

徐工机械 (000425) / 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2024年08月19日

评级：买入（首次）

市场价格：6.55

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

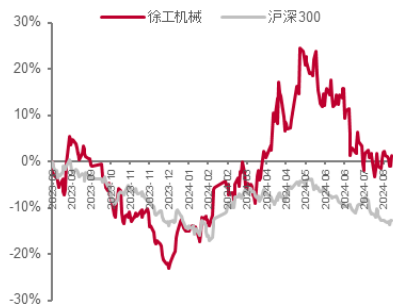
分析师：姜楠宇

执业证书编号：S0740522110001

Email: jiangny@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	11,816
流通股本(百万股)	7,381
市价(元)	6.55
市值(百万元)	77,396
流通市值(百万元)	48,346

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	93,817	92,848	102,710	115,386	129,641
增长率 yoy%	11%	-1%	11%	12%	12%
净利润(百万元)	4,307	5,326	6,819	8,815	10,941
增长率 yoy%	-23%	24%	28%	29%	24%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.58	0.75	0.93
每股现金流量	0.13	0.30	0.70	0.74	0.81
净资产收益率	8%	9%	11%	13%	14%
P/E	18.0	14.5	11.3	8.8	7.1
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0

备注：截止 2024 年 8 月 16 日收盘

报告摘要

- **深耕行业三十余年，蝉联全球工程机械行业第三，中资企业第一。**徐工集团前身始于 1943 年创建的八路军鲁南第八兵工厂，1993 年徐工机械正式成立，1996 年于深交所挂牌上市，2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者，实行员工持股，2022 年徐工机械吸收合并徐工有限旗下所有资产，成功完成整体上市，形成“支柱产业”土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械，以及“战略新兴产业”矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械、救援保障装备等的业务布局。在英国 KHL 集团主导发布的 2024 年全球工程机械制造商 50 强排行榜中，徐工集团在全球市场上占据 5.3% 的市场份额，中资企业排名第一。
- **工程机械内需已企稳回升，公司作为产品最为齐全的国内工程机械集团，传统产品有望受益于本轮上行周期。**本轮工程机械周期于 2021 年 4 月触顶后下行，24 年 3 月挖机国内销量 1.52 万台，同比+9%实现近 3 年来数据首次旺季转正。根据我们测算，23-25 年挖机理论自然更新需求 8.6/10.3/14.6 万台，24-25 年有望进入新一轮更新周期。更新换代政策逐步落地，将带来更新需求释放。
- **工程机械出海空间广阔，公司全球布局完善，2023 年境外收入占比已达 40%。**公司海外布局范围广，拥有 40 个海外办事处、150 余个海外备件中心、300 余家海外经销商，辐射全球 190 余个国家及地区。2023 年主营业务境外销售收入同比增长 33.7% 至 372.2 亿元，占营业总收入比重增至 40% 左右。2023 年公司出口毛利率 24.2%，比国内毛利率高 3pct，出口占比提升有望增加公司整体毛利率水平。
- **矿山机械及高空作业机械市场空间足，公司新兴产品高速增长。**金属价格上涨带动固定资产投资增长，全球及中国矿山机械需求稳定提升。2023 年全球矿山机械市场销售额达到 4684 亿元，预计 2030 年将达到 7149 亿元，2024-2030 的 CAGR 为 5.7%。2021 年中国矿山机械市场规模 137.7 亿美元，预计 2021-2028 年 CAGR 为 6.96%。2023 年公司战略新兴产业收入增长近 30%，营收占比超 20%。
- **国企改革成果逐步释放，利润率有望逐步提升。**公司从 2018 年开始混改，2022 年实现重组整体上市。混改建立现代制度，已经实施了职业经理人制度，2023 年实施限制性股票激励计划，对中高层管理人员及技术骨干等共 1732 人进行股权激励，并设立业绩考核目标，2023 年净利润目标 53 亿元已达成，2024-2025 年的净利润考核目标为 58、65 亿元，有望提高管理层及员工积极性，通过采购+研发+管理降本，提升毛利率和利润率水平。
- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 1027/1154/1296 亿元；分别同比 10.6%/12.3%/12.4%；归母净利润分别为 68.2/88.2/109.4 亿元，分别同比 28.0%/+29.3%/+24.1%。2024 年 8 月 16 日股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11.3/8.8/7.1 倍。工程机械行业内外需边际向好，作为国内品类齐全的工程机械龙头，有望迎来行业 β 和个股业绩 α 的共振；同时公司作为国企，改革和提质增效成果逐渐释放，出口占比和新兴品类占比提升和管理改善带来盈利能力提升，相较于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观政策调整及国际局势不稳定风险、汇率风险、原材料价格波动的风险、测算与实际情况不一致的风险、研报使用的信息数据更新不及时的风险

投资主题

报告亮点

作为工程机械行业龙头，我们认为徐工机械不仅仅具备周期属性，更具备作为矿山机械行业龙头、高空作业机械龙头的成长属性。本篇报告对徐工机械各项业务以及下游的行业需求进行分析，认为当前时点处于“传统周期拐点向上”+“新兴产品逐渐放量”+“国企改革成效显著”的三重利好催化期。

投资逻辑

1、工程机械国内周期触底反弹，公司传统产品有望受益。本轮工程机械周期于2021年4月触顶后下行，24年3月挖机国内销量1.52万台，同比+9%实现近3年来数据首次旺季转正。根据我们测算，23-25年挖机理论自然更新需求8.6/10.3/14.6万台，24-25年有望进入新一轮更新周期。近期更新换代政策逐步落地，我们测算国二及以下挖机约37万台，更新需求有望释放。

2、新产品、新市场贡献第二成长曲线。①矿山机械及高空作业机械市场空间广阔，2023年公司战略新兴产业收入增长近30%，营收占比超20%。②工程机械国际化空间广阔，公司全球布局完善，境外收入占比逐年提升，2023年已达到40%。2023年公司出口毛利率24.2%，比国内毛利率高3pct，出口占比提升有望增加公司整体毛利率水平。

3、国企改革成果逐步释放，利润率有望逐步提升。公司从2018年开始混改，2022年实现重组整体上市。2023年实施限制性股票激励计划，2024-2025年的净利润考核目标为58、65亿元，有望提高管理层及员工积极性。

关键假设、估值与盈利预测

公司是工程机械国内龙头，各项业务关键假设如下：

1)土方机械：2021-2023年挖掘机国内周期下行，2024年销量已触底转正，假设2024-2026年收入同比增长5%/8%/10%，海外毛利率高于国内且毛利率为26.5%/27%/27%。

2)起重机械：目前国内市场仍处于下行磨底周期，出口保持稳健，2024年1-5月汽车起重机行业国内累计销量6011台，累计同比-35%；出口累计销量3986台，累计同比11.7%。预计2024-2025年国内进入新一轮更新替换周期，公司作为起重机龙头，假设2024-2026年收入同比10%/15%/15%，毛利率为23.5%/23.7%/23.9%。

3)混凝土机械：假设2024-2026年收入同比增长10%/12%/15%，毛利率为19%/19.5%/20%。

4)高空作业机械：包括消防车和高空作业平台。消防车市场需求稳定增长；高空作业平台国内市场需求下行，海外市场广阔，随着公司墨西哥工厂产能释放，假设2024-2026年公司高空作业平台收入增速20%/20%/20%，毛利率为29%/29.5%/30%。

5)矿山机械：市场空间较大，假设2024-2026年收入增速40%/30%/30%，毛利率为24%/24.5%/25%。

我们预计2024-2026年公司营收分别为1027/1154/1296亿元；分别同比10.6%/12.3%/12.4%；归母净利润分别为68.2/88.2/109.4亿元，分别同比28.0%/+29.3%/+24.1%。2024年8月16日股价对应2024-2026年PE分别为11.3/8.8/7.1倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

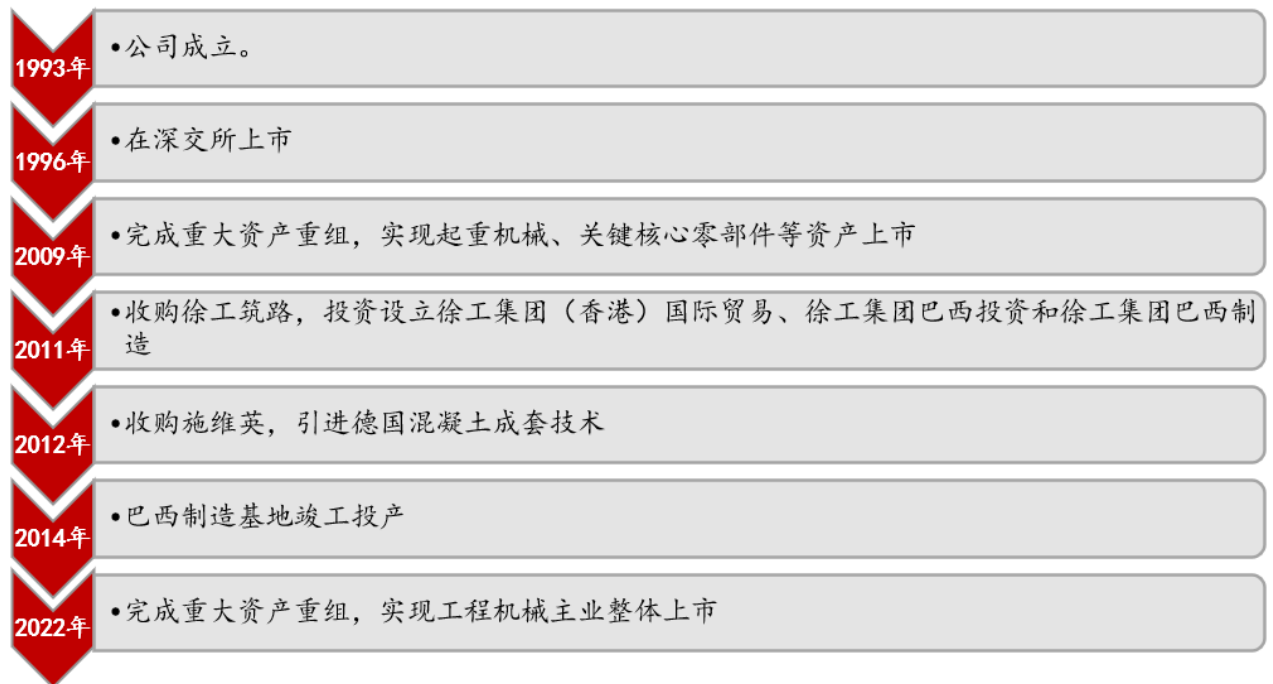
1、公司介绍：工程机械行业龙头，整体上市产品齐全	- 4 -
1.1、发展历程：深耕行业三十余年，成长为全球排名第三的工程机械龙头	- 4 -
1.2、主营业务：工程机械产品种类齐全	- 5 -
1.3、财务分析：周期筑底阶段，公司业绩和收入已恢复正增长	- 8 -
1.4、股权结构：混改+重组+股权激励，国企焕发经营活力	- 10 -
2、工程机械行业：国内周期触底反弹，国际化空间广阔	- 11 -
2.1、工程机械行业：国内市场触底反弹，出口市场空间广阔	- 11 -
2.2、矿山机械：全球 756 亿美元广阔市场，国内企业初展头角	- 13 -
2.3、高空作业机械：欧美市场更新需求稳定，国产厂商份额提升	- 16 -
3、传统产品触底反弹，新兴产品高速增长，管理改善利润提升	- 18 -
3.1、传统产品周期拐点已现，新兴产品持续高增长	- 18 -
3.2、全球布局完善，国际化拓展平滑国内周期	- 19 -
3.3、国企改革成果逐步释放，利润率有望逐步提升	- 20 -
3.4、本轮行业下行周期，风险敞口可控	- 20 -
4、首次覆盖，给予“买入”评级	- 21 -
5、风险提示	- 23 -

1、公司介绍：工程机械行业龙头，整体上市产品齐全

1.1、发展历程：深耕行业三十余年，成长为全球排名第三的工程机械龙头

- **深耕行业三十余年，成长路径清晰。**徐工集团前身始于 1943 年创建的华兴铁工厂，1993 年徐工机械正式成立，经过多年的研发技术沉淀与后期改革和转型阶段的不断探索，徐工集团已成长为中国工程机械领军企业，是中国工程机械行业规模宏大、产品品种与系列齐全、极具竞争力和影响力的大型企业集团。1996 年于深交所挂牌上市，是徐工集团旗下唯一上市公司。2018 年，公司非公开发行股票净募资 24.9 亿元，用于高空作业平台、智能化物流等项目建设。2020 年 9 月，徐工混改方案落地，引入机构投资者，实行员工持股，激发企业活力。2022 年徐工机械吸收合并徐工有限旗下所有资产，成功完成整体上市。

图表 1：徐工机械发展历程



来源：公司官网、中泰证券研究所

- **徐工集团占据全球市场 5.3% 份额，排名全球工程机械行业第四。**在英国 KHL 集团主导发布的 2024 年全球工程机械制造商 50 强排行榜中，徐工集团在全球市场上占据 5.3% 的市场份额，中资企业排名第一。

图表 2: 2024 年 YellowTable 全球工程机械企业排名

2024年排名	名次变动	公司	国别	收入规模(亿美元)	市占率
1	-	卡特彼勒	美国	410.00	16.8%
2	-	小松	日本	253.02	10.4%
3	+1	约翰迪尔	美国	147.95	6.1%
4	-1	徐工机械	中国	129.64	5.3%
5	+2	利勃海尔	德国	103.42	4.2%
6	-1	三一重工	中国	102.24	4.2%
7	-1	沃尔沃建筑	瑞典	98.92	4.1%
8	-	日立	日本	91.05	3.7%
9	+1	JCB	英国	80.82	3.3%
10	+1	斗山	韩国	74.83	3.1%
11	-2	山德维克	瑞典	72.71	3.0%
12	-	中联重科	中国	58.13	2.4%
13	-	美卓	芬兰	55.91	2.3%
14	-	安百拓	瑞典	51.52	2.3%
15	-	特雷克斯	美国	49.90	2.1%
16	-	奥什克什	美国	42.95	2.0%
17	+1	久保田	日本	39.00	1.8%
18	+2	CNH	意大利	38.42	1.6%
19	-2	柳工	中国	35.70	1.6%
20	-1	现代斗山	韩国	29.30	1.5%

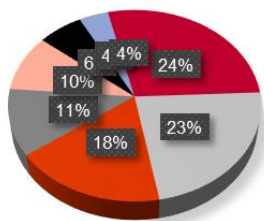
来源: KHL、中泰证券研究所

1.2、主营业务: 工程机械产品种类齐全

- 支柱产业+战略新产业全面布局。**2022 年吸收合并徐工有限后, 公司增加挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等业务, 形成“支柱产业”——土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械, 以及“战略新产业”——矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械、救援保障装备等的业务布局。
- 多类产品位居行业第一。**2023 年公司起重机械、移动式起重机、水平定向钻持续保持全球第一, 桩工机械、混凝土机械稳居全球第一阵营, 道路机械、随车起重机、塔式起重机保持全球第三, 高空作业平台进位至全球第三, 矿山露天挖运设备保持全球第五, 挖掘机位居全球第六、中国第二, 装载机跃升至国内行业第一。2023 年公司营业收入中, 土方机械占比 24.3%最高, 毛利率 25.7%; 其次是起重机械收入占比 22.8%, 毛利率 22.6%。

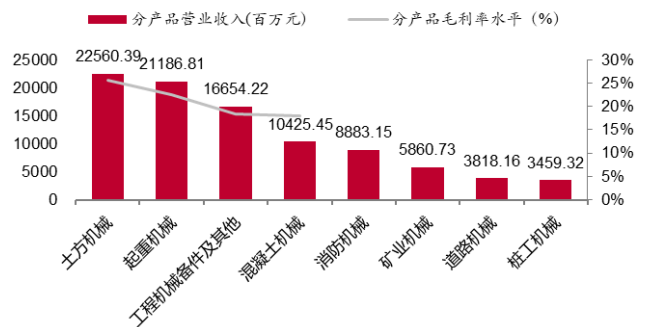
图表 3: 2023 年公司主营业务构成

■ 土方机械 ■ 起重机械 ■ 工程机械备件及其他
■ 混凝土机械 ■ 消防机械 ■ 矿业机械
■ 道路机械 ■ 桩工机械




来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2023 年公司分产品营收及毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

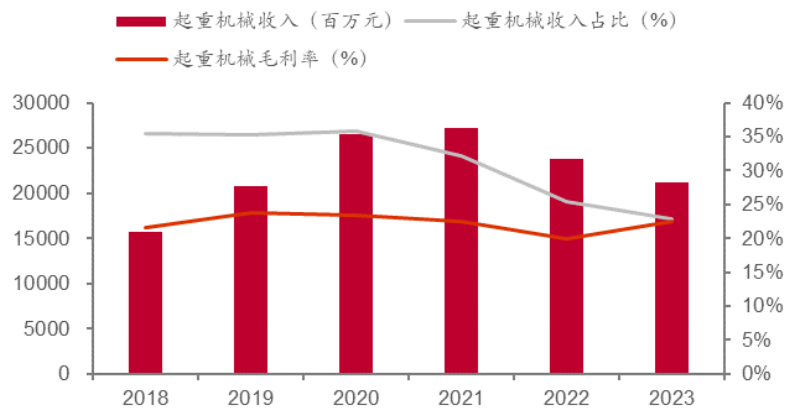
图表 5: 徐工机械主要产品

起重机械	汽车起重机	塔式起重机	随车起重机	履带起重机	越野轮胎起重机	
						
土方机械	铲运机械			挖掘机械		
	轮式装载机	滑移装载机	伸缩臂装载机	型、小型、中型、大型挖掘	轮式挖掘机	矿用挖掘机
桩工机械	长螺旋钻机	水平定向钻机	旋挖钻机	煤炭掘进机		
						
道路机械	压实机械		路面机械			
	单、双钢轮震动压路机	轮胎压路机	沥青混凝土摊铺机	冷铺拌合机	沥青搅拌设备	稳定土搅拌机
高空作业机械	高空消防车	举高喷射消防车	高空作业平台			
						
其他工程机械、备件等	架桥机	提梁机	运梁车	洒水车	垃圾车	
						

来源: 公司公告、公司官网、中泰证券研究所

- 起重机械是公司最具竞争优势的产品，汽车起重机市场占有率连续多年居行业首位。公司产品包括汽车起重机、全地面汽车起重机、履带式起重机、随车起重机、塔式起重机等。其中汽车起重机市占率全球第一，全地面起重机、履带起重机和随车起重机均处于国内龙头地位，徐工塔机在国内排名第二。

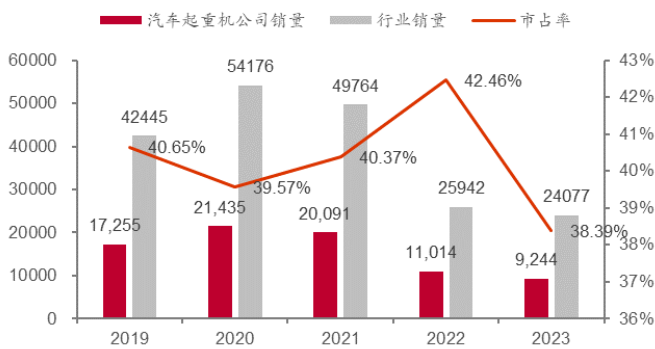
图表 6: 公司起重机收入及占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

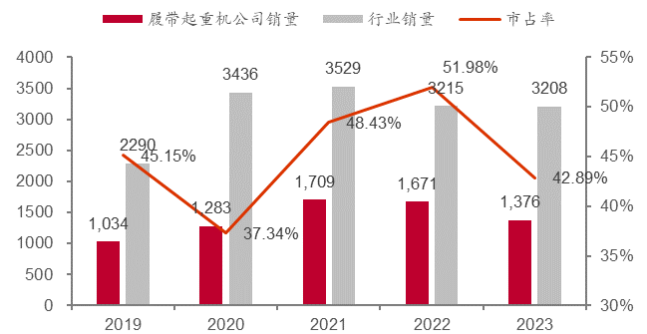
- 国内汽车起重机行业呈三足鼎立格局，徐工拥有绝对优势。起重机对资本、资质和技术的要求较高，行业壁垒难以突破，竞争格局稳定。我国汽车起重机销量前三名企业分别为徐工机械、中联重科和三一重工。2021 年以来由于下游地产、基建等需求放缓，国内起重机销量下降。2023 年公司汽车起重机、履带起重机、随车起重机的销量占主要制造企业销量的比例分别为 38%/43%/65%。

图表 7: 公司汽车起重机销量 (台) 及市占率



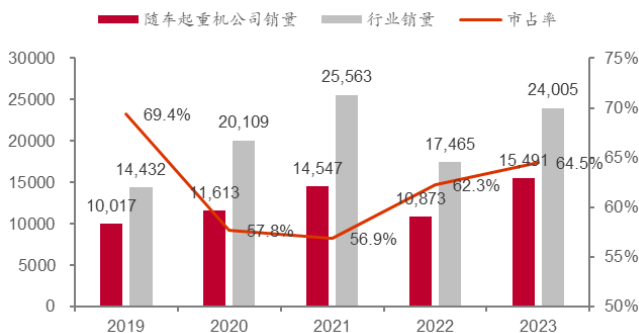
来源: 2023 年度跟踪评级报告, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 8: 公司履带起重机销量 (台) 及市占率



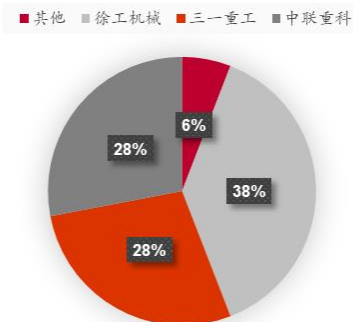
来源: 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 9: 公司随车起重机销量 (台) 及市占率



来源: 2023 年度跟踪评级报告, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 10: 2022 年汽车起重机销量格局“三足鼎立”

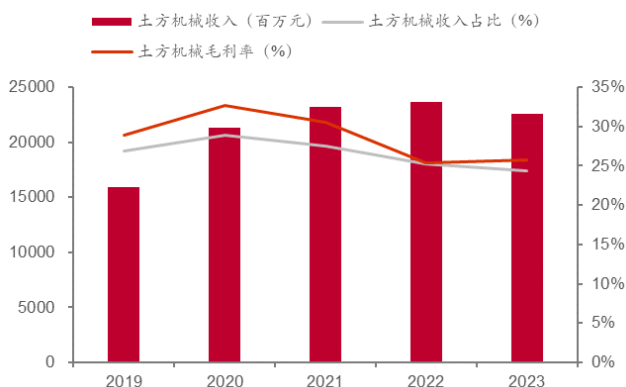


来源: 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

- 土方机械板块市占率提升。徐工挖机在国内挖掘机械市场的占有率排名

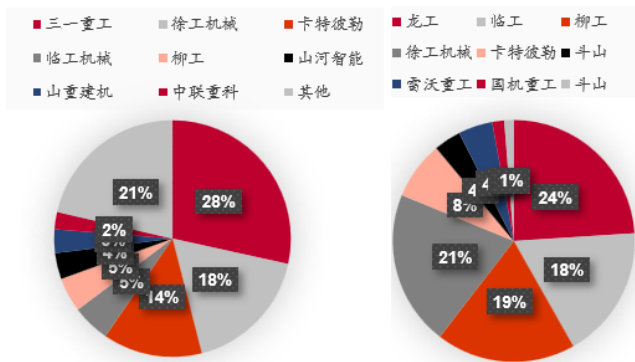
第二。公司合并徐工有限后新增挖掘机械，包括微型挖掘机、小型挖掘机、中型挖掘机、大型挖掘机、轮式挖掘机和矿用挖掘机等多款产品。根据挖掘机行业协会统计，2023 年度徐工挖机市场占有率 16.4%，装载机市场占有率 25.5%。铲运机械包括叉装机、装载机、平地机、叉车等。公司装载机型号主要集中在中小型，以 30 型（3 吨）和 50 型（5 吨）为主，其中 50 型销量在公司铲运机械总销量中超过半数。

图表 11: 公司土方机械收入及占比



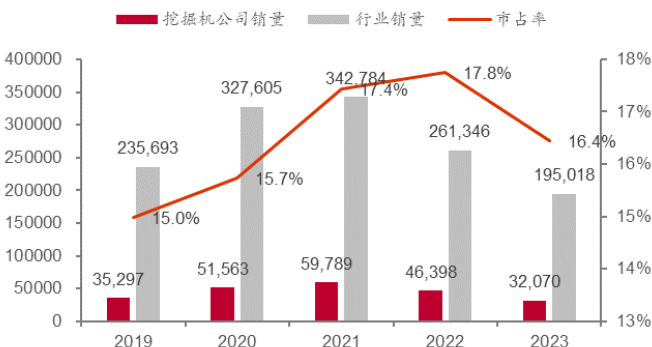
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2022 年国内挖掘机 (左图) 和装载机 (右图) 销量格局



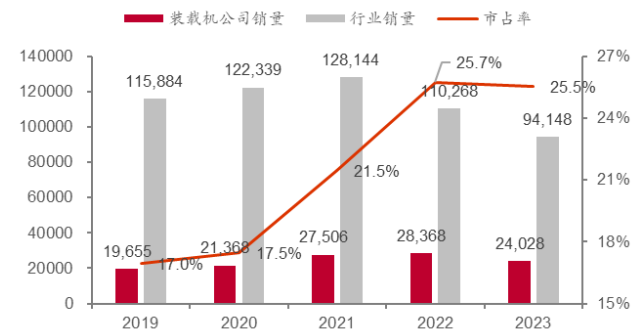
来源: 中国工程机械工业协会, 中国工程机械工业年鉴, 中泰证券研究所

图表 13: 公司挖掘机销量 (台) 及市占率



来源: 公司公告, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

图表 14: 公司装载机销量 (台) 及市占率



来源: 公司公告, 中国工程机械工业协会, 中泰证券研究所

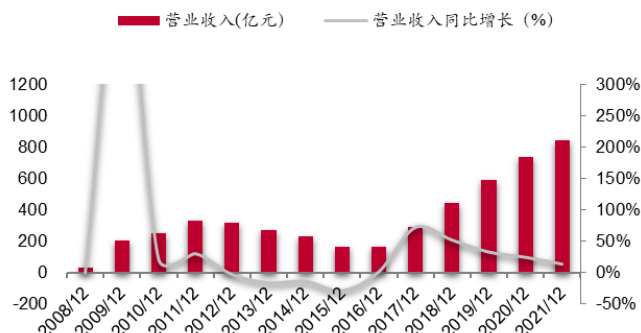
1.3、财务分析: 周期筑底阶段, 公司业绩和收入已恢复正增长

■ 公司收入和盈利周期与工程机械周期基本一致。

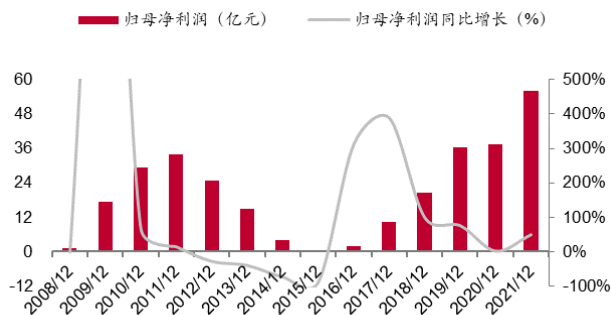
(1) 2008-2011 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 114.2%/212.8%。第一轮行业上升周期, 在“四万亿”驱动下, 地产和基建新增需求拉动工程机械销量增长, 行业挖机销量由 7.7 万台增长至 17.8 万台, CAGR 高达 32.2%。2008-2011 年公司营业收入从 33.5 亿元增长至 329.7 亿元, CAGR 为 114.2%; 归母净利润从 1.1 亿元增长至 33.8 亿元, CAGR 为 212.8%。

(2) 2012-2015 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 -19.7%/-72.6%。房地产调控深入推进, 工程机械的需求下滑, 08-11 年厂商“零首付”政策透支销量, 需求下滑后设备开工严重不足, 产能过剩行业出清, 2015 年挖机销量 5.6 万台触底, 2012-2015 年挖机 CAGR 为 -21.3%。

2012-2015 年公司营业收入从 321.3 亿元下降至 166.6 亿元，CAGR 为 -19.7%；归母净利润从 24.7 亿元下降至 0.5 亿元，CAGR 为 -72.6%。

图表 15: 2008-2021 年公司营业收入


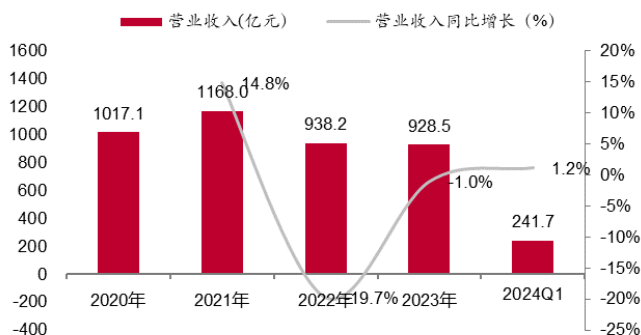
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2008-2021 年公司归母净利润


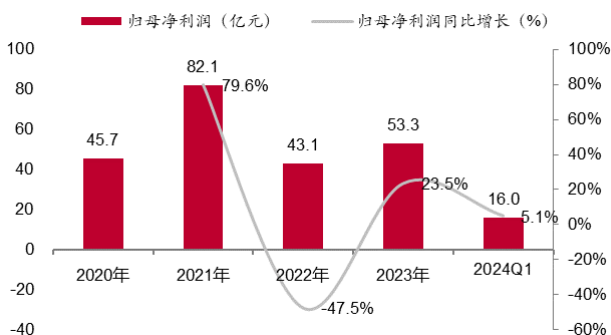
来源: Wind, 中泰证券研究所

(3) 2016-2021 年公司营收/归母净利润 CAGR 为 37.9%/93.2%。行业进入第二轮上升期，下游需求由“更新需求”+“新增需求”驱动，在国标切换、更新需求、基建逆周期调节、出口、新农村建设、机器人等因素推动下，挖掘机 2021 年销量 34.3 万台，2016-2021 年 CAGR 为 37.3%。公司营业收入从 2016 年的 168.9 亿元增长至 21 年的 843.3 亿元，CAGR 为 37.9%；归母净利润从 2.1 亿元增长至 56.1 亿元，CAGR 为 93.2%。

- 本轮行业下行周期，2023 年公司实现归母净利润增速转正。2021 年 5 月起，受地产加速下行和原材料成本上行影响，国内工程机械行业销量持续下行。2022 年公司国际化和新兴产业增长对冲国内行业下滑，公司营业收入 938.2 亿元，同比-19.7%，归母净利润 43.1 亿元，同比-47.53%。2023 年公司营业收入 928.48 亿元，同比-1.03%，归母净利润 53.3 亿元，同比+23.51%。虽然由于风险控制，收入略有下滑，但海外和新兴产品增长使得毛利率和净利率双提升，实现利润增长。**24Q1 收入增速转正。**2024Q1 实现营收 241.74 亿元，同比+1.18%，实现归母净利润 16 亿元，同比+5.06%。

图表 17: 2020-2024Q1 公司营业收入


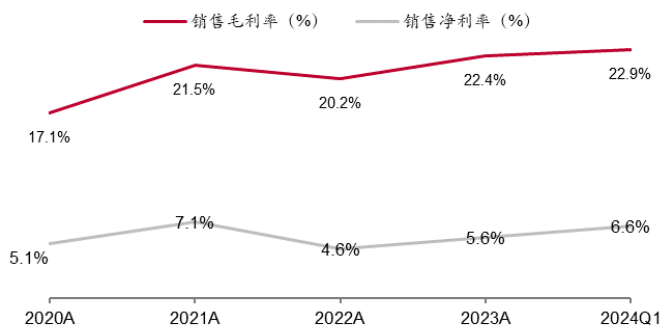
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 2020-2024Q1 公司归母净利润


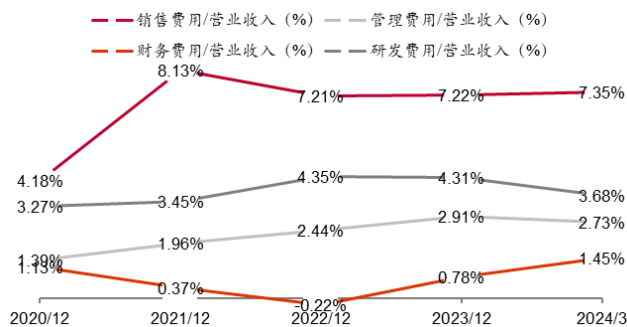
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 2023 年毛利率为 22.38%，同比+2.17pct；净利率为 5.64%，同比+1.06pct。得益于合并徐工有限，土方机械高毛利拉动 2021 年公司毛利率提升至 21.5%，2022 年国内产销量下滑，公司毛利率下降至

20.2%，2023 年-2024Q1 公司加强管理，毛利率和净利率双提升。**24Q1 公司毛利率为 22.89%，同比持平；净利率为 6.6%，同比+0.1pct。**公司期间费用率整体维持稳定，其中 2021 年销售费用增加，主要由于公司吸收合徐工有限追溯调整，市场拓展费用增加。预计随着海外收入占比提升、国内市场恢复、公司加强管理，公司毛利率和净利率呈上升趋势。

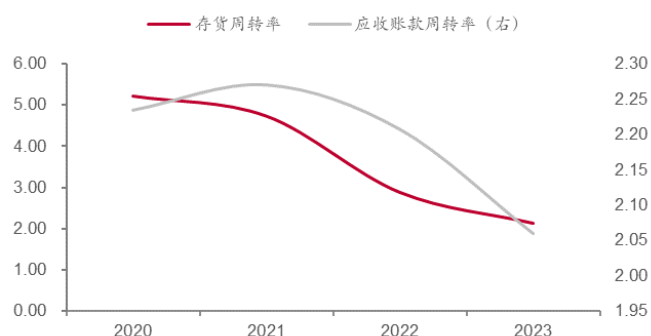
图表 19：2020-2024Q1 公司毛利率和净利率


来源：Wind，中泰证券研究所

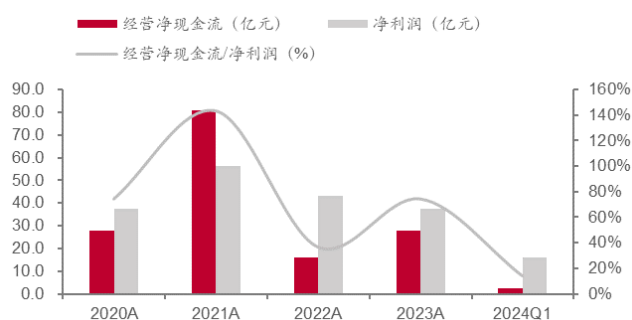
图表 20：2020-2024Q1 公司期间费用率


来源：Wind，中泰证券研究所

- **周期下行阶段回款有所放缓，预计逐步改善。**2022 年公司存货规模上升，存货周转率下降，主要由于提前储备存货以备次年旺季需求、增加海外公司安全库存，以及国四产品价值量较高。公司已提出应收账款和存货压降“三个专项”，预计周转率企稳回升。
- **2023 年现金流边际改善。**2022 年行业低谷期，公司加大了对供应商特别是中小企业的现金付款力度，全年购买商品和支付劳务现金支出较同期增加超 200 亿元，因此经营活动现金流量净额减少，2023 年经营性净现金流显著提升。24Q1 经营净现金流较少，由于 1) 公司对供应商相对友好，支付商品、劳务同比增加；2) 公司大型企业大客户相对多，通常四季度回款高。

图表 21：2020-2023 年公司存货和应收账款周转率


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 22：2020-2024Q1 经营净现金流及净利润


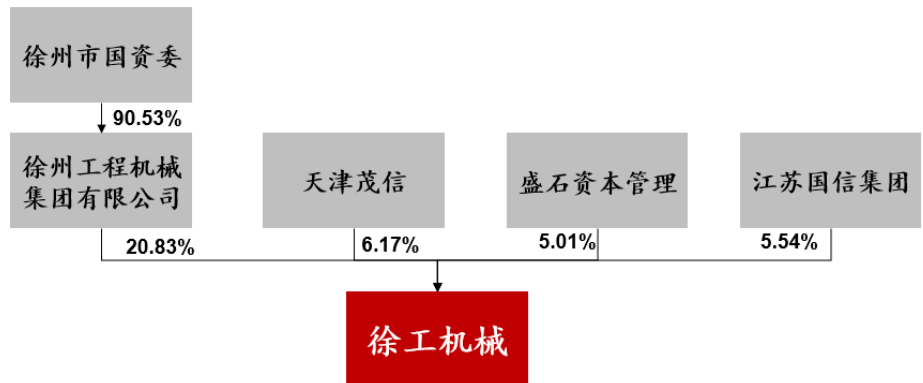
来源：Wind，中泰证券研究所

1.4、股权结构：混改+重组+股权激励，国企焕发经营活力

- **徐州国资委是最终控制人。**2022 年 8 月底，徐工机械反向吸收合并徐工有限，徐工有限旗下挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产全部注入徐工机械，徐工有限的法人资格将被

注销，公司的控股股东由徐工有限变更为徐工集团，徐州国资委持有徐工集团 90.5% 股权，为公司的最终控制人。

图表 23：徐工机械持股 5% 以上股东（截止 2024 年 4 月 29 日）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司 2023 年实施限制性股票激励计划，对中高层管理人员及技术骨干等共 1732 人进行股权激励，调整后授予价格为 2.94 元/股，并设置 2023-2025 年业绩考核目标，分三次解除限售。2023 年净利润目标 53 亿元已达成，2024-2025 年的净利润考核目标为 58、65 亿元，股权激励有望提高管理层及员工积极性。

图表 24：徐工机械股权激励考核目标

考核年份	业绩考核目标
2023 年	① 净资产收益率不低于 9%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 净利润不低于 53 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
2024 年	① 净资产收益率不低于 9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 净利润不低于 58 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2024 年净利润累计值不低于 111 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。
2025 年	① 净资产收益率不低于 10%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ② 净利润不低于 65 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；或 2023-2025 年净利润累计值不低于 176 亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平； ③ 分红比例不低于当年实现的可供分配利润的 30%。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 25：限制性股票授予名单及数量

姓名	职务	获授限制性股票数/万股	占授予股票比例	占公告日股本比例
陆川	董事、总裁	110	0.93%	0.01%
孙建忠	副总裁	70	0.59%	0.01%
王庆祝	副总裁	70	0.59%	0.01%
刘建森	副总裁	70	0.59%	0.01%
宋之克	副总裁	70	0.59%	0.01%
蒋明忠	副总裁	70	0.59%	0.01%
孟文	副总裁	70	0.59%	0.01%
单增海	副总裁	70	0.59%	0.01%
于红雨	副总裁、财务负责人	70	0.59%	0.01%
费广胜	董事会秘书	70	0.59%	0.01%
中高层管理人员、核心技术及业务人员		10,249.03	86.74%	0.87%
预留部分		827.13	7.00%	0.07%
合计		11,816.17	100.00%	1.00%

来源：公司公告（2023 年限制性股票激励计划（草案）），中泰证券研究所

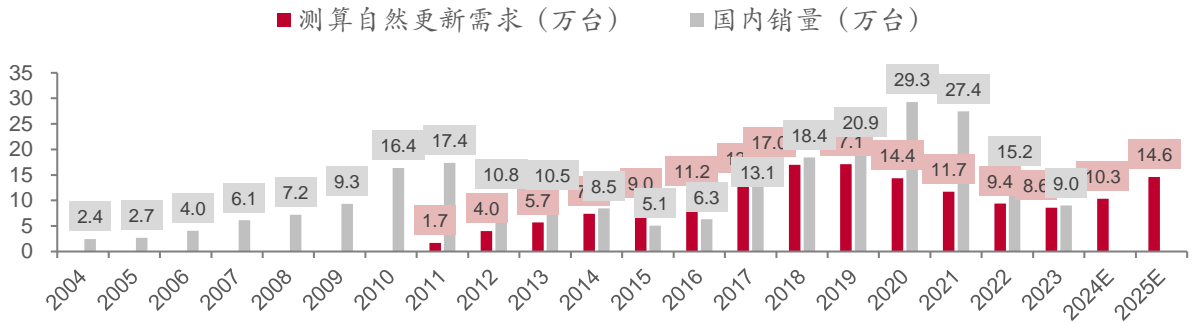
2、工程机械行业：国内周期触底反弹，国际化空间广阔

2.1、工程机械行业：国内市场触底反弹，出口市场空间广阔

- 国内挖掘机销量增速转正，新一轮更新周期有望启动。工程机械行业

正处于第二轮下行周期的磨底阶段。本轮工程机械周期起于 2016 年，于 2021 年 4 月触顶后下行，24 年 3 月挖机国内销量 1.52 万台，同比 +9% 超出市场预期，实现近 3 年来数据首次在上半年的旺季转正。新一轮更新周期有望启动，23 年挖机内销 9 万台，已从 20 年销量高点 29 万台下滑 70%。根据我们测算，23-25 年挖机的理论自然更新需求为 8.6/10.3/14.6 万台，24-25 年有望进入新一轮更新周期。

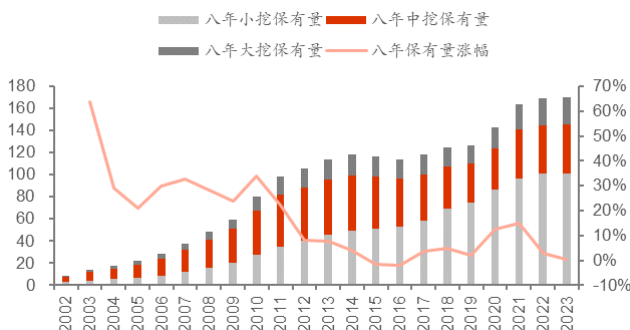
图表 26：国内挖机销量预测



来源：Wind、中泰证券研究所测算

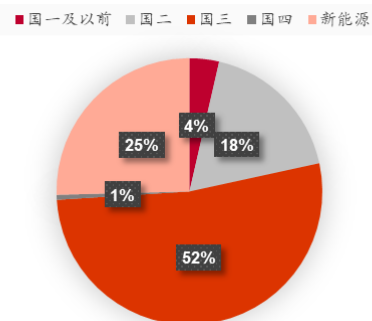
- 更新换代政策逐步落地，促进更新需求释放。** 住建部于 3 月 27 日印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》重点任务，第 9 条提出“更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备”。4 月 28 日，上海市率先发布了关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》（征求意见稿）意见的公告，明确了上海地区国二非道路移动机械更新补贴的产品类型、支持范围和具体的补贴标准。其中微型/中小型/大型/特大型挖掘机分别补贴 2/3.6/13.8/36 万元，2025 年 12 月 31 日以后补贴退坡 20%。根据中国工程机械协会统计，2023 年八年挖机保有量约 170 万台，其中国二及以下的保有量占比约 22%，对应 37 万台报废或更新需求。随着更新换代政策落地，此部分老旧设备有望迎来更新换代。

图表 27：2002-2023 年八年挖机保有量 (万台)



来源：中国工程机械工业协会挖机协会，中泰证券研究所

图表 28：工程机械保有量按照国家标准划分

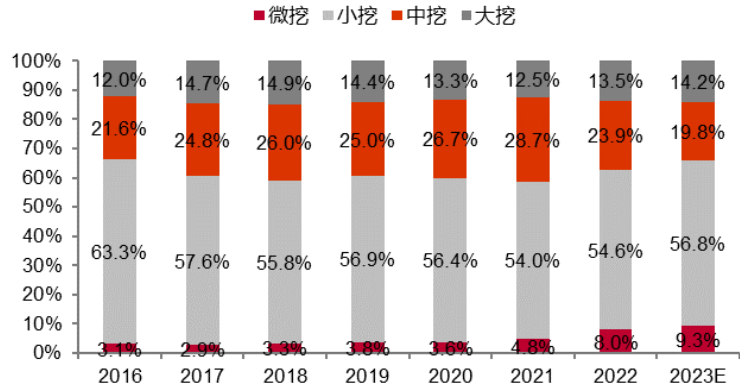


来源：黄志辉等《中国工程机械二氧化碳和污染物排放现状评估》，中泰证券研究所

- 挖掘机内需市场结构呈现“两头强中间弱”特征，小挖带动国内挖机销量增速转正。** 以挖掘机为例，小微挖和大挖销量占比增长，中挖占比下降。小微挖对应农田水利、市政建设等场景，随着 2023 年万亿国债

下发地方，相关项目需求旺盛；中挖对应基建和地产需求，2024 年基建投资增速，房地产新开工面积。2024 年第一季度，挖掘机仍以小挖市场为主，小挖销量占总销量的 62%，中挖占 24%，大挖占 14%。

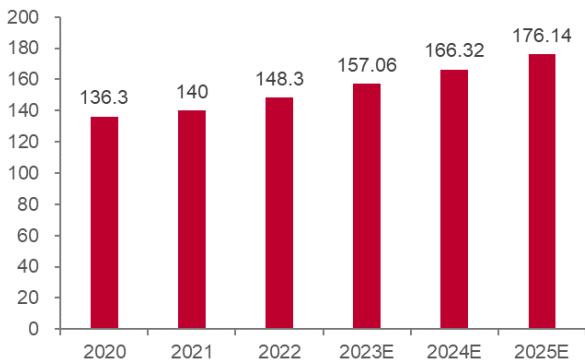
图表 29：大中小挖销量占比



来源：中国工程机械工业协会挖机协会，中泰证券研究所

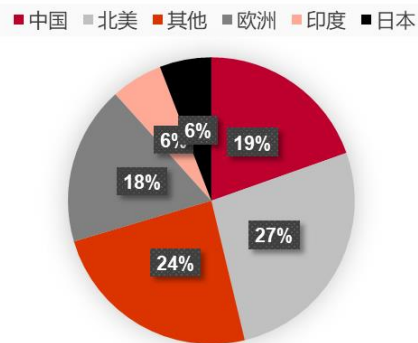
- 2023 年全球工程机械市场空间万亿规模，中国出口金额约占全球的 1/5。** 根据 Statista，预计 2023 年全球工程机械市场空间 1570.6 亿美元，约万亿元人民币。2023 年我国工程机械出口金额 342.2 亿美元，占全球约 21.8%。①分地区来看，根据 Off-Highway Research，2022 年按销量划分北美占比 27% 是第一大市场，第二大市场中国占比 19%，第三大市场欧洲占比 18%，第四和第五大市场日本、印度分别占比 6%，其他市场占比 24%。②分产品来看，根据 Technavio，2022 年工程机械市场（包括建筑设备+矿山设备）中，土方机械占比 56.3%，起重机械占比 16.7%，混凝土及道路机械占比 14.3%，其他 12.7%。

图表 30：全球工程机械市场规模（十亿美元）



来源：Statista，中泰证券研究所

图表 31：2022 年全球工程机械地区分布



来源：Off-Highway Research，中泰证券研究所

2.2、矿山机械：全球 756 亿美元广阔市场，国内企业初展头角

- 矿山设备是对固体矿物及石料进行开采和加工处理的专用设备。** 按照流程顺序划分，主要包括建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备、筛分洗选设备、运输设备等。矿山机械服务于黑色和有色冶金、煤炭、建材、化工等诸多重要基础工业部门，其生产和加工的砂

石骨料在建筑、交通、水利等基础设施建设领域大量应用。

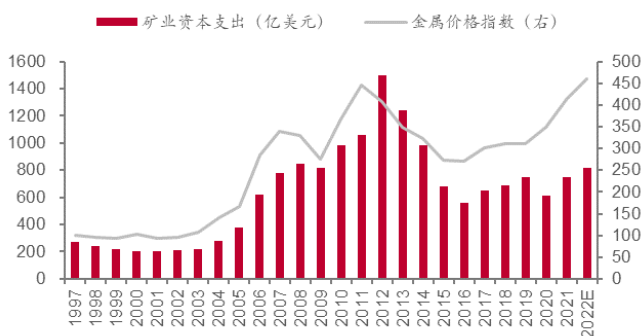
图表 32: 矿山设备分类

矿山设备	主要产品
建井设备	钻井机、平巷掘进机、天井掘进设备、伞形钻架、抓岩机等。
采掘、凿岩设备	凿岩机、矿用钻车、钻孔设备、装药填充设备、矿用挖掘机、装岩机、矿用装载机、刨煤机、采煤机、截煤机、波压支架等。
矿山提升设备	矿井提升机、矿用提升绞车、矿用辅助绞车等。
矿物破碎粉磨机械	颚式破碎机、旋回破碎机、辊式破碎机、提压机等矿物破碎机械；振动磨机、钢球磨煤机、砾磨机、管磨机、立式水泥磨机等矿物粉磨机械。
矿物筛分、洗选设备	振动筛等矿物筛分设备；分级设备、磁选设备、浮选设备、重力选矿设备、脱水设备等矿物洗选设备。
矿用运输设备	非公路矿用自卸车（简称“矿卡”）、非公路宽体自卸车（简称“宽体车”）、公路用重型卡车。

来源：智研咨询、中泰证券研究所

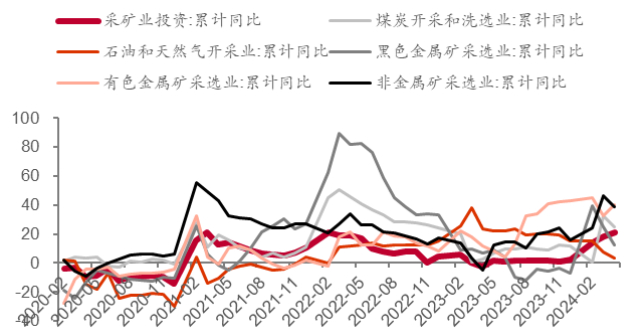
- **金属价格上涨带动固定资产投资增长，全球及中国矿山机械需求稳定提升。** ①全球矿业投资进入新一轮上升周期。根据 Resource Capital Funds，绿色能源转型和全球中等收入增长驱动金属和矿物的需求增长，2016 年起大宗商品价格持续上行，已超过上一轮周期高点。但由于疫情、局部冲突、通货膨胀等因素，矿业资本支出并未同比例增长。未来金属价格高位运行有望催化采矿投资扩张。根据 QYR（恒州博智）的统计及预测，2023 年全球矿山机械市场销售额达到 4684 亿元，预计 2030 年将达到 7149 亿元，2024-2030 的 CAGR 为 5.7%。 ②中国：2021-2023 年采矿业固定资产投资维持正增长，2023 年同比+2.1%，其中有色金属矿、非金属矿、石油和天然气开采、煤炭开采和洗选的固定资产投资增速分别为 42.7%、16.2%、15.2%、12.1%，黑色金属矿固定资产投资同比-6.8%。根据 QYR，2021 年中国矿山机械市场规模 137.7 亿美元，预计 2021-2028 年 CAGR 为 6.96%。

图表 33: 全球矿业投资进入上行周期



来源：Resource Capital Funds，中泰证券研究所

图表 34: 中国采矿业固定资产投资增速 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

- 由于徐工机械的矿机业务产品主要为矿挖（收入占比超 30%）和矿较卡（收入占比超 50%），因此报告主要对矿用运输设备行业进行分析。
- **中国矿用运输设备主要有三种**，分别为非公路矿用自卸车（简称“矿卡”）、公路自卸车、非公路宽体自卸车（简称“宽体车”）。

(1) **公路自卸车**，是指采用公路重卡底盘改装而成的自卸车。公路自卸车采用传统的批量化、定型化生产模式，制造成本及售价相对较低。

公路自卸车属于土方机械范畴，归属汽车领域管理，按照公路法规及标准设计制造，须满足汽车相关规范和限制，从而存在工况适应性弱、爬坡能力不足、横向稳定性及安全性差、装载量小、运营效率低等劣势。

(2) **非公路矿用自卸车**，简称矿卡、矿用自卸车、刚性矿车，一般采用刚性车架，用车轮或履带转向的自卸车，有效载荷为 70t 以上，采用工程机械类底盘，属于工程机械类产品。其优点是底盘按矿山工况设计，道路通过性能好、载重能力强、使用寿命长、安全性能高，同时购置、运行及维护成本也相对较高。

(3) **非公路宽体自卸车**，简称宽体车，是一种结合了公路自卸车和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。非公路宽体自卸车定位于露天场地物料转运行业，主要需求来自于用户对该类产品的购置和运营成本、安全性、可靠性、售后服务便捷及时性的综合考量。作为在特定工况下的装载运输设备，非公路宽体自卸车主要应用在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程。

总结：宽体矿车在经济性和安全性方面均弥补了大型刚性矿车和公路用重型卡车的不足。对比公路用重卡和宽体矿车，二者均具备经济性，但宽体矿车有更高的稳定性和安全性；对比刚性矿车和宽体矿车，二者均具备稳定性和安全性，但宽体矿车有更高的经济性。

图表 35：三种矿山运输设备对比

类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
示意图			
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10年以上 非公路工况：5年以下	10 年以上	5-10 年
安全性	低	高	高
单价	10 万-20 万	100 万-3000 万	50 万-100 万
运营维护成本	中	高	低
售后服务便捷性	高	低	高

来源：临工重机公告、同力股份公告，中泰证券研究所测算

- **2021 年我国矿用运输设备的市场空间合计约 584 亿元。**根据临工重机公告，2021 年中国矿山运输重型卡车、宽体矿车、刚性矿车市场规模为 420 亿元、98.26 亿元、65.52 亿元。2021 年矿山运输重型卡车、宽体矿车、刚性矿车销量为 10.5 万台、1.67 万台与 819 台。

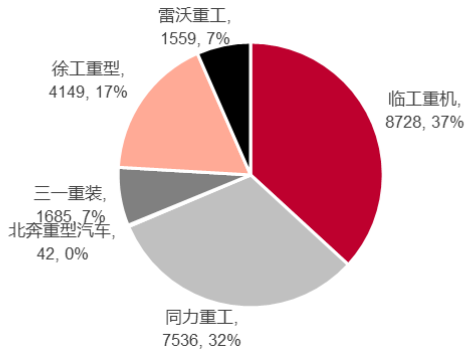
图表 36：2021 年矿山运输设备市场规模

产品类别	2021 年全球销量/台	中国占比	2021 年中国销量/台	均价/万元	全球市场规模/亿元	中国市场规模/亿元
矿山运输重卡	240000	约 45%	105000	40	960	420
宽体矿车	18196	约 90%	16376	60	109.18	98.26
刚性矿车	2730	约 30%	819	800	218.4	65.52
合计					1287.58	583.78

来源：临工重机公告，中泰证券研究所

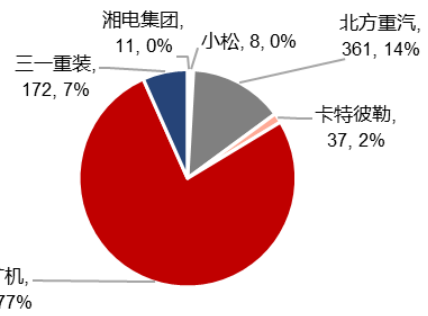
- **矿山机械呈寡头竞争格局。**全球矿山机械核心厂商包括 Caterpillar 和 Komatsu 等。全球前两大制造商的市场份额超过 50%。美国是全球最大的矿山机械生产地区，之后是欧洲和日本。矿用重卡行业目前全球范围内主要生产厂商形成“5+7”的竞争格局，其中国外厂商有 5 家（美国的卡特彼勒、日本的小松、日立、白俄罗斯的别拉斯、德国的利勃海尔），国内厂商有 7 家（北方股份、徐工矿业、三一重装、湘电重装、中车大同、航天重型工程装备和中冶京诚）。

图表 37：2022 年国内宽体自卸车销量格局



来源：中国工程机械工业年鉴，中泰证券研究所

图表 38：2022 年国内矿用自卸车销量格局

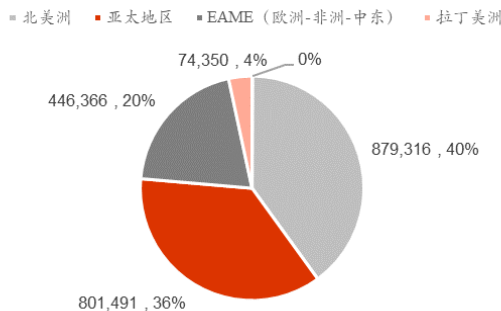


来源：中国工程机械工业年鉴，中泰证券研究所

2.3、高空作业机械：欧美市场更新需求稳定，国产厂商份额提升

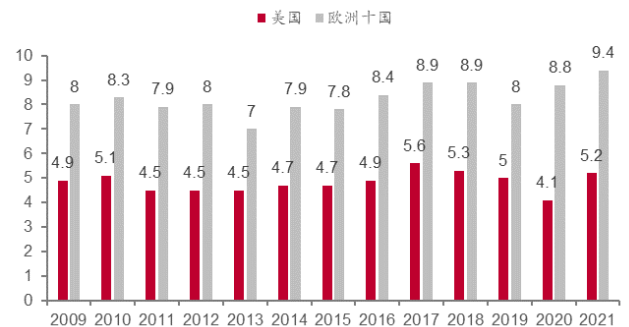
- **高空作业机械在美国、欧洲市场的成熟度较高，需求来自存量市场的更新换代。**由于发达国家对作业安全重视程度高，且劳动力成本较高，高空作业机械市场发展成熟。根据 Ducker Worldwide 数据，通常情况下高空作业设备的使用期限约为 4-10 年，每年有一定数量的高空作业设备将被淘汰并新置，需求稳中有升。

图表 39：2022 年全球高空作业机械租赁市场保有量



来源：Ducker Worldwide for IPAF《IPAF Powered Access Rental Market Report 2023-GlobalReport》、中泰证券研究所

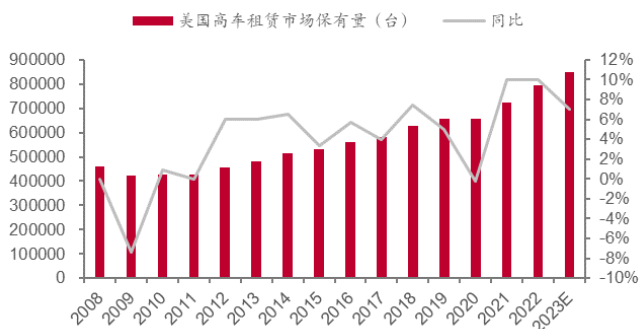
图表 40：美欧高空作业设备保有年限



来源：临工重机招股，Ducker Worldwide，中泰证券研究所

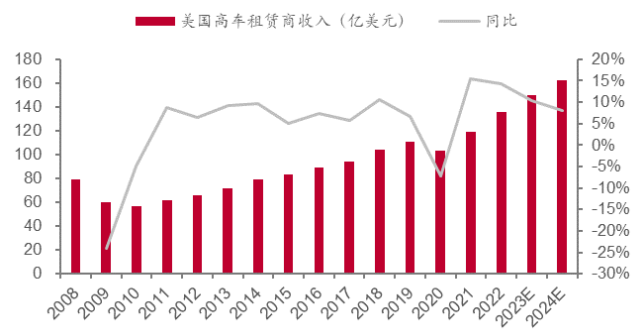
- 美国的高空作业机械设备租赁业务规模、设备保有量均为全球第一。2022 年美国高空作业机械租赁业市场收入规模为 136 亿美元，同比增长 14%。根据 IPAF 的数据，预计 2023 年及 2024 年收入规模分别达到 150 亿美元及 162 亿美元，同比增长 10%及 8%。
- 欧洲主要国家高空作业设备租赁市场规模、设备保有量近年来稳步增长。2022 年欧洲主要国家高空作业机械租赁业市场收入规模为 32 亿欧元，同比增长 7%。根据 IPAF 的数据，预计 2023 年和 2024 年欧洲主要国家高空作业机械租赁业市场规模将分别达到 34 亿和 35 亿欧元，实现 6%及 3%的年增长率。

图表 41: 美国高车租赁市场保有量 (台)



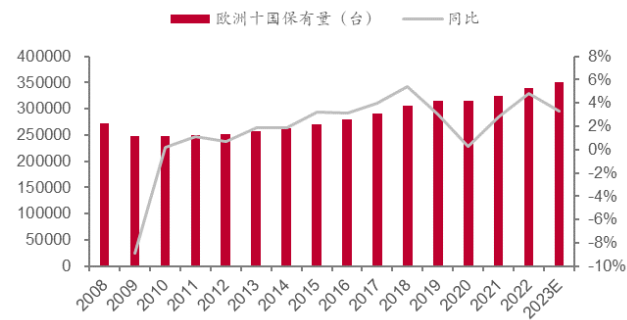
来源: 浙江鼎力公告,《IPAF Rental Market Report 2023》,中泰证券研究所

图表 42: 美国高车租赁商收入 (亿美元)



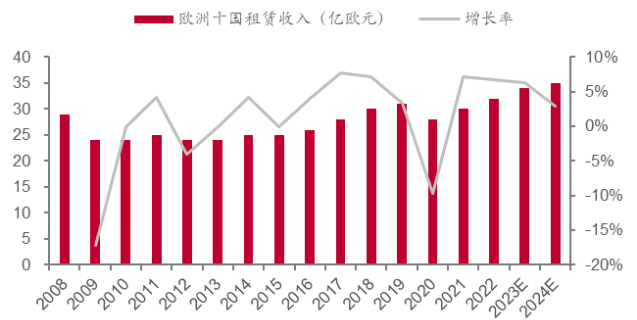
来源: 浙江鼎力公告,《IPAF Rental Market Report 2023》,中泰证券研究所

图表 43: 欧洲十国高车租赁市场保有量 (台)



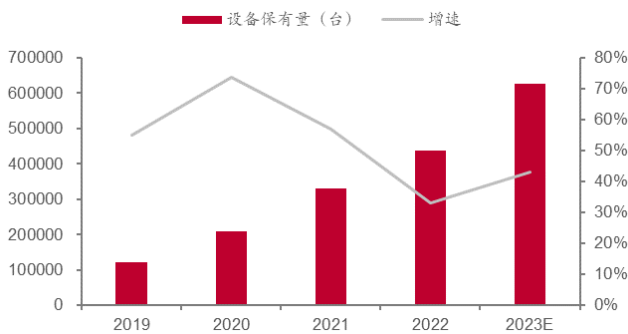
来源: 浙江鼎力公告,《IPAF Rental Market Report 2023》,中泰证券研究所,欧洲主要国家包含英国、丹麦、挪威、瑞典、芬兰、意大利、法国、荷兰、德国、西班牙

图表 44: 欧洲十国高车租赁商收入 (亿欧元)



来源: 浙江鼎力公告,《IPAF Rental Market Report 2023》,中泰证券研究所

- 对标欧洲人均保有量,我国高空作业机械有翻倍以上市场空间。根据 IPAF, 2022 年中国租赁市场高空作业机械保有量为 44.84 万台,同比增长 36%,已成为仅次于美国、欧洲的全球第三大市场。2022 年度,我国高空作业机械租赁业市场收入规模达到 124.53 亿元,同比增长 13%,预计未来将保持持续增长趋势。我国高空作业设备人均保有量低于欧美市场。但随着国家政府及社会各界对高空作业安全重视程度不断提高,并在宏观经济发展、国家政策、安全效益和经济效益等多重因素的驱动下,我国高空作业普及程度有望追赶欧美发达国家。2022 年度,美国、欧洲、中国每万人的设备保有量分别为 23.25 台、9.20 台、3.18 台,对标欧洲人均保有量,我国高空作业机械的市场规模仍有 189.31% 的增长空间。

图表 45: 中国高空作业设备租赁设备保有量(台)


来源: 浙江鼎力公告,《IPAF Rental Market Report 2023》,中泰证券研究所

图表 46: 2022 年美国、欧洲和中国高空作业设备渗透率

项目	美国	欧洲主要国家	中国
高空作业设备保有量(万台)	79.43	34.02	44.84
人口数(万人)	34,164	36,974	141,175
人均保有量(台/万人)	23	9	3

来源: 路畅科技公告, 国家统计局, 国家统计局, 联合国贸易和发展会议, Ducker Worldwide for IPAF, 中泰证券研究所

- 行业集中度逐年提升, 国产厂商市场地位增强。根据 ACCESS INTERNATIONAL 杂志排名。2020-2022 年前十大厂商份额分别为 68.72%、72.76%和 73.50%, 国产厂商浙江鼎力、徐工机械、临工重机、星邦智能四家企业进入全球前十, 且过去三年市场地位稳步提升。

图表 47: 2020-2022 年全球排名前十的高空作业机械制造企业

排名	2020年		2021年		2022年	
	公司名称	份额	公司名称	份额	公司名称	份额
1	JLG Industries	15.55%	JLG Industries	17.06%	JLG Industries	16.73%
2	TerexAWP	13.68%	TerexAWP	12.81%	TerexAWP	12.54%
3	Skyjack	6.56%	浙江鼎力	6.48%	徐工机械	7.37%
4	Haulotte	6.09%	Skyjack	6.39%	Skyjack	6.31%
5	Aichi Corporation	5.92%	徐工机械	6.11%	浙江鼎力	6.07%
6	徐工机械	5.28%	Haulotte	5.24%	Haulotte	5.50%
7	浙江鼎力	5.12%	临工重机	5.10%	中联重科	5.12%
8	Versalift (inc.BrandFX)	4.06%	Time Manufacturing(Inc. Versalift& Ruthmann)	4.95%	Time Manufacturing(Inc. Versalift& Ruthmann)	5.05%
9	临工重机	3.59%	中联重科	4.35%	临工重机	4.69%
10	Sinoboom	2.88%	Aichi Corporation	4.27%	Aichi Corporation	4.12%
合计		68.72%		72.76%		73.50%

来源: 临工重机公告、中泰证券研究所

3、传统产品触底反弹, 新兴产品高速增长, 管理改善利润提升

3.1、传统产品周期拐点已现, 新兴产品持续高增长

- 公司作为产品最为齐全的国内工程机械集团, 一方面, 传统产品的国内周期拐点已现, 出口市场空间广阔; 另一方面, 新兴产品矿山机械、高空作业平台等产品线快速发展, 带来业务和利润增量。
- 公司新兴产业逐年增长, 布局墨西哥工厂, 打开高空作业机械海外市场。2023 年公司战略新兴产业收入增长近 30%, 占比提升 4.5 个百分点, 超 20%。其中高空作业平台和举升类消防车行业第一。矿山机械

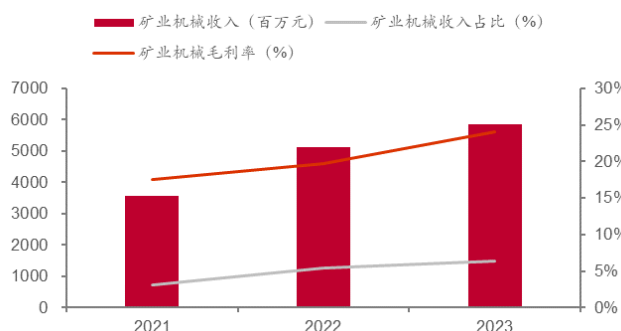
收入大幅增长，矿挖内销占有率提升 1.7 个百分点。叉车事业部实现收入增长近 30%。拖拉机、收获机批量交付，收入增长 10 倍。新能源产品收入实现翻倍高增长，收入占比提升 5 个百分点。

图表 48：徐工矿山机械主要产品



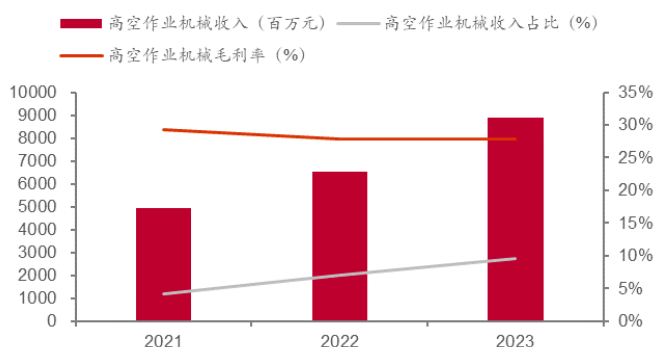
来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

图表 49：徐工矿山机械收入及毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

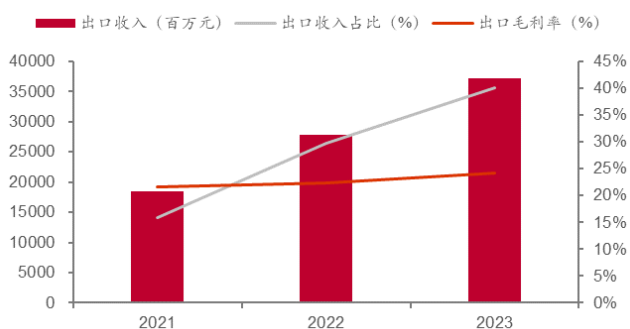
图表 50：徐工高空作业机械收入及毛利率



来源：Wind，中泰证券研究所

3.2、全球布局完善，国际化拓展平滑国内周期

- **公司境外收入占比逐年提升，2023 年收入占比 40%。**公司从上世纪 90 年代初踏上国际化征程，经过 30 多年的探索实践，形成了出口贸易、海外绿地建厂、跨国并购和全球研发“四位一体”的国际化发展模式。公司拥有完善的营销体系以及广泛的营销渠道，强化在“一带一路”沿线国家布局优势，并加大在欧美等发达国家的营销渠道布局，目前拥有 40 个海外办事处、150 余个海外备件中心、300 余家海外优质经销商，辐射全球 190 余个国家及地区。2023 年主营业务境外销售收入同比增长 33.7%至 372.2 亿元，占营业总收入比重增至 40%左右。2023 年公司出口毛利率 24.2%，比国内毛利率高 3pct，出口占比提升有望增加公司整体毛利率水平。

图表 51: 徐工机械海外收入及毛利率


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 52: 徐工海外工厂梳理 (部分)

时间	工厂	产品
2014 年 6 月投产	巴西	挖掘机、压路机、装载机、平地机
2014 年 6 月投产	乌兹别克斯坦合资	挖掘机
2009 年	波兰 KD 工厂	
2021 年投入运营	印度工厂	挖掘机、装载机、压路机、宽体泵车等
2024/2 宣布	墨西哥高机工厂	高空作业平台

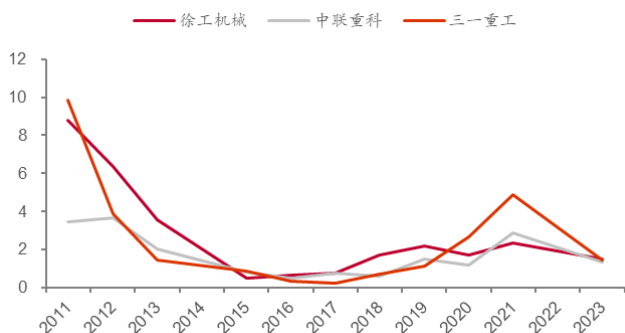
来源: 中国工程机械工业协会, 中国设备管理协会, 中泰证券研究所

3.3、国企改革成果逐步释放，利润率有望逐步提升

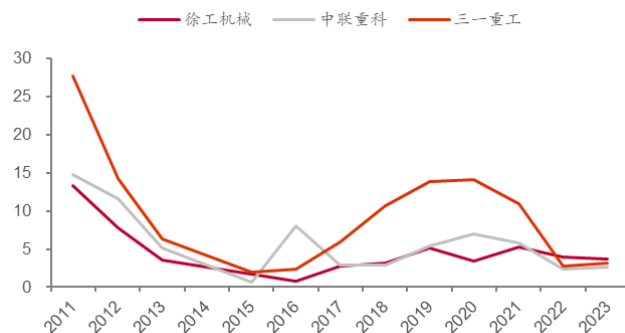
- **管理层新老更替完成，改革成果逐步释放。**徐工从 2018 年开始混改，2022 年实现重组整体上市。混改建立现代制度，已经实施了职业经理人制度，也推动了员工持股。2020 年 9 月混改后，公司的考核机制由市场份额转为利润，2023 年实施限制性股票激励计划，对中高层管理人员及技术骨干等共 1732 人进行股权激励，并设立业绩考核目标，充分调动公司关键核心骨干的积极性。
- **通过采购降本、研发降本、管理降本，提升毛利率和利润率水平。**根据公司 2023 年年报，油缸、阀、驱动桥、变速箱等内部配套率快速提升到 70% 以上，充分发挥液压、传动、铸造、四轮一带等零部件企业在技术自主可控、保供降本上的作用。公司将通过优化产品结构和降本，进一步提升海外毛利率。

3.4、本轮行业下行周期，风险敞口可控

- **本轮行业下行周期，主机厂资本开支控制良好，公司持续压降应收账款和存货。**对比主要工程机械主机厂资本支出/折旧摊销指标，本轮周期下行主机厂重视风险控制，资本开支相对保守。另外，本轮下行周期公司 ROE 保持韧性，优于上一轮 2015 年周期底部，预计伴随行业筑底，公司长期盈利能力有望逐步上行。公司 2023 年底应收账款较 2022 年底下降 1%，存货下降 8%，存货同比下降 27.21 亿元。融资租赁回购义务余额较 2023 年中下降 11%。

图表 53: 主机厂资本支出/折旧摊销 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 54: 主机厂 ROE 水平 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

4、首次覆盖，给予“买入”评级

- **公司是工程机械国内龙头，各项业务关键假设如下：**
 - 1) 土方机械：2021-2023 年挖掘机国内周期下行，2024 年销量增速已触底转正，假设 2024-2026 年收入同比增长 5%/8%/10%，海外毛利率高于国内且毛利率为 26.5%/27%/27%。
 - 2) 起重机械：目前国内市场仍处于下行磨底周期，出口保持稳健，2024 年 1-6 月汽车起重机行业国内累计销量 6986 台，累计同比-34%；出口累计销量 4752 台，累计同比 8.2%。预计 2024-2025 年国内进入新一轮更新替换周期，公司作为起重机龙头，假设 2024-2026 年收入同比 10%/15%/15%，毛利率为 23.5%/23.7%/23.9%。
 - 3) 混凝土机械：假设 2024-2026 年收入同比增长 10%/12%/15%，毛利率为 19%/19.5%/20%。
 - 4) 高空作业机械：包括消防车和高空作业平台。消防车市场需求稳定增长；高空作业平台国内市场需求下行，海外市场广阔，随着公司墨西哥工厂产能释放，假设 2024-2026 年公司高空作业平台收入增速 20%/20%/20%，毛利率为 29%/29.5%/30%。
 - 5) 矿山机械：市场空间较大，假设 2024-2026 年收入增速 55%/30%/30%，毛利率为 24%/24.5%/25%。
- **盈利预测：**我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 1027/1154/1296 亿元；分别同比 10.6%/12.3%/12.4%；归母净利润分别为 68.2/88.2/109.4 亿元，分别同比 28.0%/+29.3%/+24.1%。2024 年 8 月 16 日股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 11.3/8.8/7.1 倍。
- **可比公司选择：**选择工程机械上市公司三一重工、中联重科、山推股份、柳工作为可比公司。其中徐工机械、三一重工、中联重科是中国收入规模前三大工程机械企业，产品品类丰富，均覆盖挖掘机、起重机、混凝土等核心设备，在产品品类和规模角度具备较强可比性。柳工和山推股份的主营业务为土方机械，产品品类和规模小于徐工机械，三者同为国资背景的工程机械上市公司，在国企改革层面与徐工机械具备可比性。
- **给予“买入”评级：**工程机械行业内外需均边际向好，国内挖掘机销量 24 年 3-7 月已连续 5 个月正增长，在更新周期和替换政策驱动下，更新需求有望从小挖到中大挖，从挖机到非挖产品逐渐传导释放；24 年 7 月挖机出口销量同比-0.51%接近持平，低基数之下，挖机出口有望时隔一年实现转正。作为国内品类齐全的工程机械龙头，我们认为下半年公司有望迎来行业 β 和个股业绩 α 的共振；同时公司作为国企，改革和提质增效成果逐渐释放，出口占比和新兴品类占比提升和管理改善带来盈利能力提升，相较于可比公司，公司估值较低，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 55: 公司业务分拆及假设

业务	项目	2023/12/31	2024E	2025E	2026E
1、土方机械	土方机械收入(百万元)	22,560.39	23,688.4	25,583.5	28,141.8
	土方机械收入YOY (%)	-4.56%	5.0%	8.0%	10.0%
	土方机械收入占比 (%)	24.30%	23.1%	22.2%	21.7%
	土方机械毛利率 (%)	25.69%	26.5%	27.0%	27.0%
	土方机械毛利润(百万元)	5,795.76	6,277.4	6,907.5	7,598.3
2、起重机械	起重机械收入(百万元)	21,186.8	23,305.5	26,801.3	30,821.5
	起重机械收入YOY (%)	-11.2%	10.0%	15.0%	15.0%
	起重机械收入占比 (%)	22.8%	22.7%	23.2%	23.8%
	起重机械毛利率 (%)	22.6%	23.5%	23.5%	23.5%
	起重机械毛利润(百万元)	4,788.2	5,476.8	6,298.3	7,243.1
3、工程机械备件	备件收入(百万元)	16,654.22	17,486.9	19,235.6	21,159.2
	备件收入YOY (%)	24.95%	5.0%	10.0%	10.0%
	备件收入占比 (%)	17.94%	141.5%	145.5%	146.9%
	备件毛利率 (%)	0.00%	19.0%	19.0%	19.0%
	备件毛利润(百万元)	0.00	3,322.5	3,654.8	4,020.2
4、混凝土机械	混凝土机械收入(百万元)	10,425.45	11,468.0	12,844.2	14,770.8
	混凝土机械收入YOY (%)	9.7%	10.0%	12.0%	15.0%
	混凝土机械收入占比 (%)	11.2%	11.2%	11.1%	11.4%
	混凝土机械毛利率 (%)	18.05%	19.0%	19.5%	20.0%
	混凝土机械毛利润(百万元)	1,881.8	2,178.9	2,504.6	2,954.2
5、桩工机械	桩工机械收入(百万元)	3,459.32	3,632.3	3,995.5	4,395.1
	桩工机械收入YOY (%)	-55.5%	5.0%	10.0%	10.0%
	桩工机械收入占比 (%)	3.7%	3.5%	3.5%	3.4%
	桩工机械毛利率 (%)	18.1%	21.0%	21.0%	21.0%
	桩工机械毛利润(百万元)	627.2	762.8	839.1	923.0
4、高空作业机械	高空作业机械收入(百万元)	8,883.2	10,659.8	12,791.7	15,350.1
	高空作业机械收入YOY (%)	35.6%	20.0%	20.0%	20.0%
	高空作业机械收入占比 (%)	9.6%	10.4%	11.1%	11.8%
	高空作业机械毛利率 (%)	27.80%	29.00%	29.50%	30.00%
	高空作业机械毛利润(百万元)	2,469.5	3,091.3	3,773.6	4,605.0
5、矿业机械	矿业机械收入(百万元)	5,860.7	9,084.1	11,809.4	15,352.2
	矿业机械收入YOY (%)	14.2%	55.0%	30.0%	30.0%
	矿业机械收入占比 (%)	6.3%	8.8%	10.2%	11.8%
	矿业机械毛利率 (%)	24.0%	24.0%	24.5%	25.0%
	矿业机械毛利润(百万元)	1,406.6	2,180.2	2,893.3	3,838.0
6、道路机械	道路机械收入(百万元)	3,818.2	4,390.9	5,269.1	6,322.9
	道路机械收入YOY (%)	-5.4%	15.0%	20.0%	20.0%
	道路机械收入占比 (%)	4.1%	4.3%	4.6%	4.9%
	道路机械毛利率 (%)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	道路机械毛利润(百万元)	763.6	878.2	1,053.8	1,264.6
7、其他	其他业务收入(百万元)	16,654.21	20,112.9	20,286.5	18,882.0
	其他业务收入YOY (%)	24.9%	20.8%	0.9%	-6.9%
	其他业务收入占比 (%)	17.9%	19.6%	17.6%	14.6%
	其他业务毛利率 (%)	18.32%	1.4%	4.6%	4.8%
	其他业务毛利润(百万元)	3,051.31	288.97	928.82	904.49
合计	营业收入(百万元)	92,848.22	102,709.55	115,385.66	129,641.24
	营业收入YOY (%)	-1.03%	10.6%	12.3%	12.4%
	销售毛利率 (%)	22.38%	23.8%	25.0%	25.7%
	销售毛利润(百万元)	20,784.0	24,457.1	28,853.8	33,350.9
	销售净利率 (%)	5.64%	6.6%	7.6%	8.4%
	归母净利润(百万元)	5,326.5	6,819.3	8,814.8	10,940.9
	归母净利润YOY (%)	23.67%	28.0%	29.3%	24.1%
	非经常性损益(百万元)	829.6	829.6	829.6	829.6
	扣非归母净利润(百万元)	4,496.8	5,989.7	7,985.1	10,111.3
	扣非归母净利润YOY (%)	29.66%	17.00%	33.32%	26.63%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 56: 可比公司估值

公司	代码	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
三一重工	600031.SH	15.29	0.53	0.72	0.93	1.18	28.60	21.20	16.39	12.91
山推股份	000680.SZ	6.47	0.51	0.63	0.77	0.91	12.69	10.27	8.40	7.11
中联重科	000157.SZ	6.48	0.43	0.52	0.67	0.82	15.07	12.36	9.64	7.87
柳工	000528.SZ	9.54	0.44	0.70	0.94	1.23	21.45	13.63	10.16	7.78
平均值							19.45	14.37	11.15	8.92
徐工机械	000425.SZ	6.55	0.45	0.58	0.75	0.93	14.56	11.35	8.78	7.07

来源: Wind, 中泰证券研究所 注: 数据截止 2024 年 8 月 16 日收盘, 山推股份、徐工机械盈利预测来自中泰证券预测, 其他盈利预测来自 Wind 一致预期

5、风险提示

- **宏观政策调整及国际局势不稳定风险。**公司所属的工程机械行业与宏观经济周期密切相关, 基建项目、财政政策、货币政策等将会直接影响工程机械行业市场需求量。国际市场方面, 区域政治形势紧张、地区经济受到制裁、贸易保护主义、政府政策引导影响国际市场需求、市场价格变化。
- **汇率风险。**随着公司国际业务的不断发展, 国际化进程的进一步深入, 海外销售体系日益完善, 受国际收支及外汇储备、政治局势及人民币汇率走势不确定性的影响, 导致结算或收汇金额与合同金额存在差异产生损失的可能性。
- **原材料价格波动的风险。**公司以钢材为主的原材料可能受到多种因素的影响, 价格存在波动风险, 对公司成本控制带来较大压力。
- **测算与实际情况不一致的风险。**本报告对工程机械行业的测算包含基于历史数据的假设和推算, 实际情况可能与历史情况不一致。
- **研报使用信息数据更新不及时的风险。**

图表 57: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,371	30,813	34,616	38,892	营业收入	92,848	102,710	115,386	129,641
应收票据	3,660	4,049	4,548	5,110	营业成本	72,064	78,252	86,532	96,290
应收账款	39,998	43,527	48,092	53,694	税金及附加	442	514	577	648
预付账款	1,677	1,821	2,013	2,241	销售费用	6,702	7,480	8,449	9,393
存货	32,378	35,159	38,879	43,263	管理费用	2,706	2,876	3,277	3,573
合同资产	58	64	72	81	研发费用	4,000	4,415	5,081	5,741
其他流动资产	9,976	11,016	12,352	13,855	财务费用	726	865	833	937
流动资产合计	111,060	126,384	140,500	157,055	信用减值损失	-779	-700	-800	-800
其他长期投资	4,384	4,849	5,447	6,119	资产减值损失	-692	-600	-600	-600
长期股权投资	4,510	4,510	4,510	4,510	公允价值变动收益	179	0	0	0
固定资产	22,510	19,441	16,776	14,600	投资收益	-4	0	0	0
在建工程	2,923	2,873	2,873	2,773	其他收益	724	400	400	300
无形资产	7,374	8,150	8,848	9,477	营业利润	5,640	7,407	9,637	11,959
其他非流动资产	9,234	9,261	9,282	9,300	营业外收入	97	100	50	50
非流动资产合计	50,935	49,083	47,737	46,780	营业外支出	59	59	59	59
资产合计	161,995	175,467	188,237	203,835	利润总额	5,678	7,448	9,628	11,950
短期借款	13,526	18,276	18,937	19,361	所得税	442	744	963	1,195
应付票据	20,880	22,673	25,072	27,900	净利润	5,236	6,704	8,665	10,755
应付账款	20,964	22,764	25,172	28,011	少数股东损益	-90	-116	-150	-186
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	5,326	6,820	8,815	10,941
合同负债	4,708	5,208	5,851	6,574	NOPLAT	5,906	7,482	9,415	11,599
其他应付款	7,023	7,023	7,023	7,023	EPS (按最新股本摊薄)	0.45	0.58	0.75	0.93
一年内到期的非流动负债	15,601	15,601	15,601	15,601					
其他流动负债	3,664	3,910	4,267	4,658	主要财务比率				
流动负债合计	86,366	95,455	101,923	109,128	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	12,515	12,515	12,515	12,515	成长能力				
应付债券	1,998	1,998	1,998	1,998	营业收入增长率	-1.0%	10.6%	12.3%	12.4%
其他非流动负债	3,628	3,628	3,628	3,628	EBIT增长率	33.3%	29.8%	25.8%	23.2%
非流动负债合计	18,142	18,142	18,142	18,142	归母公司净利润增长率	23.7%	28.0%	29.3%	24.1%
负债合计	104,508	113,596	120,064	127,269	获利能力				
归属母公司所有者权益	56,145	60,645	67,096	75,674	毛利率	22.4%	23.8%	25.0%	25.7%
少数股东权益	1,342	1,227	1,077	891	净利率	5.6%	6.5%	7.5%	8.3%
所有者权益合计	57,487	61,871	68,173	76,565	ROE	9.3%	11.0%	12.9%	14.3%
负债和股东权益	161,995	175,467	188,237	203,835	ROIC	7.2%	8.5%	10.1%	11.5%
					偿债能力				
					资产负债率	64.5%	64.7%	63.8%	62.4%
					债务权益比	82.2%	84.1%	77.3%	69.4%
					流动比率	1.3	1.3	1.4	1.4
					速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	156	146	143	141
					应付账款周转天数	117	101	100	99
					存货周转天数	169	155	154	154
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.58	0.75	0.93
					每股经营现金流	0.30	0.70	0.74	0.81
					每股净资产	4.75	5.13	5.68	6.40
					估值比率				
					P/E	15	11	9	7
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	163	133	117	102

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。