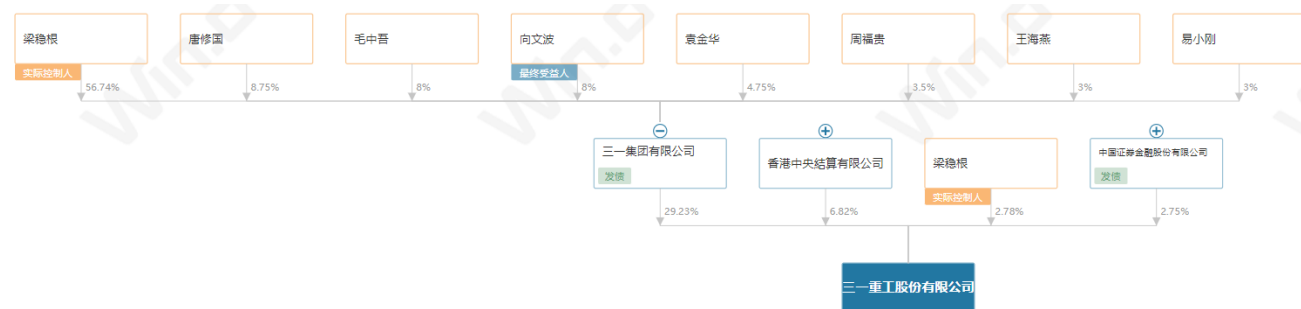
海外布局	海外公司简介
三一美国	2007 年投资建立，投资额 6000 万美元，位于美国佐治亚州桃树城，总面积 3.7 万平方米。主要经营混凝土泵车、液压挖掘机、履带起重机、越野起重机。
三一欧洲	2009 年投资建立，投资额 1 亿欧元，位于德国北威州贝德堡市，总面积 25 万平方米，建立了包括研发中心、生产基地等一套完整的产业链。
三一印度	2006 年投资建立，投资额 6000 万美元，位于印度普纳市，总面积 34 万平方米。主要经营混凝土机械、挖掘机械、起重机械、路面机械等。
三一巴西	2010 年投资建立，投资额 2 亿美元，位于巴西圣保罗州，总面积 56.8 万平方米。主要经营挖掘机械、起重机械等产品。
普茨迈斯特	成立于 1958 年，总部设在德国斯图加特。公司为全球混凝土设备的技术和市场领袖，业务范围覆盖混凝土生产和输送设备、砂浆设备、矿山及隧道设备和工业固体泵等领域。2012 年 4 月，三一重工并购普茨迈斯特，并使其成为三一混凝土机械国际总部。普茨迈斯特一直创造并保持着液压柱塞泵领域的众多世界纪录。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

连续持股计划深度绑定员工利益，彰显未来发展信心：三一集团有限公司持股 29.23%为公司第一大股东，公司实际控制人梁稳根先生直接持股 2.78%，通过持股三一集团 56.74%进而间接持股公司 16.59%，合计持股比例为 19.37%。

公司 2020-2023 年连续发布员工持股计划，于 2024 年 4 月发布 2024 年员工持股计划（草案），拟设立规模不超过 5.9 亿元，针对对象为公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、关键岗位人员、核心业务（技术）人员，共计不超过 6972 人。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 一季度末）



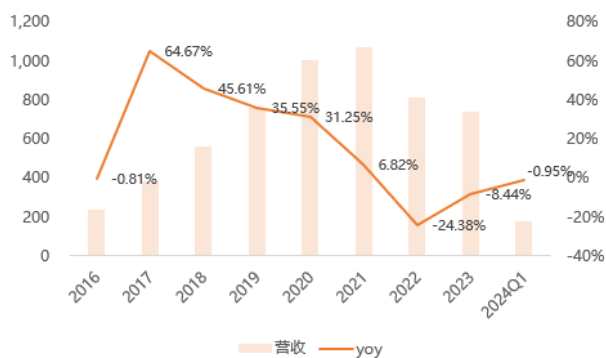
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 严控风险，高质量发展穿越周期

经营表现受行业周期制约，高质量发展穿越周期：2023 年来国内工程机械市场仍处于筑底期，但呈现加速回暖趋势，下滑幅度明显收窄；海外市场结构调整呈高质量发展态势，并在海外基建及矿业投资增长等利好因素带动下，工程机械出口业务维持增长；在上述背景下，公司不断实现高质量发展，以卓越制造穿越行业周期。

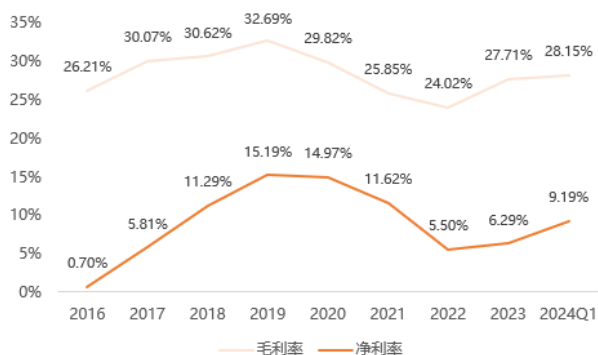
图 3：2016-2024Q1 公司营收变化（亿元）

图 4：2016-2024Q1 公司归母净利润变化（亿元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2016-2024Q1 公司毛利率/净利率情况



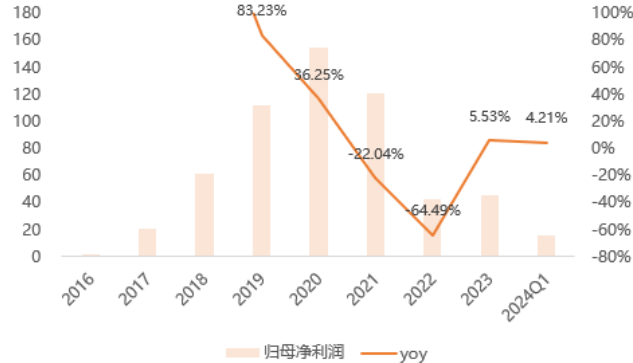
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 2016-2024Q1 公司费用情况 (亿元)



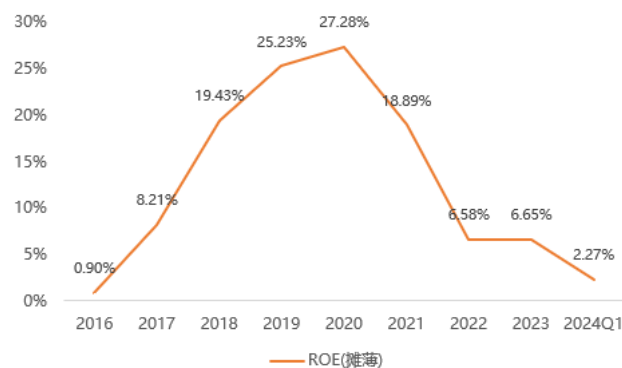
资料来源: wind, 天风证券研究所 (注: 上述三费为销售/管理/研发费用)

图 9: 同行业头部公司外销收入对比 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2016-2024Q1 公司 ROE 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

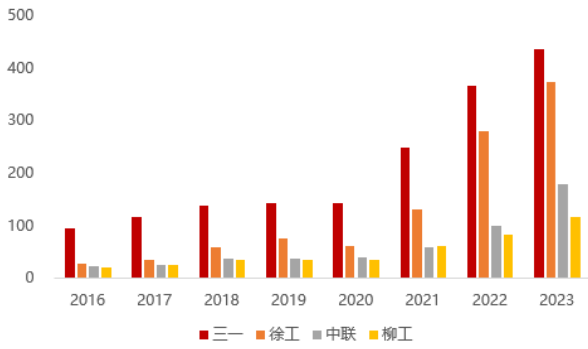
图 8: 2016-2024Q1 公司经营性现金流情况 (亿元)



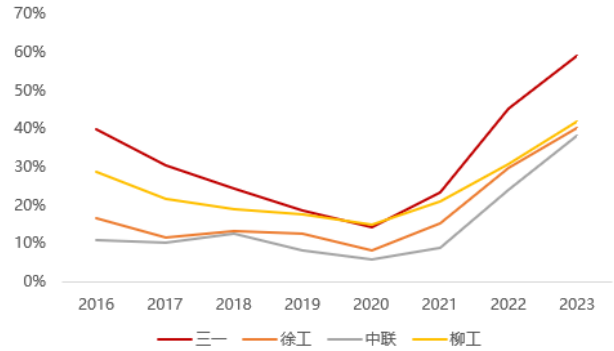
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 同行业头部公司外销占比对比

为了更好地印证公司新“三化”战略践行高质量发展，我们选取以下财务指标与同行业头部企业进行对比。公司出海进展领先行业，同时盈利能力表现优异，现金流水平同比提升明显；公司实现高质量发展，风险控制和经营质量保持在较高水平。



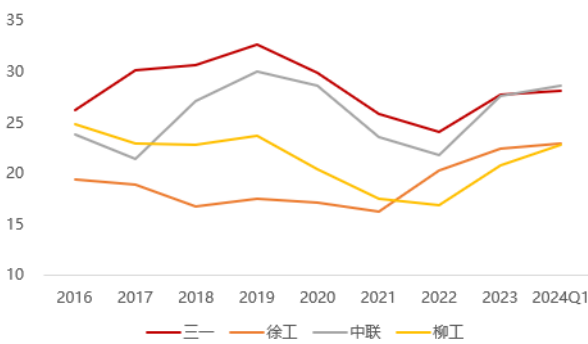
资料来源: wind, 天风证券研究所



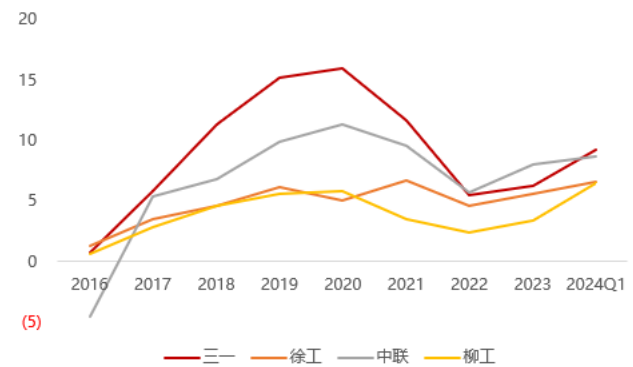
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 同行业头部公司销售毛利率对比 (%)

图 12: 同行业头部公司销售净利率对比 (%)



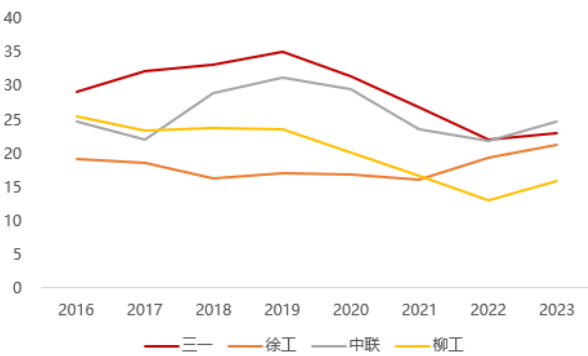
资料来源: wind, 天风证券研究所



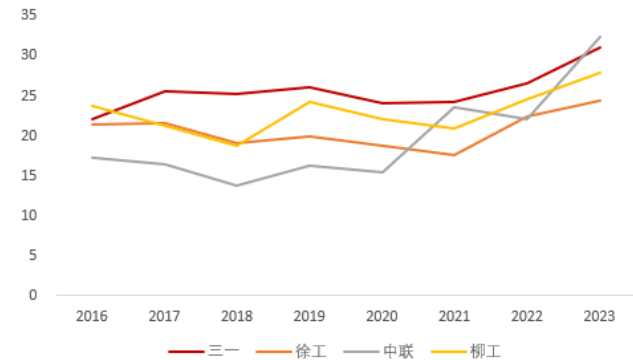
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 同行业头部公司内销毛利率对比 (%)

图 14: 同行业头部公司外销毛利率对比 (%)



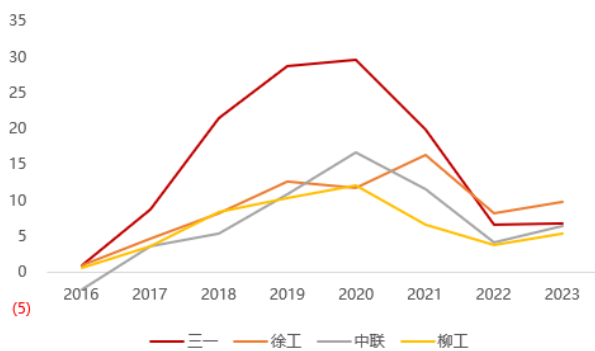
资料来源: wind, 天风证券研究所



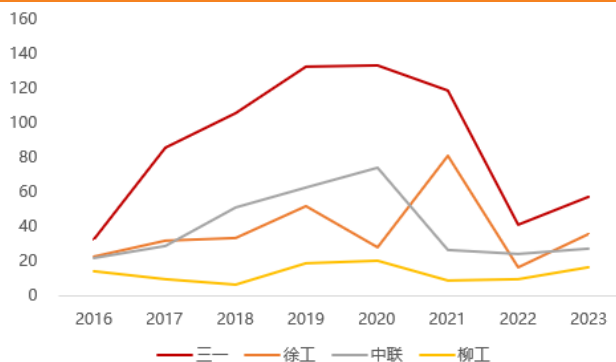
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 同行业头部公司 ROE(加权)对比(%)

图 16: 同行业头部公司经营性现金流净额对比 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时

2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道

国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，公司作为国内龙头有望显著受益周期上行。

下游端：作为挖掘机应用的两大下游，基础设施建设和房地产持续承压，基础设施建设投资和房屋新开工面积截至 5 月累计同比分别为+6.68%、-24.2%，我们认为两者恢复仍有待时日。但同时挖掘机应用的其他主要下游如采矿业、水利业等今年以来的表现较好，截至 5 月采矿业固定资产投资完成额和水利管理业固定资产投资完成额累计同比分别为+17.7%、+18.5%，相比 23 年的+2.1%、+5.2%改善明显，我们认为其后续或将拉动挖机需求改善。

图 17：基础设施建设和房屋新开工面积累计同比情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 18：采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

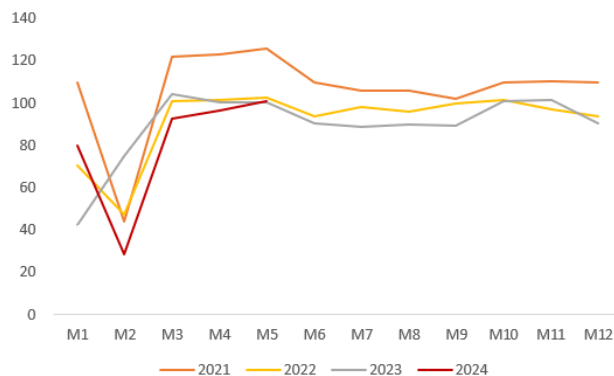
开工端：根据今日工程机械,5 月份中国工程机械市场指数即 CMI 为 100.17,同比增长 4.68%,环比降低 2.68%,表明 5 月之后国内多数市场延续 4 月修复态势,继续呈现不同程度的同比改善,但是终端一线市场的新机销售订单量要弱于上月。同时中国地区小松挖掘机开工小时数同比再次实现转正,5 月开工小时数 101.1,同比+1.0%、环比+4.7%,是今年除 1 月以来的首次同比转正,释放内需筑底转好的积极信号。

图 19：2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况

图 20：挖掘机开机时间统计（小松-中国区）（单位：小时）



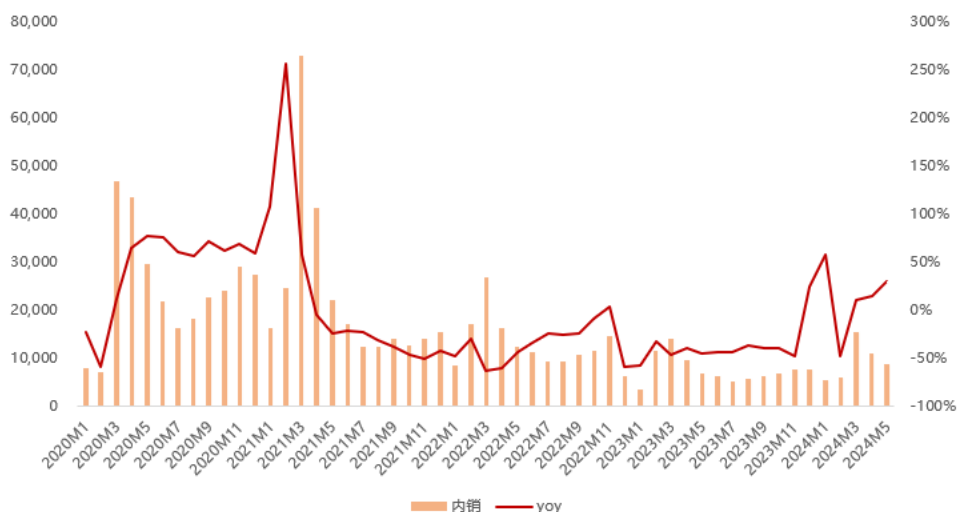
资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所



资料来源：小松官网，今日工程机械公众号，天风证券研究所

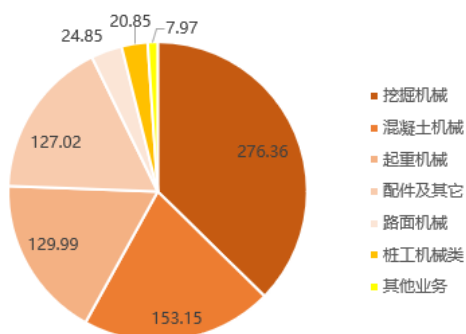
销量端：挖机内销数据连续3个月实现正增长，后续有望延续回暖表现；根据CME观测，预估国内市场6月份销量7300台，同比增长近20%。

图 21：2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）



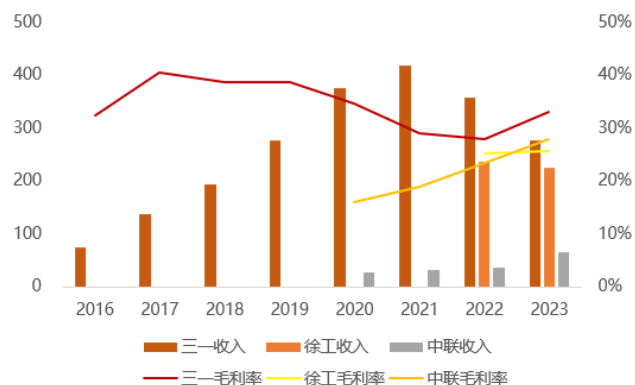
资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所

图 22：公司 23 年营收拆分，挖掘机机械营收占比 37%（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：同行业挖掘/土方机械收入/毛利率对比，公司均处领先地位（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

设备换新需求叠加政策推动大规模设备更新，共同助力行业进入上升期。3月1日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，明确重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备等方向，工程机械是最直接的关联行业。根据工程机械CCM，截止2023年，全国工程机械设备保有量约1200万台，其中挖掘机10年保有量190万台，装载机10年保有量96万台，这意味着未来淘汰更新或可成为中国工程机械行业发展的动力之一。

图 24: 上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》意见的公告

表 1 上海市国二非道机械更新补贴标准

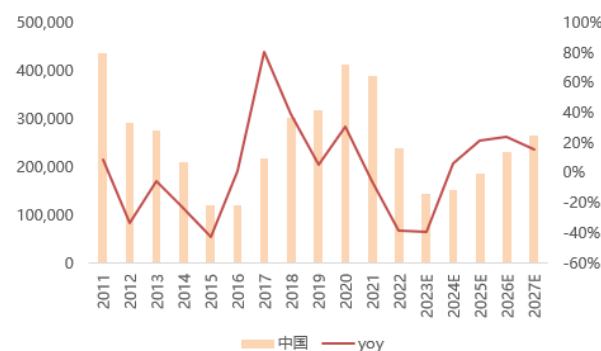
(单位: 万元)

机械类型	机械分级	补贴金额	参考特征参数 (燃油机械)	参考电池容量 (新能源)
叉车	小型	1.9	$P < 37kW$	$C > 10kWh$
	中型	2.6	$37kW \leq P < 75kW$	$C > 15kWh$
	大型	13.8	$75kW \leq P < 130kW$	$C > 50kWh$
	特大型	36	$P > 130kW$	$C > 180kWh$
挖掘机	微型	2	$P \leq 10kW$	$C > 6kWh$
	中小型	3.6	$10kW < P \leq 40kW$	$C > 20kWh$
	大型	13.8	$40kW < P \leq 100kW$	$C > 100kWh$
	特大型	36	$P > 100kW$	$C > 400kWh$ 或拖电
装载机	小型	11	$P \leq 75kW$	$C > 50kWh$
	中型	15.6	$75kW < P \leq 130kW$	$C > 100kWh$
	大型	23.4	$P > 130kW$	$C > 200kWh$
高空作业车	微型	1.2	$P \leq 10kW$	$C > 5kWh$
	小型	8.1	$P > 10kW$	$C > 15kWh$
港作机械	轮胎起重机	60	$P > 130kW$	$C > 300kWh$
	空箱堆高机	60	$P > 130kW$	$C > 300kWh$
	集装箱正面吊	86.7	$P > 130kW$	$C > 400kWh$
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	$P > 70kW$	$C > 130kWh$
	行李传送车	10.8	$P > 37kW$	$C > 50kWh$
其他	小型	1.9	$19kW \leq P < 37kW$	$C > 10kWh$
	中型	2.6	$37kW \leq P < 75kW$	$C > 15kWh$
	大型	13.8	$P > 75kW$	$C > 50kWh$

资料来源: 今日工程机械公众号, 天风证券研究所

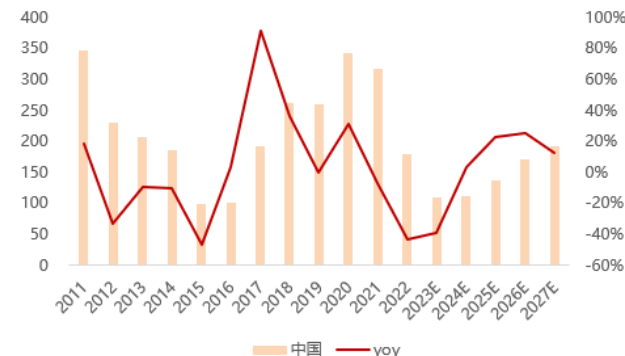
2020 年国内工程机械市场一度高达 2362 亿元，成为当年全球最大的工程机械市场；而后随国内房地产政策的趋严，工程机械需求下滑；根据 Off-Highway Research 预测，国内工程机械市场在今年逐步回暖，27 年市场规模有望达 192 亿美元，24-27 年 CAGR 为 19.73%。公司作为国内行业龙头，经营表现则有望与周期上行共振。

图 25: 中国工程机械市场销售量预测 (台)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

图 26: 中国工程机械市场销售额预测 (亿美元)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

2.2. 海外市场发展态势良好，国产品牌拉开海外扩张大幕

受惠于“一带一路”的持续拉动，我国工程机械通过工程承包的方式“搭车”出海。2023年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元、yoy+24.1%，占总出口额的 47.2%，保持较好增长势头。对各经济体的出口中，对东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降，而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要原因。

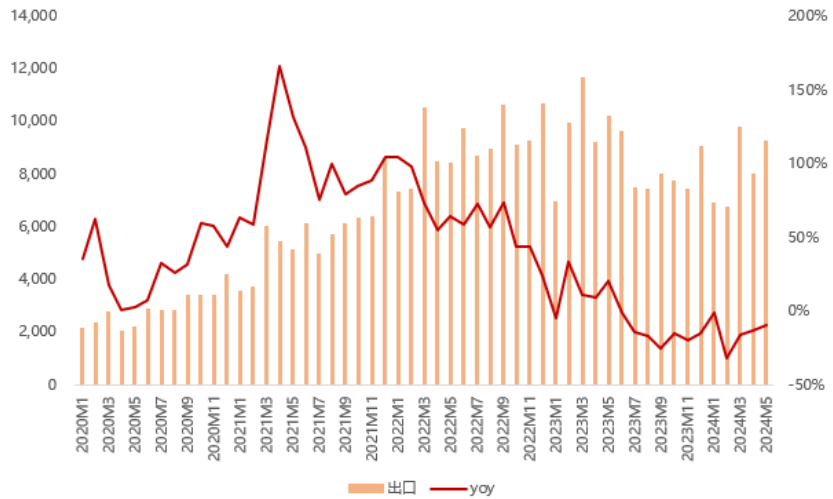
表 3：2023 年我国工程机械出口国别（地区）前二十

国别（地区）	出口额（万美元）	同比%
俄罗斯联邦	605834	66.50
美国	427945	-7.51
印度尼西亚	230965	-15.00
日本	183433	-7.41
澳大利亚	179514	-2.95
印度	177998	20.30
巴西	146727	-4.87
比利时	126238	-13.20
沙特阿拉伯	123976	37.80
土耳其	113480	88.00
韩国	103826	-7.21
泰国	103067	-9.72
荷兰	96578	30.80
越南	92926	-35.70
菲律宾	92857	4.94
马来西亚	92078	10.80
墨西哥	91602	62.90
阿联酋	87425	51.70
英国	85863	-6.29
加拿大	84243	-5.70

资料来源：21sun 工程机械商贸网公众号，天风证券研究所

自主出海趋势明显，挖掘机出口量占比最大。海外市场面临俄乌冲突、全球通胀高涨等复杂局面，在低利率刺激下欧美基建和房地产投资繁荣，全球资源品价格大幅上涨带动矿山开采需求上升，叠加海外企业生产成本不可控、供货周期长等问题，给了我国工程机械企业拓展国际市场的机会。

图 27：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6%提升至 2023 年 53.9%



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所（注：单位：台）

全球工程机械行业格局较为稳定，国产品牌市占率提升已成趋势。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜（Yellow Table 2023），共计 10 家中国企业上榜，全球上榜企业销售额合计 2,306 亿美元，同比下降 0.90%，但仍处于历史高位。

表 4：2023 年度全球工程机械 TOP10 企业

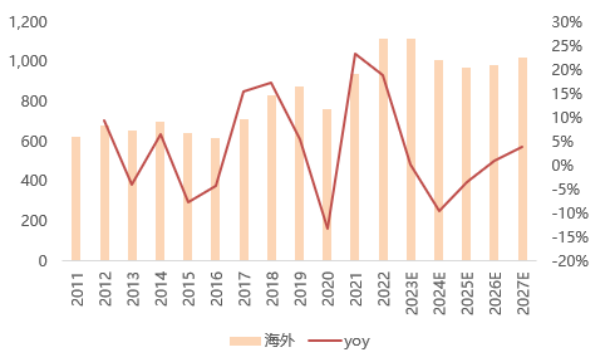
企业	国家	销售额（亿美元）	占比
卡特彼勒	美国	375.38	16.30%
小松	日本	246.48	10.70%
徐工集团	中国	134.07	5.80%
迪尔	美国	125.34	5.40%
三一重工	中国	118.82	5.20%
沃尔沃建筑设备	瑞典	99.07	4.30%
利勃海尔	德国	98.55	4.30%
日立建机	日本	92.3	4.00%
山特维克矿山与岩石技术	瑞典	77.69	3.40%
杰西博	英国	70	3.00%

资料来源：全球企业动态公众号，天风证券研究所

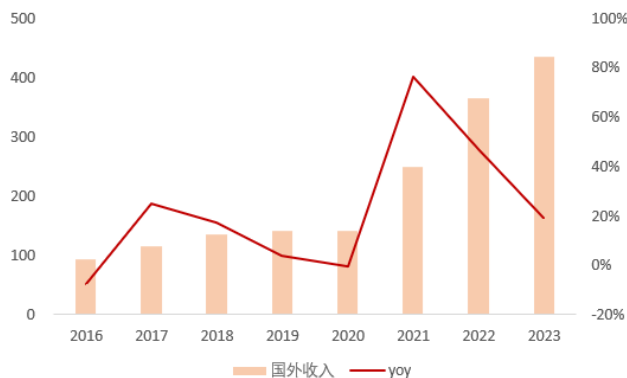
海外工程机械市场空间广阔，欧美占比半壁江山。根据 Off-Highway Research 数据，海外工程机械市场在未来几年规模均在 7000 亿元以上，而其中北美加欧洲两个市场占据一半左右份额，未来国内企业可拓展空间仍较大。2020-2023 年公司来自于欧美市场的营收占比平均超过 50%，而目前公司在欧美市场的市占率仍处于较低水平，未来提升空间广阔。

图 28：海外工程机械市场销售额预测（亿美元）

图 29：2016-2023 年公司国外收入表现（亿元）

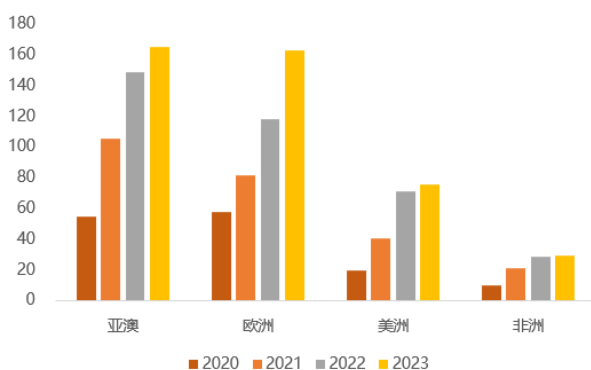


资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所



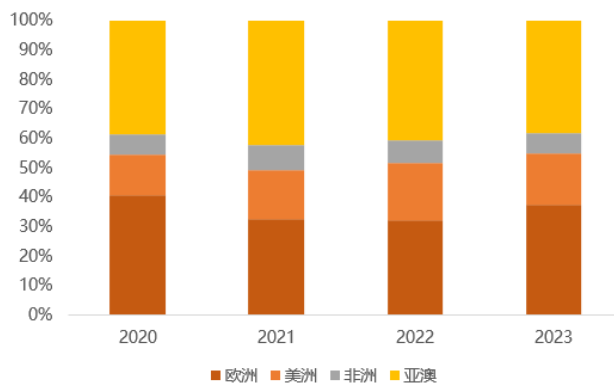
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 30: 2020-2023 年公司海外分区域营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 31: 2020-2023 年公司海外分区域营收占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

同时我们也重申在已发报告《工程机械：基于区域市场分析，论工程机械海外空间几何》（外发时间为 23 年 7 月）中对欧美市场的观点：

➤ **北美洲市场观点总结：**

1) 市场空间：北美为全球最大的工程机械区域市场，2022 年工程机械市场空间超 3000 亿元，美国的移民国家属性使得其房地产需求持续增长，未来油气资本开支有望上行，或将带动矿用设备的需求高增。

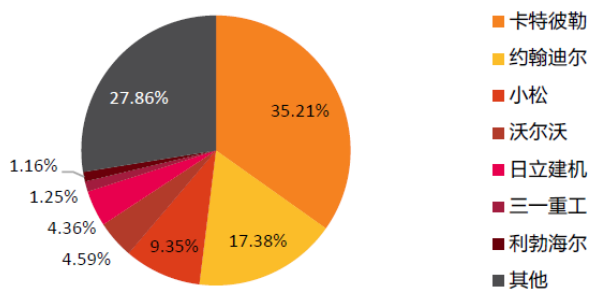
2) 切入路径：虽国内工程机械产品出口美国仍存在 25% 的关税壁垒，但国内产品的成本优势明显，头部厂商仍具备较大的利润空间；此外，国内厂商在美国及拉丁美洲的生产基地产能逐渐释放，可以有效规避关税的限制。美国企业虽在北美洲占据主导地位，但参考日本与欧洲企业在北美已经拿到超过 600 亿元的市场份额，国内工程机械企业仍有较大提升空间。

➤ **欧洲市场观点总结：**

1) 市场空间：2022 年欧洲工程机械市场规模约 1200 亿元，与国内接近；主要需求来自西欧的建筑业与俄罗斯的资源业，西欧国家的房地产增加值约为国内的 1.5 倍，基本保持稳定增长；俄罗斯的下游采矿业、建筑业、油气开采业投资额或是国内的 30% 左右，贡献一定市场空间。

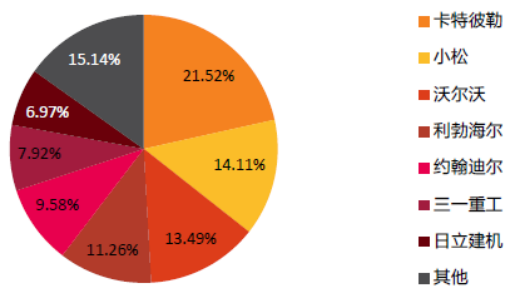
2) 切入路径：长期来看，欧洲工程机械份额分布较为均衡，我们认为国内厂商扩大市场份额的阻力有望明显小于北美洲；短期来看，俄乌战争对俄罗斯国内投资额影响较小，俄罗斯市场对中国企业呈现敞开状态，有望提供较强的增长动力。

图 32：2022 年北美地区工程机械主机的市占率情况



资料来源：Off-Highway Research，各公司官网，各公司年报，天风证券研究所

图 33：2022 年欧洲地区工程机械主机的市占率情况



资料来源：Off-Highway Research，各公司官网，各公司年报，天风证券研究所

工程机械出口自 23 年下半年以来持续承压，今年 5 月出现转正拐点：我们选取海关总署的商品编码 8429 作为工程机械出口代表指标，该商品编码包含机动推土机、侧铲推土机、筑路机、平地机、铲运机、机械铲、挖掘机、机铲装载机、捣固机械及压路机等品类；根据海关总署，今年以来出口同比降幅持续收窄，5 月份同比转正、yoy+0.55%，我们预计下半年有望延续修复趋势；同时近年来外销毛利率普遍高于内销毛利率，出口向好有利于增厚公司业绩表现。

表 5：商品编码 8429 区域出口数据（亿元）

	23M1-12	23M1-12 同比	24M1-5	24M1-5 同比	24M5	24M5 同比	24M5 环比
亚洲合计	351.4	3.0%	150.2	-3.5%	31.0	8.94%	2.27%
非洲合计	119.3	27.5%	65.5	46.7%	15.5	41.79%	5.80%
欧洲合计	319.7	21.5%	110.7	-32.7%	28.0	-20.25%	8.60%
-欧洲（除俄罗斯）	147.8	0.3%	51.6	-32.0%	14.0	-6.53%	41.94%
-俄罗斯	171.9	48.3%	59.2	-33.3%	14.0	-30.50%	-12.13%
拉丁美洲合计	99.6	4.0%	50.8	43.6%	10.4	52.34%	-1.96%
北美洲合计	73.4	24.4%	27.6	-23.8%	5.7	-37.91%	12.29%
大洋洲合计	33.6	-16.8%	11.7	-12.4%	3.0	15.99%	8.44%
总出口金额	997.0	11.6%	416.5	-7.4%	93.6	0.55%	4.94%

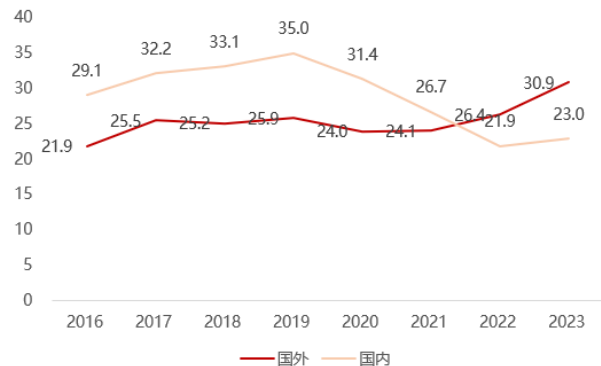
资料来源：海关总署，天风证券研究所

表 6：商品编码 8429 重点国家出口数据（亿元）

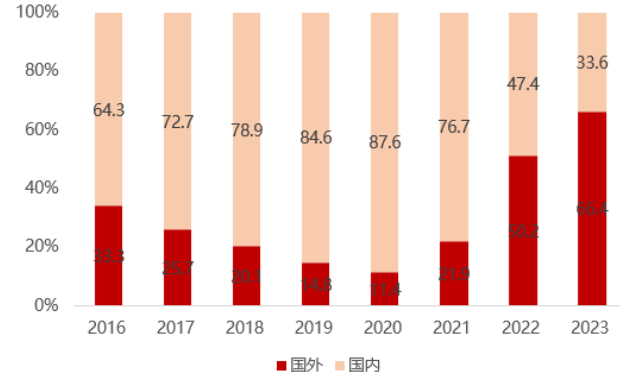
	23M1-12	23M1-12 同比	24M1-5	24M1-5 同比	24M5	24M5 同比	24M5 环比
亚洲地区							
印度	17.0	-5.3%	6.2	-19.7%	1.3	-8.2%	13.5%
印度尼西亚	67.8	-29.5%	25.3	-25.3%	6.3	21.2%	65.4%
以色列	1.1	36.1%	0.2	-56.0%	0.1	-2.2%	1.5%
日本	8.7	61.4%	2.1	-47.4%	0.4	-3.2%	42.7%
马来西亚	15.0	-2.2%	7.6	30.1%	1.3	4.5%	-33.6%
菲律宾	30.4	4.0%	13.3	-9.1%	3.0	-0.2%	9.2%
沙特阿拉伯	36.0	19.1%	14.6	-17.7%	1.6	-15.3%	-40.4%
新加坡	2.2	6.7%	1.1	46.3%	0.3	27.1%	1.3%
韩国	4.7	15.4%	1.3	-38.4%	0.2	-13.6%	-42.5%
泰国	14.7	-33.7%	5.0	-27.7%	1.3	8.0%	108.1%
土耳其	34.6	103.8%	11.8	-23.5%	2.3	-41.8%	8.6%

越南	22.7	-43.2%	10.9	-4.6%	2.0	30.4%	-21.5%
欧洲地区							
英国	19.0	24.4%	6.1	-37.6%	1.5	-19.1%	26.6%
德国	14.7	-31.4%	3.9	-62.2%	0.9	-13.5%	50.8%
法国	4.1	84.0%	1.8	-22.2%	0.4	-19.3%	-37.0%
意大利	7.1	-23.7%	2.5	-45.1%	0.7	-23.8%	15.0%
波兰	3.8	16.2%	2.7	105.8%	0.7	129.6%	32.3%
俄罗斯	171.9	48.3%	59.2	-33.3%	14.0	-30.5%	-12.1%
美洲地区							
美国	65.5	29.0%	23.4	-27.4%	4.5	-43.9%	4.3%
加拿大	7.9	-3.9%	4.2	5.8%	1.2	4.0%	57.9%
墨西哥	17.9	34.7%	8.5	22.1%	1.8	36.6%	6.6%
阿根廷	0.7	21.6%	0.2	-4.1%	0.0	-51.6%	-17.1%
巴西	21.5	-20.0%	17.3	135.8%	3.8	256.6%	1.7%
智利	6.4	4.9%	1.7	-35.3%	0.5	-37.6%	63.6%
非洲地区							
埃及	1.0	-7.9%	0.2	-55.9%	0.1	54.0%	24.0%
尼日利亚	8.4	50.5%	3.6	9.2%	1.1	85.9%	41.6%
南非	20.4	-7.1%	6.1	-25.6%	0.0	-98.6%	-98.1%

资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 34：公司国内外毛利率对比 (%)


资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：公司国内外毛利占比 (%)


资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测

我们认为工程机械行业有望迎来筑底回升，进入新一轮上升通道；同时公司全球化、数智化、低碳化“三化”战略高质量发展，助力未来业绩表现；因此我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 841.1、972.3、1150.8 亿元，yoy 分别为+13.64%、+15.59%、+18.36%；归母净利润分别为 60.1、77.4、100.1 亿元，yoy 分别为+32.77%、+28.73%、+29.39%；持续看好并维持“买入”评级。

表 7：公司未来 3 年营收拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	756.66	1,000.54	1,068.73	808.22	740.19	841.1	972.3	1150.8
yoy	35.6%	32.2%	6.8%	-24.4%	-8.4%	13.64%	15.59%	18.36%

国际	141.7	141.0	248.5	365.7	435.6	544.6	653.5	784.2
yoy	4.0%	-0.4%	76.2%	47.2%	19.1%	25.0%	20.0%	20.0%
国内	597.6	827.2	787.1	415.3	296.6	296.6	318.8	366.6
yoy	46.8%	38.4%	-4.8%	-47.2%	-28.6%	0.0%	7.5%	15.0%
毛利率(%)	32.69	29.82	25.85	24.02	27.71	28.7%	29.4%	29.8%
国际	25.90	24.01	24.13	26.36	30.94	31.5%	32.0%	32.0%
国内	35.00	31.37	26.73	21.92	22.96	23.5%	24.0%	25.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

政策风险: 工程机械行业与基础设施建设和建筑业投资等密切相关, 宏观政策和固定资产投资增速的变化, 将对公司下游客户需求造成影响, 进而影响公司产品销售。

市场风险: 公司国际化稳步发展, 全球贸易保护主义抬头, 大国博弈及全球政治经济的复杂性将给公司国际市场带来不确定性。国内外经济同步增长但仍存在不确定性, 市场竞争加剧, 大宗商品价格波动以及人工成本上升等因素, 可能对公司销售规模和效益产生影响。

汇率风险: 公司存在一定数量的美元、欧元、日元等外币业务, 如果相关币种汇率波动, 将对公司财务状况产生一定影响。

原材料价格波动的风险: 公司原材料及零部件的成本可能受到多种因素的影响, 如市场供求、供应商变动、替代材料的可获得性、供应商生产状况的变动及自然灾害等。

测算具有主观性风险: 若国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧等, 则本文测算具有主观性风险。

全球化进展不及预期风险: 当前公司出海表现领先行业, 全球化受阻或不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

电动化进展不及预期风险: 公司目前各类新能源产品均取得市场领先地位, 电动化受阻或不及预期将对公司造成不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,342.88	18,071.83	26,524.53	32,948.26	34,936.33	营业收入	80,822.13	74,018.94	84,112.93	97,228.27	115,079.80
应收票据及应收账款	25,610.47	24,470.78	26,931.57	27,084.14	30,455.76	营业成本	60,799.76	52,934.70	59,989.99	68,665.81	80,820.79
预付账款	1,041.55	751.87	1,247.80	964.32	1,714.32	营业税金及附加	368.41	423.71	384.96	457.22	562.79
存货	19,738.36	19,767.76	20,225.57	21,736.87	23,163.57	销售费用	6,301.59	6,218.28	6,729.03	7,778.26	9,206.38
其他	37,970.03	34,503.97	34,062.95	36,157.45	35,153.42	管理费用	2,638.89	2,650.90	2,859.84	3,305.76	3,912.71
流动资产合计	105,703.28	97,566.21	108,992.42	118,891.03	125,423.41	研发费用	6,922.91	5,864.60	6,392.58	7,097.66	8,055.59
长期股权投资	2,239.05	2,400.91	2,400.91	2,400.91	2,400.91	财务费用	(293.60)	(462.90)	(85.70)	79.47	(46.71)
固定资产	19,636.12	23,453.24	24,550.63	26,398.02	27,995.41	资产/信用减值损失	(664.59)	(1,257.76)	(1,054.39)	(1,061.91)	(1,076.03)
在建工程	3,970.82	1,366.93	1,366.93	1,366.93	1,366.93	公允价值变动收益	(250.26)	21.15	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,916.48	5,120.75	4,724.67	4,328.60	3,932.52	投资净收益	746.05	(177.08)	100.00	100.00	100.00
其他	22,230.31	21,227.18	18,883.02	20,051.65	19,967.37	其他	(494.02)	2,460.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	52,992.77	53,569.01	51,926.16	54,546.11	55,663.15	营业利润	4,746.99	5,342.85	6,887.82	8,882.17	11,592.21
资产总计	158,754.60	151,202.32	160,918.58	173,437.14	181,086.55	营业外收入	225.63	98.55	159.97	161.38	139.96
短期借款	4,540.05	4,115.62	5,000.00	5,000.00	5,000.00	营业外支出	140.22	124.80	124.02	129.68	126.16
应付票据及应付账款	28,907.68	22,692.73	32,298.10	28,738.17	34,122.45	利润总额	4,832.41	5,316.60	6,923.77	8,913.88	11,606.01
其他	32,285.73	25,429.03	27,018.62	37,117.42	32,187.29	所得税	427.82	710.44	767.61	989.52	1,375.32
流动负债合计	65,733.46	52,237.38	64,316.72	70,855.60	71,309.74	净利润	4,404.59	4,606.16	6,156.16	7,924.36	10,230.69
长期借款	21,624.94	23,555.73	20,000.00	20,000.00	20,000.00	少数股东损益	131.78	78.66	145.11	186.40	218.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	4,272.80	4,527.50	6,011.05	7,737.96	10,011.85
其他	3,490.79	4,058.58	3,325.25	3,624.88	3,669.57	每股收益(元)	0.50	0.53	0.71	0.91	1.18
非流动负债合计	25,115.73	27,614.31	23,325.25	23,624.88	23,669.57						
负债合计	92,745.89	82,029.37	87,641.98	94,480.47	94,979.31	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1,043.05	1,133.02	1,234.59	1,365.07	1,518.25	成长能力					
股本	8,493.29	8,485.74	8,485.74	8,485.74	8,485.74	营业收入	-24.38%	-8.42%	13.64%	15.59%	18.36%
资本公积	5,374.39	5,250.04	5,277.68	5,277.68	5,277.68	营业利润	-65.62%	12.55%	28.92%	28.95%	30.51%
留存收益	52,905.28	56,043.89	60,251.63	65,668.20	72,676.50	归属于母公司净利润	-64.49%	5.96%	32.77%	28.73%	29.39%
其他	(1,807.30)	(1,739.74)	(1,973.04)	(1,840.02)	(1,850.93)	获利能力					
股东权益合计	66,008.71	69,172.95	73,276.60	78,956.67	86,107.24	毛利率	24.77%	28.48%	28.68%	29.38%	29.77%
负债和股东权益总计	158,754.60	151,202.32	160,918.58	173,437.14	181,086.55	净利率	5.29%	6.12%	7.15%	7.96%	8.70%
						ROE	6.58%	6.65%	8.34%	9.97%	11.84%
						ROIC	16.69%	17.47%	16.54%	24.59%	33.55%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	58.42%	54.25%	54.46%	54.48%	52.45%
净利润	4,404.59	4,606.16	6,011.05	7,737.96	10,011.85	净负债率	10.47%	16.51%	0.82%	-7.52%	-9.23%
折旧摊销	2,406.59	2,901.11	3,298.68	3,548.68	3,798.68	流动比率	1.56	1.79	1.69	1.68	1.76
财务费用	62.42	87.50	(85.70)	79.47	(46.71)	速动比率	1.27	1.43	1.38	1.37	1.43
投资损失	(767.87)	177.08	(100.00)	(100.00)	(100.00)	营运能力					
营运资金变动	847.88	(9,375.96)	7,211.61	2,348.92	(3,893.78)	应收账款周转率	3.53	2.96	3.27	3.60	4.00
其它	(2,854.84)	7,312.33	145.11	186.40	218.84	存货周转率	4.23	3.75	4.21	4.63	5.13
经营活动现金流	4,098.76	5,708.22	16,480.76	13,801.43	9,988.88	总资产周转率	0.54	0.48	0.54	0.58	0.65
资本支出	4,657.19	3,884.59	4,733.33	4,700.38	4,955.31	每股指标(元)					
长期投资	(94.44)	161.86	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.50	0.53	0.71	0.91	1.18
其他	(6,400.99)	(6,740.28)	(8,428.36)	(9,641.07)	(9,896.50)	每股经营现金流	0.48	0.67	1.94	1.63	1.18
投资活动现金流	(1,838.24)	(2,693.82)	(3,695.03)	(4,940.69)	(4,941.19)	每股净资产	7.66	8.02	8.49	9.14	9.97
债权融资	10,703.57	1,698.73	(2,280.51)	(192.72)	20.50	估值比率					
股权融资	(556.05)	(1,926.53)	(2,052.51)	(2,244.29)	(3,080.12)	市盈率	32.77	30.93	23.29	18.09	13.98
其他	(5,321.09)	(7,301.99)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.16	2.06	1.94	1.80	1.66
筹资活动现金流	4,826.44	(7,529.79)	(4,333.02)	(2,437.01)	(3,059.62)	EV/EBITDA	6.82	5.85	8.95	6.80	5.51
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.26	7.28	12.69	9.20	7.16
现金净增加额	7,086.96	(4,515.40)	8,452.71	6,423.73	1,988.07						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com