

工程机械海外产能布局专题
海外产能完善降低关税风险，“一带一路”打造核心朋友圈

首席证券分析师：周尔双
执业证书编号：S0600515110002
zhouersh@dwzq.com.cn

- 对美敞口小，关税影响整体可控。2024年我国工程机械产品进出口总额555.3亿美元，同比+8.5%。其中，出口528.8亿美元，同比+8.8%，进口26.5亿美元，同比+2.5%。分地区来看，2024年中国对“一带一路”地区工程机械出口额达333.0亿美元，同比+14%，贡献绝大部分增量。美国作为全球工程机械最大市场，出口金额持续下滑，2024年中国对美工程机械出口40.6亿美元，同比-5%，占中国工程机械总出口金额比重由2020年的11.6%持续下滑至2024年的7.7%，对美敞口持续降低。利润率低于平均，主机厂对美利润敞口更低。由于中国主机厂在美国主要面向中小型土方机械、高机等利润率较低的市场，叠加此前25%关税，毛利率、净利率与其他海外地区相比都处于较低水平。根据我们测算，三一重工/徐工机械/中联重科/柳工在美国地区净利润占总净利润分别为亏损/0.67%/0.62%/0.87%，利润敞口较小。
- 贡献利润较大，“一带一路打造核心朋友圈”。自2020年中国主机厂纷纷加速全球化布局开始，我国中大挖出口占比持续提升。从市场需求来看，矿产资源丰富、基建需求旺盛的东南亚、非洲、拉美、中东对中大挖需求较高，是我国工程机械出口的主要利润来源。根据我们测算，三大矿区为三一重工/徐工机械/中联重科/柳工贡献收入比重为22%/29%13%/16%，而利润贡献高达38%/33%/23%/31%。
- 海外产能布局完善，全球化进程持续推进。【三一重工】海外产能布局完善，美国/印尼/印度/南非/巴西/欧洲均有布局；【某全品类龙头】全球化布局稳健推进，主要面向南美/中亚地区；【中联重科】聚焦传统优势行业，全球化布局逐步推进；【柳工】率先开启全球化进程，海外布局稳步推进；【恒立液压】墨西哥产能即将落地，加速导入外资客户。
- 投资建议：工程机械主机厂对美收入敞口较小，关税对业绩影响整体可控。中长期看，全球化是中国主机厂迈向全球龙头的必经之路，关税较大程度限制国内主机厂全球市占率的提升。我们认为国内主机厂有望通过①打造“一带一路”核心朋友圈，着力突破东南亚、非洲、拉美等地区；②持续推进全球化产能布局，降低关税对国际贸易的影响。相关个股：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。
- 风险提示：行业周期波动，基建及地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险。



■ 一、对美敞口小，“一带一路”打造核心朋友圈

■ 二、海外产能布局完善，全球化进程持续推进

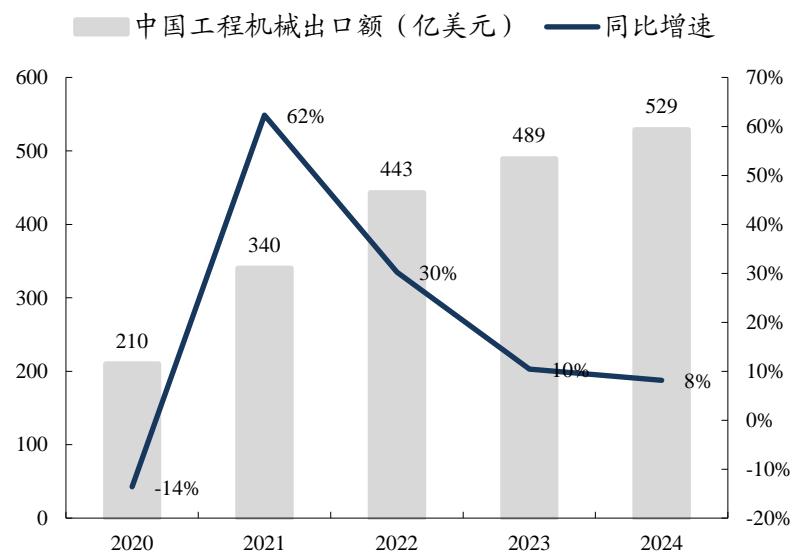
■ 三、投资建议与风险提示

1.1 工程机械进出口额稳定增长，挖机/铲运机械为出口主力机型

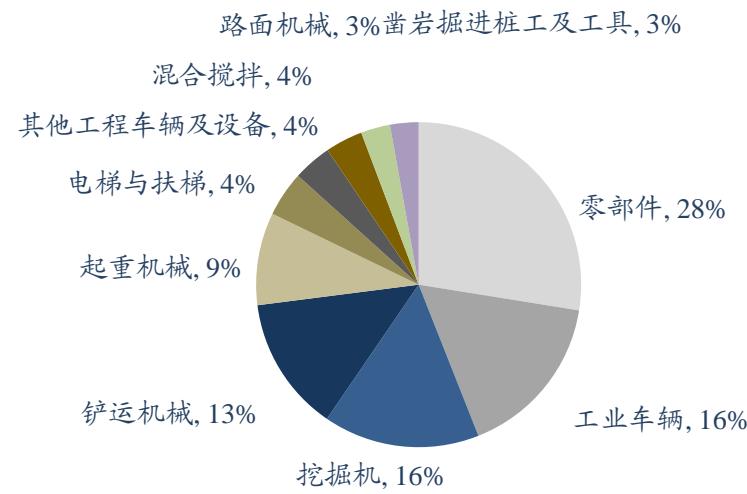


◆ 2024年我国工程机械产品进出口总额555.3亿美元，同比+8.5%。其中，出口528.8亿美元，同比+8.8%，进口26.5亿美元，同比+2.5%。具体来看，2024年全年工程机械主机出口383亿美元，同比+12.1%，占总出口额的72.5%，工业车辆/挖掘机/铲运机械/起重机械作为工程机械出口主力机型，分别占出口总额16%/16%/13%/9%；工程机械零部件全年出口146亿美元，同比+1.1%，占出口总额27.5%，维持稳定增长。

图：2020-2024年中国工程机械出口金额CAGR为26%



图：2024年工程机械出口金额分品类占比



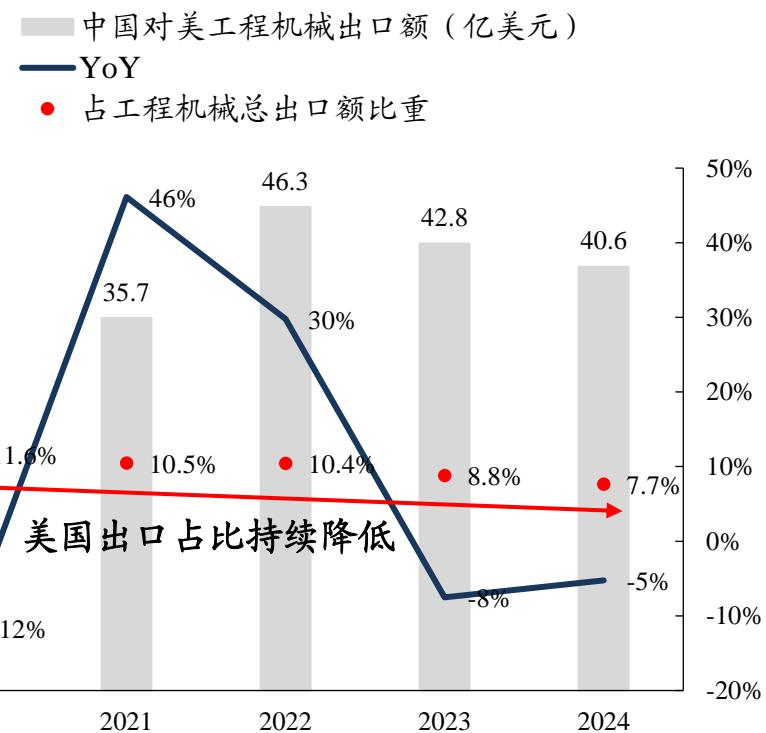
1.1 2024年中国对美工程机械出口额占总出口7.7%，对美敞口持续降低

- ◆ 分地区来看，2024年中国对“一带一路”地区工程机械出口额达332.0亿美元，同比+14%，贡献绝大部分增量。美国作为全球工程机械最大市场，出口金额持续下滑，2024年中国对美工程机械出口40.6亿美元，同比-5%，占中国工程机械总出口金额比重由2020年的11.6%持续下滑至2024年的7.7%，对美敞口持续降低。

表：2024年中国工程机械出口分地区占比及增速

分大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	同比
分地区			
一带一路149	332.98	63%	14.10%
RCEP10+4（无中国） 日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国	121.00	23%	0.80%
其他	74.81	14%	0.89%
分大洲			
亚洲	215.69	41%	9.60%
欧洲	131.56	25%	3.60%
非洲	59.06	11%	32.00%
拉丁美洲	56.55	11%	24.60%
北美洲	47.88	9%	-6.50%
大洋洲	18.06	3%	-13.14%
全球	528.79	100%	8.80%

图：2020年起中国对美工程机械出口额占总出口额比重持续降低



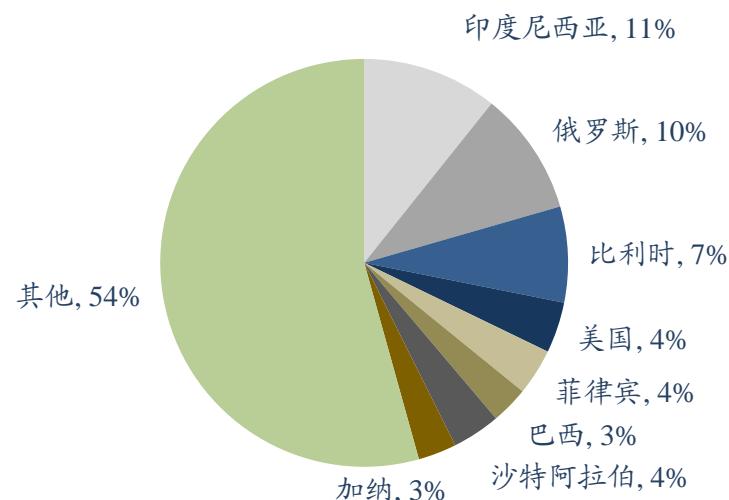
1.1 挖掘机：对美出口3.3亿美元，同比-25%，占比降至4%

- ◆ 2024年中国挖掘机出口82.2亿元，同比-1%，其中对美国出口挖掘机金额3.3亿美元，同比-25%，占比降至4%，同比-1pct，近年来占比持续降低。

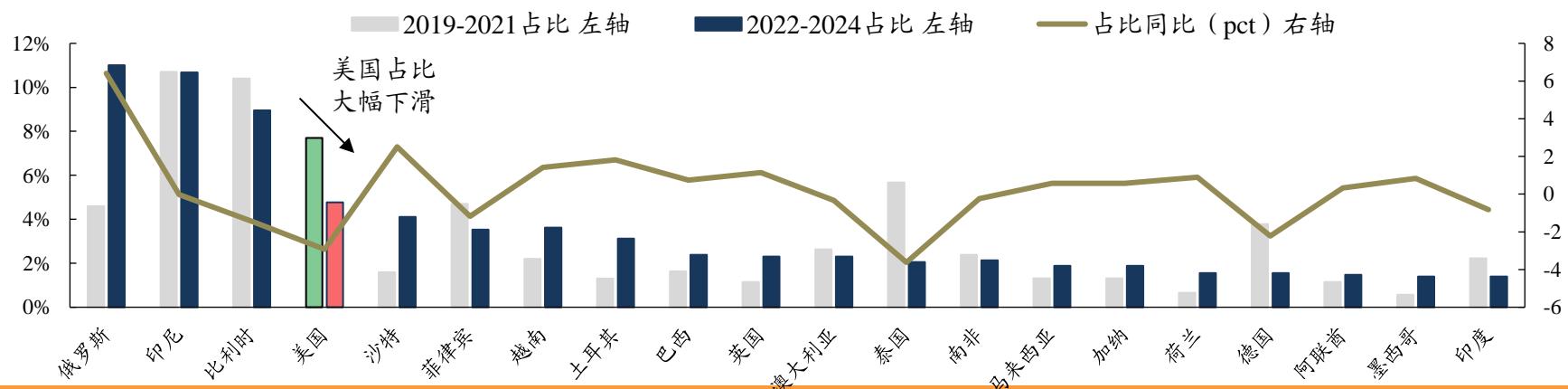
表：2024年中国挖掘机出口分地区占比及增速

大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	累计同比
全球	82.17	100.0%	-1.0%
一带一路149	59.75	72.7%	5.2%
RCEP10+4 (无中国)	20.17	24.5%	0.4%
分大洲			
亚洲	32.06	39.0%	-0.6%
欧洲	20.76	25.3%	-24.2%
非洲	15.05	18.3%	66.6%
拉丁美洲	8.46	10.3%	23.0%
北美洲	3.99	4.9%	-20.2%
大洋洲	1.86	2.3%	-25.1%

图：2024年挖掘机出口分地区占比（金额口径）



图：2019-2024年挖掘机主要出口目的市场变化情况（金额口径）



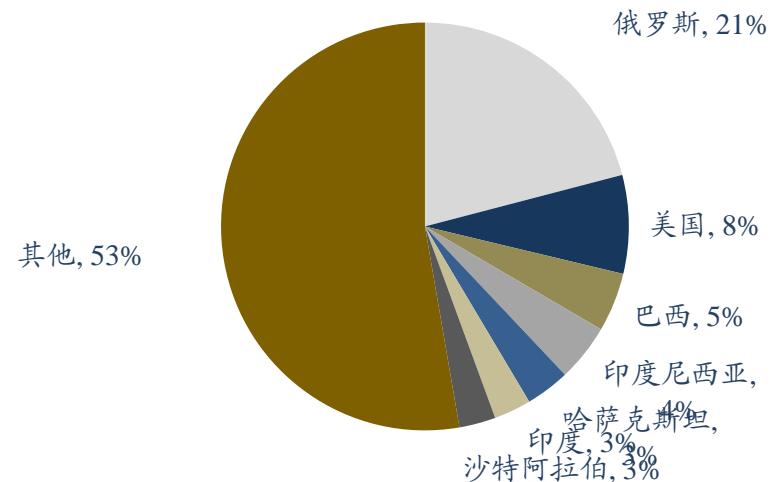
1.1 铲运机械：对美出口5.5亿美元，同比-5%，占比降至8%

- ◆ 2024年中国铲运机械出口71.0亿元，同比+18%，其中对美国出口铲运机械金额5.5亿美元，同比-5%，占比8%，同比-1pct，但绝对值仍较低。

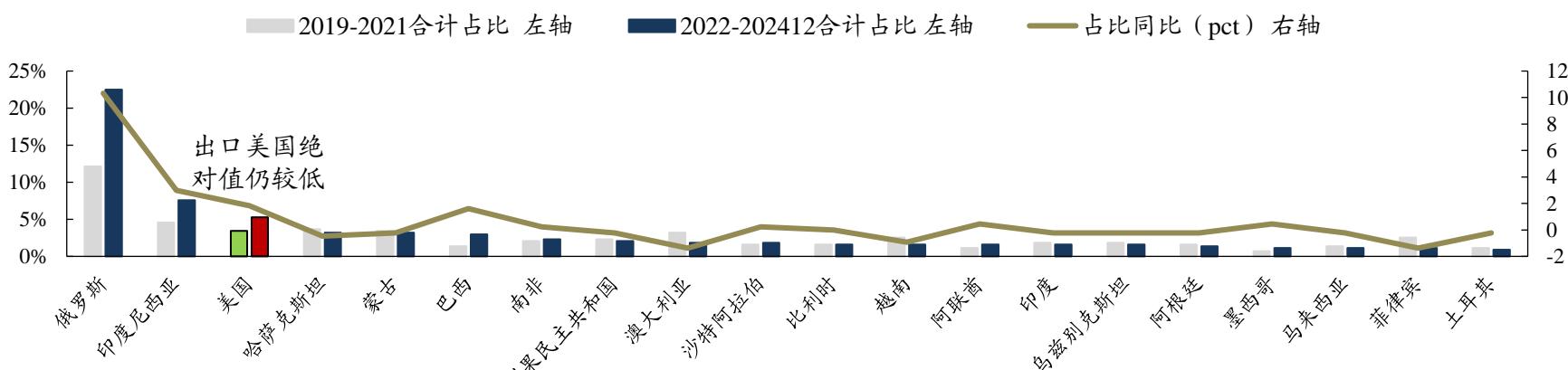
表：2024年中国铲运机械出口分地区占比及增速

大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	累计同比
全球	70.98	100.0%	17.6%
一带一路149	55.56	78.3%	20.3%
RCEP10+4 (无中国)	11.23	15.8%	7.4%
分大洲			
亚洲	24.86	35.0%	22.3%
欧洲	22.43	31.6%	15.7%
非洲	9.88	13.9%	17.7%
拉丁美洲	7.65	10.8%	22.4%
北美洲	4.66	6.6%	7.5%
大洋洲	1.51	2.1%	-8.9%

图：2024年铲运机械出口分地区占比（金额口径）



图：2019-2024年铲运机械主要出口目的市场变化情况（金额口径）



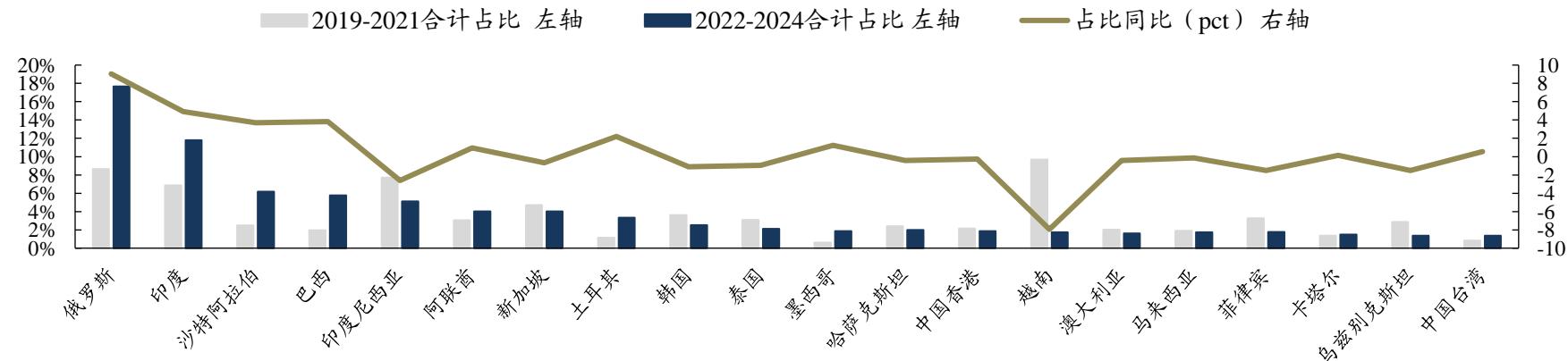
1.1 起重机械：主要面向新兴市场国家，对美出口较少

- ◆ 2024年中国起重机械出口48.8亿元，同比+13%。除俄罗斯外，中国起重机械出口主要面向印度、中东、南美、东南亚等对基建地产需求较为旺盛的新兴市场国家，对美出口较少。

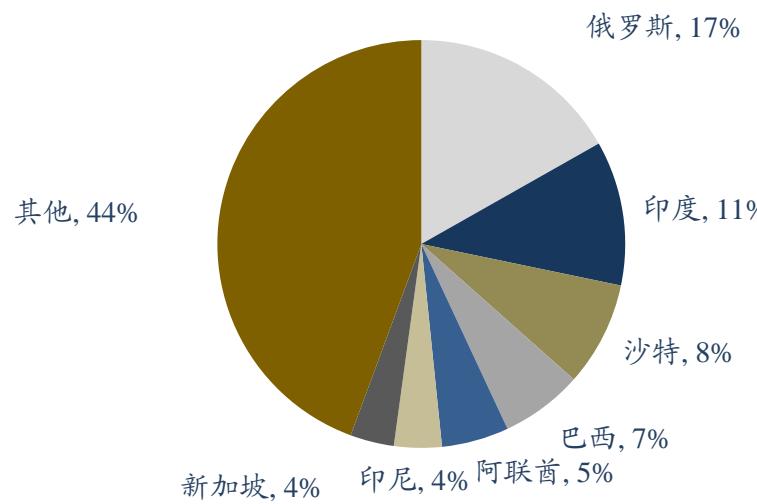
表：2024年中国起重机械出口分地区占比及增速

大洲/地区	出口额 (亿美元)	占比	累计同比
全球	48.75	100.0%	13.4%
一带一路149	34.70	71.2%	12.4%
RCEP10+4 (无中国)	8.65	17.7%	3.2%
分大洲			
亚洲	27.57	56.6%	12.5%
欧洲	9.61	19.7%	2.2%
非洲	6.05	12.4%	34.5%
拉丁美洲	4.31	8.8%	43.7%
北美洲	0.90	1.8%	-8.2%
大洋洲	0.31	0.6%	-46.3%

图：2019-2024年起重机械主要出口目的市场变化情况（金额口径）



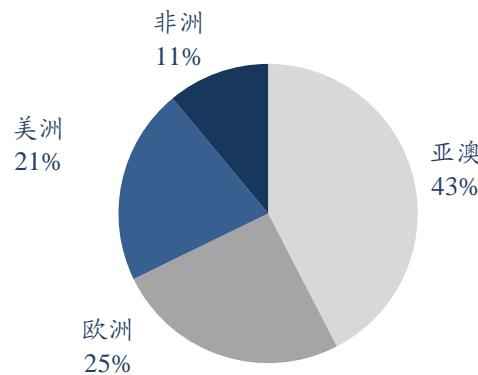
图：2024年起重机械出口分地区占比（金额口径）



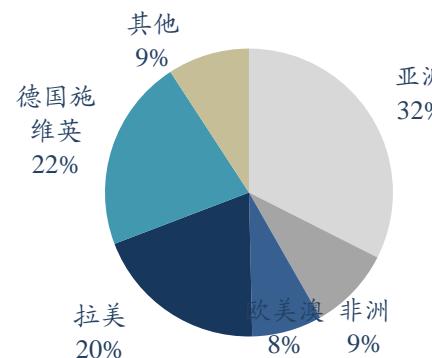
1.2 工程机械主机厂对美敞口较小，关税影响整体可控

- 工程机械主机厂对美收入敞口较小，关税影响整体可控。根据我们测算，三一重工/徐工机械/中联重科/柳工对美敞口约3%/1%/1%/1%，关税对工程机械主机厂业绩影响较小。

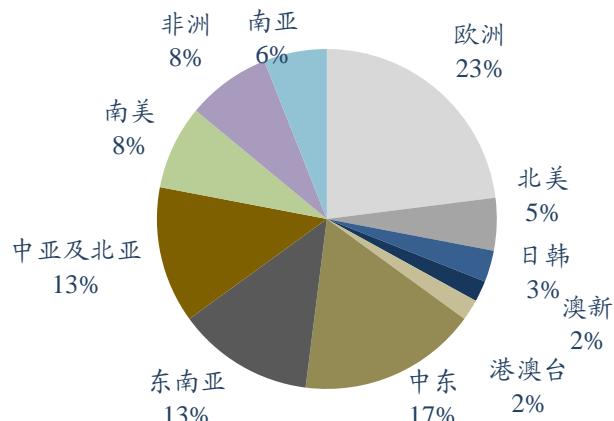
图：三一重工2024年海外分地区收入占比
(美国占比约5%)



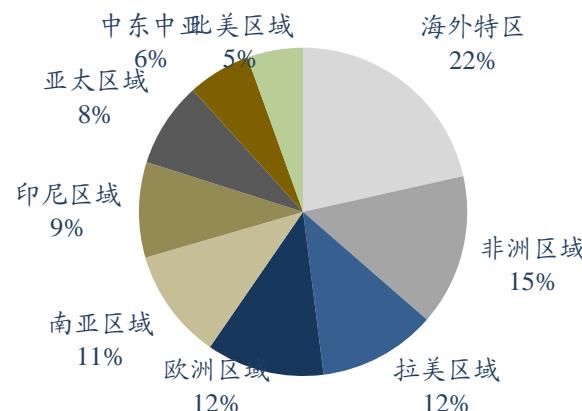
图：徐工机械2024年海外分地区收入占比
(美国占比约1%)



图：中联重科2024年海外分地区收入占比



图：柳工2024年海外分地区收入占比



1.2 美国利润率低于平均，利润占比低于收入占比

- ◆ 利润率低于平均，主机厂对美利润敞口更低。由于中国主机厂在美国主要面向中小型土方机械、高机等利润率较低的市场，叠加此前25%关税，毛利率、净利率与其他海外地区相比都处于较低水平。根据我们测算，三一重工/中联重科/柳工在美国地区净利润占总净利润分别为亏损/0.67%/0.62%/0.87%，利润敞口较小。

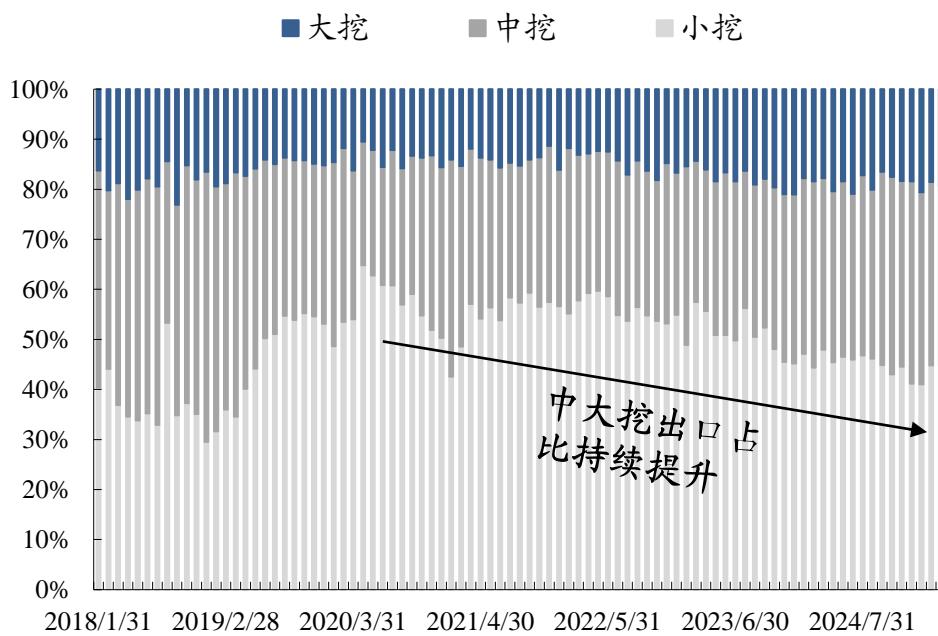
表：2024年各工程机械主机厂美国地区利润敞口测算

	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
2024年海外收入	489	417	234	138
海外收入占比	62.3%	60.0%	51.4%	45.8%
美国地区收入（亿元）	25	10	5	3
美国地区收入/海外总收入	5%	2%	2%	2%
美国地区收入/总收入	3%	1%	1%	1%
美国地区布局	美国本土组装产能规避部分关税影响，但费用率较高	/	墨西哥高机产能	/
海外地区毛利率	30%	24%	32%	29%
美国地区毛利率 (2024年受25%关税影响)	25%	18%	25%	20%
美国地区净利率	亏损	4%	5%	4%
美国地区净利润	/	0.4	0.25	0.12
2024年公司净利润	61	63	40	14
美国地区净利润/总净利润	/	0.67%	0.62%	0.87%

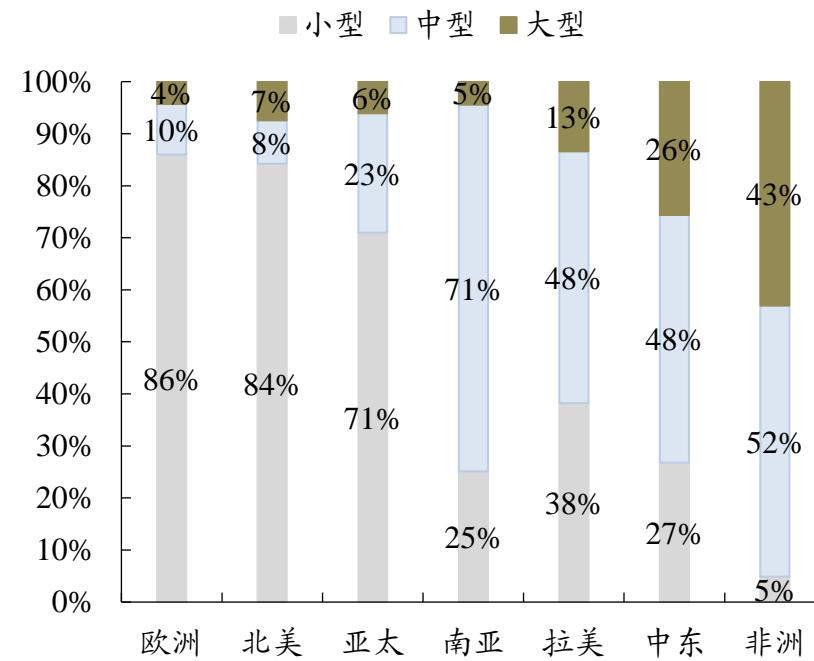
1.3 主机厂出口利润集中于矿产资源丰富、基建需求旺盛的新兴市场

- ◆ 中大挖价值量、利润率远高于小挖，是工程机械出口的主要利润来源。自2020年中国主机厂纷纷加速全球化布局开始，我国中大挖出口占比持续提升。从市场需求来看，矿产资源丰富、基建需求旺盛的东南亚、非洲、拉美、中东对中大挖需求较高，是我国工程机械出口的主要利润来源。

图：2020年全球化布局至今我国中大挖出口占比持续提升



图：2023年新兴市场需求以中大挖为主

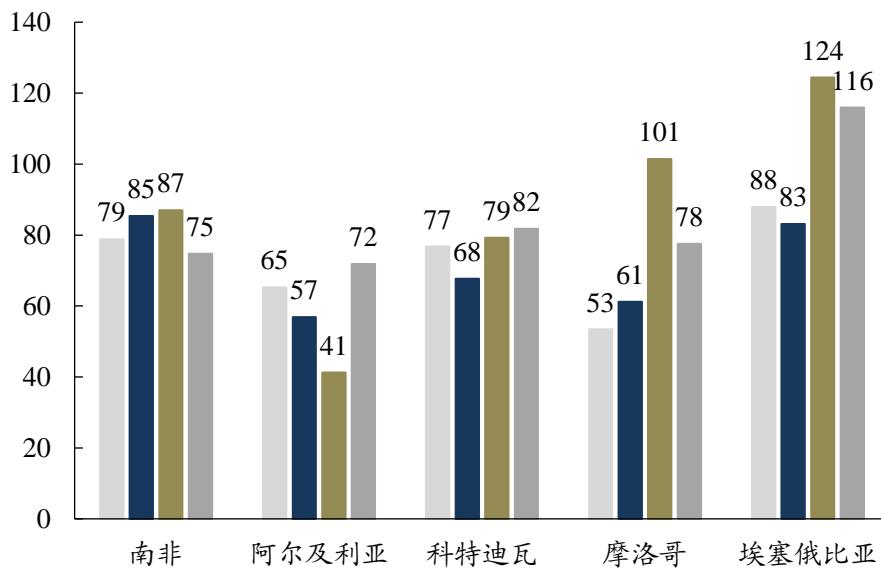


1.3 以非洲地区为例，挖掘机出口吨位大、均价高、利润空间大

- ◆ 以非洲地区为例，出口非洲各国挖机产品均价高，利润空间大。从非洲各国来看，由于中大挖的生产难度和成本较高，且在出口产品中占主导地位，挖机出口的均价高、利润空间大。全球来看，非洲、沙特、印尼出口挖机均价远高于欧美等发达地区，盈利空间广阔。

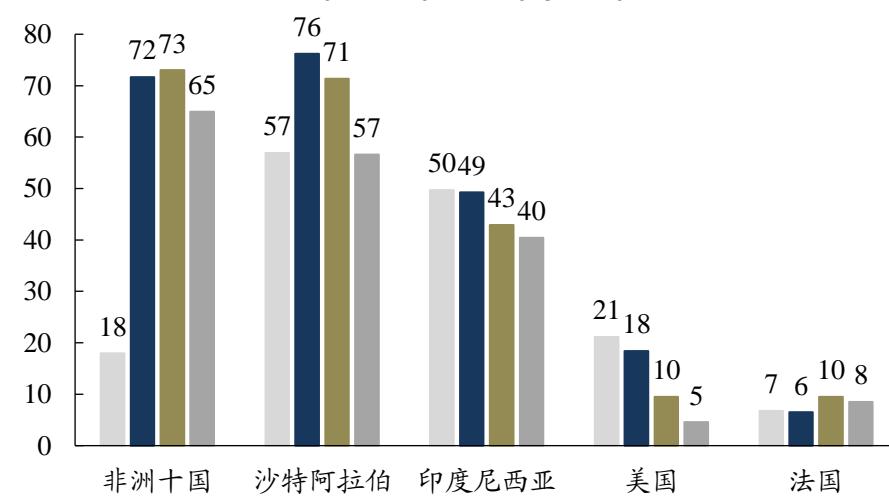
图：出口非洲各国挖机均价情况（万元/台）

■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ 2024



图：非洲、中东、东南亚国家挖机出口均价较高（万元/台）

■ 2021 ■ 2022 ■ 2023 ■ 2024



1.3 东南亚、非洲、拉美三大矿业资源地区为国内主机厂贡献大量利润

- ◆ 东南亚、非洲、拉美三大矿区为国内主机厂贡献大量利润。根据我们测算，三大矿区为三一重工/徐工机械/中联重科/柳工贡献收入比重为22%/29% 13%/16%，而利润贡献高达38%/33%/23%/31%。

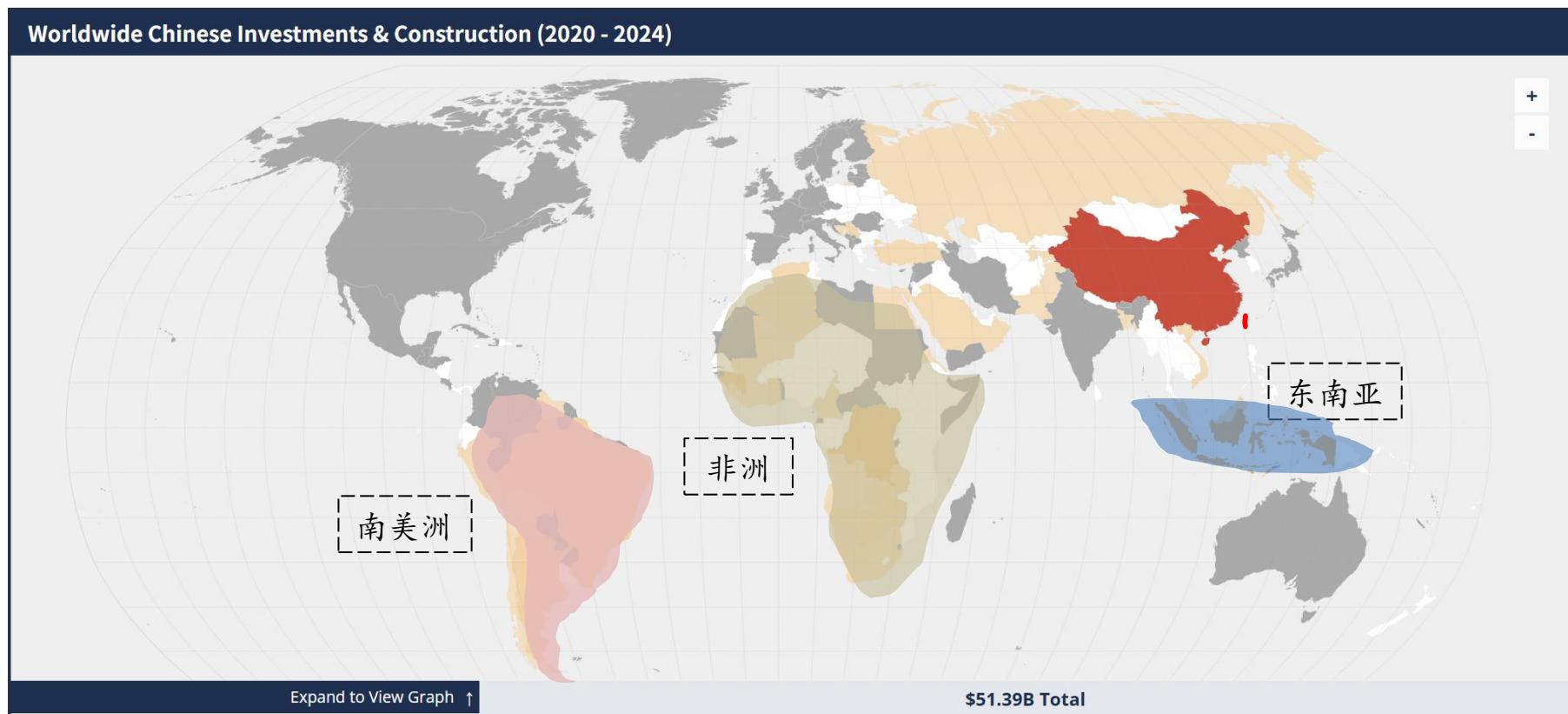
表：三大矿区（非洲、印尼、拉美）利润占比测算（亿元）

	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工
2024年海外收入	489	417	234	138
非洲地区收入	54	38	19	21
海外收入占比	11%	9%	8%	15%
印尼地区收入	73	83	23	12
海外收入占比	15%	20%	10%	9%
拉美地区收入	49	83	19	17
海外收入占比	10%	20%	8%	12%
非洲地区毛利率	35%	28%	38%	30%
印尼地区毛利率	35%	28%	38%	30%
拉美地区毛利率	35%	28%	35%	32%
非洲地区净利润率	13%	9%	16%	8%
印尼地区净利润率	13%	9%	16%	8%
拉美地区净利润率	13%	11%	13%	10%
2024年公司净利润	61	60	40	14
三大矿区净利润	23	20	9	4
三大矿区收入/总收入	22%	29%	13%	16%
三大矿区净利润/总净利润	38%	33%	23%	31%

1.3 以新兴市场为主体，打造“一带一路”核心朋友圈

- ◆ 随着“一带一路”倡议的深入推动，中国企业加大在“一带一路”沿线国家的投资，并打造了以东南亚、非洲、南美洲为主体的对外投资核心“朋友圈”。根据美国企业研究所的中国全球投资&建设追踪数据，2020-2024年，中国对“一带一路”地区金属矿业投资达523亿美元，其中印度尼西亚、刚果、阿根廷资源投资额高达113.0/63.3/27.1亿美元。

图：2020-2024年中国对“一带一路”地区金属矿业投资达523亿美元

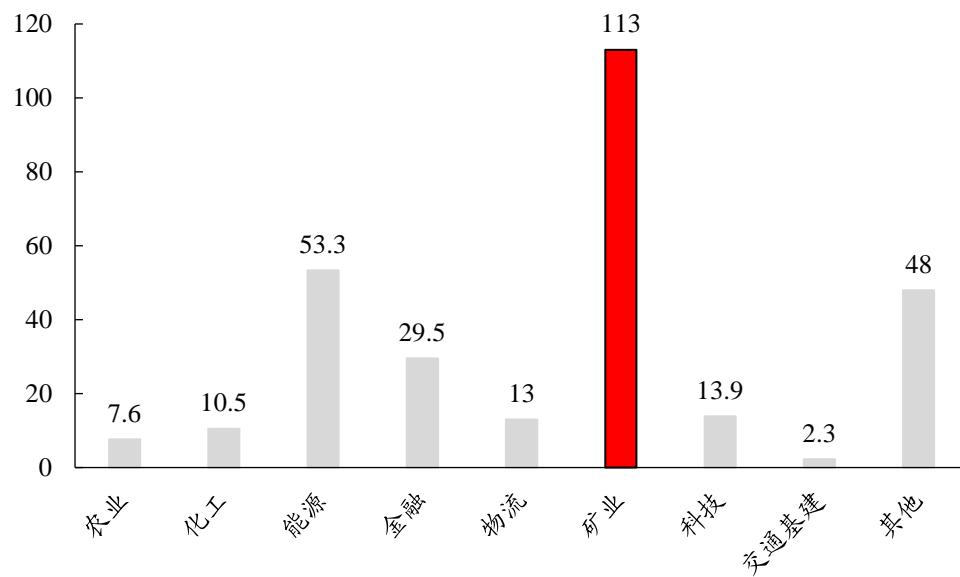


注：24年11月，中国与巴西两国政府签署《中华人民共和国政府和巴西联邦共和国政府关于共建“一带一路”倡议同“加速增长计划”“巴西新工业计划”“生态转型计划”“南美一体化路线计划”对接的合作规划》，2020-2024年中国对巴西矿业投资9.2亿美元，合计523.1亿美元。

1.3 印度尼西亚：直接对外投资持续增长，经济贸易往来日益密切

- ◆ 中国是印尼最重要的贸易伙伴和外资来源国。中国自2010年起就是印尼最大的进口国，自2016年起就是印尼最大的出口国，2024年中国印尼进出口贸易额超1350亿美元。与此同时，中国对印尼的投资大幅增长，由2010年的1.7亿美元快速增长至2023年的74亿美元。
- ◆ 除雅万高铁（东南亚地区第一条高铁）、海港、水坝等基础设施建设外，中国资本在印尼投资较多镍铁矿、铝矿等，带动印尼镍加工行业快速发展。2020年，印尼近96%的镍铁出口至中国。

图：2020-2024年中国对印尼投资分行业情况（亿美元）



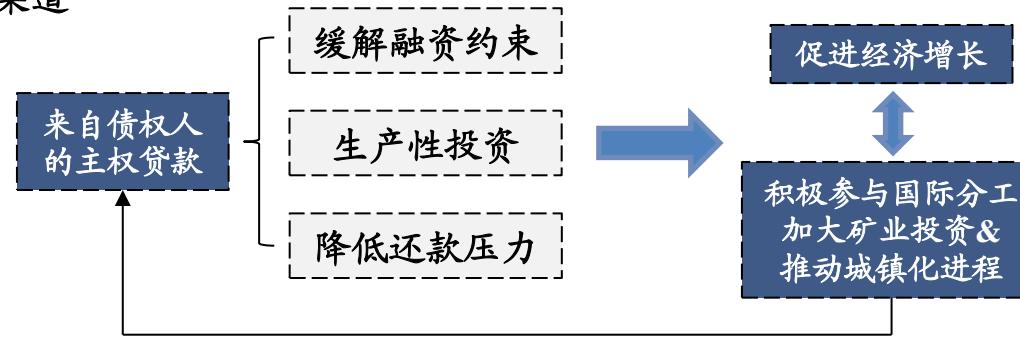
图：近期中资企业于印尼矿业投资情况

时间	主体	投资金额	具体情况
2023年12月	宁德时代	4.7亿美元	印尼国有镍和金矿公司PT Aneka Tambang与宁德时代签署合作协议，开发镍矿为其生产电动汽车电池的原材料
2023年11月	格林美 (GEM)	2.7亿美元	PT Merdeka Battery Materials Tbk (MBMA) 与 GEM Co, Ltd (GEM) 签署最终协议，建设一座产能为3万吨的高压酸浸 (HPAL) 加工厂，以生产混合氢氧化物镍 (MHP)
2023年7月	华友钴业	2.0亿美元	间接获得PT Andalan Metal Industry (以下简称“AMI公司”) 50.1%的股权。AMI公司拥有2条RKEF镍铁生产线 (年产镍铁15万吨，折合镍金属量2.4万吨)

1.3 非洲：主权贷款促进经济增长，政府融资拉动当地需求

◆ 主权贷款促进经济增长，政府融资拉动当地需求。中国对非洲主权贷款显著促进债务国经济增长，具有生产性债务特征，能够缓解非洲融资约束，形成生产性投资，与贷款相关的还款压力对债务国而言也是可负担的。2024年中非合作论坛峰会中，中国政府表示分三年提供2100亿元人民币信贷资金额度和800亿元人民币各类援助，推动中国企业对非投资不少于700亿元人民币。

图：主权贷款作用渠道



图：近年中国向非洲提供主权贷款部分案例

时间	国家或机构	项目	债权人	中资企业	贷款金额
2025年1月	尼日利亚	卡卡铁路	中国国家开发银行	中国土木工程集团有限公司	2.5亿美元
2024年2月	非洲进出口银行、埃及银行等，涉及32个国家	非洲中小企业发展专项贷款项目	中国国家开发银行	/	36亿美元
2024年1月	塞内加尔	达喀尔高架桥和尼亚耶公路改扩建项目	中国国家开发银行	中国路桥工程有限责任公司(北京)等	/
2023年2月	非洲进出口银行	落实中非合作论坛“九项工程”	中国进出口银行	/	6亿美元
2023年1月	厄立特里亚	阿斯马拉铜金多金属矿	中国进出口银行	蜀道矿业	10亿美元

1.3 非洲：主权贷款促进经济增长，政府融资拉动当地需求



- ◆ **基建方面：**与2023年印尼59%的城镇化率相比，非洲2023年城镇化率仅43%，从43%提升至59%对应我国2005-2016年，工程机械行业有翻倍以上增长空间。
- ◆ **矿山方面：**由于非洲地区矿山勘探开支逐渐减缓，现有矿山开采资本开支逐渐提升，我们预计非洲矿山机械将保持稳定增长，预计远期有50%以上空间。
- ◆ **市占率方面：**按照2024年国内5大主机厂非洲地区收入测算，中国品牌非洲地区市占率约为21%。我们预计随着中国品牌的持续开拓和产品力的逐渐验证，未来中国品牌非洲市占率有望达到60%。

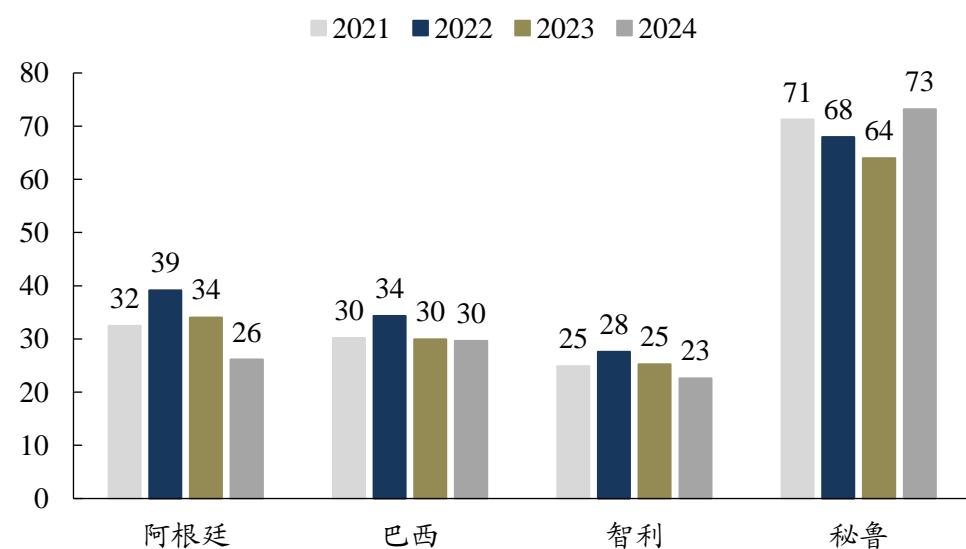
	三一重工	徐工机械	中联重科	柳工	山推股份
2024非洲地区海外收入占比①	11%	9%	8%	15%	30%
2024年全年海外收入（亿元）②	489	417	234	138	74
2024全年非洲收入（亿元）③=①×②	54	42	19	21	22
2024年合计非洲收入（亿元）④=Σ③			157		
2024年非洲工程机械+矿山机械市场规模⑤		工程机械600亿元+矿山机械230亿元=830亿元			
24年各家市占率⑥=③/⑤	6.5%	5.0%	2.3%	2.5%	2.7%
24年市占率合计⑦=④/⑤			19%		
远期非洲工程机械+矿山机械市场规模预测⑧		工程机械1200亿元+矿山机械345亿元=1545亿元			
远期中国主机厂非洲市占率预计⑨			60%		
假设保持目前市占率结构下远期非洲收入预测（亿元）⑩=⑧×⑨×⑥/⑦	317	246	110	122	131
预计收入增长空间=⑩/③			400%+		

◆ 南美矿产资源与我国互补性较强，智利和秘鲁的铜、巴西的铁及玻利维亚钾盐等资源基础储量名列世界前茅。南美地区由于法律政治制度较为完善且准入门槛较低（智利、秘鲁、巴西等国以引进外资为首要经济政策），矿业开发进程较为领先，已孕育出巴西淡水河谷、智利国家铜业等全球矿业巨头。目前来看，中资企业在南美矿业领域尚处于开拓阶段，但我国工程机械主机厂于南美布局较早，随着产品性价比优势的逐渐凸显以及渠道布局的持续开拓，南美地区有望成为新增长点。

表：南美地区国家矿产资源丰富

主要国家	主要矿产
智利	世界最大的斑岩型铜矿床富集区，已探明铜储量超2亿吨，占全球储量近1/3
秘鲁	基础铜矿储量7.6亿吨，占全球基础储量11%
玻利维亚	蕴藏丰富铁、锡、铅、锌、锂、银等资源
巴西	镍、钽储量世界首位，铁矿石储量仅次于澳大利亚
圭亚那、苏里南	全球高品位铝土矿富集区

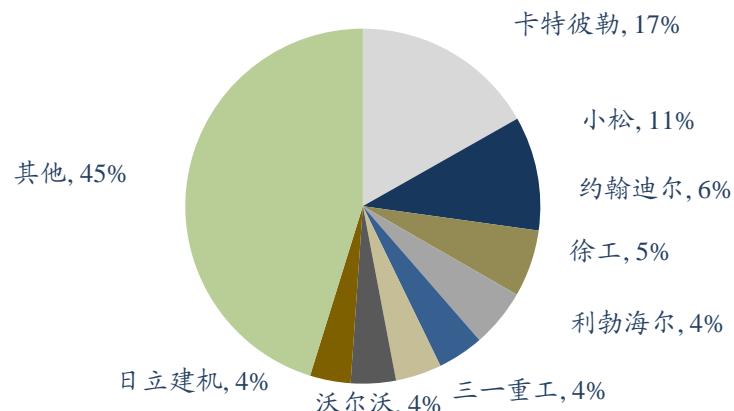
图：我国对南美地区挖掘机出口均价（万元/台）
大部分地区矿山机械尚处于开拓阶段



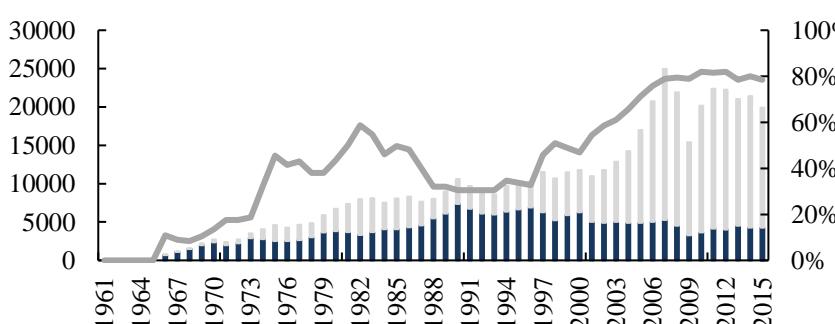
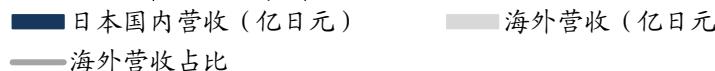
1.4 关税影响：长期市占率提升受阻，海外产能布局是唯一解

- ◆ 全球贸易摩擦加剧背景下，国内产能出海不确定性大幅提升。但是，中国以外工程机械市场占比在80%以上，国内主机厂全球市占率不到5%，全球化是国内主机厂迈向全球龙头的必经之路。
- ◆ 以全球工程机械龙头卡特、小松的历史进程来看，全球化都是其扩张进程中最重要的一步。因此，在目前关税风险影响下，海外产能布局是国内主机厂长期市占率提升的唯一解决方案。

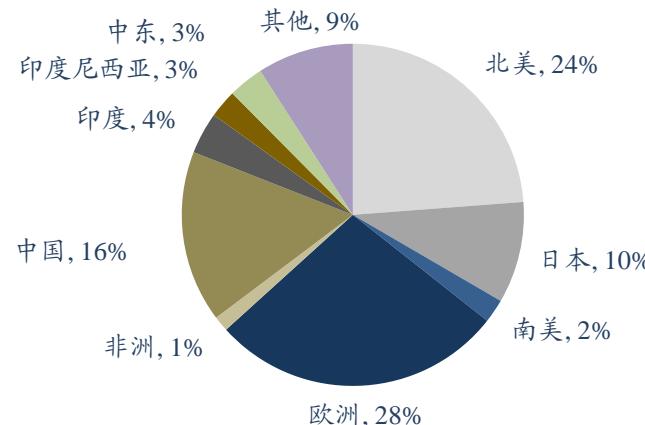
图：2024年全球工程机械市场份额（收入口径）



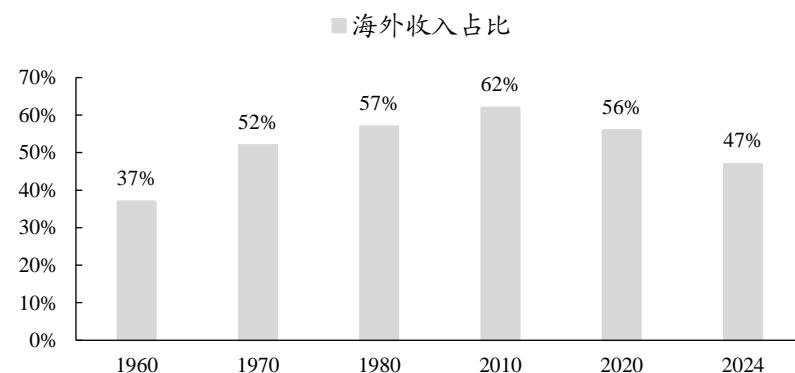
图：2015年小松海外营收占比近80%



图：2023年全球挖机分地区情况（销量口径）



图：卡特扩张期海外收入占比达60%+





一、对美敞口小，“一带一路”打造核心朋友圈

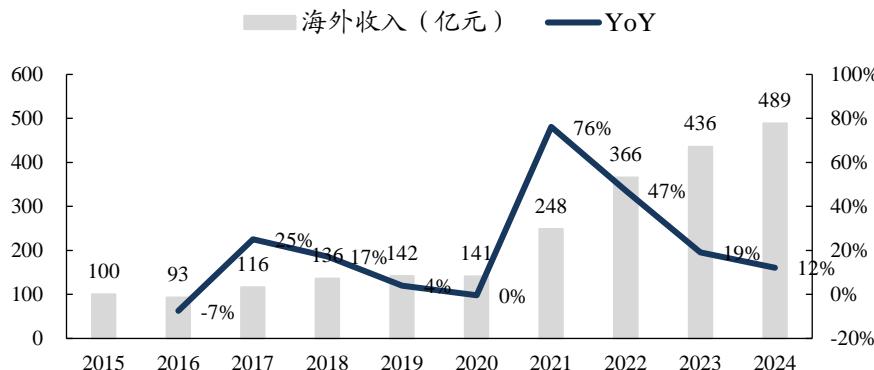
二、海外产能布局完善，全球化进程持续推进

三、投资建议与风险提示

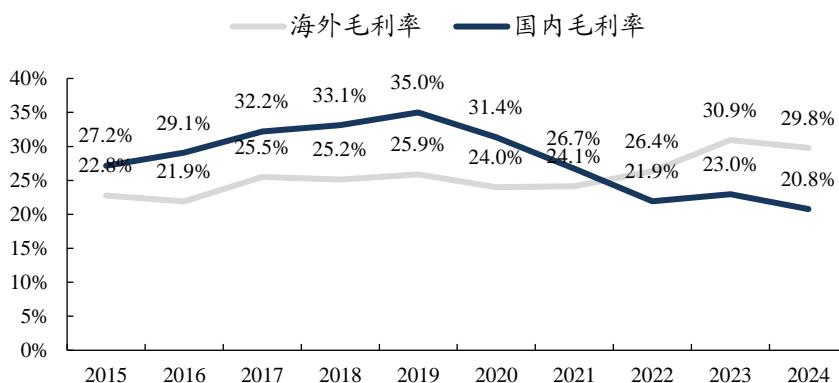
2.1 【三一重工】海外产能布局完善，美国/印尼/印度/南非均有布局

- ◆ 海外产能布局完善，美国/印尼/印度/南非/巴西/欧洲均有布局。凭借完善的海外产能布局，2024年三一海外收入达489亿元，同比+12%，海外收入占比62%，同比+3.5pct，海外毛利率29.8%，较国内高9pct。

图：2015-2024年三一海外收入快速增长



图：2015年以来海外开拓卓有成效，海外毛利率持续上升



表：三一重工海外产能布局

国家/地区	具体产能布局
美国	2007年三一在桃树市设立美国总部及产业园，2012年下线首台美国本土挖掘机，后续主要负责组装和销售。2024年规划扩产计划，投产后产能可达2000台以上，对应产值10亿元+，基本覆盖北美需求。
印尼	2020年3月，三一印尼“灯塔工厂”开工，占地面积100000m ² ，总投资2亿元，主要生产面向东南亚市场的13吨-55吨挖掘机，一期规划产能3000台，年产值超20亿元，2022年8月首台挖掘机下线。2023年9月，三一印尼二期项目奠基，总投资1.5亿美元，主要生产挖掘机、宽体车等，产值规划达50亿元。
印度	2006年三一于印度普纳投资6000万美元建设工程机械生产基地，2010年正式开业，成为三一第一家海外工厂。扩产计划有序推进，预计2024年实现工程机械设备年产能1.5万台。
南非	2023年，三一南非总部基地在约翰内斯堡动工，项目投资1.15亿元，规划年产能3000台挖掘机和其他设备，主要服务整个非洲区域。
巴西	2017年工程项目竣工，主要提供配件仓储、设备维修等服务。
欧洲（普迈）	2012年1月三一集团收购普茨迈斯特，是一家德国混凝土泵车和其他设备制造商。后续普迈独立经营，主营海外地区混凝土相关设备。

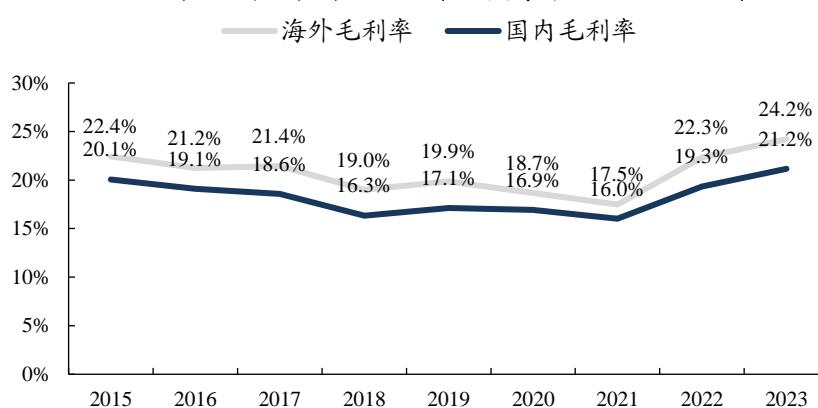
2.2 【徐工机械】全球化布局稳健推进，主要面向南美/中亚地区

- ◆ 全球化布局稳健推进，主要面向南美/中亚地区。2023年海外收入达372亿元，同比+34%，海外收入占比40%，同比+10pct，海外毛利率24.2%，同比+1.9pct，较国内高3.0pct。

图：2015-2023年收入快速增长



图：2015年以来海外毛利率均高于国内毛利率



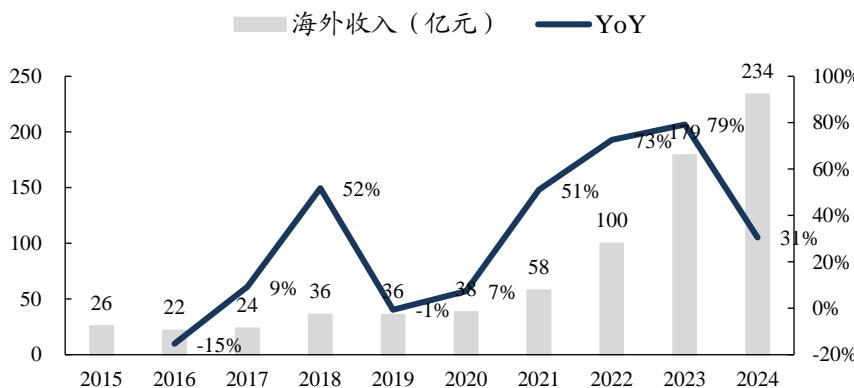
表：海外产能布局

国家/地区	具体产能布局
巴西	2012年投资3亿美元在巴西建立首个海外全资生产制造基地，2014年正式投产。巴西工厂是公司最大的海外工厂，主要生产挖掘机、起重机、压路机、铲土机、装载机等，投产后年产值约60亿元。
德国（施维英）	2012年，收购德国第二大混凝土机械制造商施维英，主要负责海外混凝土机械的生产和销售。
墨西哥	2022年在墨西哥建设首家工厂，主要生产高机&叉装车，年产值约15亿元。
印度	2017年成立印度公司，2021年投入运营，年生产能力为8500台工程机械设备和3500套自制部件
乌兹别克斯坦	2014年成立合资公司，是在中亚地区的首个制造基地，2024年第3000台设备正式下线。

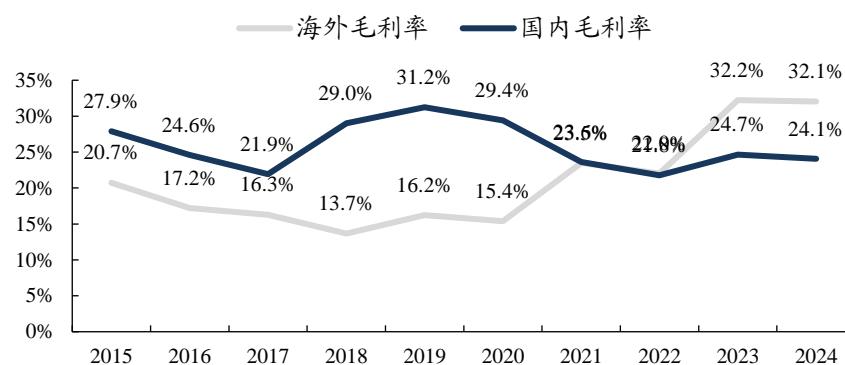
2.3 【中联重科】聚焦传统优势行业，全球化布局逐步推进

◆ 聚焦传统优势行业，全球化布局逐步推进。中联重科海外产能主要聚焦于起重机/混凝土机械/高空作业平台等公司传统优势行业，全球化布局虽起步较晚但快速推进。2024中联重科海外收入234亿元，同比+31%，海外收入占比51.4%，同比+13.4pct，海外毛利率32.1%，较国内高8.0pct。

图：2015-2024年中联重科海外收入情况



图：2020年起海外毛利率快速增长



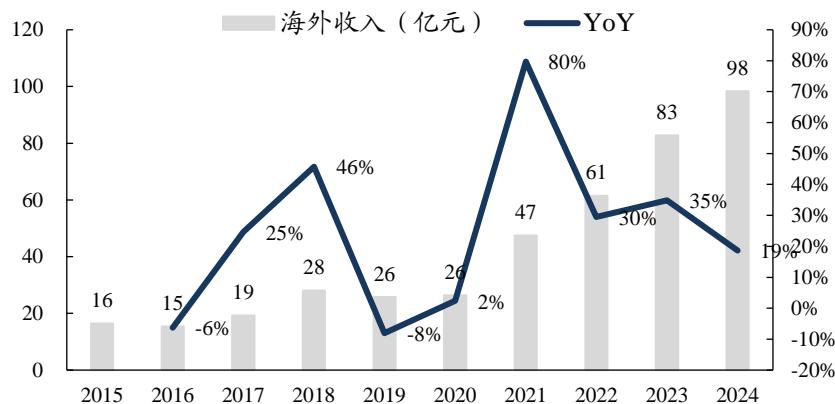
表：中联重科海外产能布局

国家/地区	具体产能布局
墨西哥	在墨西哥有高机工厂，年产值约10亿元，24年Q3已经全面投产并已实现10亿+的实际销售。
巴西/土耳其	巴西、土耳其工厂产品包括工起、建起、高机、土方等各类产品，合计产能超30亿元。
匈牙利	2025年2月21日，中联重科宣布将在匈牙利投资建设一个高空作业装备生产基地，主要面向电动化高机产品。
德国	2025年3月，中联重科德国二期工厂奠基，总投资超5000万欧元，建成后预计产值3亿美元。项目以中联重科德国威尔伯特工厂为基础，生产各类塔机、汽车起重机、混凝土机械等产品，进一步强化本地化轻组装。
欧洲（CIFA）	2008年中联重科收购全球第三大混凝土机械品牌意大利CIFA，

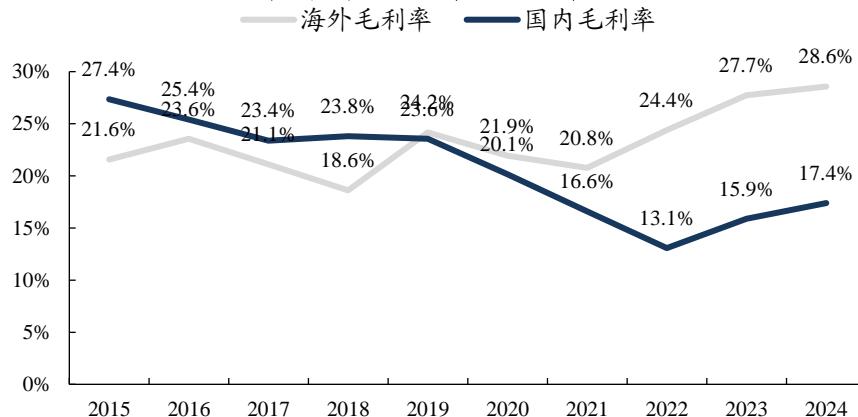
2.4 【柳工】率先开启全球化进程，海外布局稳步推进

◆ 率先开启全球化进程，海外布局稳步推进。2002年，柳工提出“建设开放的、国际化的柳工”战略目标，开启全球化进程，目前已于巴西、印度建设有生产基地并实现本地化生产。2024柳工实现海外收入98亿元，同比+19%，海外收入占比45.8%，同比+4.1pct，海外毛利率28.6%，同比+0.9pct，较国内高9.2pct。

图：2015-2024年柳工海外收入持续增长



图：2015-2024年海外毛利率呈上升趋势



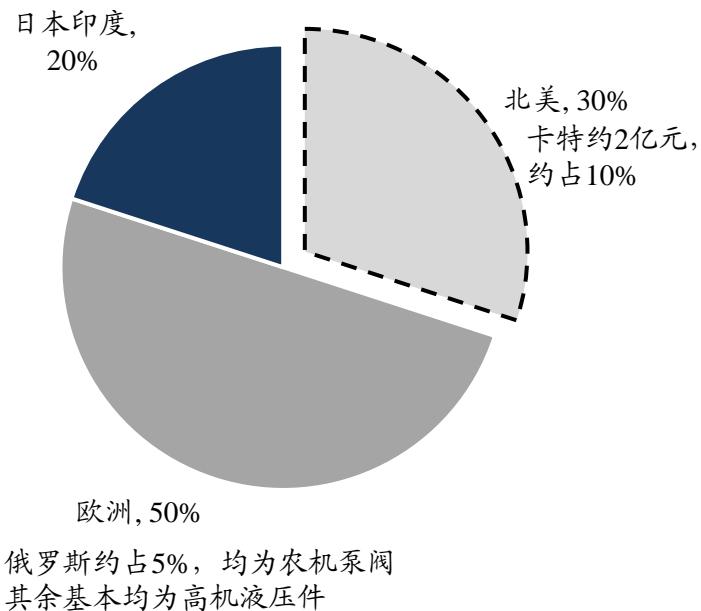
表：柳工主要海外产能布局

国家/地区	具体产能布局
巴西	巴西工厂2015年投产，覆盖装载机、挖掘机、压路机、平地机、推土机、滑转装载机、叉车、高空作业平台等全系列产品。
印度	2009年建设印度柳工第一家海外工厂，投资总额为3000万美元，主要产品为挖掘机、装载机等重型机械设备。2017年追加投资500万美元，生产经营持续向好

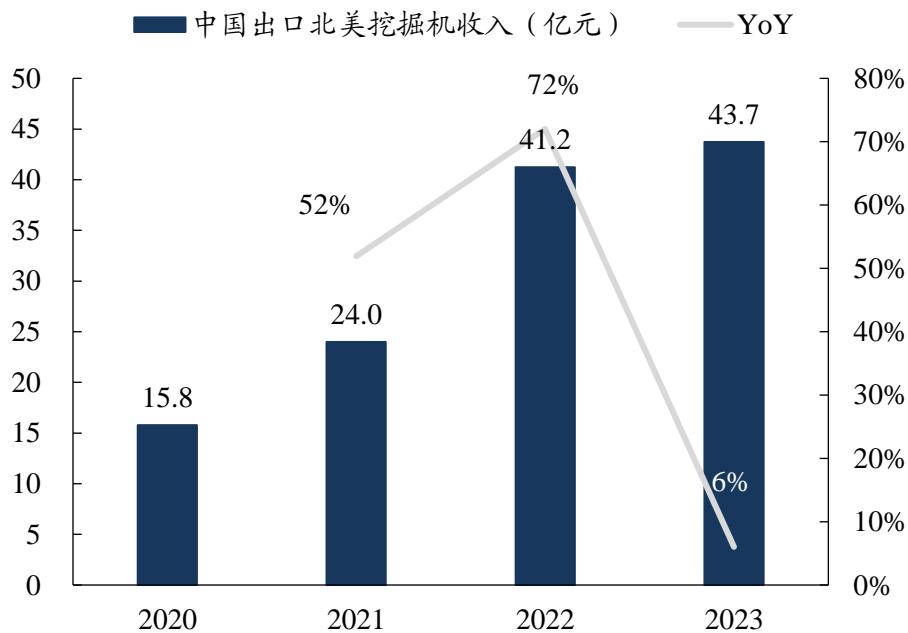
2.5 【恒立液压】墨西哥产能即将落地，加速导入外资客户

◆ 液压油缸、泵阀及配套产能全套迁往墨西哥，北美市场开拓有望加速。①海外客户：墨西哥产能较大幅度规避关税风险，确定性较强。此前恒立多供外资客户非北美地区产能，市场空间较小。目前墨西哥产能即将投产，JLG、Skyjack等北美高机客户液压件渗透率持续提升；与卡特、约翰迪尔合作持续深化；②国内客户：三一、徐工、中联北美产能逐渐落地，恒立跟随主机厂出海，未来成长空间广阔。③恒立液压在北美芝加哥投资建有集研发、测试、售后服务为一体的现代化工厂，若有必要可以进行扩产。

图：恒立液压23年海外收入约20亿元出口结构



图：国内主机厂北美市场持续开拓，恒立液压协同出海





■ 一、对美敞口小，“一带一路”打造核心朋友圈

■ 二、海外产能布局完善，全球化进程持续推进

■ 三、投资建议与风险提示

3.1 投资建议



- ◆ 工程机械主机厂对美收入敞口较小，关税对业绩影响整体可控。中长期看，全球化是中国主机厂迈向全球龙头的必经之路，关税较大程度限制国内主机厂全球市占率的提升。我们认为国内主机厂有望通过①打造“一带一路”核心朋友圈，着力突破东南亚、非洲、拉美等地区；②持续推进全球化产能布局，降低关税对国际贸易的影响。相关个股：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

图：公司估值表（截至2025年5月22日收盘价）

2025/5/22		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600031.SH	三一重工	CNY	19.07	1,616	59.8	85.0	111.4	127.2	27	19	15	13
000157.SZ	中联重科	CNY	7.26	599	35.2	50.4	61.0	73.8	17	12	10	8
000528.SZ	柳工	CNY	10.00	202	13.3	20.7	28.9	38.0	15	10	7	5
000680.SZ	山推股份	CNY	9.00	135	11.0	13.9	16.0	18.5	12	10	8	7
601100.SH	恒立液压	CNY	70.48	945	25.1	28.7	34.1	41.4	38	33	28	23

3.2 风险提示



- (1) 行业周期波动：受宏观经济波动影响，工程机械行业具有较强的周期性，若国内宏观经济大幅波动，将对工程机械行业平稳发展产生不利影响。
- (2) 基建及地产项目落地不及预期：基建及房地产为工程机械下游最大需求，若基建及房地产投资不足，将影响行业主要产品销售。
- (3) 政策不及预期：国内基建及房地产与国家政策相关度较高，若后续国内政策不及预期将对工程机械行业产生不利影响。
- (4) 地缘政治加剧风险：2023年工程机械主要企业出口收入占比达30%-60%，若国际贸易争端及地缘冲突加剧，全球政治黑天鹅事件或对国内工程机械企业全球化造成负面影响。

免责声明



东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

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

行业投资评级：

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

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园