

## 行业展望

2025 年 1 月

## 工程机械行业

## 中国工程机械行业展望，2025 年 1 月

受有效需求不足的制约，本轮下行周期触底后总销量仍处于低位，考虑到房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，更新换代需求有限，且出口量及出口金额增速进一步放缓，工程机械行业仍处于本轮周期底部缓慢修复阶段；虽然部分产品销量触底回升，但预计 2025 年工程机械行业收入及利润增速仍将承压。

*中国工程机械行业展望维持“稳定弱化”，中诚信国际认为，未来 12~18 个月该行业总体信用质量将有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平。*

## 目录

|        |    |
|--------|----|
| 摘要     | 1  |
| 分析思路   | 2  |
| 行业基本面  | 2  |
| 行业财务表现 | 10 |
| 结论     | 14 |
| 附表     | 15 |

## 联络人

## 作者

## 企业评级部

汤梦琳 010-66428877  
mltang@ccxi.com.cn

王 歙 010-66428877  
shwang02@ccxi.com.cn

## 其他联络人

刘 洋 010-66428877  
yliu01@ccxi.com.cn

史 曼 010-66428877  
mshi@ccxi.com.cn

## 摘要

- 受有效需求不足的制约，2024 年以来工程机械行业处于触底后微弱复苏阶段，不同产品趋势分化明显，挖掘机和装载机销量率先呈现回升迹象，但起重机械等产品仍受制于建筑行业景气度低迷而需求不振。
- 尽管部分产品销量在近年连续下滑后有所恢复，但考虑到房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，且经过上一轮周期的高速增长后行业内存量设备规模较大，更新换代需求有限，预计 2025 年国内工程机械市场快速回升的可能性不大。
- 当前出口规模处于历史高位，且主要出口国家和地区下游需求增量均有支撑；但在高基数等因素的影响下，2023 年以来我国工程机械产品出口量及出口金额增速持续放缓，贸易摩擦亦对部分区域出口形成一定限制，预计 2025 年工程机械出口增幅将进一步下降。
- 由于销量仍受制于市场需求不足，2024 年工程机械样本企业收入增长乏力，盈利水平和经营获现能力虽有所好转，但尚未恢复至以前年度高位；得益于盈利和经营获现能力的提升优化内部流动性，样本企业债务规模得到较好控制。展望 2025 年，工程机械企业收入及利润的增长仍将承压。

## 一、 分析思路

工程机械行业的信用基本面分析，主要是对近年来主要产品销售情况，以及国内外市场需求变化的分析。同时，通过观察行业景气度变化对行业内企业财务状况的影响，进而分析企业盈利水平和杠杆水平等信用基本面的变化情况。本文指出，部分产品销量在近年连续下滑后有所恢复，带动工程机械企业经营业绩好转，但考虑到房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，经过上一轮周期的高速增长后行业内存量设备规模较大，更新换代需求有限，工程机械行业仍处于本轮周期底部缓慢修复阶段。预计2025年部分工程机械产品销量将触底回升，但行业整体收入及利润恢复空间有限。

## 二、 行业基本面

### 工程机械行业概况

受有效需求不足的制约，2024年以来工程机械行业处于触底后微弱复苏阶段，不同产品趋势分化明显，挖掘机和装载机销量率先呈现回升迹象，但起重机械等产品仍受制于建筑行业景气度低迷而需求不振。

2023年国内市场需求处于萎缩并不断筑底的过程中，出口由高速增长过渡到平稳增长阶段，在此背景下全年主要产品合计销量为176.43万台，同比增长3.18%；增量主要来源于周期性特征较弱的叉车、升降作业平台等产品出口量增长，挖掘机、装载机、起重机械等产品需求仍受制于建筑行业需求不振，剔除叉车和升降工作平台后其他工程机械产品合计销量同比下降17.55%。2024年以来，随着政策托底经济，部分产品内销表现有回暖趋势，工程机械行业仍处于本轮周期底部缓慢修复阶段。挖掘机销量在经历连续三年下跌后迎来复苏，且行业出口保持较强韧性，1~11月工程机械主要产品销量为168.83万台，同比增长4.72%，但不同产品趋势分化明显。

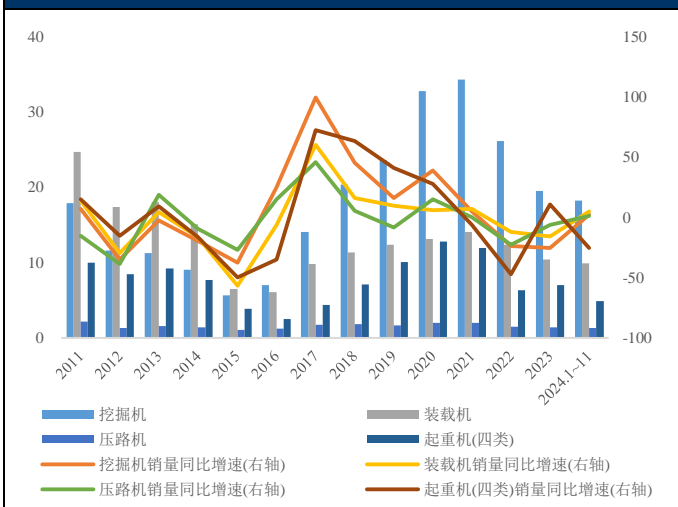
**土方工程机械：**从产品结构看，以挖掘机、装载机、压路机等为主的土方机械主要用于土方工程中的挖掘、运输、平整等作业，其需求与房地产开发投资和全社会基础建设投资呈高相关性。2023年我国挖掘机销量为19.50万台，同比下降25.38%，其中国内销量9.00万台，同比下降40.76%，出口10.50万台，同比下降4.04%。2024年以来，在8月以来新增专项债发行放量、万亿国债落地等举措的加持下，部分地区项目开工情况好转，叠加大规模设备更新政策的推出以及低基数作用，3月以来挖掘机月度销量同比增速率先转正并逐月保持；全年销量为20.11万台，同比增长3.13%，结束了两年连降的趋势并实现筑底反弹，其中国内销量10.05万台，同比增长11.70%，出口10.06万台，同比下降4.24%。从前11个月的数据来看，国内华东地区对挖掘机的需求量最大，占比27.99%，但销量同比有所下降，其余地区销量均实现增长，华北、华南地区增幅超过20%；从吨位分布情况看，小挖(<18.5t)仍占据市场主流，占比为60.09%，中挖需求仍一定程度上受到房地产行业低迷影响，销量同比下降3.24%。4.57万台，小型和大型

设备需求则分别得益于农村水利和采矿业的高景气度而有所增加，6t以下和40t以上设备销量同比增幅分别为9.70%和18.55%。挖掘机行业的竞争格局相对稳定，但竞争日益激烈，国产品牌不断抢占外资品牌市场份额，2023年国产品牌合计市场占有率超过80%。部分同质化程度较高的产品行业竞争较为激烈，尽管“国四”排放标准的切换曾短暂带动国内市场挖掘机成交价格的上升，但价格战的普遍存在仍使得2024年以来销售价格有下降趋势。头部企业三一重工、徐工机械多年来占据国内市场前二位，2023年合计占有国内挖掘机市场约50%的份额，集中度提升趋势不改。2023年装载机和压路机销量亦延续下降趋势，伴随整体开工情况好转以及电动化渗透率的提升，2024年装载机销量同比增长4.10%至10.82万台；压路机销量为1.42万台，与上年基本持平。

**起重机械：**起重机械广泛应用于工业、建筑、航运、物流等领域，2023年我国起重机销量随着物流仓储、能源投资等下游领域需求的恢复而短暂增长；但受制于设备保有量高及开工率不足等因素持续增长动力不足，2024年1~11月我国四大类起重机合计销量为4.90万台，同比下降25.31%，汽车起重机、随车起重机、履带起重机和塔式起重机销量分别为1.83万台、2.14万台、0.24万台和0.68万台，同比分别下降20.17%、4.20%、20.17%和60.38%，出口的增长难以弥补国内需求的低迷，其中塔式起重机受房地产投资下滑的负面影响最为明显。

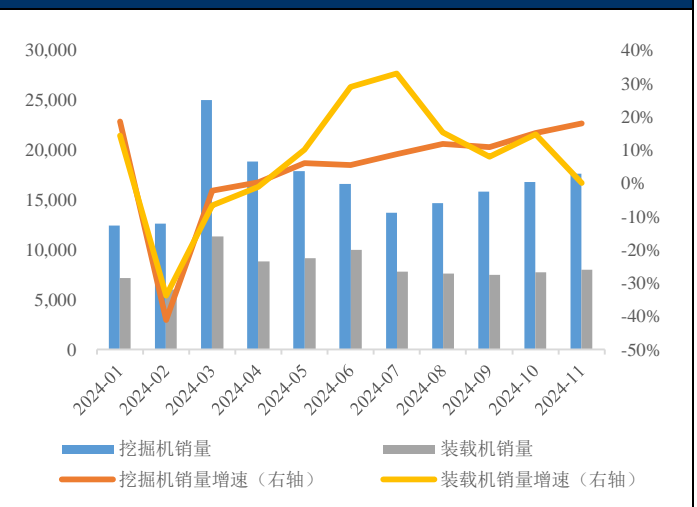
**隧道施工机械：**中国隧道掘进设备市场随着基础设施建设的不断推进和城市化进程的加速，市场规模显著增长，目前我国是全球最大的全断面隧道掘进机生产国和最大的市场，铁建重工与中铁工业呈现双寡头竞争格局。同时，国产品牌盾构机不断向海外市场开拓，“一带一路”区域重大合作项目陆续涌现，中国已成为全球盾构掘进机械的主要出口国家之一；2024年1~11月出口金额达到5.71亿美元，超过2023年全年水平，未来海外营收规模提升空间大。

图 1：主要工程机械产品销量及增速变动情况(万台、%)



资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

图 2：挖掘机和装载机月度销量情况(台)



资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

2023年以来全球工程机械行业竞争格局未发生明显变化，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 2024)，2023年入榜企业销售额合计2,434亿美元，

创有史以来最高纪录。入榜中国工程机械厂商增至13家，中国入榜企业销售额合计419.21亿美元，占比17.2%，较上年下降1个百分点。2023年上述企业总营收为418.26亿美元，其中44.24%来自海外市场，较10年前大幅增长了近8倍，国际化布局效果显著。但近年来中国企业的全球市场份额整体有所下滑，一方面系受到国内销售急剧收缩的影响，另一方面系海外品牌供应链逐渐恢复所致。徐工机械、三一重工、中联重科、柳工在全球工程机械行业的市场占有率分别为5.3%、4.2%、2.4%和1.6%，国内企业的海外市场份额与卡特彼勒和小松相比仍偏低，未来有较大提升空间。

表 1: 2024 年全球工程机械制造商 50 强部分企业市场占有率情况

| 排名 | 公司名称 | 国别 | 2021 年市场份额 | 2022 年市场份额 | 2023 年市场份额 |
|----|------|----|------------|------------|------------|
| 1  | 卡特彼勒 | 美国 | 13.9%      | 16.3%      | 16.8%      |
| 2  | 小松   | 日本 | 11.0%      | 10.7%      | 10.4%      |
| 3  | 约翰迪尔 | 美国 | 4.9%       | 5.4%       | 6.1%       |
| 4  | 徐工机械 | 中国 | 7.9%       | 5.8%       | 5.3%       |
| 5  | 利勃海尔 | 德国 | 4.1%       | 4.3%       | 4.2%       |
| 6  | 三一重工 | 中国 | 7.0%       | 5.2%       | 4.2%       |
| 12 | 中联重科 | 中国 | 4.5%       | 2.7%       | 2.4%       |
| 19 | 柳工   | 中国 | 1.7%       | 1.7%       | 1.6%       |
| 31 | 山推股份 | 中国 | 0.6%       | 0.6%       | 0.6%       |
| 32 | 龙工   | 中国 | 1.9%       | 0.7%       | 0.6%       |

资料来源: Yellow Table 2022~2024, 中诚信国际整理

整体来看，工程机械市场格局较为稳定，但下游需求恢复不均等因素导致销量有所分化，2024年挖掘机全年销量实现小幅增长，装载机销量亦触底回升，但起重机等产品需求尚未见到拐点，行业尚未进入全面稳健增长的阶段。

## 国内工程机械市场需求

尽管部分产品销量在近年连续下滑后有所恢复，但考虑到房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，且经过上一轮周期的高速增长后行业内存量设备规模较大，更新换代需求有限，预计 2025 年国内工程机械市场快速回升的可能性不大。

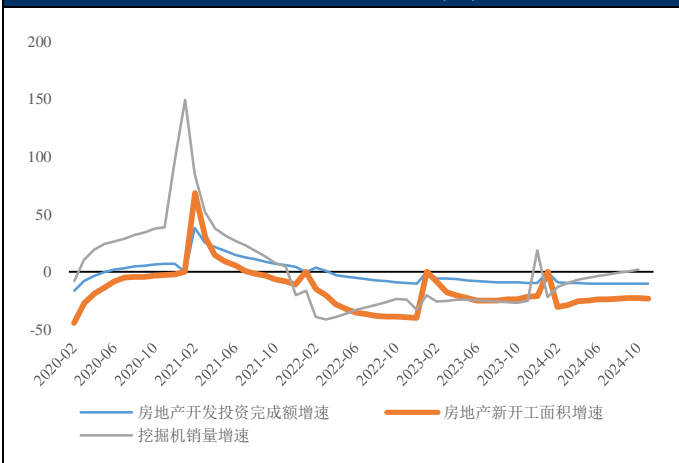
增量市场方面，国内固定资产投资是工程机械行业发展的最主要需求来源。2023年全年实现全社会固定资产投资总额（不含农户）50.30万亿元，比上年增长3.00%；2024年以来，宏观调控政策持续显效，基建和制造业投资发力，但地产仍然偏弱，1~11月全国固定资产投资同比增长3.30%。具体来看，近年来基础设施投资保持增长趋势，但整体增速已经放缓。2023年全年基础设施投资完成额（不含电力）同比增长5.90%，增速较上年下降3.5个百分点。2024年1~11月全国基础设施投资完成额（不含电力）同比增长4.20%，同比下降1.6个百分点，受专项债前期发行进度偏慢、地方政府债务压力大等因素影响，整体增速不及预期；其中水利管理业投资增长40.90%，电力热力生产和供应业投资增长29.60%，设备工器具购置投资增长15.80%，为投资扩大的重要支撑因素。伴随“两重”建设和“两新”工作持续推进以及新基建投资的发力，同时在超长期特别国债和地方政府专项债发行额度均有增加预期、专项债使

用范围扩大的利好因素的带动下，预计2025年基建投资有望维持稳健增长；但在“化债”和“稳住地产”的政策诉求下，基建投资增速难以有大幅改善的可能。

2023年房地产行业规模持续下滑，全年商品房销售面积、金额分别为11.17亿平方米、11.66万亿元，同比分别下降8.50%和6.50%，在一系列优化调整政策的作用下，投资、销售等指标降幅有所收窄。2024年以来中国房地产市场仍处在低位调整期，1~11月商品房销售面积和金额分别为8.61亿平方米、8.51万亿元，同比分别下降14.30%和19.20%，投资开发端受销售去化压力的影响持续承压，房屋新开工面积6.73亿平方米，同比下降23.00%。2024年9月，中央经济工作会议定调要“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，预计房地产政策宽松基调或将延续，货币化安置城中村改造和危旧房改造、部分区域限制性政策优化以及加大购房补贴等政策实施有望带动需求修复；但房地产市场恢复仍面临诸多挑战，政策性利好仍处于落地见效的过程之中，对于“新开工和投资端”的带动效果依然存在一定的滞后性，2025年房建市场能否实质性止跌回稳及其对于国内工程机械市场需求的提振作用有待持续观察。

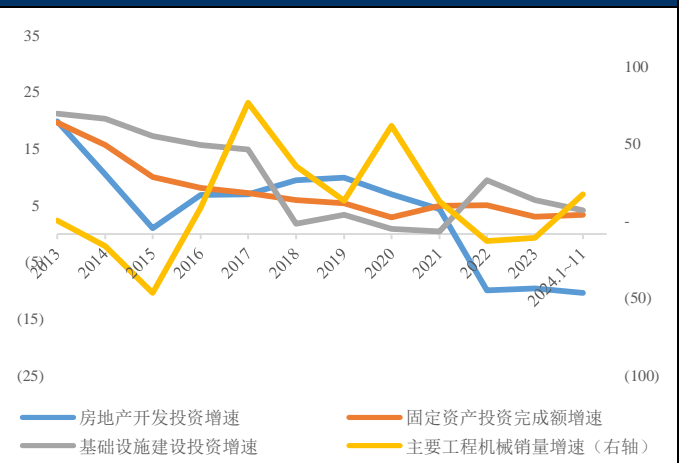
采矿业、农业等领域的投资增加对细分产品需求的带动作用较明显。近年来国家不断推动采矿业发展，在加大勘探开采力度相关政策实施下，各地全力推进“十四五”矿产资源规划的落实，采矿业固定资产投资已连续3年正增长，2024年1~11月增幅升至10.30%，成为带动当期大型挖掘机销量回升的重要因素。农业固定资产投资亦保持增长，2024年1~11月同比增长4.30%，伴随各地区推进老旧农业机械报废更新的政策逐步落实，预计2025年农机销量有望继续增长。

图 3：近年我国挖掘机销量与房地产开发投资、房地产新开工面积增速对比(%)



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

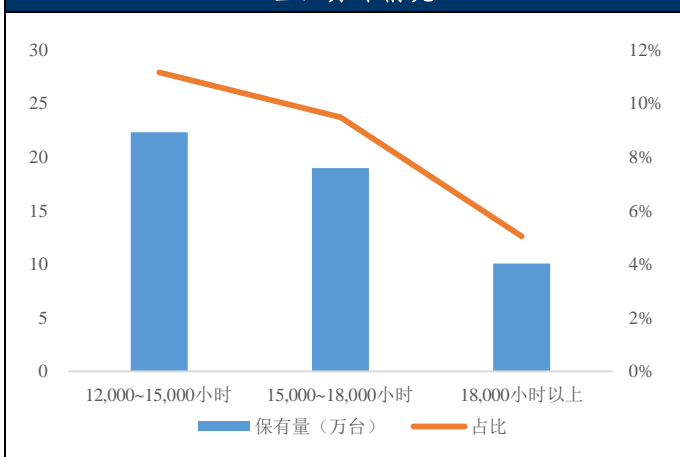
图 4：近年我国主要工程机械产品销量（不含叉车）与固定资产投资、基建投资增速对比（万台、%）



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

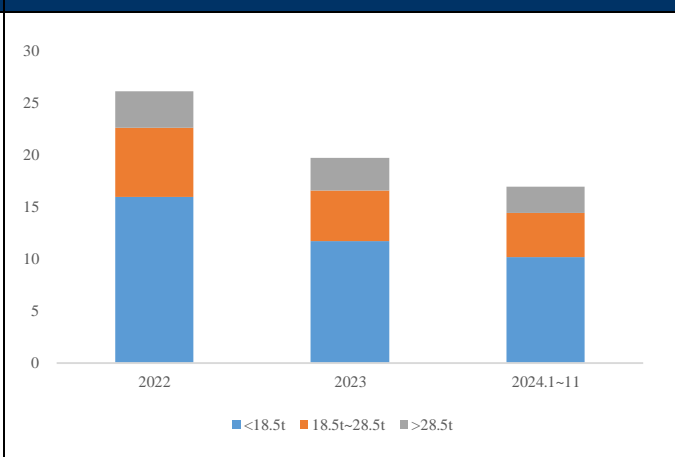
存量市场方面，上一轮周期<sup>1</sup>的高速增长导致行业内存量设备规模较大，以挖掘机为例，截至2024年末中国存量液压挖掘机数量超过200万台，或在一定程度上影响新机销售。从自然更新需求来看，开机超过1万小时的挖掘机折损较为严重，是目前存量替代的主要对象，截至2024年末，开机小时数在12,000小时以上的挖掘机保有量为51.31万台<sup>2</sup>，约占总量的25%，预估未来5年内自然更新换代需求仍将支撑超过50万台的新机销量；其中开机小时数超过18,000小时的挖掘机为10.07万台，有望成为2025年新增销量的重要贡献。除挖掘机外，汽车起重机、装载机、压路机和混凝土泵车等其他产品的生命周期略滞后于挖掘机，因此其更新需求亦晚于挖掘机。中诚信国际认为，在房地产及基建等市场需求端并未有明显改善的背景下，更新换代需求已经成为支撑销量增长的重要因素之一，预计未来一段时间内上述产品仍将有一定规模的自然更新换代需求，但难以支撑行业销量快速增长。

图 5：截至 2024 年末挖掘机工作小时数（12,000 小时以上）分布情况



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

图 6：近年挖掘机分吨位销量情况（万台、%）



资料来源：国家统计局、公开资料，中诚信国际整理

环保及设备更新政策的实施亦将加速老旧设备和高排放设备淘汰，2024年以来，在国务院《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》发布后，各部委相继出台相关政策，包括《推动工业领域设备更新实施方案》《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》等，各地方也积极出台实施方案，通过限制使用、经济补偿等综合措施加快高排放设备淘汰，将在一定程度上支撑行业销量增长。出于长期使用的经济性以及环保要求考虑，电动化已成为重要发展趋势，但不同产品电动化渗透率差异较大，其中挖掘机、起重机仍处于起步阶段，叉车、高空作业机械和装载机发展相对较快。2023年以来电池价格下降拉动电动化产品需求提升，当期我国电动装载机销量为3,595台，同比增幅超过200%；2024年以来维持涨势，1~10月销量为9,361台，渗透率达到10.38%。2023年我国电动叉车销量为79.66万台，同比增长18.05%；2024年1~11月销量为85.89万台，渗透率达到73.15%。预计未来随着“三电”技术逐步成熟，电池、电机等核心零部件的制造成本降低并向主机价格传导，电动工程机械在市场上的竞争

<sup>1</sup> 通常情况下，工程机械产品的寿命周期约为8~10年，上一轮销售高峰集中在2008~2011年，各产品销量均在2011年达到顶峰，2016~2021年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期，而周期顶峰集中于2018~2021年。

<sup>2</sup> 假设条件为挖掘机寿命为8~13年，在机器达到使用寿命后全部报废并退出市场，年均开工小时数1,500小时，进口数量未纳入统计。

力将得到提升，加之主要应用场景的充换电设施进一步完善，电动化产品销量和渗透率有望持续提升。此外，政策方面已经明确指出要大力推进工地机械管理系统的智能化发展，并促进整个工程机械行业的转型升级，目前，利用物联网、大数据、人工智能等新技术的工程机械，极大提升了施工现场的管理效率，行业数字化转型和智能化升级亦为重要发展趋势之一。

表 2：2024 年以来部分省市出台的促进设备更新政策

| 地区     | 政策                                  | 内容  |
|--------|-------------------------------------|---|
| 上海市    | 《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理暂行办法》（征求意见稿） | 明确了上海地区国二非道路移动机械更新补贴的具体管理办法，对特大型挖掘机最高补贴 36 万元，大型挖掘机补贴 13.8 万元，中小型挖掘机补贴 3.6 万元，微型挖掘机补贴 2 万元；大型装载机最高补贴 23.4 万元，中型装载机补贴 15.6 万元，小型装载机补贴 11 万元。2025 年 12 月 31 日以后申请的，实际补贴金额=补贴标准×80%，退坡比例为 20%。 |
| 山东省    | 《山东省推进国一及以下排放标准的非道路移动机械淘汰更新工作方案》    | 2024 年年底合计要淘汰的国一及以下排放标准的非道路移动机械数量高达 17,000 余台。在具体工作措施中，《工作方案》提出要强化经济政策引导，有条件的市可通过多种方式筹措资金，并出台符合本地实际的国一及以下非道路移动机械淘汰更新及奖补工作方案。  |
| 江苏省    | 《江苏省推进建筑和市政基础设施设备更新工作方案》            | 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，鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。  |
| 山西省临汾市 | 《2024 年临汾市建筑工地大气污染管控实施方案》           | 市区建筑工地 5 月底前所有非道路移动工程机械设备全部更换为新能源工程机械设备，督促各施工企业采取租赁、改装、购买等方式按时进行更换。   |

中诚信国际认为，2024 年以来基建投资对工程机械需求形成了一定支撑，国内小松挖掘机开工率自 2 月起持续回升，11 月开工小时数同比增长 4.4% 达 105.4 小时，庞源租赁塔吊吨米利用率为亦同比上升 2.2 个百分点至 55.2%，均可证明下游需求的逐步好转；行业步入新一轮更新换代周期、设备更新政策推行以及电动化率的提升亦有望带来一定需求增量，预计 2025 年国内市场将缓慢走出低谷。但房地产行业仍处在低位调整期，基建投资增速有限，对工程机械需求的提振作用均较为有限，且考虑到经过上一轮周期的高速增长后行业内存量设备规模较大，2025 年国内市场仍处于供需关系修复期，仍面临有效需求不足的问题，距离行业整体回归稳定发展还需要一段时间，恢复程度仍部分依赖于政府化债政策的持续落地及其效力的有效发挥。

## 工程机械出口情况及发展趋势

当前我国工程机械出口规模处于历史高位，且主要出口国家和地区下游需求增量均有支撑；但在高基数及需求放缓等的影响下，2023 年以来我国工程机械产品出口量及出口金额增速持续放缓，贸易摩擦亦对部分区域出口形成一定限制，预计未来工程机械海外销售增速将进一步降低。

内需不足背景下，我国工程机械企业产能仍需依靠低成本优势持续提升海外市场份额来消化，伴随我国工程机械企业加快海外业务扩张，2023 年我国工程机械出口金额同比增长 9.59% 至

485.52亿美元，再次创造历史峰值，但增速已自2023年以来放缓；2024年以来保持增长态势，1~11月出口金额为478.17亿美元，同比增长7.16%。具体来看，不同产品和不同区域存在一定分化，2023年下半年以来受到海外供应链恢复、东南亚需求疲软、渠道去库存及前期高基数等因素影响，挖掘机、装载机等主要整机产品出口量或增速均由增转降，2023~2024年挖掘机出口销量分别下降4.04%和4.24%，尽管已连续两年下降，但仍维持在10万台以上，对比2020年的3.47万台，在四年间我国挖掘机产品的出口销量增幅接近200%。装载机需求则受益于电动化市场渗透率提升而保持较好韧性，2023年和2024年1~11月出口销量分别为19.16万台和12.64万台，同比分别增长11.50%和12.50%。得益于全球制造业和物流业景气度的提高，出口量最大的叉车亦保持增长，2023年和2024年1~11月出口量分别为77.88万台和82.31万台，同比分别增长7.14%和14.96%。高空作业平台出口地区主要为欧美、中东等，得益于主要市场需求较饱满，2023年和2024年1~11月出口量分别为7.66万台和8.56万台，同比分别增长7.19%和24.20%。

从出口区域来看，“一带一路”沿线国家尤其是东南亚地区，仍然是我国工程机械的主要出口地，2023年我国工程机械企业对“一带一路”沿线国家出口210.55亿美元，占全部出口额的47.20%，同比增长24.10%。2023年我国工程机械出口前三大目标国仍为俄罗斯、美国和印尼，合计出口金额占比约25%，但销售额变化趋势有所分化，其中，地缘政治因素导致欧美工程机械品牌几乎全面退出俄罗斯市场，在此背景下我国工程机械企业对俄罗斯联邦出口额为60.58亿美元，同比增长66.50%，对美国和印尼的出口额分别为42.79亿美元和23.10亿美元，同比分别下降7.51%和15.00%。从需求端看，俄罗斯矿产资源丰富，基于其强劲的固定资产投资力度以及稳定的石油出口情况，预计未来需求增长较有保障；美国基建及房地产投资对工程机械需求带动作用较强，但仍由老牌企业主导市场（卡特彼勒在北美的市占率超过60%），中国品牌市占率不足10%，在市场份额方面取得重大突破还需要较长时间；印尼近年来采矿业持续发展，中资企业也纷纷在印尼投资建厂，带动相关工程机械产品需求的增长，印尼政府2024年基础设施发展预算为1,984.5~2,387.5亿元人民币，用于加速新首都的建设和经济转型，预计当地对工程机械产品的需求将持续增加。2024年以来欧洲、北美、日本和印尼地区的小松挖掘机开工小时数均维持较高水平，表明上述区域基建和房地产等市场的景气度持续旺盛。

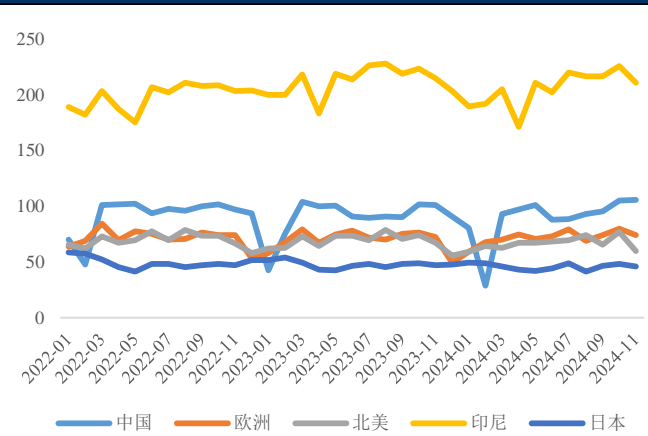


图 7：近年工程机械产品出口金额及增速（亿美元、%）



资料来源：中国工程机械工业年鉴，中诚信国际整理

图 8：主要地区/国家小松挖掘机开工小时数情况（小时）



资料来源：中国工程机械工业协会，中诚信国际整理

但同时，2023年11月英国对中国履带式挖掘机开展“双反”调查、2024年以来美国对中国发布301关税声明<sup>3</sup>、欧洲对高空作业平台进行反倾销调查<sup>4</sup>，贸易摩擦加剧导致中国对上述地区的出口规模同比下降，卡特彼勒、约翰迪尔、沃尔沃等竞争对手在本土更占优势也增加了中国对欧美市场出口的壁垒，需关注相关政策风险对工程机械出口的影响。

从中国工程机械企业出海方式来看，过去受益于“一带一路”等对外基建合作的持续拉动，我国工程机械较多通过工程承包的方式实现“搭车”出海；但2021年以来工程机械出口总额累计增速已显著高于“一带一路”沿线地区新签承包工程额累计增速，2023年和2024年1~11月我国对外承包工程业务营业额（以美元计价）分别同比增长3.80%和3.40%，而工程机械出口金额（以美元计价）分别同比增长9.59%和7.16%，自主出海趋势明显。规模化生产及成本优势使中国制造更具性价比，但随着竞争的加剧，单纯的价格优势不足以支撑国内企业在国际竞争中取得足够的领先优势。因此，近年来国内企业海外渠道布局和服务后市场日益完善、国际产品研发进度不断加快、产品品质有所提升、产品线覆盖更加全面，同时完成了从“产品出海”到“产能出海”的转变，海外建厂和本地化运营步伐提速；加之国产品牌本身拥有的高性价比、供应链完整高效等特点，其综合竞争力和全球影响力逐年增强，与海外龙头在技术和质量方面的差距正在缩小。此外，电动化有望成为中国工程机械企业参与国际竞争的重要突破点，国内完善的电池产业链和价格优势为工程机械电动化产品的研发和商用提供了支撑。

中诚信国际认为，当前工程机械出口总量处于历史高位，2024年装载机和挖掘机出口量均约占总销量的50%，同时海外各市场的基建、制造业、矿山行业等下游领域仍能对各类工程机械产品需求量提供一定支撑，未来国际市场仍有一定的增量空间。但出口已由快速增长期逐

<sup>3</sup> 锂电池和零部件关税从7.5%加至25%，非动力锂电（主要储能电池）2026年开始关税从7.5%加至25%，船岸龙门起重机的关税税率从0%提高到25%等。

<sup>4</sup> 对四家被抽样的中国高空作业平台制造商拟征收临时关税税率分别为：星邦智能56.1%、浙江鼎力31.3%、特雷克斯（常州）25.6%、捷尔杰（天津）23.6%；其余为32%或56.1%。

步过渡到平稳发展期，贸易壁垒和竞争对手等因素亦对中国企业向欧美国家的出口造成一定限制，预计2025年增速难以恢复至2021~2022年的高增态势。

### 三、行业财务表现

由于销量仍受制于市场需求不足，2024年工程机械样本企业收入增长乏力，盈利水平和经营获现能力虽有所好转，但尚未恢复至以前年度高位；得益于盈利和经营获现能力的提升优化内部流动性，样本企业债务规模得到较好控制。展望2025年，工程机械企业收入及利润或将继续呈现弱复苏状态。

#### 样本企业概述

中诚信国际在财务分析时，参考中诚信行业分类标准选取工程机械行业上市企业，剔除子公司重复计算因素后，以剩余8家工程机械行业企业为样本进行财务分析。据工程机械行业协会统计，2023年工程机械行业营业收入同比下降4.58%至8,101亿元，其中样本企业实现营业收入2,929.74亿元，占行业总收入的36.17%。样本企业主要产品涵盖挖掘机、混凝土机械、起重机等主要工程机械设备，具有一定的行业代表性，样本企业中徐工机械、三一重工、中联重科产品线较为多样化，其余各家企业则以生产一种或几种产品为主。

表 3：样本企业概况

| 公司名称           | 公司简称           | 主要产品   |
|----------------|----------------|--|
| 徐工集团工程机械股份有限公司 | 徐工机械 000425.SZ | 起重机械、挖掘机械、混凝土机械、铲运机械、压实机械、路面机械、消防机械、环卫机械、专供机械等 |
| 三一重工股份有限公司     | 三一重工 600031.SH | 混凝土机械、挖掘机械、起重机械、桩工机械、路面机械                      |
| 中联重科股份有限公司     | 中联重科 000157.SZ | 混凝土机械、起重机械、农业机械等                               |
| 广西柳工机械股份有限公司   | 柳工 000528.SZ   | 土石方机械等   |
| 安徽合力股份有限公司     | 安徽合力 600761.SH | 叉车等  |
| 山河智能装备股份有限公司   | 山河智能 002097.SZ | 地下工程机械、挖掘机及其他工程机械                              |
| 山推工程机械股份有限公司   | 山推股份 000680.SZ | 建筑工程机械、矿山机械、农田基本建设机械、收获机械                      |
| 杭叉集团股份有限公司     | 杭叉集团 603298.SH | 叉车等  |

资料来源：企业年报，中诚信国际整理

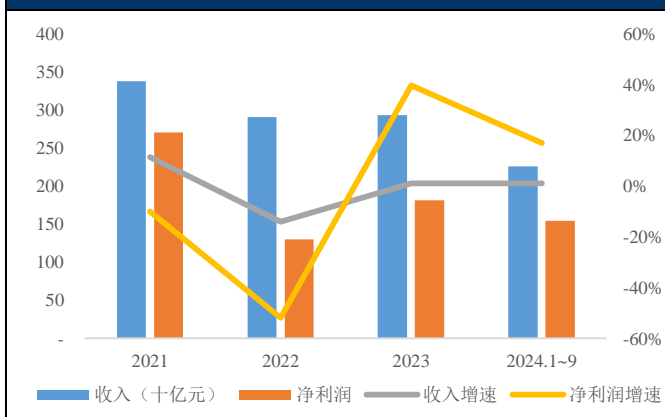
#### 盈利能力

受制于市场下游需求仍然不足，2024年工程机械企业收入及经营性业务利润增长乏力，利润增速有所回落；随着部分产品销量在近年连续下滑后开始回升，预计2025年工程机械企业收入及利润有望继续保持底部修复态势。

2023年行业高存量以及房地产投资持续低迷等因素对内销需求形成抑制，但外销持续增长对业绩形成一定支撑，在此背景下样本企业营业总收入合计与上年基本持平；其中头部企业徐工机械、三一重工受主要产品销量下滑影响收入略有下降，杭叉集团、安徽合力则受益于其

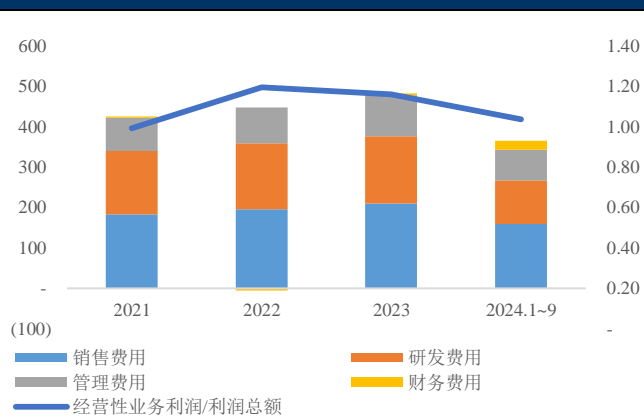
核心产品叉车需求较旺，收入增幅均超过10%。得益于产品及市场结构的优化、钢材价格整体回落以及竞争压力下降本增效措施的实施，样本企业盈利能力得到恢复，营业毛利率均值为23.29%，较上年提升约4个百分点。随着加大业务拓展带来的各项费用增加以及汇率波动导致汇兑损失增加，2023年样本企业期间费用同比增长8.24%，期间费用率随之升至15.70%。经营性业务利润仍为工程机械企业利润总额主要来源，得益于收入回归稳定以及营业毛利率的提升，2023年样本企业经营性业务利润合计同比增长36.46%，带动净利润同比增长39.53%。2024年以来国内房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，叠加出口增速进一步回落，2024年前三季度样本企业营业收入同比仅略有增长（1.17%），营业毛利率均值同比提升约1个百分点，期间费用情况控制较好，期间费用率同比持平，当期经营性业务利润同比增长2.23%，恢复程度有限；受益于当期计提的应收账款坏账损失收窄，净利润大幅增长16.94%，但距离2020~2021年的行业高点仍有很大差距。预计2025年，伴随部分产品销量在近年连续下滑后开始回升，工程机械企业收入及利润有望维持2024年的小幅增长态势。

图 9：样本企业收入及盈利情况



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 10：样本企业费用及利润总额情况（亿元、X）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 现金流及周转率

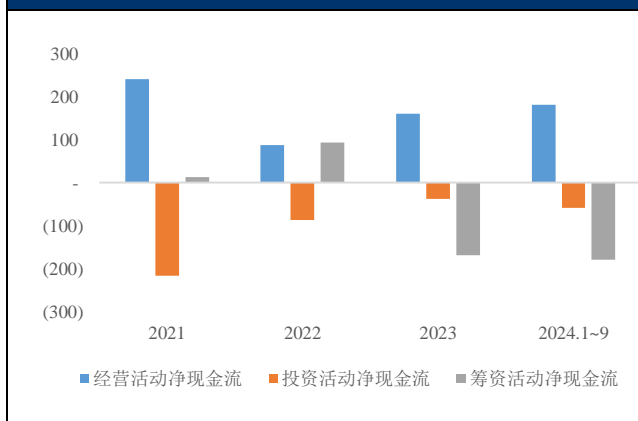
2024年以来工程机械企业经营获现能力持续好转，但尚未恢复至以前年度高位，周转率指标有待提升，且信用销售规模较大带来的或有负债风险仍值得关注；固定资产投资需求不大，由于部分企业净偿还债务规模仍较大，筹资活动现金流呈大幅净流出态势。

现金流方面，得益于盈利水平以及回款情况的改善，2023年样本企业经营活动净现金流合计161.09亿元，同比增长82.98%；由于固定资产等长期投资支出减少，投资活动净现金流合计为-38.12亿元，净流出规模大幅收窄；得益于获现能力提升带来可支配资金增加，徐工机械等企业当期净偿还债务规模较大，导致筹资活动现金流合计转为大幅净流出态势。2024年前三季度，样本企业经营活动净现金流合计为182.07亿元，同比增长120.94%，但尚未恢复至2021年高点。其中，由于当期采购付款减少等原因，三一重工经营活动净现金流同比增长144.48%至123.75亿元，约占合计值的70%，山河智能经营活动净现金流则受益于经营质量改善在当期

转为净流入，对样本企业整体数据影响均较大，剔除上述两家企业后，剩余样本企业经营活动净现金流合计同比增长24.15%；投资活动净现金流合计为-59.18亿元，净流出小幅增加；行业内企业持续利用经营获现取得的现金偿还债务，筹资活动现金流合计呈大幅净流出态势。

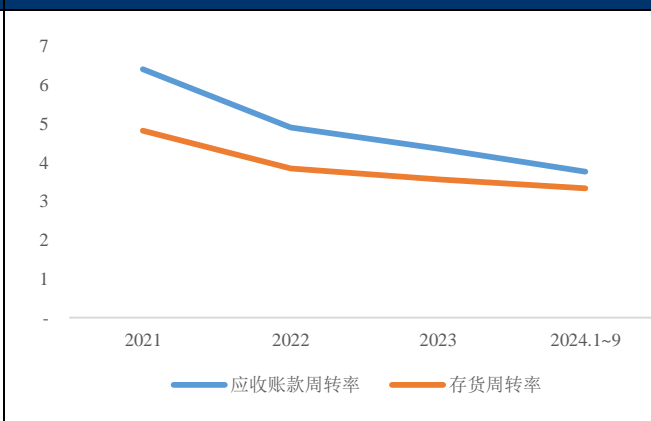
运营指标方面，受国际销售占比不断提升等因素影响，工程机械企业均需储备一定库存，2023年存货周转率以及应收账款收转率分别降至3.56次以及4.36次；由于尚未到结转期确认收入，2024年前三季度经年化的平均应收账款周转率和存货周转率呈下降态势。

图 11：样本企业现金流情况（亿元）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

图 12：样本企业经营效率情况（次）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

由于出口销售占比提升，2023年部分样本企业融资租赁模式下销售收入有所下降，其中徐工机械融资租赁模式下销售收入占比由2022年的接近60%降至约30%。但行业信用销售占比较大的特征仍未改变，融资租赁和分期付款模式仍为主要销售模式。由于在融资租赁以及银行按揭等模式下，公司将对承租人无法支付租金的情况承担回购租赁物义务或是担保责任义务，致使工程机械企业或有负债规模维持较高。行业下行周期及流动性紧张的情况下上述模式将加大企业担保回购义务及坏账风险，工程机械企业履行的回购规模或将有所上升。得益于行业龙头企业较强的风控水平，在回款逾期时可采取诉讼、远程锁机等多种措施催收，整体逾期风险可控，不过客户质量一般的中小企业将面临更高的信用风险。

## 资本结构及偿债能力

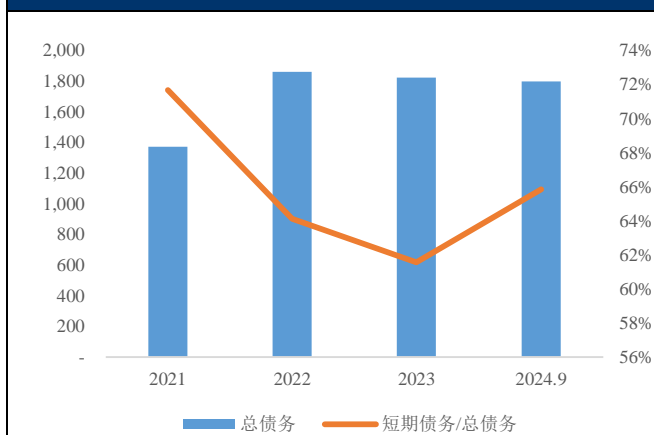
得益于盈利和经营获现能力的提升优化内部流动性，2024年工程机械企业债务规模得到较好控制，资本结构及偿债能力指标亦有所优化；公开债务集中于资本实力较强的头部企业，行业整体财务风险尚未发生显著变化。

债务规模方面，为提升资金使用效率并降低融资成本，2023年徐工机械出售大量理财产品并用货币资金偿还银行借款，三一重工偿还较多短期应付债券及质押式回购借款，上述两家企业2023年末总债务约占样本企业债务合计的60%，对样本企业债务变化影响程度较高，受此

影响样本企业总债务下降1.04%。2024年9月末，由于三一重工、柳工等企业净偿还部分借款，样本企业总债务合计较上年末下降1.49%，债务期限结构仍以短期债务为主，结构较为合理。2023年以来财务杠杆水平有所回落，截至2024年9月末样本企业资产负债率和总资本化比率均值分别为55.17%和41.32%。

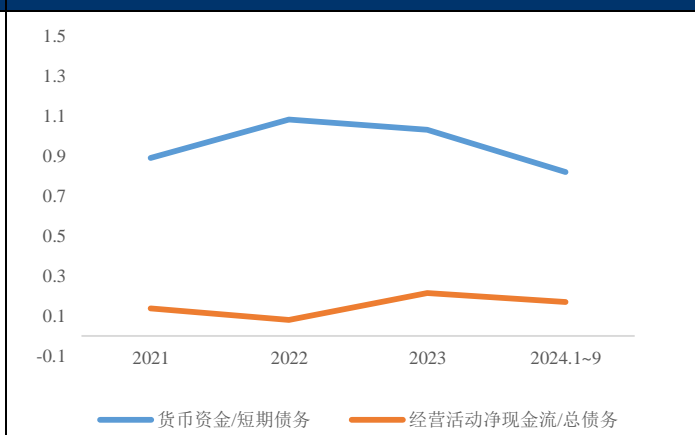
偿债能力方面，2023年样本企业EBITDA合计358.83亿元，同比增长27.99%，同时债务规模回落，EBITDA对总债务的覆盖能力随之提升，经营获现水平改善亦使其对总债务的保障能力增强。2024年前三季度，经年化的样本企业经营活动净现金流对总债务的保障能力保持在较好水平，当期末货币资金亦能对短期债务偿付形成一定支撑。

图 13：样本企业债务结构变化情况（亿元、X）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

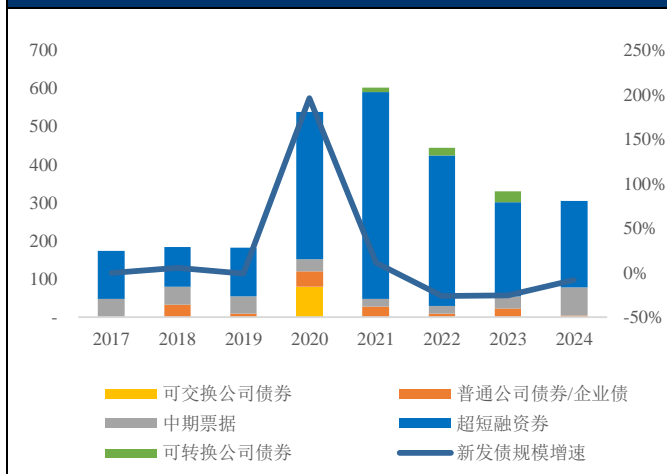
图 14：样本企业偿债指标变化情况（X）



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

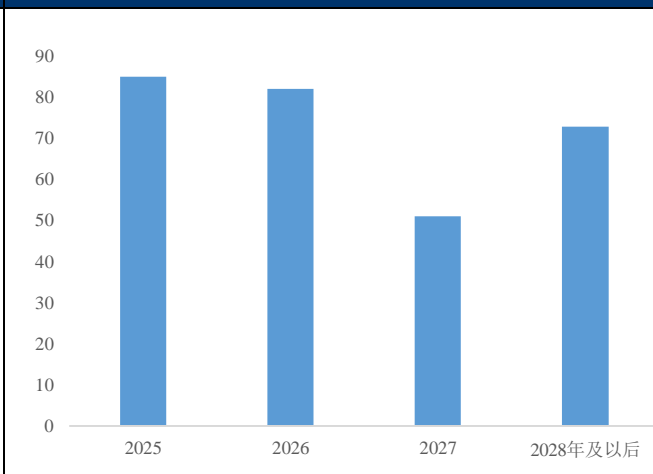
债券融资方面，部分企业债券融资中资产支持票据占绝对比重，徐工集团2024年末合并口径内子公司发行的资产支持票据和资产支持证券余额合计410.97亿元，远超其信用债发行水平；同期末三一重工合并口径内子公司发行的资产支持票据和资产支持证券余额合计83.21亿元，亦相对于信用债较高，由于基础资产主要为应收租赁款、合同款项等，偿付来源有保障。信用债方面，2024年工程机械企业信用债发行总额为305亿元，较上一年度下降7.85%。分品种看，2024年工程机械企业超短期融资券发行总额为226亿元，发行规模较上年有所下降，占行业信用债发行总额的比重为74.10%，其余发行品种为中期票据和公司债。目前行业内存续信用债的发行主体共6家，主要集中在高信用等级。从存续债到期情况看，工程机械企业29.22%的信用债将于一年内到期，集中到期压力可控，需持续关注债券市场融资环境的变化情况。

图 15: 行业信用债发行结构及发行规模增速 (亿元)



资料来源: choice, 中诚信国际整理

图 16: 行业存续信用债各年度到期金额 (亿元)



资料来源: choice, 中诚信国际整理

## 四、 结论

受有效需求不足的制约，2024年以来工程机械行业总销量仍处于触底后弱复苏阶段；工程机械企业收入和经营性业务利润增长乏力，经营获现能力得以恢复但尚未恢复至以前年度高位；债务规模得到较好控制，偿债能力有所增强，行业整体财务风险较为可控。展望2025年，考虑到房地产及基建等市场需求端并未有明显改善，且经过上一轮周期的高速增长后行业内存量设备规模较大，更新换代需求有限，预计2025年国内工程机械市场仍处于供需关系修复期；主要出口国家和地区下游需求增量均有支撑，但在高基数的背景下预计未来工程机械出口增速将保持稳健。整体来看，随着部分工程机械产品销量在近年连续下滑后开始回升，2025年行业景气度将进入缓慢改善阶段，但距离全面回稳并达到往前年度水平仍有较大差距。综上，中诚信国际认为未来12~18个月内中国工程机械行业展望维持稳定弱化。

附表一：样本企业财务数据

| 公司简称         | 营业总收入 (亿元)      |                 |                 |                 | 营业毛利率 (%)    |                |                |                | 经营活动净现金流 (亿元) |                |               |                |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|              | 2021            | 2022            | 2023            | 2024.1~9        | 2021         | 2022           | 2023           | 2024.1~9       | 2021          | 2022           | 2023          | 2024.1~9       |
| 徐工机械         | 843.28          | 938.17          | 928.48          | 687.26          | 16.24        | 20.21          | 22.38          | 23.63          | 80.73         | 15.83          | 35.71         | 20.44          |
| 三一重工         | 1,068.73        | 808.22          | 740.19          | 583.61          | 25.85        | 24.02          | 27.71          | 28.27          | 119.04        | 40.99          | 57.08         | 123.75         |
| 中联重科         | 671.31          | 416.31          | 470.75          | 343.86          | 23.61        | 21.83          | 27.54          | 28.37          | 21.89         | 19.51          | 22.92         | 12.08          |
| 柳工           | 287.01          | 264.80          | 275.19          | 228.56          | 17.47        | 16.80          | 20.82          | 23.48          | 8.46          | 9.59           | 16.29         | 10.78          |
| 安徽合力         | 154.17          | 156.73          | 174.71          | 134.09          | 16.10        | 16.99          | 20.61          | 21.53          | 6.48          | 7.70           | 14.58         | 2.58           |
| 山河智能         | 114.08          | 73.74           | 72.29           | 51.65           | 23.21        | 21.35          | 28.06          | 27.57          | 0.33          | -15.64         | -5.20         | 0.92           |
| 山推股份         | 91.60           | 99.98           | 105.41          | 98.36           | 14.35        | 14.69          | 18.44          | 16.70          | 4.27          | 3.80           | 3.49          | 4.79           |
| 杭叉集团         | 144.90          | 144.12          | 162.72          | 127.33          | 15.51        | 17.78          | 20.78          | 22.67          | 0.16          | 6.25           | 16.22         | 6.74           |
| <b>合计/均值</b> | <b>3,375.06</b> | <b>2,902.08</b> | <b>2,929.74</b> | <b>2,254.71</b> | <b>19.04</b> | <b>19.21</b>   | <b>23.29</b>   | <b>24.03</b>   | <b>241.35</b> | <b>88.04</b>   | <b>161.09</b> | <b>182.07</b>  |
| <b>同比</b>    | --              | <b>-14.01%</b>  | <b>0.95%</b>    | <b>1.17%</b>    | --           | <b>+0.17pp</b> | <b>+4.08pp</b> | <b>+0.75pp</b> | --            | <b>-63.52%</b> | <b>82.98%</b> | <b>120.94%</b> |

| 公司简称         | 应收账款周转率 (次) |             |             |              | 存货周转率 (次)   |             |             |              | 总资本化比率 (%)   |              |              |              |
|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|              | 2021        | 2022        | 2023        | 2024.9       | 2021        | 2022        | 2023        | 2024.9       | 2021         | 2022         | 2023         | 2024.9       |
| 徐工机械         | 2.26        | 2.20        | 2.05        | 2.01*        | 4.73        | 2.88        | 2.14        | 2.20*        | 55.35        | 57.71        | 53.85        | 54.16        |
| 三一重工         | 5.04        | 3.48        | 2.91        | 3.00*        | 4.18        | 3.18        | 2.68        | 2.75*        | 32.71        | 41.06        | 36.96        | 32.51        |
| 中联重科         | 2.72        | 1.45        | 1.71        | 1.69*        | 3.64        | 2.35        | 1.86        | 1.46*        | 33.18        | 34.99        | 36.92        | 36.94        |
| 柳工           | 5.05        | 3.65        | 3.39        | 3.23*        | 2.94        | 2.59        | 2.65        | 2.74*        | 45.49        | 43.47        | 48.76        | 43.81        |
| 安徽合力         | 13.65       | 11.40       | 9.69        | 7.73*        | 7.37        | 6.31        | 6.33        | 5.25*        | 28.94        | 39.18        | 39.40        | 28.51        |
| 山河智能         | 2.49        | 1.42        | 1.23        | 1.05*        | 3.26        | 1.98        | 1.69        | 1.55*        | 62.17        | 69.68        | 70.57        | 71.77        |
| 山推股份         | 4.98        | 4.20        | 3.32        | 3.42*        | 4.59        | 5.05        | 4.83        | 4.75*        | 39.16        | 40.87        | 44.31        | 47.99        |
| 杭叉集团         | 15.09       | 11.39       | 10.61       | 7.93*        | 7.89        | 6.35        | 6.34        | 5.95*        | 26.09        | 25.94        | 14.41        | 14.85        |
| <b>合计/均值</b> | <b>6.41</b> | <b>4.90</b> | <b>4.36</b> | <b>3.76*</b> | <b>4.82</b> | <b>3.84</b> | <b>3.56</b> | <b>3.33*</b> | <b>40.39</b> | <b>44.11</b> | <b>43.15</b> | <b>41.32</b> |

| 公司简称         | 总债务 (亿元)        |                 |                 |                 | 经营活动净现金流/总债务 (X) |             |             |              | 总债务/EBITDA (X) |              |             |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-------------|-------------|--------------|----------------|--------------|-------------|
|              | 2021            | 2022            | 2023            | 2024.9          | 2021             | 2022        | 2023        | 2024.9       | 2021           | 2022         | 2023        |
| 徐工机械         | 460.74          | 745.79          | 670.85          | 709.02          | 0.18             | 0.02        | 0.05        | 0.04*        | 5.55           | 7.37         | 5.94        |
| 三一重工         | 316.47          | 459.85          | 405.54          | 347.61          | 0.38             | 0.09        | 0.14        | 0.47*        | 1.95           | 5.70         | 4.26        |
| 中联重科         | 289.49          | 306.68          | 346.33          | 352.30          | 0.08             | 0.06        | 0.07        | 0.05*        | 3.13           | 6.71         | 5.48        |
| 柳工           | 134.73          | 132.08          | 171.24          | 148.47          | 0.06             | 0.07        | 0.10        | 0.10*        | 6.70           | 8.00         | 7.39        |
| 安徽合力         | 26.09           | 47.53           | 53.71           | 43.17           | 0.25             | 0.16        | 0.27        | 0.08*        | 2.23           | 3.23         | 2.69        |
| 山河智能         | 92.90           | 108.75          | 114.18          | 119.91          | 0.00             | -0.14       | -0.05       | 0.01*        | 9.79           | -39.67       | 12.09       |
| 山推股份         | 30.24           | 35.80           | 46.64           | 58.42           | 0.14             | 0.11        | 0.07        | 0.11*        | 6.72           | 3.89         | 4.49        |
| 杭叉集团         | 21.27           | 23.85           | 15.57           | 18.09           | 0.01             | 0.26        | 1.04        | 0.50*        | 1.56           | 1.57         | 0.63        |
| <b>合计/均值</b> | <b>1,371.95</b> | <b>1,860.33</b> | <b>1,824.07</b> | <b>1,796.97</b> | <b>0.14</b>      | <b>0.08</b> | <b>0.21</b> | <b>0.17*</b> | <b>4.70</b>    | <b>-0.40</b> | <b>5.37</b> |

注：1、中诚信国际在分析时将“拆入资金”和“其他流动负债”里的短期融资券调入短期债务；将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务调入长期债务；2、经营活动净现金流/总债务 2029 年 1~9 月数据已经年化、应收账款周转率和存货周转率 2029 年 1~9 月数据已经年化，此类指标已加“\*”；3、平均值均为各企业的简单算数平均值；5、由于各企业均未披露 2024 年三季度现金流量补充表，故 EBITDA 及 EBITDA/总债务数据截至 2023 年末。

附表二：行业展望结论定义

| 行业展望 | 定义   |
|------|--|
| 正面   | 未来 12~18 个月行业总体信用质量将有明显提升、行业信用分布存在正面调整的可能性       |
| 稳定   | 未来 12~18 个月行业总体信用质量不会发生重大变化                      |
| 负面   | 未来 12~18 个月行业总体信用质量将恶化、行业信用分布存在负面调整的可能性          |
| 正面减缓 | 未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“正面”状态有所减缓，但仍高于“稳定”状态的水平  |
| 稳定提升 | 未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所提升，但尚未达到“正面”状态的水平 |
| 稳定弱化 | 未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“稳定”状态有所弱化，但仍高于“负面”状态的水平  |
| 负面改善 | 未来 12~18 个月行业总体信用质量较上一年“负面”状态有所改善，但尚未达到“稳定”状态的水平 |



中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

| 作者  | 部门    | 职称    |
|-----|-------|-------|
| 汤梦琳 | 企业评级部 | 资深分析师 |
| 王 歙 | 企业评级部 | 分 析 师 |



中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100010  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO., LTD  
ADD: Building 5 Galaxy SOHO  
No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District,  
Beijing, PRC. 100010  
TEL: (86010) 66428877  
FAX: (86010) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>