

工程机械行业深度报告

行业有望困境反转，迈向全球工程机械龙头

增持（维持）

2023 年 02 月 21 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouerssh@dwzq.com.cn

证券分析师 罗悦

执业证书：S0600522090004

luoyue@dwzq.com.cn

研究助理 韦译捷

执业证书：S0600122080061

weiyj@dwzq.com.cn

投资要点

■ 多重因素导致行业过度下滑，2023 年内销不必过于悲观

受行业周期、地产拖累及疫情影响，2022 年挖掘机行业同比下滑 24%，其中内销下滑 45%；起重机行业下滑 47%；混凝土机械下滑约 70%，下滑幅度大幅超过上一轮周期基数，基数降至历史低位。原材料及海运费价格高企背景下，行业主要企业利润降幅较大。展望 2023 年，经济托底下逆周期调控仍有发力空间，叠加 2022 年部分基建延后至 2023 年开工，后续基建项目有望迎来开工旺季，低基数下工程机械内销不必过度悲观。

■ 出口拉动行业提前复苏，迈向全球工程机械龙头

2022 年挖掘机行业出口销量同比增速达 60%，占总销量比例跃升至 42%，主要受益于海外工程机械景气复苏及龙头全球阿尔法兑现。展望 2023 年，三一重工海外收入占比有望突破 50%以上，徐工机械约 40%，中联重科约 30%，并且出口收入增速有望维持 30%，出口成为业绩主要驱动力。对标海外龙头卡特彼勒、小松，全球化兑现有望贡献业绩增量，拉平周期波动，工程机械龙头有望迎估值上移。

■ 工程机械有望困境反转，重视内销大周期拐点渐近

由于钢材、海运费价格高企及规模效应下降，2022 年工程机械企业利润率大幅下滑，2023 年上述因素压力减弱，预计利润率开启修复过程。2022 年主要企业净利率仅 5%左右，基于当前钢材价格水平，我们预计 2023 年主要企业有望提升约 3 个点，带来利润端 50%以上增长弹性，业绩有望触底回暖。此外，按照七至八年更新周期，2024-2025 年内销工程机械市场有望迎新一轮更新周期，叠加出口增长、利润率修复，工程机械有望困境反转。

■ **投资建议：**推荐全球工程机械龙头【三一重工】，估值修复高弹性【徐工机械】，挖机、高机高速拓展【中联重科】，上游核心零部件【恒立液压】

■ **风险提示：**内销大幅下滑；基建地产开工不及预期；国际贸易争端加剧；原材料价格高企。

行业走势



相关研究

《2022 年挖机行业销量同比-24%，判断 2023 年行业同比个位数波动》

2023-01-12

《11 月挖机销量同比+16%，国内市场转正行业预期回暖》

2022-12-08

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600031	三一重工	1,659.98	19.56	1.43	0.62	0.81	13.69	31.55	24.15	买入
000425	徐工机械	796.41	6.74	0.71	0.57	0.64	9.56	11.82	10.53	买入
000157	中联重科	597.05	6.88	0.76	0.26	0.39	9.05	26.46	17.64	买入
601100	恒立液压	970.75	72.40	2.06	1.80	2.08	35.15	40.22	34.81	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（以上公司预测值均来自东吴证券）

内容目录

1. 多重因素导致行业过度下滑，内销不必过于悲观	5
1.1. 地产低迷拖累行业需求，基建项目开工有望逐步复苏	5
1.2. 2022 年行业销量大幅下滑，基数回落历史低位	6
1.3. 主要企业利润率降至历史低位，现金流好于上一轮周期	9
2. 出口拉动行业提前复苏，迈向全球工程机械龙头	11
2.1. 出口拉动行业提前复苏，2023 年预计行业同比个位数波动	11
2.2. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头	16
3. 工程机械有望迎困境反转，重视国内大周期拐点渐进	20
3.1. 工程机械有望迎困境反转，业绩有望底部回暖	20
3.2. 内销市场新一轮更新周期预计开启于 2024-2025 年	22
4. 投资建议	23
4.1. 三一重工：得挖掘机者得天下，三一重工将开启全球化新篇章	23
4.2. 徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发	25
4.3. 中联重科：高机分拆上市迎价值重估，工程机械龙头业绩有望底部回暖	26
4.4. 恒立液压：上游核心零部件龙头，通用板块再造恒立	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1:	2023 年 1 月社融当月新增 5.98 万亿元，存量社融同比+9%超市场预期.....	5
图 2:	2023 年 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比+23%.....	5
图 3:	2022 年专项债累计发行 4 万亿元，同比+13%，上半年发行量占比 84%.....	6
图 4:	2022 年基建投资累计完成额 21 万亿元，同比+12%.....	6
图 5:	2022 年商品房销售/房屋新开工面积同比分别下滑 24%/39%.....	6
图 6:	2022 年商品房销售额同比下滑 27%，房地产投资完成额同比下滑 10%.....	6
图 7:	2022 年小松中国区平均开工小时数为 92，同比下降 13.5%.....	7
图 8:	2022 年徐工挖掘机平均开工小时数为 89，同比下降 5.9%.....	7
图 9:	2022 年挖掘机累计销量 26.1 万台，同比下滑 24%.....	8
图 10:	2022 年起重机累计销量 2.6 万台，同比下滑 47%.....	8
图 11:	2022 年泵车累计销量约 2910 台，同比下滑 72%.....	8
图 12:	2022 年搅拌车累计销量 2.5 万台，同比下滑 73%.....	8
图 13:	2022 年装载机累计销量 11.0 万台，同比下滑 14%.....	8
图 14:	2022 年叉车累计销量 104 万台，同比下滑 5%.....	8
图 15:	三一重工 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 592/36 亿元，同比分别下滑 33%/71%.....	9
图 16:	徐工机械 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 751/47 亿元，同比分别下滑 20%/31%.....	9
图 17:	中联重科 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 306/22 亿元，同比分别下滑 44%/62%.....	9
图 18:	恒立液压 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 59/17 亿元，同比分别下滑 18%/12%.....	9
图 19:	三一重工 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-66%，净现比 0.97.....	10
图 20:	徐工机械 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-63%，净现比 0.33.....	10
图 21:	中联重科 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-76%，净现比 0.52.....	10
图 22:	恒立液压 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-33%，净现比 0.81.....	10
图 23:	挖机行业销量呈周期性波动，此轮下行周期有望于 2023 年筑底.....	11
图 24:	基建与地产在挖掘机下游需求结构中占比 60%.....	12
图 25:	2022 年挖掘机内销 15.2 万台，同比下滑 45%.....	12
图 26:	2022 年挖掘机出口销量 10.9 万台，同比增长 60%.....	12
图 27:	2022 年挖掘机出口占比跃升至 42%，同比+26pct.....	12
图 28:	2022 年挖掘机国产化率约 80%.....	13
图 29:	2022 年国内挖掘机市场 CR3 超 60%（按销量口径）.....	13
图 30:	起重机及混凝土机械与地产新开工相关度高，2022 年销量下滑幅度较大.....	14
图 31:	2022 年起重机销量同比下滑 47%，已回落至 2017-2018 年低位，下降空间小.....	14
图 32:	2022 年泵车销量同比-72%，达到历史低位.....	15
图 33:	2022 年搅拌车销量同比-73%，达到历史低位.....	15
图 34:	2022 年挖机出口销量同比提升 60%，占总销量比重提升 26pct 至 42%.....	16
图 35:	三一重工 2022 上半年海外收入 165 亿元，同比+33%，占比提升 24pct 至 43%.....	17
图 36:	徐工机械 2022 上半年海外收入 125 亿元，同比+157%，占比提升 24pct 至 33%.....	17
图 37:	中联重科 2022 上半年海外收入 39 亿元，同比+40%，占比提升 12pct 至 18%.....	17
图 38:	恒立液压 2022 上半年海外收入 6.6 亿元，同比+26%，占比提升 7pct 至 17%.....	17
图 39:	2022Q1-Q3 三一在亚澳、美洲等地区取得较大突破.....	18
图 40:	2022Q1-Q3 三一挖掘机出口营收同比+63%，海外市场份额突破 8%.....	18
图 41:	2022 年内资企业在海外工程机械市场份额偏低.....	19
图 42:	2022 年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份额分别为 7%/4%.....	19

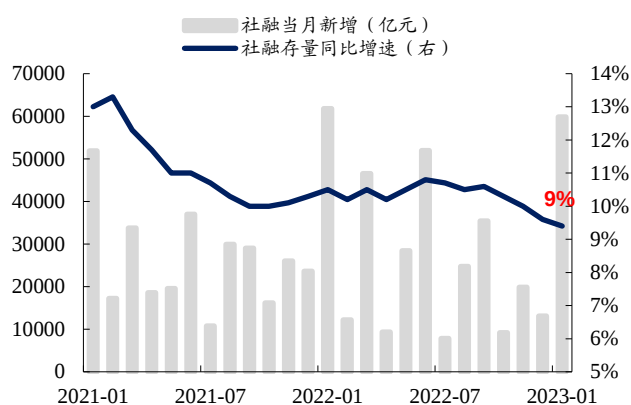
图 43:	2022 年三季度开始钢材价格逐渐回落，下游成本压力缓解.....	20
图 44:	当前国内钢材库存量处于历史高位，2023 年价格下行压力较大.....	20
图 45:	钢材在挖掘机生产成本中占比 17%，2023 年挖机成本端压力有望明显缓解.....	21
图 46:	头部企业销售毛利率与钢材价格呈反向波动.....	21
图 47:	头部企业归母净利率与钢材价格呈反向波动.....	21
图 48:	国内上轮周期起于 2016 年开始，预计于 2024-25 年迎来复苏.....	22
图 49:	2022 年国内挖掘机下游开工小时数持续下滑.....	22
图 50:	按照八年寿命替换，2024-25 年国内挖掘机有望于开启上行周期.....	23
图 51:	三一重工挖机收入规模持续攀升.....	23
图 52:	挖掘机销售已成为公司第一大收入来源.....	23
图 53:	2021 年公司挖掘机销量到达峰值，超过 10 万台.....	24
图 54:	三一重工挖掘机市占率独占鳌头（按销量口径）.....	24
图 55:	2022Q1-Q3 公司海外营收 259 亿元，同比增长 44%，收入占比达 44%.....	24
图 56:	三一重工 2022 年海外市占率仅为 8%，与本土竞争力极不匹配.....	24
图 57:	2022Q1-Q3 公司实现营收/归母净利润 751/47 亿元，同比下降 20%/31%.....	25
图 58:	2021 年徐工集团工程机械板块全球份额 7.9%，全球第三，国内第一.....	25
图 59:	2022Q1-Q3 公司期间费用率 11.6%，同比下降 1.6pct.....	26
图 60:	优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平.....	26
图 61:	2022Q1-Q3 公司营业总收入/归母净利润分别为 306/22 亿元，同比下降 44%/62%.....	27
图 62:	起重机及混凝土机械为公司主要产品，2022H1 起重机/混凝土机械收入占比分别为 46%/22%.....	27
图 63:	中联高机 2020-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 108%/367%.....	27
图 64:	中联高机 2022 年净利率 14%，提升空间广阔.....	27
图 65:	得益于油缸及泵阀快速增长，公司 2013-2021 年营收 CAGR 达 29%.....	28
图 66:	2022 年公司挖机油缸销量 64.5 万只，占据国内挖机油缸 62%销量份额.....	28
图 67:	非标泵阀、非标油缸销量占比逐年提升.....	29
图 68:	通用板块赋力公司穿越周期.....	29
表 1:	分情景预测内外销挖掘机销量.....	13
表 2:	2018-2023 年我国起重机销量及构成测算表.....	15
表 3:	2018-2023 年我国混凝土泵车、搅拌车销量及构成测算表.....	16
表 4:	2023 年头部企业国内、海外营收预测（单位：亿元）.....	19
表 5:	假设收入规模、期间费用率不变，预计钢价下降 20%可提升利润率 3pct.....	22

1. 多重因素导致行业过度下滑，内销不必过于悲观

1.1. 地产低迷拖累行业需求，基建项目开工有望逐步复苏

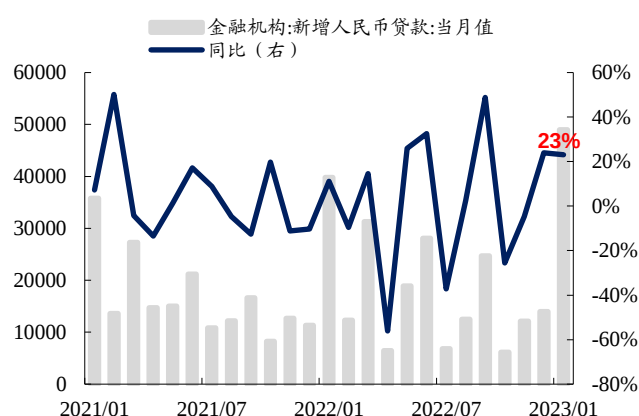
信贷数据增强投资信心，经济托底下逆周期调控仍有发力空间。2023 年 1 月社融当月新增 5.98 万亿元，同比减少 1959 亿元；存量社融同比增长 9%，环比下降 0.2%，在 1 月春节扰动下存量社融增速回落幅度大幅收窄，超市场预期。2023 年 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，超出预期 0.82 万亿元，同比增长 23%，创下有统计以来单月信贷投放最高记录。信贷扩张提供的资金支持将带动项目落地，强化固定资产投资，增加基建与制造业领域投入。

图1：2023 年 1 月社融当月新增 5.98 万亿元，存量社融同比+9%超市场预期



数据来源：Wind，东吴证券研究所

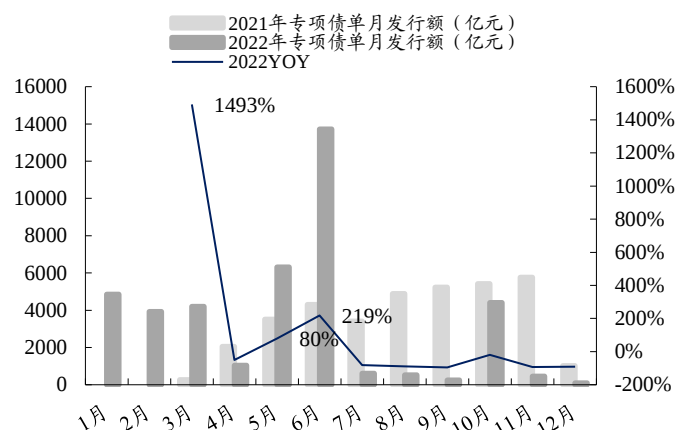
图2：2023 年 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比+23%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

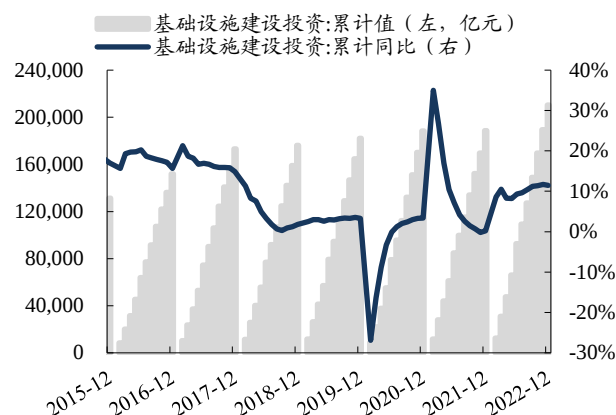
2023 年基建为稳增长的重要抓手，基建项目开工有望逐步复苏。2022 年专项债发行力度加大，累计发行专项债 4.0 万亿元，同比增加 13%。2022 年基建投资完成额 21 万亿元，同比+12%，然而受疫情影响，部分基建项目开工推迟。展望 2023 年，经济托底下逆周期调控仍有发力空间，叠加 2022 年部分基建延后至 2023 年开工，基建项目开工有望逐步复苏。

图3：2022年专项债累计发行4万亿元，同比+13%，上半年发行量占比84%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

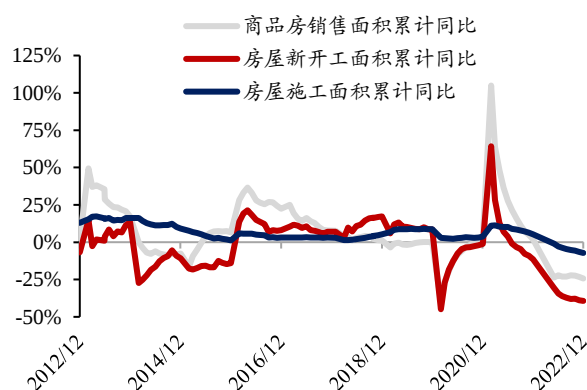
图4：2022年基建投资累计完成额21万亿元，同比+12%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

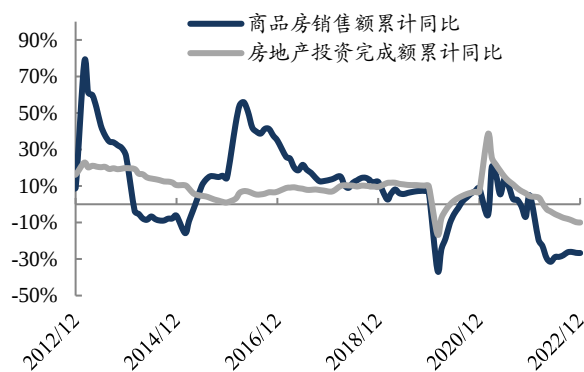
2022年房屋新开工面积下滑39%，地产低迷拖累工程机械下游需求。受行业周期波动、疫情及地产拖累，以及钢材、海运费等成本高企影响，2022年工程机械行业整体压力较大。工程机械下游以基建、地产、市政及农村工程为主，2022年商品房销售面积/金额同比下滑24%/27%，房屋新开工面积同比下滑39%、房地产投资完成额同比下滑10%，2022年房地产开发投资及销售大幅下降，对工程机械行业需求形成牵制。

图5：2022年商品房销售/房屋新开工面积同比分别下滑24%/39%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022年商品房销售额同比下滑27%，房地产投资完成额同比下滑10%

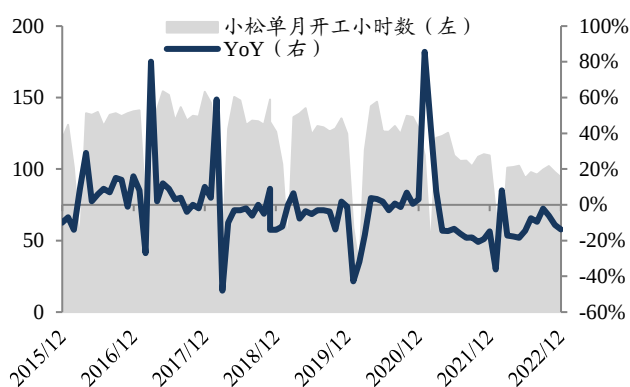


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 2022年行业销量大幅下滑，基数回落历史低位

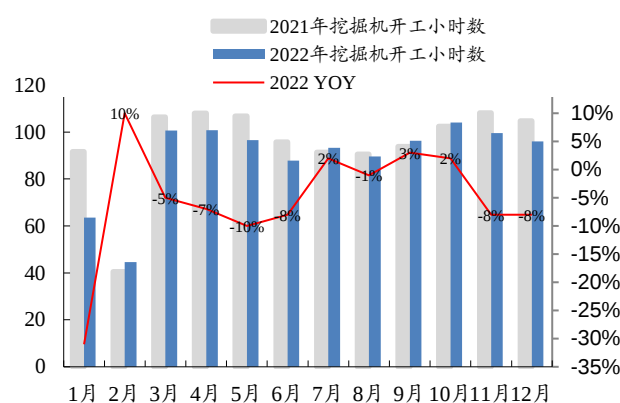
下游开工数据仍低迷，但 2023 年整体呈现修复趋势。2022 年受地产低迷、疫情影响项目施工进度的影响，工程机械核心机种开工率下滑。2022 年小松中国区挖掘机平均月开工小时数 92，同比-13.5%，其中 12 月小松中国区挖掘机开工小时数为 94，同比-13.8%；2022 年徐工机械平均月开工小时数为 89，同比-5.9%，其中 12 月开工小时为 96，同比-8%，受疫情影响 11-12 月开工率降幅再次扩大。2022 年行业部分项目施工受疫情影响延后，导致开工率低于正常水平，2023 年在延后项目恢复正常施工背景下，下游开工率有望逐步修复。

图7：2022 年小松中国区平均开工小时数为 92，同比下降 13.5%



数据来源：小松官网，东吴证券研究所

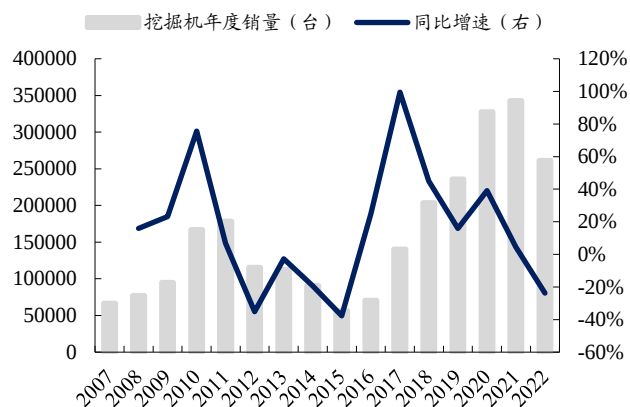
图8：2022 年徐工挖掘机平均开工小时数为 89，同比下降 5.9%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

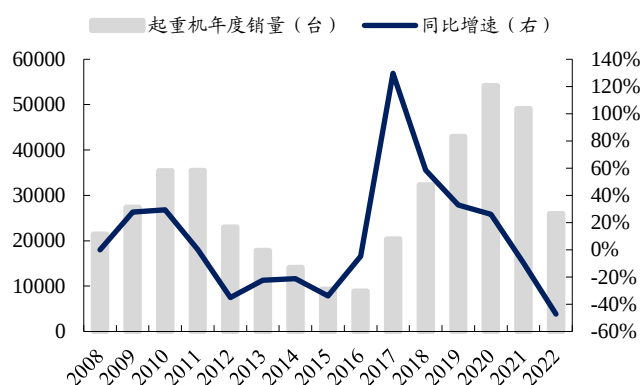
受行业周期、地产拖累及疫情影响，2022 年工程机械主要机种销量大幅下降，基数回落至历史低水平。受行业周期波动、疫情及地产拖累，以及钢材、海运费等成本高企影响，2022 年工程机械行业整体压力较大。以挖掘机、起重机、混凝土机械三类核心机种为例，2022 年挖掘机行业销量 26.1 万台，同比下降 24%，其中内销同比下降 45%，出口同比增长 60%，出口占总销量比重提升至 42%。由于起重机及混凝土机械与地产相关性较高、出口量较小，下滑幅度大于挖掘机。2022 年起重机行业销量 2.6 万台，同比下降 47%；泵车、搅拌车等混凝土机械下滑幅度约 70%。2022 年起重机、混凝土机械行业销量已回落至 2016-2017 年低谷期水平，2023 年起行业有望在低基数背景下企稳。

图9：2022 年挖掘机累计销量 26.1 万台，同比下滑 24%



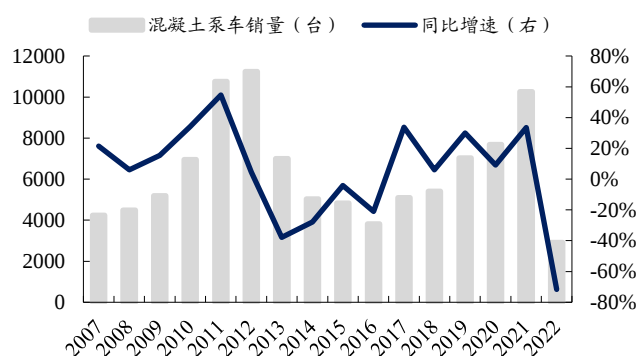
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2022 年起重机累计销量 2.6 万台，同比下滑 47%



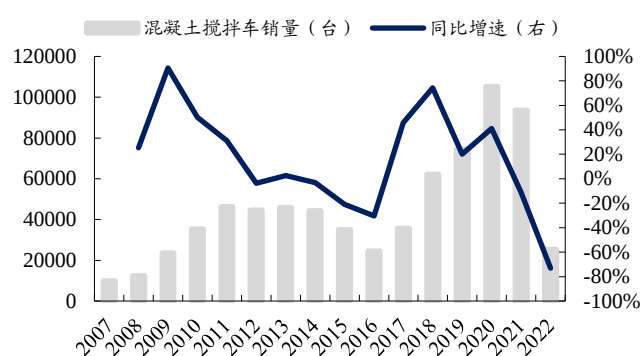
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2022 年泵车累计销量约 2910 台，同比下滑 72%



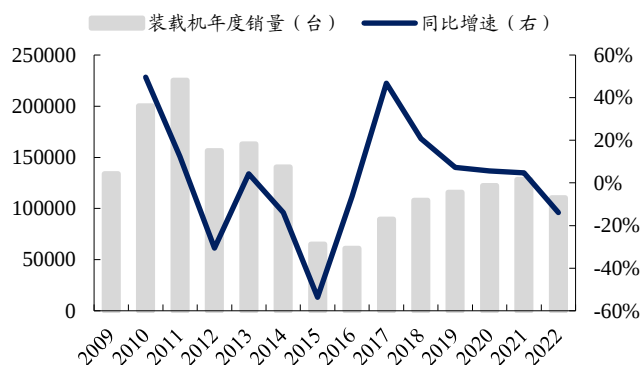
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2022 年搅拌车累计销量 2.5 万台，同比下滑 73%



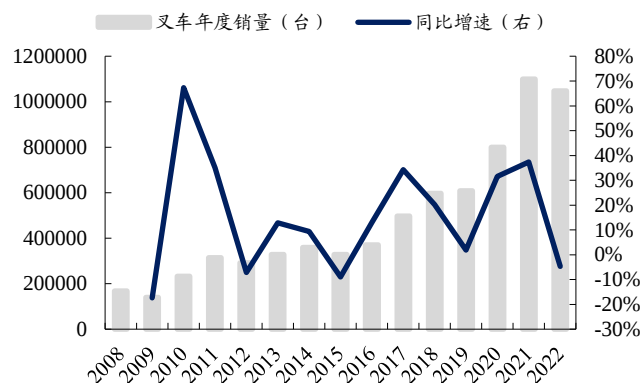
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2022 年装载机累计销量 11.0 万台，同比下滑 14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：2022 年叉车累计销量 104 万台，同比下滑 5%



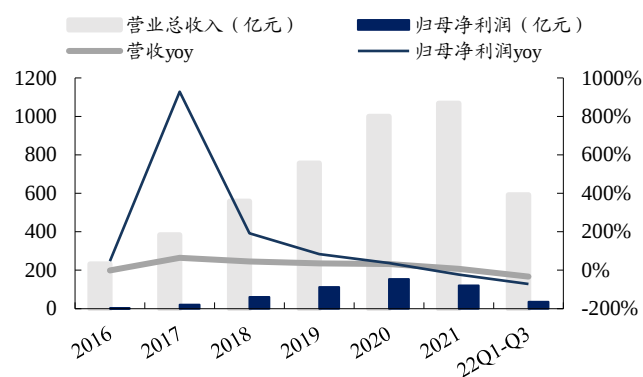
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 主要企业利润率降至历史低位，现金流好于上一轮周期

行业下滑叠加成本上涨，2022 年工程机械企业业绩承压，利润率降至历史低位。

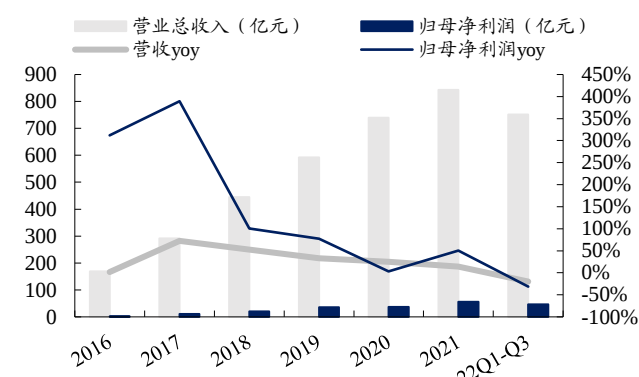
(1) 三一重工：2022Q1-Q3 营收及归母净利润同比分别下降 33%/71%，归母净利润大幅下滑主要系销售规模下降但公司持续扩大新产品、新技术的研发投入，销售及研发费用保持相对刚性。(2) 徐工机械：2022Q1-Q3 营收及归母净利润同比分别下降 20%/31%，收入增速跑赢行业（-24%），公司阿尔法属性凸显。(3) 中联重科：2022Q1-Q3 营收/归母净利润同比分别下降 44%/62%，收入跑输行业主要系公司出口比例相对较低。(4) 恒立液压：2022Q1-Q3 营收/归母净利润同比分别下降 18%/12%，主要系公司上游零部件进口替代格局较好，通用板块对冲工程机械业务下行。

图15：三一重工 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 592/36 亿元，同比分别下滑 33%/71%



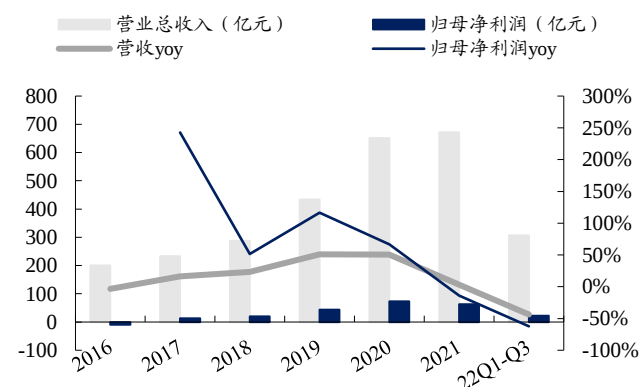
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：徐工机械 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 751/47 亿元，同比分别下滑 20%/31%



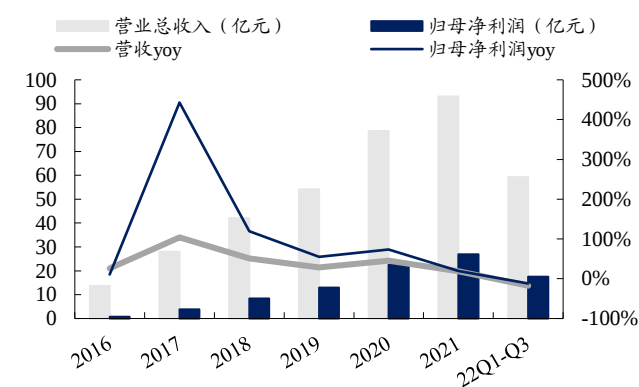
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：中联重科 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 306/22 亿元，同比分别下滑 44%/62%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

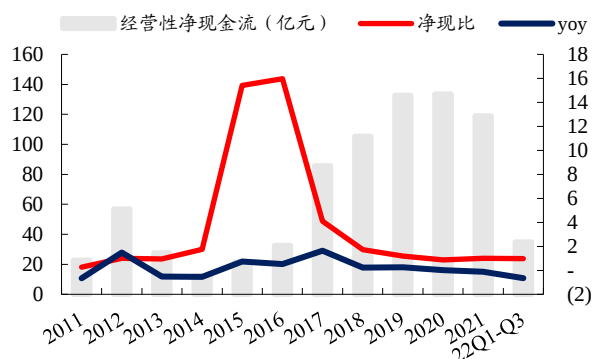
图18：恒立液压 2022Q1-Q3 实现营收/归母净利润 59/17 亿元，同比分别下滑 18%/12%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

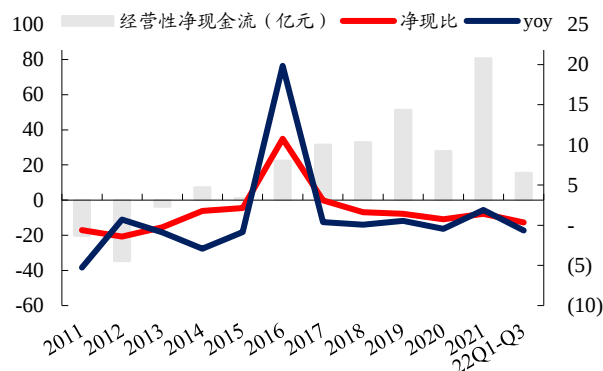
经营性净现金流同比负增长，但明显好于上一轮周期。2022Q1-Q3 三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压的经营性净现金流同比分别下降 66%/63%/76%/33%，净现比分别为 97%/33%/52%/81%，同比分别+15/-59/-29/-25pct。经营性净现金流同比下滑主要受两方面因素影响：一方面，下游开工不足，导致客户回款压力增大；另一方面上半年钢铁原材料价格高企，导致采购投入相对较大。但我们复盘上一轮行业下行期（2011-2015 年）发现，相较于上一轮行业经营性净现金流为负，此轮行业现金流表现显著好于上一轮，此外本轮周期国产三巨头格局稳固，对风险把控意识增强，首付维持较高水平。

图19：三一重工 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-66%，净现比 0.97



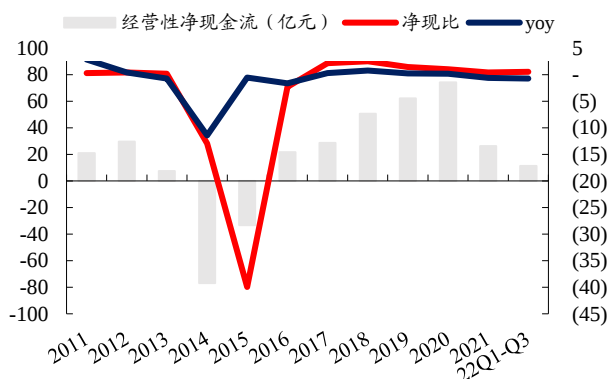
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：徐工机械 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-63%，净现比 0.33



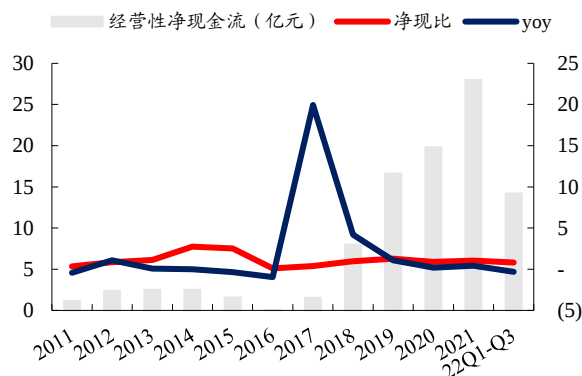
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：中联重科 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-76%，净现比 0.52



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：恒立液压 2022Q1-Q3 经营性净现金流同比-33%，净现比 0.81



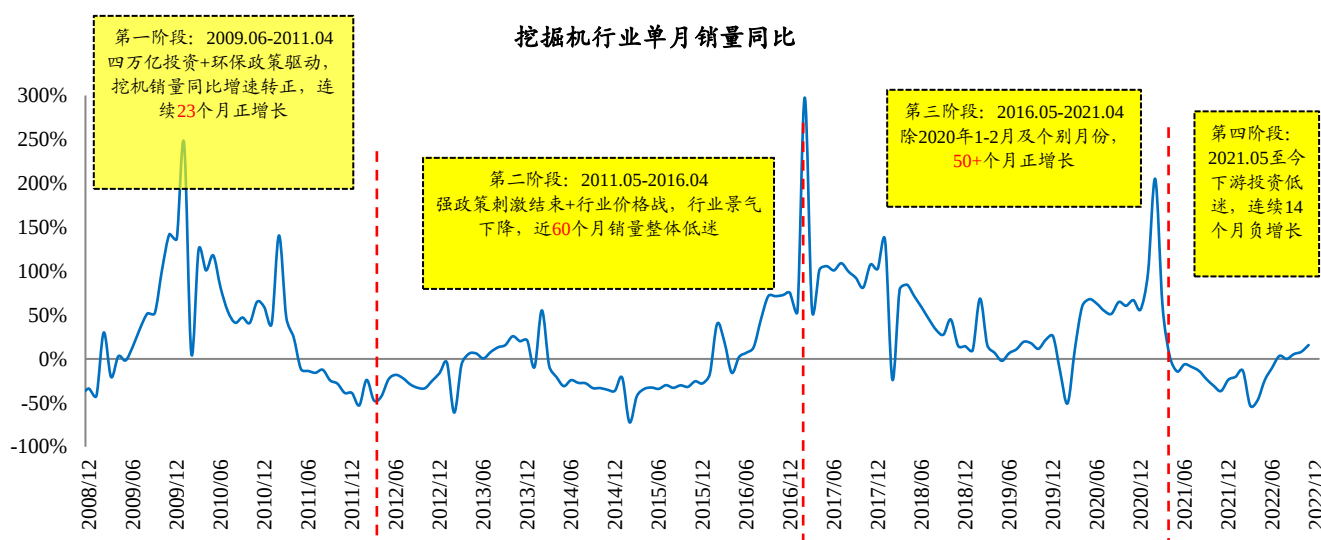
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 出口拉动行业提前复苏，迈向全球工程机械龙头

2.1. 出口拉动行业提前复苏，2023 年预计行业同比个位数波动

复盘挖掘机销量数据，此轮下行周期有望于 2023 年筑底。挖掘机需求的决定因素为以地产和基建为代表的土方工程量，行业销量随宏观环境的变化呈周期波动。2008 年以来国内挖掘机市场发展可分为四个阶段：（1）2009-2011 年在激进的投资政策驱动下，挖机销量连续 23 个月正增长；（2）2011-2016 年，上一轮周期过度透支需求及宏观经济增速放缓，行业陷入近 60 个月的低迷期；（3）2016 年 5 月开始，受益于宏观经济复苏及大量更新换代需求，行业再度迎来 50 多个月的正增长；（4）2021 年 5 月至今，由于下游投资低迷，行业连续 14 个月负增长。按照挖掘机 8 年瓶颈寿命计算，2024 年迎来新一轮的更换需求带动行业复苏，此轮下行周期有望于 2023 年筑底。

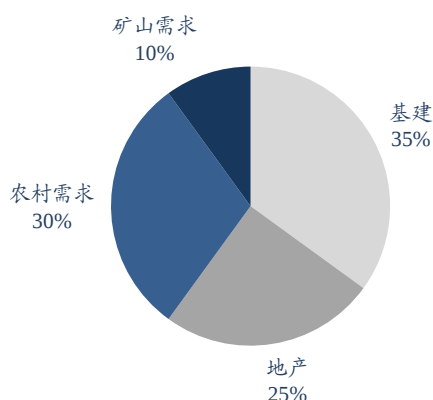
图23：挖机行业销量呈周期性波动，此轮下行周期有望于 2023 年筑底



数据来源：Wind，东吴证券研究所

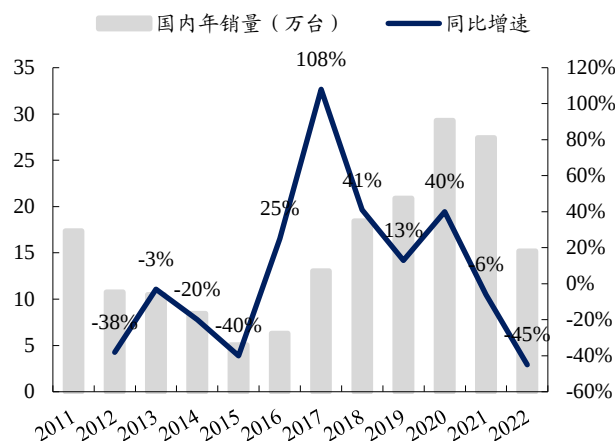
低基数叠加基建开工预期较好，2023 年内销市场降幅有望缩窄至 10%-20%。基建与地产在挖掘机下游需求结构中占比 60%，2022 年由于疫情影响基建开工叠加房地产市场大幅下滑，国内挖掘机销量仅为 15.2 万台，同比下滑 45%，下滑幅度远超上一轮。但 2022 年下半年以来国内挖掘机行业向上修复态势明显。2023 年在国内疫情影响消退、房地产供需两端发力、基建力度持续等因素下，预计 2023 年工程机械内销降幅缩窄至 10%-20%，其中挖掘机降幅预计 20%，起重机、混凝土机械在低基数下预计内销降幅 10%左右。

图24: 基建与地产在挖掘机下游需求结构中占比 60%



数据来源: 我的钢铁研究公众号, 东吴证券研究所

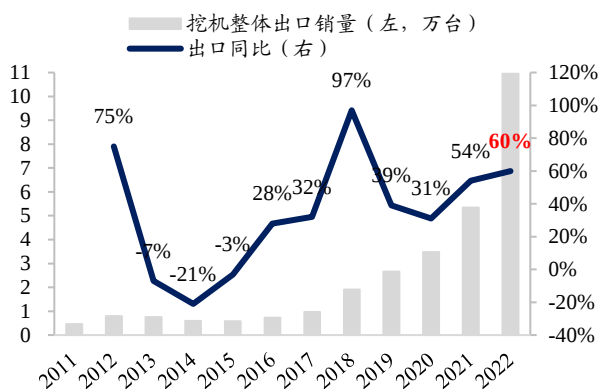
图25: 2022 年挖掘机内销 15.2 万台, 同比下滑 45%



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

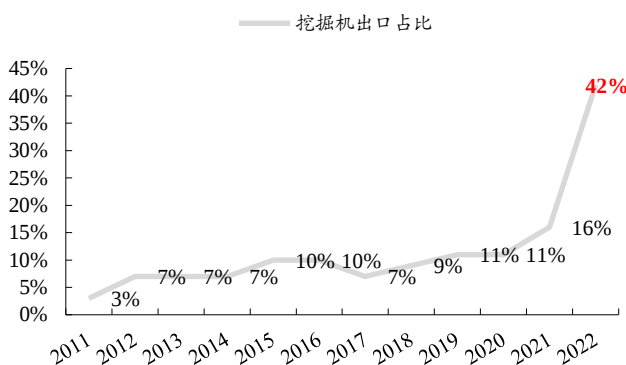
得挖机者得天下，工程机械开启全球竞争力新篇章。2022 年挖掘机出口销量 10.9 万台，同比高增 60%，在总销量中占比提升 26pct 至 42%。出口高景气主要受益于海外工程机械市场复苏、国内龙头全球竞争力兑现。展望 2023 年，在 2022 年高基数影响下，出口增速或将放缓，但在全球竞争力兑现背景下仍有望保持两位数以上增速。2022 年海外工程机械市场规模约 5000 亿元，国内工程机械龙头海外份额仅 7% 左右，海外市场拓展潜力广阔。

图26: 2022 年挖掘机出口销量 10.9 万台, 同比增长 60%



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图27: 2022 年挖掘机出口占比跃升至 42%, 同比+26pct



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

我们预计 2023 年挖掘机行业销量同比正负个位数波动，有望实现正增长。根据以上逻辑，我们判断 2023 年挖掘机内销下滑 10%-30%，出口增长 20%-40%，预计 2023 年挖掘机行业销量同比增速-9%至 11%。中性预期下，我们预计 2023 年挖掘机内销下滑

20%，出口增长 30%，行业总销量约为 26 万台，同比微增 1%，其中内销/出口销量占比为 46%/54%，出口销量占比超 50%。

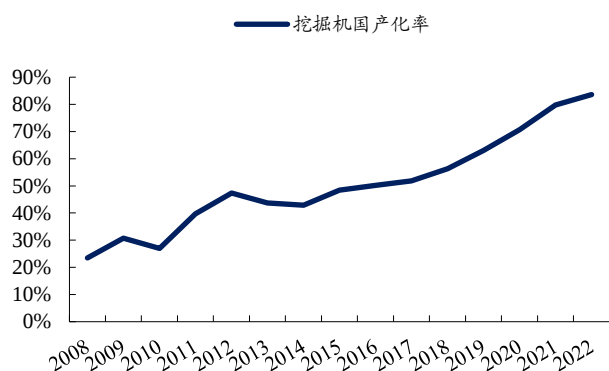
表1: 分情景预测内外销挖掘机销量

		国内			出口			合计		
2022	销量 (万台)	15.2			10.9			26.1		
	YOY	-45%			60%			-24%		
2023	假设场景	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
	YOY	-30%	-20%	-10%	20%	30%	40%	-9%	1%	11%
	销量 (万台)	10.6	12.2	13.7	13.1	14.2	15.3	23.9	26.4	29.0

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

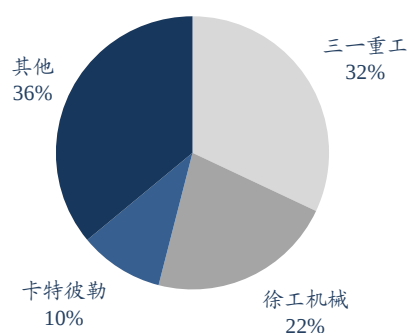
挖掘机国产化率持续提升，内资龙头强者恒强。历经多年发展，我国工程机械龙头企业已成功跻身全球第一阵营，行业龙头积极布局核心零部件以完善产业链布局、保障产业链安全，竞争优势更为明显，市占率持续提升。2022 年我国挖掘机市场国产品牌市场份额超 80%，其中三一重工及徐工机械为内资品牌龙头，市占率分别达到 32%/22%，二者合计市场份额超 50%，内资龙头份额持续提升趋势不变。

图28: 2022 年挖掘机国产化率约 80%



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图29: 2022 年国内挖掘机市场 CR3 超 60% (按销量口径)

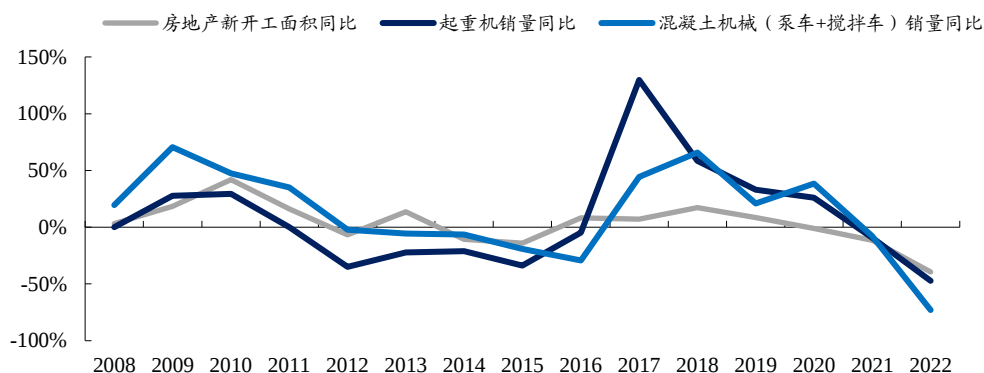


数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

起重机、混凝土机械与地产相关度较高，预计 2023 年销量呈现“L 型”趋势。起重机及混凝土机械与房地产、基建项目关联紧密，其中混凝土机械下游房地产需求占比超过 50%，对房地产依赖程度较高。2022 年国内房地产市场表现疲弱，起重机及混凝土

机械的出口量较少，2022 年行业销量同比分别下降 50%/70%，降幅远超上一轮周期。整体来看，2022 年起重机、混凝土机械销量已回落至 2016-2018 年行业低谷期水平，预计 2023 年表现平稳，行业预计同比正负个位数波动，呈现“L 型”走势

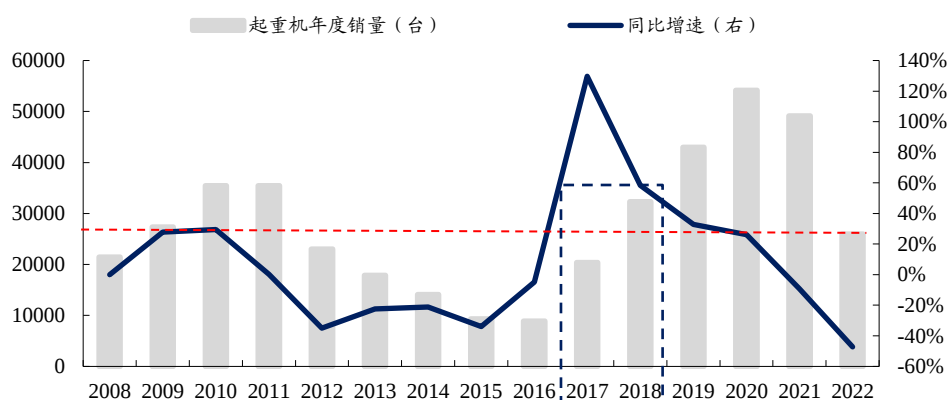
图30：起重机及混凝土机械与地产新开工相关度高，2022 年销量下滑幅度较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2022 年起重机销量同比下降 47%，预计 2023 年降幅缩窄至 10%。2022 年起重机销量同比下滑 47%，已回落至 2017-2018 年低位，预计 2023 年下滑幅度有限。核心假设如下：（1）起重机新增需求结构中，基建/房地产/风电各占三分之一，2023 年风电装机或将迎来爆发式增长，但考虑到风机设备大型化趋势下对起重机需求有所降低，出于谨慎性考虑假设 2023 年国内新增需求下降 10%。（2）起重机更新周期为 10 年。（3）在高基数效应下，出口增速降低至 30%。在以上核心假设条件下，2023 年国内主要企业起重机销量预计为 2.4 万台，同比下降 9.1%。

图31：2022 年起重机销量同比下滑 47%，已回落至 2017-2018 年低位，下降空间小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

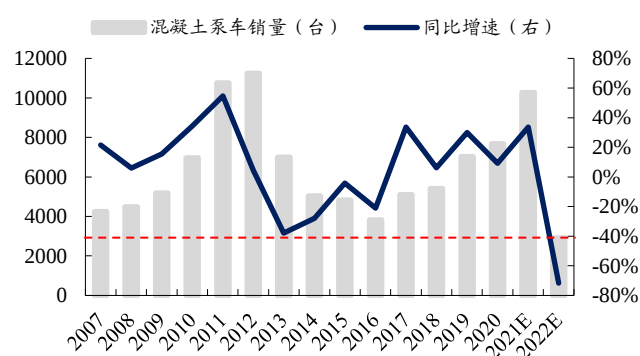
表2: 2018-2023 年我国起重机销量及构成测算表

年份	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
基建投资增速	1.8%	3.3%	3.4%	0.2%	11.5%	5.0%
新开工面积增速	9.5%	9.9%	-1.2%	-11.4%	-39.4%	-15.0%
新增风电装机量 (GW)	21.1	25.7	71.7	47.6	37.6	65.0
起重机出口增速预计			3%	20%	50%	30%
国内主要企业起重机销量						
新增需求 (台)	8899	13499	16591	9156	4690	4221
更新需求 (台)	21419	27360	35423	37386	17361	14306
出口需求 (台)	2000	2100	2162	2594	3891	5059
总销量 (台)	32318	42959	54176	49136	25942	23586
总销量增速	58.5%	32.9%	26.1%	-9.3%	-47.2%	-9.1%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

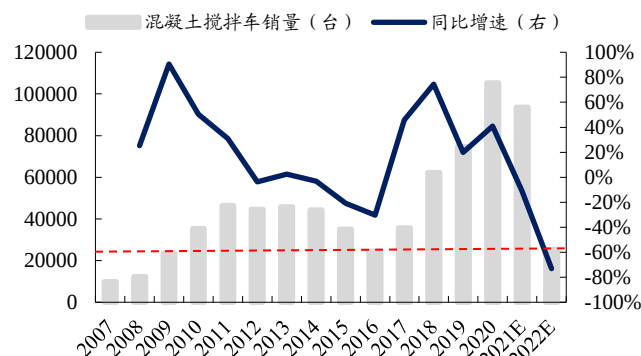
2022 年混凝土泵车/搅拌车销量同比下降 72%/73%，预计 2023 年泵车/搅拌车销量同比持平或微增。混凝土机械新增需求来源于混凝土新增产量，更新需求来源于保有量的替换。由于 2022 年房地产市场大幅下滑，国内水泥与混凝土产量同比下降 10%，新增需求为 0。按照混凝土机械 10 年寿命计算，22 年更新需求仅为保有量的 20%，判断主要系下游客户经营困难，延缓更替需求。预计 2023 年泵车/搅拌车销量同比分别增长 0.3%/2.5%，核心假设如下：（1）2023 年国内水泥与混凝土产量同比下降 5%；（2）出口增速为 15%；（3）更新需求恢复至保有量的 30%。

图32: 2022 年泵车销量同比-72%，达到历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 2022 年搅拌车销量同比-73%，达到历史低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表3: 2018-2023 年我国混凝土泵车、搅拌车销量及构成测算表

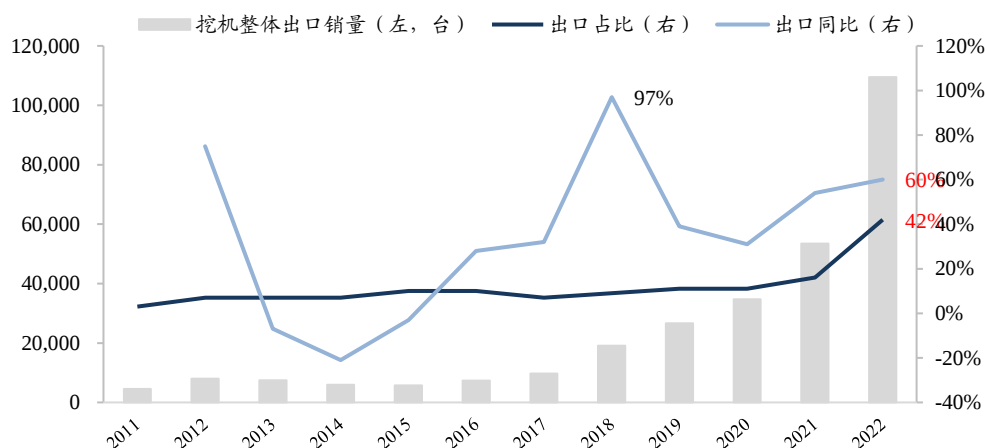
年份		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
国内水泥产量（亿吨）		21.8	23.3	23.8	23.6	21.2	20.1
年混凝土产量（亿立方米）		18.0	25.5	28.4	32.9	29.6	28.1
泵送需求量（亿立方米）		12.6	17.9	19.9	23.0	20.7	19.7
预计出口增速			19%	-25%	10%	10%	15%
泵车 (单位: 台)	新增需求	1155	1406	1012	1565	0	0
	更新需求	4844	6062	8538	8211	2370	2297
	出口需求	500	596	446	491	540	621
	总需求	6499	8064	9996	10266	2910	2918
	总销量增速	84.0%	24.1%	24.0%	2.7%	-71.7%	0.3%
搅拌车 (单位: 台)	新增需求	38205	36378	49980	56462	11639	11872
	更新需求	17946	29463	40878	31856	7688	7210
	出口需求	5000	6500	4864	5351	5886	6768
	总需求	61150	72340	95722	93668	25212	25850
	总销量增速	71.5%	18.3%	32.3%	-2.1%	-73.1%	2.5%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

2.2. 国际化进入兑现期，迈向全球工程机械龙头

工程机械全球化进入兑现期，2022 年挖掘机出口占比显著提升。2018 年起挖掘机出口销量加速增长，从 2018 年 1.9 万台增长至 2022 年 10.9 万台，复合增速达 55%，出口销量占比从 2018 年的 9%大幅提升至 2022 年 42%，海外市场成为近年工程机械企业主要业绩增长点，全球竞争力进入兑现期。

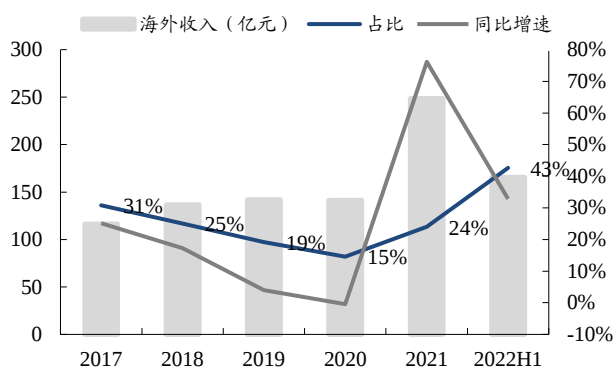
图34: 2022 年挖机出口销量同比提升 60%，占总销量比重提升 26pct 至 42%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

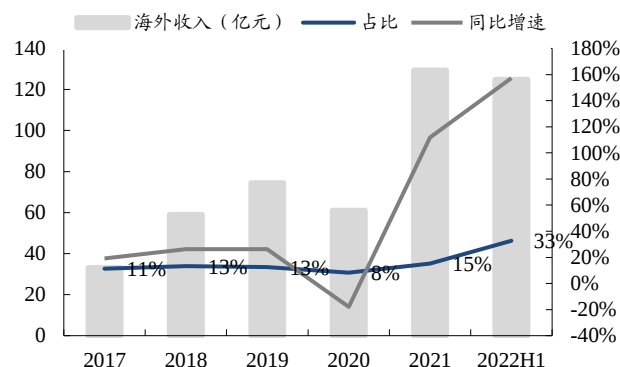
龙头公司出口持续高增，国际化布局成效显著。2017年以来，国内企业在出海政策支持下，加速布局海外市场。受益于东南亚市场崛起、欧美加大基建投资，龙头公司出口收入持续高增，2017-2021年三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入 CAGR 分别为 21%/41%/25%/18%。2022 年上半年国内周期下行叠加海外市场需求旺盛，三一重工/徐工机械/中联重科/恒立液压海外收入同比分别增长 33%/157%/40%/26%，海外收入占比分别提升至 43%/33%/18%/17%，同比分别提升 24/24/12/7pct。

图35：三一重工 2022 上半年海外收入 165 亿元，同比 +33%，占比提升 24pct 至 43%



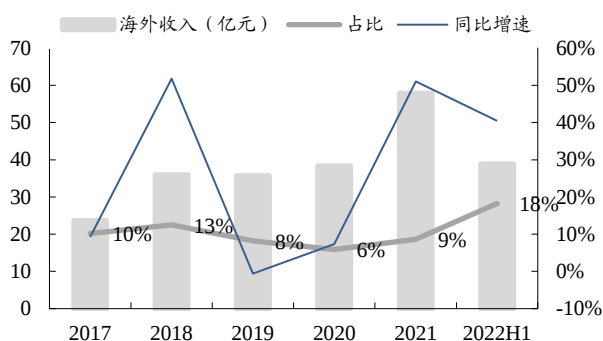
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图36：徐工机械 2022 上半年海外收入 125 亿元，同比 +157%，占比提升 24pct 至 33%



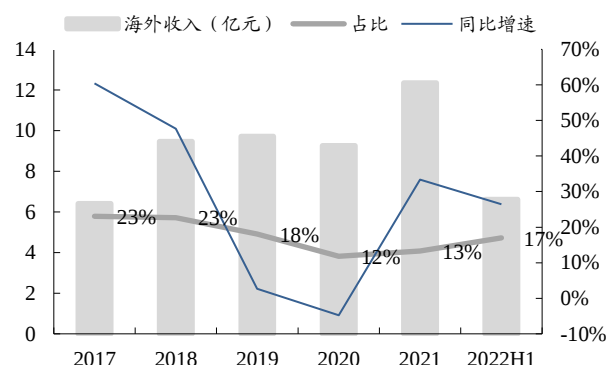
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图37：中联重科 2022 上半年海外收入 39 亿元，同比 +40%，占比提升 12pct 至 18%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

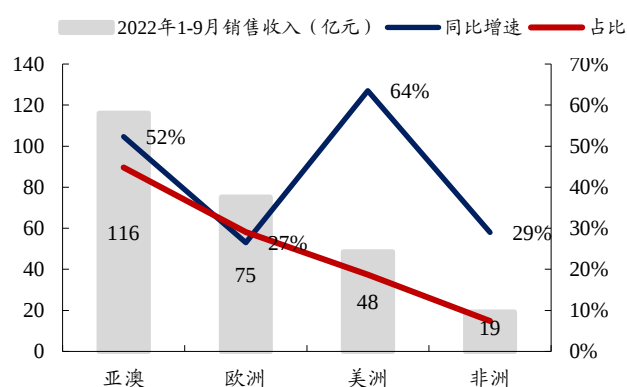
图38：恒立液压 2022 上半年海外收入 6.6 亿元，同比 +26%，占比提升 7pct 至 17%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

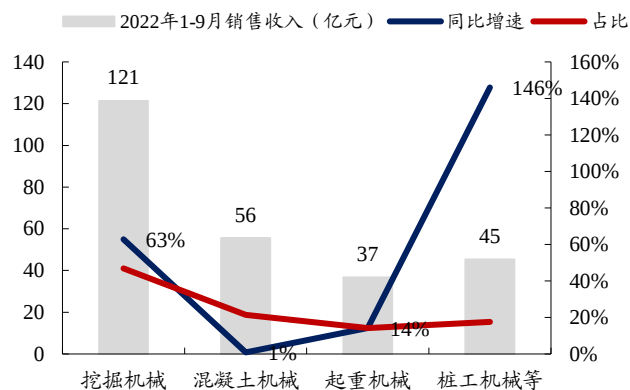
欧美及东南亚为重点出口地区，挖掘机为主要出口机种。以三一重工为例，主要出口区域为亚澳、欧洲、美洲、非洲，涵盖全球 100 多个国家。受益于东南亚产业链转移，亚澳为三一最大出口地，2022Q1-Q3 三一在亚澳地区实现收入 116 亿元，同比增长 52%，占比达 45%。由于美国基建投资力度加大，前三季度三一在美国地区销售实现较大突破，收入同比增长 64%。分机种来看，挖机维持高速增长，2022Q1-Q3 三一挖掘机出口营收 121 亿元，同比增长 63%，全球市场份额快速提升，海外市场份额已突破 8%。

图39: 2022Q1-Q3 三一在亚澳、美洲等地区取得较大突破



数据来源：三一重工公告，东吴证券研究所

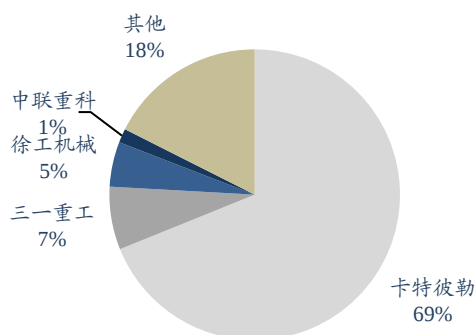
图40: 2022Q1-Q3 三一挖掘机出口营收同比+63%，海外市场份额突破 8%



数据来源：三一重工公告，东吴证券研究所

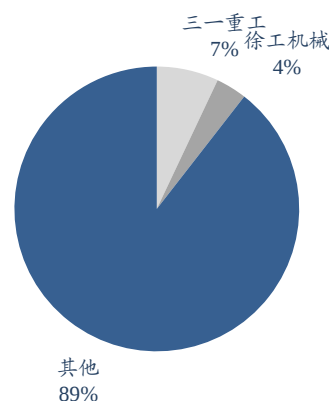
海外工程机械市场需求旺盛，国内品牌出口成长空间大。2022 年海外工程机械市场空间约 5000 亿人民币，其中卡特彼勒占据 69% 的市场份额，而三一重工/徐工机械/中联重科在海外工程机械市场份额仅为 7%/5%/1%。单看挖掘机这一种类，海外市场规模约为 1900 亿元，三一重工/徐工机械市场份额分别为 7%/4%。在新兴国家经济发展及城镇化建设、海外整体份额提升背景下，工程机械全球化长期增长潜力可观。

图41: 2022 年内资企业在海外工程机械市场份额偏低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图42: 2022 年三一重工/徐工机械挖掘机在海外市场份额分别为 7%/4%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以龙头公司为例，通过对内销、出口增速的分情景讨论，我们预计 2023 年主要企业营收增速波动大幅收窄，有望实现正增长。在中性情景下：2023 年国内收入下滑 20%，海外收入增长 30%，对应三一重工/徐工机械/中联重科营收分别为 769/1082/362 亿元，同比分别+4%/-4%/-11%，海外收入占比分别提升至 59%/44%/25%。2023 年出口成为公司业绩主要驱动力。对标海外龙头卡特彼勒、小松，全球化兑现有望贡献业绩增量，拉平周期波动，工程机械龙头有望迎估值中枢上移。

表4: 2023 年头部企业国内、海外营收预测（单位：亿元）

年份	项目	三一重工			徐工机械			中联重科		
2022E	国内收入	392			756			339		
	海外收入	350			367			70		
	总收入	742			1123			409		
	海外收入占比	47%			33%			17%		
2023E	假设场景	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
	国内收入 YOY	-30%	-20%	-10%	-30%	-20%	-10%	-30%	-20%	-10%
	海外收入 YOY	20%	30%	40%	20%	30%	40%	20%	30%	40%
	国内收入	274	314	353	529	605	680	237	271	305
	海外收入	420	455	490	441	477	514	84	91	98
	总收入	694	769	843	970	1082	1195	321	362	403
	YOY	-6%	4%	14%	-14%	-4%	6%	-21%	-11%	-1%
	海外收入占比	60%	59%	58%	45%	44%	43%	26%	25%	24%

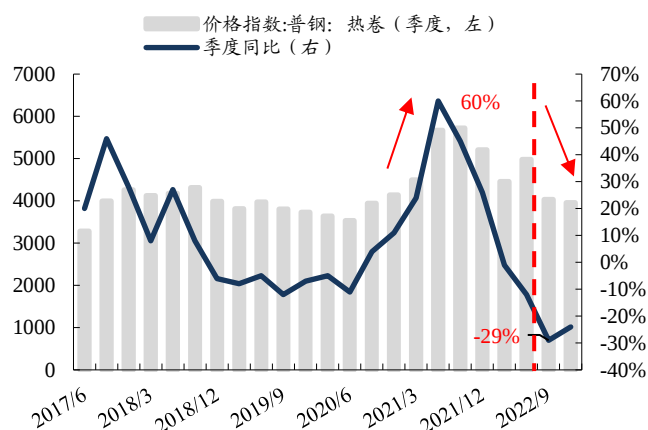
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

3. 工程机械有望迎困境反转，重视国内大周期拐点渐进

3.1. 工程机械有望迎困境反转，业绩有望底部回暖

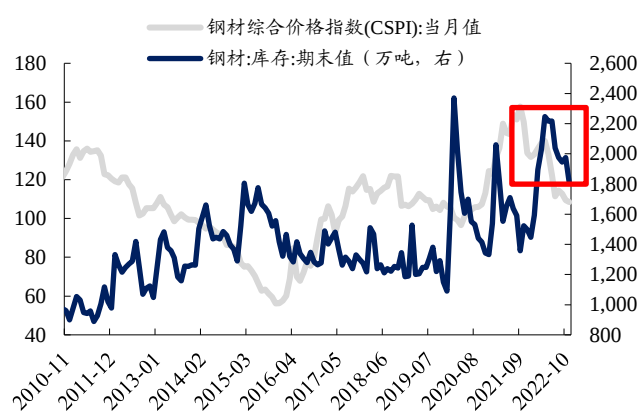
2023 年钢材价格下行压力较大，下游行业成本端压力缓解。2020 年受疫情影响，全球原材料价格一路飙升。我国铁矿石主要依靠进口，国内外复工复产步调不一、全球交通运输持续受阻等因素导致国内钢材供应紧张，2021 年钢价涨幅一度达到 60%。2022 年上半年俄乌战争影响下钢价持续维持高位。2022 年三季度开始国内需求减弱，钢材价格逐渐恢复至 2019 年水平。考虑到目前国内钢材库存量还处于历史高位，价格下行压力较强，下游行业成本端压力将得到缓解。

图43：2022 年三季度开始钢材价格逐渐回落，下游成本压力缓解



数据来源：Wind，东吴证券研究所

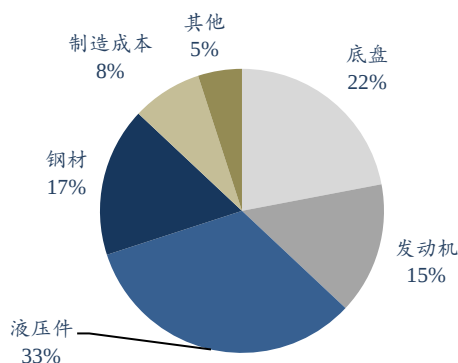
图44：当前国内钢材库存量处于历史高位，2023 年价格下行压力较大



数据来源：Wind，东吴证券研究所

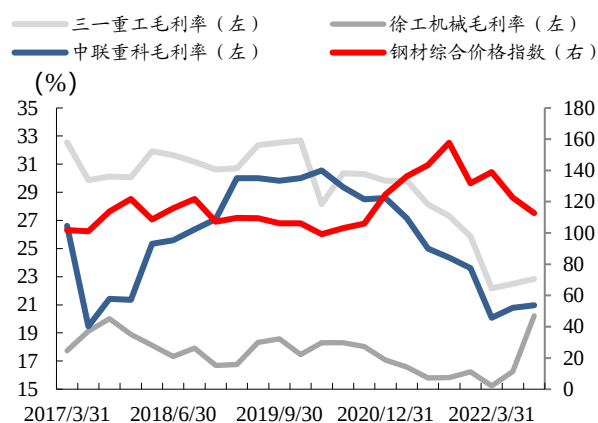
2023 年钢材价格回落，成本压力有望缓解。挖机生产成本主要由液压件、底盘、钢材和发动机组成，其中钢材的价格变动较大，且在生产成本中占比 17%，是影响挖机成本波动的关键因素。通过观察头部企业毛利率/净利率与钢材价格指数之间的走势，可以看出企业盈利能力与钢材价格基本呈现反方向变动。基于 2023 年钢材价格低位震荡的预测，挖机成本端压力减弱，毛利率将显著抬升，在费用大体不变的情况下，净利润增速有望高于营收。

图45：钢材在挖掘机生产成本中占比 17%，2023 年挖机成本端压力有望明显缓解



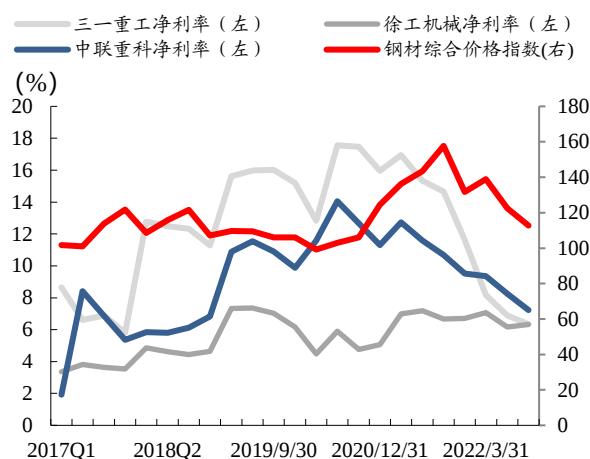
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46：头部企业销售毛利率与钢材价格呈反向波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47：头部企业归母净利率与钢材价格呈反向波动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们测算 2023 年钢材成本回落可提升毛利率约 3pct。以三一重工为例，我们测算了在钢材价格同比下降 10%/20%/30% 情况下毛利率的变动情况。2022 年前三季度三一重工成本率为 77%，其中钢材在成本占比为 20%，即钢材采购在三一营收占比为 15.43%，若钢材价格同比下降 10%/20%/30%，则钢材采购在收入中的占比降低至 13.9%/12.3%/10.8%，在收入规模及期间费用率不变的情况下，三一重工毛利率将分别提高 1.5/3.1/4.6pct，中性预计下，我们预计 2023 年钢材价格回落可提升主要企业毛利率约 3 个百分点。

表5: 假设收入规模、期间费用率不变, 预计钢价下降 20%可提升利润率 3pct

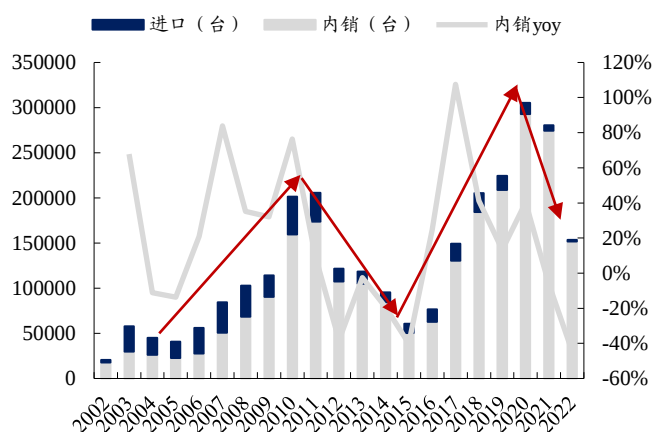
项目	毛利率测算		
①原毛利率	22.83%		
②成本率	77.17%		
③钢材成本率	20%		
④钢材采购占收入比例=②*③	15.43%		
⑤预计钢材价格同比跌幅	10% (保守)	20% (中性)	30% (乐观)
⑥跌价后钢材采购占收入比例	13.9%	12.3%	10.8%
⑦毛利率变动	1.5%	3.1%	4.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算(注: 以 2022 年前三季度三一重工毛利率为例测算)

3.2. 内销市场新一轮更新周期预计开启于 2024-2025 年

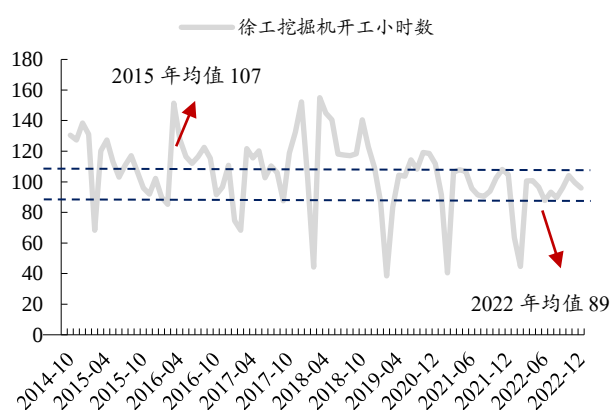
按照 8 年更新替换周期, 2024-2025 年挖掘机内销市场有望迎来新一轮更新周期。对国内需求进行复盘发现, 国内挖机需求存在显著周期性: 上一轮周期于 2005 年开始, 2015 年结束, 其中 2005-2011 年为上行周期, 2011-2015 年为下行周期。此轮周期于 2016 年开始, 2020 年达到高峰后开始下行。按 8 年更新周期, 2024 年挖掘机更新需求开始上行。我们使用内销加出口代表国内挖掘机总需求量, 上一轮周期中 2015 年为国内需求最低值。挖掘机使用寿命一般为 8 年, 假设市场 8 年更新一次, 国内挖掘机周期有望于 2024-25 年开启上行通道。

图48: 国内上轮周期起于 2016 年开始, 预计于 2024-25 年迎来复苏



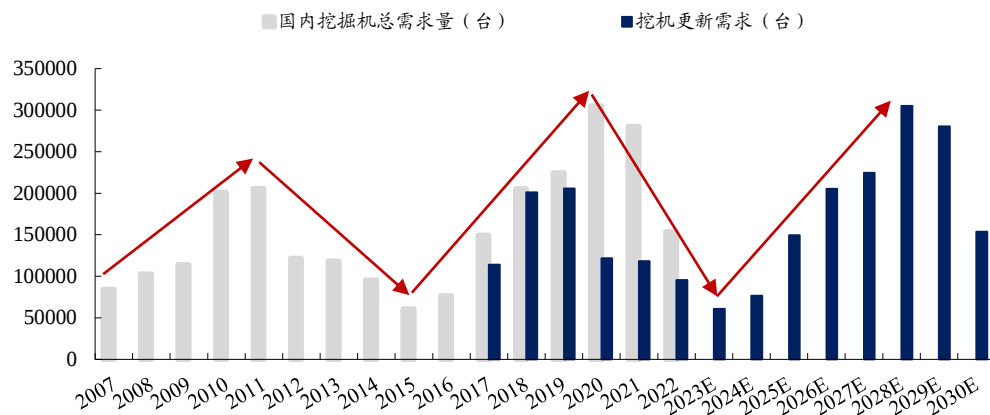
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图49: 2022 年国内挖掘机下游开工小时数持续下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图50: 按照八年寿命替换, 2024-25 年国内挖掘机有望开启上行周期



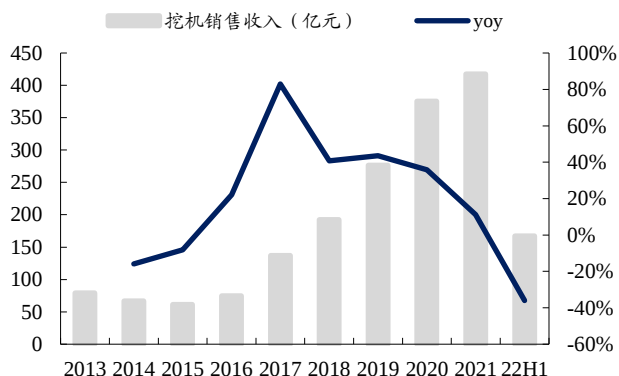
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

4. 投资建议

4.1. 三一重工: 得挖机者得天下, 三一重工将开启全球化新篇章

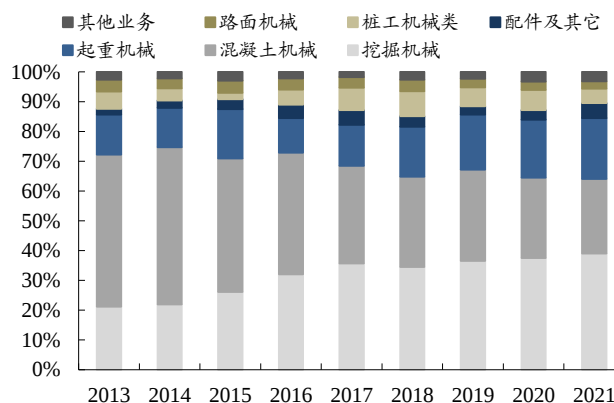
三一重工挖掘机国内市占率第一, 得挖机者得天下。作为工程机械应用最广、价值量最大的板块, 挖机王者地位仍在持续强化。2008 年我国挖掘机销量在工程机械行业占比仅为 33%, 2022 年已提升至 57%。基于应用多元化优势, 挖机将继续对人工+其余机种形成替代, 在工程机械中的份额仍将趋于提升。2015 年开始, 三一重工挖掘机收入持续攀升, 2021 年挖机收入突破 400 亿元, 2015-2021 年营收 GAGR 达 38%, 挖机已然成为公司第一大收入来源。2021 年公司挖掘机销量突破 10 万台, 达到历史峰值, 市占率 30%, 比徐工机械/卡特彼勒分别高 14pct/20pct, 龙头地位不可撼动, 挖机份额持续提升为公司打开远期成长空间。

图51: 三一重工挖机收入规模持续攀升



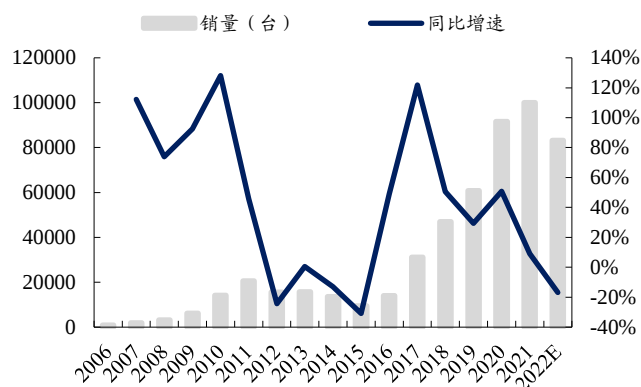
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图52: 挖掘机销售已成为公司第一大收入来源



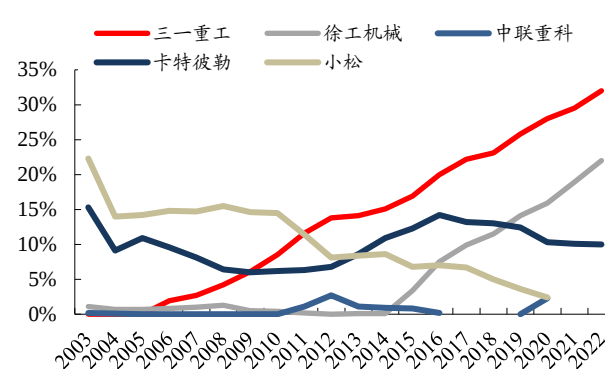
数据来源: Wind, 中国工程机械行业协会, 东吴证券研究所

图53: 2021 年公司挖掘机销量到达峰值, 超过 10 万台



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图54: 三一重工挖掘机市占率独占鳌头 (按销量口径)

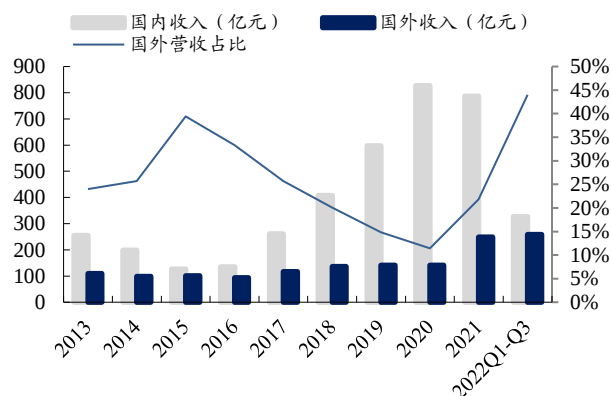


数据来源: Wind, 中国工程机械行业协会, 东吴证券研究所

国际化进入兑现期成为一大亮点, 出口贡献业绩增量、拉平周期, 有望迎估值重估。

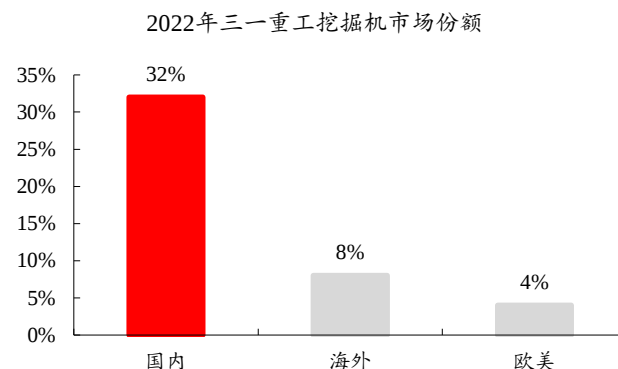
2022 上半年公司开发国际产品同比翻番, 上市 76 款新品, 基本实现类中国市场产品全覆盖, 欧美产品覆盖率近 70%。2022 前三季度公司实现海外收入 259 亿元, 同比大增 44%, 占总收入比例提升至 44%。国际化进入兑现期, 成为后续一大亮点。三一作为国内挖机龙头, 2022 年国内份额已达 32% (年均提升 2pct), 海外份额仅为 8%, 与其竞争力极不匹配。我们认为随着三一海外渠道铺开, 海外市场潜力有望迎来释放。预计 2023 年公司海外收入继续保持较高增长, 占总收入比例有望升至 50% 以上。对标海外龙头卡特彼勒、小松, 全球化兑现有望贡献业绩增量, 拉平周期波动, 工程机械龙头有望迎估值上移。

图55: 2022Q1-Q3 公司海外营收 259 亿元, 同比增长 44%, 收入占比达 44%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图56: 三一重工 2022 年海外市占率仅为 8%, 与本土竞争力极不匹配

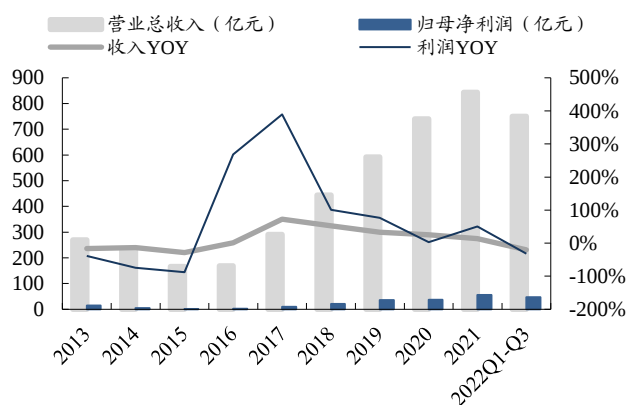


数据来源: Wind, 中国工程机械行业协会, 东吴证券研究所

4.2. 徐工机械：混改大幅释放业绩弹性，全球龙头整装待发

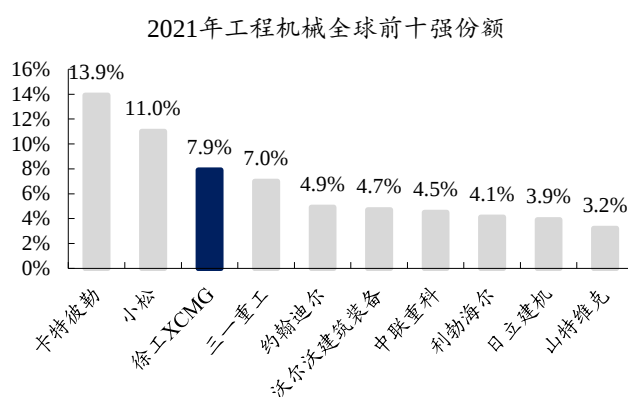
2021 年徐工集团工程机械收入全球份额 7.9%，全球第三，中国第一。徐工集团为中国工程机械体量最大、产品线最齐全的集团企业之一。核心产品起重机份额第一、挖掘机市场份额第二、塔机市场份额第二、混凝土机械市场份额前三，为国内第一、全球第三大工程机械企业。受高基数影响、地产下滑影响，2022 年前三季度工程机械行业增速下滑，挖机销量同比下降 28%，公司出口表现亮眼，业绩整体优于行业，前三季度实现营业收入 751 亿元，同比下降 20%。

图57：2022Q1-Q3 公司实现营收/归母净利润 751/47 亿元，同比下降 20%/31%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

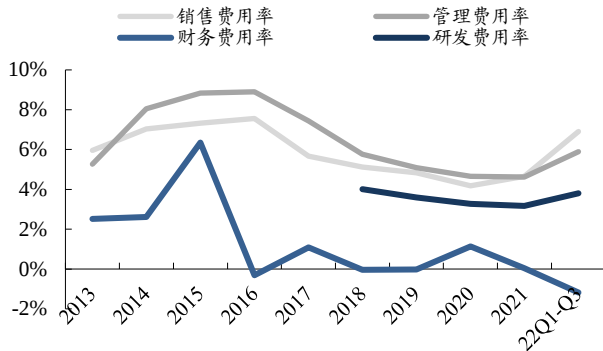
图58：2021 年徐工集团工程机械板块全球份额 7.9%，全球第三，国内第一



数据来源：Yellow Table，东吴证券研究所

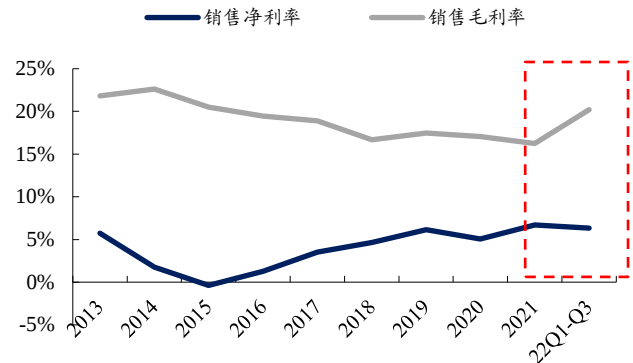
整体上市注入优质资产，毛利率水平整体提升。按吸收合并徐工有限后的财报口径，2022 年前三季度公司销售毛利率 20.2%，同比下降 1.3pct，销售净利率 6.3%，同比下降 1.0pct。2021 年前三季度吸收徐工有限前，公司销售毛利率仅 15.8%，优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平。费用端，按吸收合并徐工有限后的财报口径，2022 年前三季度公司期间费用率 11.6%，同比下降 1.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.9%/2.1%/3.8%/-1.2%，同比变动-1.1/0.4/0.7/-1.6pct。期间费用率下行主要系人民币贬值带来的汇兑收益。公司整体盈利能力相对同行还有较大提升空间，随整体上市改制增效，钢材等原材料价格自 2022 年二季度以来持续回落，利润率有望修复上行。

图59: 2022Q1-Q3 公司期间费用率 11.6%，同比下降 1.6pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图60: 优质资产注入显著提升了公司产品盈利水平



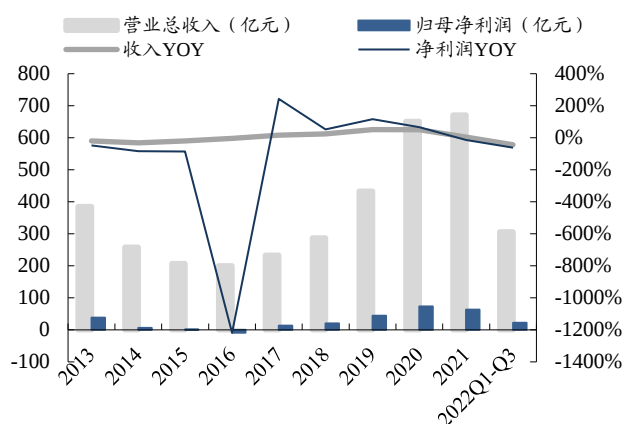
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2022年8月1日，徐工机械重大资产重组完成资产交割，8月29日新增股份实现上市，吸收合并徐工有限，整体上市落地。随徐工有限旗下挖机、混凝土机、矿机、塔机等优质资产整体注入上市公司，徐工机械综合竞争力持续增强，整体盈利水平上行，利润率提升逻辑有望持续兑现。

4.3. 中联重科：高机分拆上市迎价值重估，工程机械龙头业绩有望底部回暖

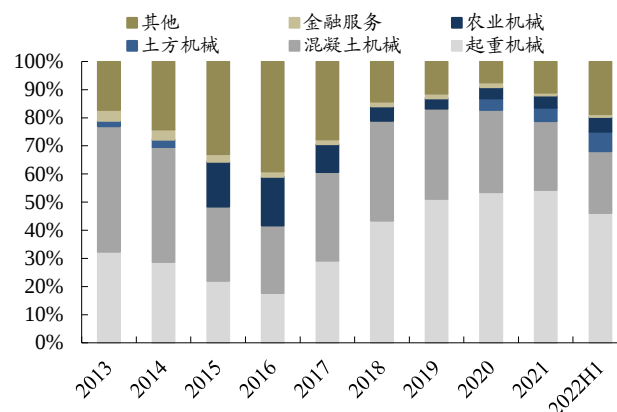
起重机及混凝土机械龙头，2023年业绩提升弹性大。与主要竞争对手相比，中联重科的起重机械和混凝土机械业务占比更大。2022上半年年两项业务占营收比分别为46%/22%，合计收入占比达68%，高于同期三一重工39%、徐工机械31%。2022年起重机行业下滑50%，混凝土机械行业下滑70%，两大主要产品下滑导致公司2022Q1-Q3营收/净利润分别下滑44%/62%。2023年起重机械与混凝土机械行业基数较低，在基建、地产开工预期改善背景下，公司业绩有望企稳回升。

图61: 2022Q1-Q3 公司营业总收入/归母净利润分别为 306/22 亿元, 同比下降 44%/62%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

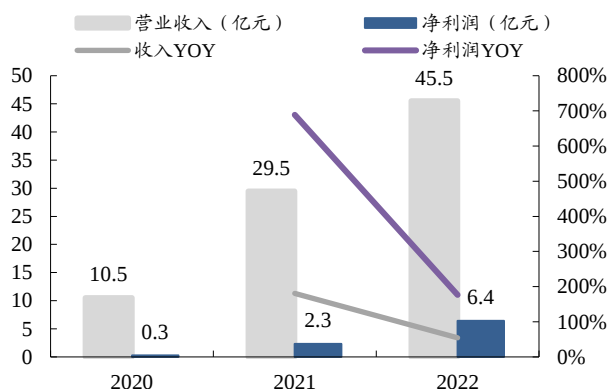
图62: 起重机及混凝土机械为公司主要产品, 2022H1 起重机/混凝土机械收入占比分别为 46%/22%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

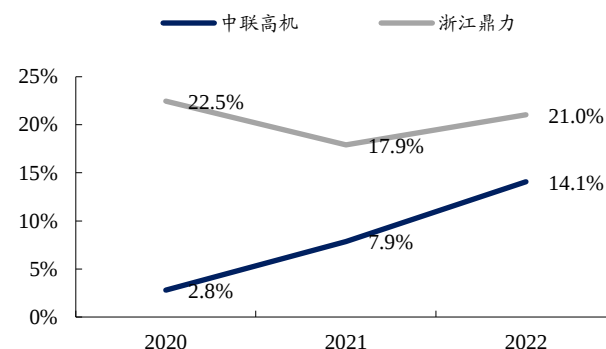
拟分拆中联高机注入路畅科技, 板块有望迎价值重估。截至 2022 Q3, 中联重科持有中联高机股份 61.43%, 持有路畅科技股份 53.82%。分拆完成后, 中联高机有望通过独立的上市公司平台增强资本实力, 进一步做大做强, 板块有望迎价值重估。高机为公司重要战略板块, 增长亮眼潜力广阔。高机为中联重科新兴战略板块, 基于起重机技术同源性、公司产品谱系齐全, 电动化转型领先。近年来公司高机业务竞争实力持续增强, 已稳居国内第一梯队, 进入快速放量期。2020-2022 年, 中联高机分别实现营业收入 10/29/46 亿元, 复合增速 108%, 实现净利润 0.3/2.3/6.4 亿元, 复合增速 367%, 随着规模效应、经营管理效率提升, 增速强于营收。销售净利率分别为 3%/8%/14%, 呈上行趋势。对标国内高机龙头浙江鼎力 2022 年前三季度销售净利率 21%, 中联高机净利率仍有提升空间, 远期增长潜力广阔。

图63: 中联高机 2020-2022 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 108%/367%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图64: 中联高机 2022 年净利率 14%, 提升空间广阔



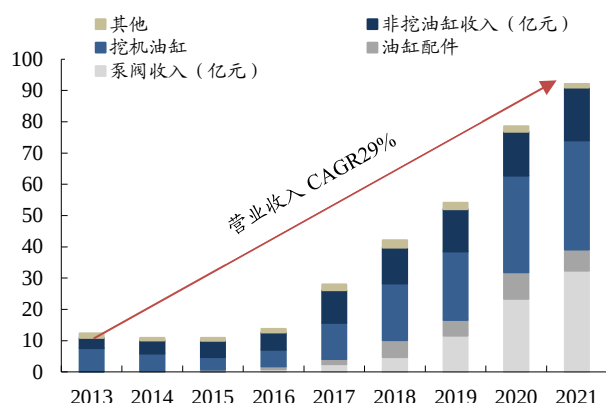
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 浙江鼎力 2022 年净利率为 Q1-Q3 数据

4.4. 恒立液压：上游核心零部件龙头，通用板块再造恒立

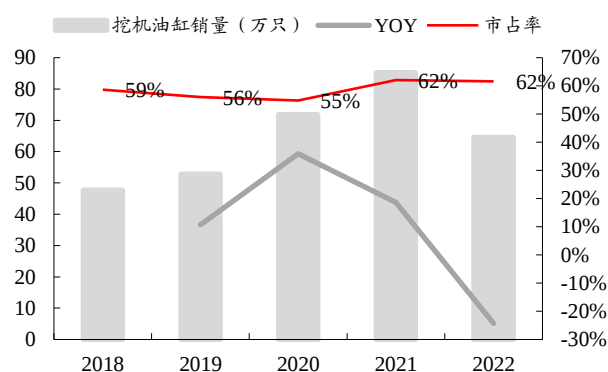
恒立液压是国产高端液压件稀缺龙头，把握挖机行业快速发展红利期迅速崛起。工程机械上游包括钢材、核心零部件（发动机、液压件、底盘等）、其他零部件，占生产成本比例分别为 17%、70%、13%。现今，采用液压传动技术的程度已成为衡量一国工业水平重要标志，液压传动产品也是实现工业自动化的重要手段。在工程机械相关领域，有“得铸造者得液压，得液压者得天下”的说法。恒立液压把握 2006-2011 年、2016-2021 年两轮工程机械行业快速发展红利，凭借快速市场响应度实现快速发展，已成为具有技术、产能、客户等综合优势的国内液压件稀缺龙头。在液压件市场中应用最广、技术密度最高之一的挖机板块，2022 年公司已占据国内挖机油缸 62% 销量份额。

图65：得益于油缸及泵阀快速增长，公司 2013-2021 年营收 CAGR 达 29%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

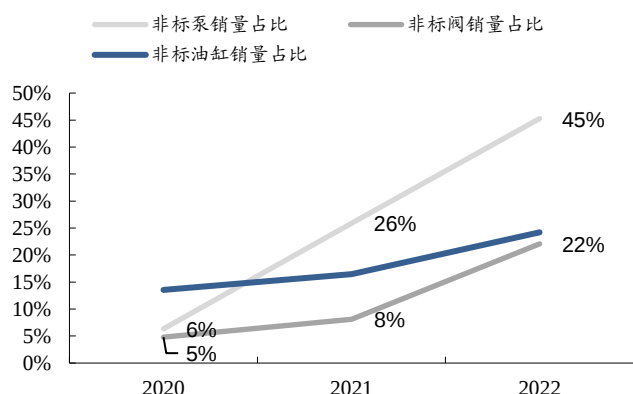
图66：2022 年公司挖机油缸销量 64.5 万只，占据国内挖机油缸 62% 销量份额



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

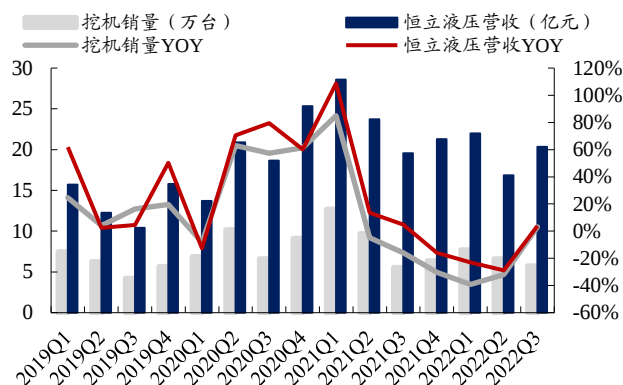
非挖行业拓展打开第二成长曲线，通用板块放量再造恒立。公司相对挖机行业具备较强阿尔法，主要系非挖板块高速增长，多元化战略成效体现。公司非挖业务主要为高机、海工海事、盾构机、新能源四个板块，柔性化产线下挖机及非挖生产能够无缝切换，需求响应快，产能有保障。2020-2022 年，公司非标泵销量占比从 6% 提升至 45%，非标阀从 5% 提升至 22%，非标油缸销量占比从 14% 提升至 22%，非挖板块已成为公司重要业绩增长极。在通用板块助力下，产品结构优化平滑单一行业周期，恒立已呈现穿越周期之势，看好公司中长期发展前景。

图67：非标泵阀、非标油缸销量占比逐年提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图68：通用板块赋能公司穿越周期



数据来源：Wind，中国工程机械行业协会，东吴证券研究所

5. 风险提示

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 国际贸易争端加剧：**2022 年挖掘机出口销量占比已达 42%，若国际贸易争端加剧，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。
- (4) 原材料价格高企：**2021-2022 年钢材价格及海运费高企导致工程机械企业成本端压力较大，2022 年三季度以来上述压力缓解，但后续若钢材等原材料价格大幅大涨，预计会有工程机械企业利润率造成不利影响。

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

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

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>

