

徐工机械(000425)

报告日期: 2023年04月01日

新徐工新气象: 工程机械筑底向上+内部活力释放驱动业绩上行

——徐工机械深度报告

投资要点

- 工程机械行业龙头资产重组后收入规模跃居国内行业第一, 新徐工竞争力更强**
 徐工集团是中国品类最全、规模最大的大型工程机械企业集团, 徐工机械作为集团内唯一上市公司, 2022年重大资产重组后, 承接了集团主要工程机械资产, 前三季度收入约751亿元, 收入规模跃居国内行业第一。2016年-2021年公司收入CAGR38%, 归母净利润CAGR93%, 中枢ROE为6.7%, 2021年毛利率16.2%、净利率6.7%、ROE16.2%。2022年公司业绩彰显韧性, 业绩表现明显优于行业。新徐工新气象, 竞争力有望更强。
- 国内需求边际改善, 叠加出口有望维持高增速, 工程机械行业将筑底向上**
 2023年稳增长预期仍强, 2月房地产开发累计投资下滑5.7%, 降幅大幅收窄, 房地产需求边际有望持续改善; 2月基建累计投资增长12.18%, 基建投资增速有望维持高位, 实物工作量将加速落地, 国内工程机械下游边际需求有望持续改善。随着行业更新需求见底, 出口持续高景气, 工程机械行业筑底向上, 我们预计2023年挖掘机、汽车起重机行业销量见底, 混凝土泵车销量上行。
- 公司产品最全, 起重机、挖掘机及混凝土机械稳居前三, 新兴业务多点开花**
 徐工机械重大资产重组后, 成为国内工程机械产品线最全的公司。2021年公司起重机、挖掘机及混凝土机械收入占比分别为28%、20%、10%, 国内市占率分别位于行业第一、第二、第三, 随着行业筑底上行, 市占率总体平稳, 预计2022年-2024年起重机收入增速分别为-42%、-20%、40%, 挖掘机收入增速分别为-28%、-5%、35%, 混凝土机械收入增速分别为-62%、16%、29%。2021年桩工机械、铲运机械收入占比分别为8%、7%, 预计2022年收入增速分别为20%、-13%, 未来有望保持相对平稳。新兴业务多点开花, 2021年矿山机械、高空作业平台收入占比约3%、4%, 预计2022年增速为52%、33%, 并有望维持较高增长, 缓冲行业的下行冲击。随着未来国际化提速, 境外出口有望保持较高增速, 极大平滑国内周期波动。
- 混改+重组+股权激励, 徐工机械内部活力释放, 驱动公司业绩上行**
 随着徐工有限混改, 徐工机械重大资产重组, 徐工机械股权激励计划逐步完成, 徐工机械内部经营活力逐渐释放, 提质增效动力强劲。挖掘机、混凝土机械、塔机及矿山机械优质资产注入有助于提升徐工机械规模化效应, 不断增强行业竞争力。长期看, 改制后随着活力释放、管理改善、产品结构优化, “新徐工”盈利能力将持续提升, 预计整体长期净利率由2020年的4.4%有望提升至10%以上。
- 盈利预测与估值:**
 预计2022-2024年归母净利润为54、66、89亿元, 同比增长-3%、22%、35%, 当前股价对应PE为15、12、9倍。维持买入评级。
- 风险提示:** 地产、基建需求修复不及预期、境外出口不及预期, 原材料波动。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	84328	94921	99692	121576
(+/-) (%)	14%	13%	5%	22%
归母净利润	5615	5446	6623	8908
(+/-) (%)	51%	-3%	22%	35%
每股收益(元)	0.48	0.46	0.56	0.75
P/E	14.6	15.0	12.4	9.2

资料来源: 浙商证券研究所, 2021年为资产重组前的数据

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁
执业证书号: S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

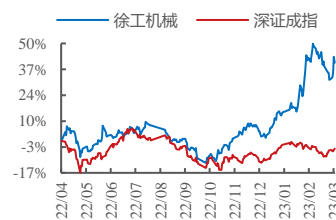
分析师: 王华君
执业证书号: S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

研究助理: 胡飘
hupiao@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.93
总市值(百万元)	81,886.03
总股本(百万股)	11,816.17

股票走势图



相关报告

- 《Q3业绩持续修复, “新徐工”有望更强——徐工机械季报点评》2022.10.26
- 《中报业绩好于行业, “新徐工”产品结构、盈利能力改善明显——徐工机械中报点评报告》2022.08.31
- 《【浙商机械】徐工机械: 与中集集团战略合作, 布局氢能机械、低碳循环载具等创新业务》2022.07.27 2022.07.31

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

预计 2022-2024 年营收为 949、997、1216 亿元，同比增长 13%、5%、22%，归母净利润为 54、66、89 亿元，同比增长-3%、22%、35%，当前股价对应 PE 为 15、12、9 倍。维持买入评级。

● 关键假设

- 1) 2022-2024 年各类起重机行业销量增速假设：汽车起重机-48%、-29%、61%；其他起重机景气度与汽车起重机整体一致：2022-2024 年履带起重机-9%、-8%、20%；随车起重机-32%、-15%、15%；塔式起重机-58%、-15%、15%。公司起重机市场率基本稳定，由于行业景气度筑底上行，2022-2023 年为单台售价低点。
- 2) 2022-2024 年挖掘机行业销量增速假设：挖掘机（含出口）-24%、-5%、31%，公司挖机市占率保持平稳，按 17% 计算，其中小挖、中挖、大挖比例基本稳定。
- 3) 2022-2024 年泵车销量增速假设：-61%、16%、26%，2023 年泵车销量上行。混凝土泵车市占率保持稳定，按 15% 计算，由于行业景气度筑底上行，2022-2023 年为单台售价低点。
- 4) 2022-2024 年桩工机械、铲运机械收入增速相对平稳，高空作业机械、矿山机械收入增数持续保持高增长。
- 5) 由于公司完成资产重组、股权激励计划开始实施，2023-2024 年预计公司盈利能力逐渐提升。

● 我们与市场的观点的差异

- 1) 我们认为挖机、汽车起重机更新需求见底，叠加出口维持较高增速，2023 年挖机、汽车起重机销量见底；泵车更新需求修复，2023 年泵车销量有望上行。工程机械行业筑底向上。
- 2) 我们认为公司业务结构相对分散，起重机、挖机、混凝土机械（以下简称“三大机械”）2021 年合计占比 58%，此外桩工机械、铲运机械、高空作业平台、矿山机械、路面机械合计占比 25%，这部分极大的平滑的“三大机械”的下行冲击，显著增强了公司的业绩韧性。2023-2024 年行业筑底上行期间，该部分仍然是重要的增量来源。
- 3) 经过徐工有限混改、徐工机械反向吸收重组、股权激励计划实施，徐工机械资产规模扩张、收入规模跃居第一，规模化效应有望进一步显现，股权结构变化、激励计划落地助力盈利能力提升和业绩释放，预计整体长期净利率由 2020 年的 4.4% 有望提升至 10% 以上。

● 股价上涨的催化因素

- 1) 挖机、起重机行业月度销量修复明显。
- 2) 挖机、起重机、混凝土机械开工率、开工小时数提升明显。
- 3) 房地产、基建政策利好。
- 4) 行业出口超预期

● 风险提示

地产、基建需求修复不及预期、境外出口不及预期，原材料波动。

正文目录

1 徐工机械反向吸收重组后收入规模跃居国内第一	6
1.1 徐工集团是中国品类最全、规模最大的大型企业集团	6
1.2 徐工机械是徐工集团唯一上市公司，囊括了集团主要的工程机械资产	6
1.3 徐工机械反向吸收合并徐工有限，首次实施股权激励计划	7
1.4 行业下行期公司业绩彰显韧性，新徐工收入跃居国内第一	8
2 工程机械行业筑底向上，海外需求持续旺盛	9
2.1 房地产边际改善、基建逆周期调节作用显现、国内需求回暖	9
2.2 行业出口持续高景气，龙头企业国际化步伐加快	10
2.3 2023 年工程机械行业筑底向上，边际需求有望持续改善	11
2.3.1 2023 年挖机销量有望见底	11
2.3.2 2023 年起重机销量有望见底	13
2.3.3 2023 年泵车销量有望上行	15
3 三大业务稳居第一梯队，其他主营业务平滑作用凸显	16
3.1 原徐工机械业务：起重机械筑底向上，桩工、铲运及高机业务贡献增量	16
3.1.1 起重机械稳稳占据行业第一，有望筑底向上	16
3.1.2 桩工机械、铲运机械业内领先，表现相对平稳	18
3.1.3 高空作业机械（含消防机械）规模领先、盈利能力稳中有升	19
3.2 新吸收业务：优质新资产注入，整体竞争力增强	21
3.2.1 挖掘机市占率快速提升，目前稳稳处于第二位	21
3.2.2 混凝土机械市占率稳中有升，提升空间较大	22
3.2.3 塔机市占率提升明显，有望筑底向上	23
3.3 国际化步伐加快，出口业务占比快速提升	24
4 资产重组后盈利能力提升明显，有望持续释放业绩	25
4.1 吸收合并后，徐工机械盈利能力提升明显	25
4.2 与其他龙头相比，盈利能力仍有提升空间	26
5 盈利预测与估值	28
5.1 关键假设与盈利预测	28
5.2 估值与投资建议	29
6 风险提示：	29

图表目录

图 1：内生增长+外延并购造就徐工集团行业龙头地位	6
图 2：2021 年全球亚洲区工程机械企业收入占比第一	6
图 3：2021 年徐工集团全球收入占比 7.9%，蝉联全球第三	6
图 4：徐工集团产品品类齐全，囊括了土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械等	7
图 5：徐工混改结束，工程机械板块整体上市	7
图 6：2022 年前三季度营收 751.10 亿，跃居行业第一	8
图 7：2022 年前三季度归母净利润同比-31.33%，表现好于行业	8
图 8：2022 年前三季度由于行业下行，公司 ROE、ROA 均出现下滑，其中 ROE 下滑更明显	8
图 9：2022 年前三季度由于吸收合并新资产，毛利率提升明显，净利率保持平稳	8
图 10：2022 年前三季度，新徐工收入、利润规模跃居第一	9

图 11: 2022 年前三季度下行期、新徐工收入、利润凸显韧性	9
图 12: 2023 年 1 月新增企业中长期贷款 3.5 万亿	9
图 13: 2023 年 1 月新增企业短贷 1.5 万亿	9
图 14: 2023 年 2 月小松开工小时数 76.4 小时, 同比大增 61.2%	10
图 15: 2023 年 2 月基建投资额累计同比上升 12.18%	10
图 16: 2023 年 2 月房屋新开工面积累计同比下滑 9.4%	10
图 17: 2023 年 2 月房地产开发投资额累计同比下滑 5.7%	10
图 18: 2023 年 2 月挖机行业累计出口销量占比突破 50%	11
图 19: 汽车起重机出口销量占比总体维持较高水平	11
图 20: 2022H1 三一重工海外收入占比超过 40%	11
图 21: 2022H1 徐工机械海外收入占比超过 30%	11
图 22: 2004-2022 年挖机行业经过两轮高点, 2022 年处于行业下行期	12
图 23: 2023 年 2 月挖机销量 21450 台, 同比-12.4%	12
图 24: 2022 -2025 年挖掘机行业销量有望筑底上行	12
图 25: 2022 年汽车起重机销售 2.59 万台, 同比下降 47.2%	14
图 26: 2022 -2025 年汽车起重机行业销量有望筑底上行	14
图 27: 2020 年混凝土搅拌车销量为 10.52 万台, 同比增长 41%	15
图 28: 2021 年混凝土泵车销量为 1.04 万台, 同比下降 13%	15
图 29: 2022 -2025 年泵车行业销量有望逐渐上行	16
图 30: 2021 年原徐工机械起重机、备件收入占比 30%、25%	16
图 31: 2021 年新徐工起重机、挖机、混凝土机械合计占比 58%	16
图 32: 徐工起重机产品发展历程	17
图 33: 2021 年徐工汽车起重机销量 20091 台, 位居全球第一	17
图 34: 2021 年徐工履带起重机销量上升, 霸占国内榜单首位	17
图 35: 徐工随车起重机销量逐年上升, 保持稳健增长	18
图 36: 2021 年随车起重机, 汽车起重机、履带起重机市占率分别为 57%、40%、48%	18
图 37: 2022 H1 徐工起重机械收入超过中联重科位居第一	18
图 38: 2022H1 徐工起重机械毛利率和中联相近, 略高于三一	18
图 39: 2021 年徐工桩工机械营收领先于三一重工	19
图 40: 徐工桩工机械毛利率总体看还有较大提升空间	19
图 41: 2016-2021 年, 公司装载机销量稳步提升	19
图 42: 2016-2021 年, 公司铲运机营收稳健增长	19
图 43: 2019-2022 年升降工作台行业销量 CAGR 为 37%	20
图 44: 2019-2022 年升降工作台行业出口比例由 29%提升至 36%	20
图 45: 徐工机械高空作业平台销售额于浙江鼎力同处第一梯队	20
图 46: 2021 年徐工机械高空作业平台销售额全球排名第五	20
图 47: 2020 年徐工高机收入(含消防机械)反超浙江鼎力	20
图 48: 2021 年徐工高机收入(含消防机械)毛利率反超浙江鼎力	20
图 49: 徐工机械挖机业务发展历程	21
图 50: 公司挖掘机市场占有率逐年攀升, 位居国内行业第二	21
图 51: 相比三一, 徐工挖机营收规模存在较大提升空间	22
图 52: 2021 年徐工机械挖机毛利率反超三一, 达到 30.5%	22
图 53: 2021 年徐工混凝土泵车销量同比增长 7%	22
图 54: 2020 年徐工搅拌车销量增幅较大、同比增长 139%	22
图 55: 公司混凝土泵车、搅拌车占市占率总体向上	23

图 56: 2021 年徐工混凝土机械营收低于三一重工和中联重科	23
图 57: 徐工混凝土机械毛利率有较大提升空间	23
图 58: 2022-2024 年塔式起重机行业有望筑底向上	24
图 59: 2019-2021 年公司塔机营业收入稳步提升	24
图 60: 2019-2021 年公司塔机销量快速增长, 市占率稳中有升	24
图 61: 近两年来公司海外业务发展迅速, 收入逐渐上升	25
图 62: 2022 年 H1 公司海外收入占比大幅提升	25
图 63: 徐工机械全球布局战略图	25
图 64: 2021 徐工机械毛利率低于徐工集团和徐工有限	26
图 65: 2021 年分业务看, 高空作业机械、挖掘机械毛利率最高	26
图 66: 2022 年前三季度徐工机械收入规模跃居首位	26
图 67: 2022 年前三季度徐工机械归母净利润领先三一、中联	26
图 68: 2022 年前三季度徐工销售毛利润有明显提升	27
图 69: 2022 年前三季度徐工销售净利率基本追平三一和中联	27
图 70: 徐工机械销售期间费用总体低于三一重工、中联重科	27
图 71: 2021 年开始, 公司销售、管理费用率有所上升	27
图 72: 2022Q1-3 公司研发费用率低于三一重工、中联重科	28
图 73: 2021 年徐工研发人均支出, 高于三一重工、中联重科	28
图 74: 2021 年徐工人均创收 544.65 万元, 在同行中名列第一	28
图 75: 2021 年徐工机械人均创利反超中联重科、接近三一重工	28
表 1: 2023 年挖掘机行业销量见底, 国内更新需求及出口占主导	13
表 2: 预计起重机 2023 年销量见底, 出口、更新需求占主导	14
表 3: 预计泵车销量 2022 年见底, 更新、出口需求占主导	15
表 4: 2019 年至 2021 年徐工有限下属一级子公司主要财务指标, 单位 (万元)	25
表 5: 同类公司估值及归母净利润	29
表附录: 三大报表预测值	30

1 徐工机械反向吸收重组后收入规模跃居国内第一

1.1 徐工集团是中国品类最全、规模最大的大型企业集团

徐工集团前身始于1943年创建的八路军鲁南第八兵工厂，1989年作为全国集团化改革样板组建成立，是新中国第一台汽车起重机、第一台压路机的诞生地。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最大、产品品种与系列最齐全、最具竞争力和影响力的大型企业集团。

图1：内生增长+外延并购造就徐工集团行业龙头地位

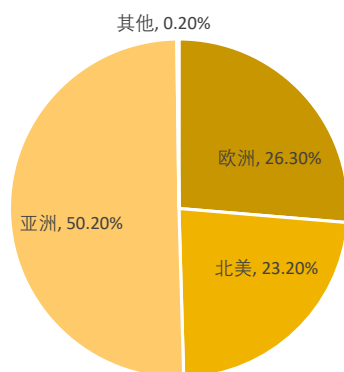


资料来源：公司官网、浙商证券研究所整理

在2022年6月，全球工程机械信息提供商英国KHL集团主导发布的全球工程机械制造商50强排行榜中，亚洲区企业收入占比为50.2%，领先澳洲区和北美区。徐工集团在全球市场上占据7.9%的市场份额，蝉联全球工程机械行业第三位，中资企业排名第一，连续数年跻身全球前十强。

图2：2021年全球亚洲区工程机械企业收入占比第一

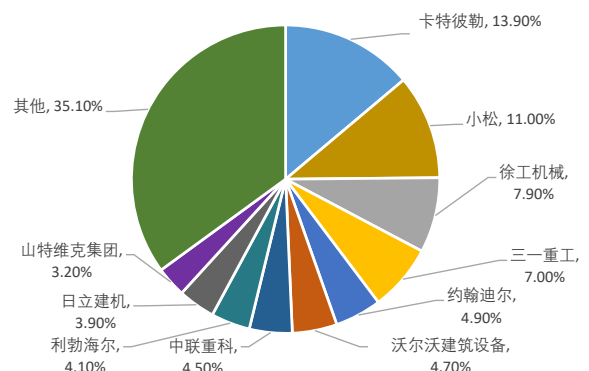
2021年全球收入占比（分地区）



资料来源：KHL、浙商证券研究所

图3：2021年徐工集团全球收入占比7.9%，蝉联全球第三

2021年全球前十大公司份额



资料来源：KHL、浙商证券研究所

1.2 徐工机械是徐工集团唯一上市公司，囊括了集团主要的工程机械资产

徐工机械设立于1993年，1996年于深交所挂牌上市，是徐工集团旗下唯一上市公司。徐工集团产品囊括了土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械五大支柱产业，以及矿业机械、高空作业平台、环境产业、农业机械、港口机械、救援保障装备等战略新兴产业，下辖主机、贸易服务和新业态企业60余家。其中起重机械、移动式起重

机、水平定向钻位居全球第一；随车起重机位居全球第三；摊铺机、旋挖钻机、履带起重机等 12 类主机产品稳居国内行业第一。

图4：徐工集团产品品类齐全，囊括了土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械、路面机械等

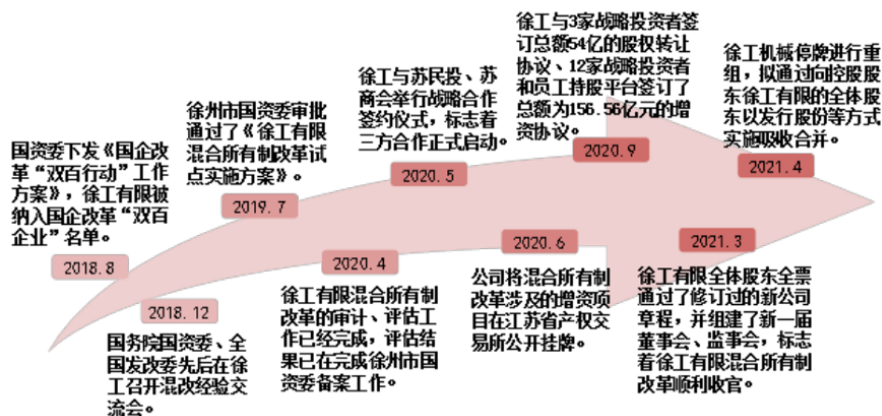


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.3 徐工机械反向吸收合并徐工有限，首次实施股权激励计划

2022 年 8 月 1 日，徐工机械重大资产重组完成资产交割，8 月 26 日，徐工机械通过向徐工有限全体股东发行股份实施吸收合并，8 月 29 日新增股份实现上市，吸收合并徐工有限事项完成。随着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，公司下属工程机械板块实现整体上市，公司综合竞争力及抗风险能力持续提升，盈利能力及持续经营能力有望增强。

图5：徐工混改结束，工程机械板块整体上市



资料来源：wind、浙商证券研究所

徐州国资委是徐工机械最终控制人。2022 年 8 月底，徐工机械反向吸收合并徐工有限，交易完成后，徐工机械作为存续公司承继及承接徐工有限的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务，徐工有限的法人资格将被注销。徐工机械控股股东将由徐工有限变更为徐工集团，徐州国资委持有徐工集团 90.53% 股权，仍为公司的最终控制人。

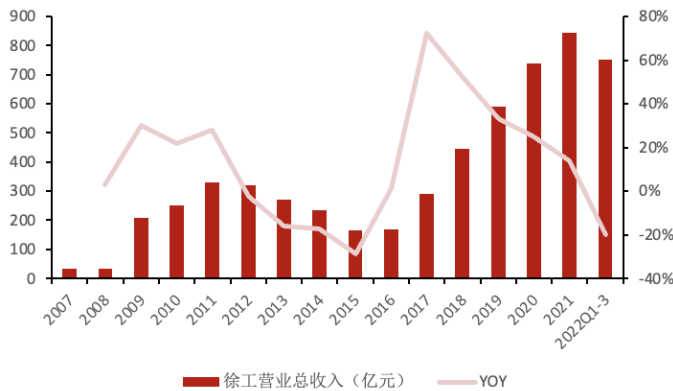
2023 年 2 月，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟授予的限制性股票数量为 118,161,660 股，约占草案公告时公司股本总额的 1.00%。其中拟首次授予 109,890,360 股，授予价格为 3.09 元/股，激励对象共计不超过 2,000 人，包括在公司任职的董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心技术及业务人员，覆盖面较广，有利于激发企业经营活力。

1.4 行业下行期公司业绩彰显韧性，新徐工收入跃居国内第一

2012-2016年工程机械行业处于深度调整期，在此期间，公司业绩收缩，归母净利润大幅下滑，随后随着工程机械后周期的复苏，公司业绩迅速反弹。2016-2021年，公司营业收入从168.91亿元增长至843.28亿元，5年复合增速约为38%；归母净利润从2.09亿元增长至56.15亿元，5年复合增速约为93.2%。

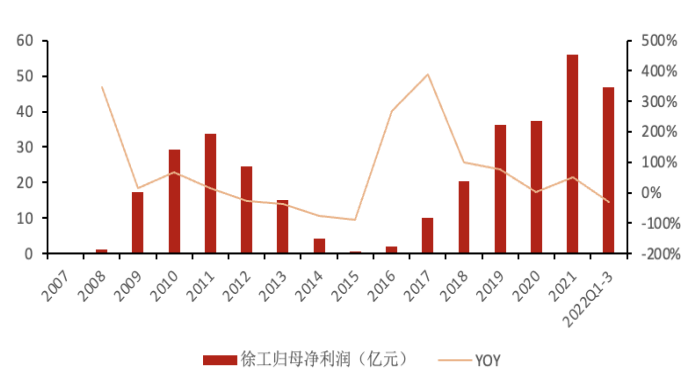
2022年前三季度，国内市场受上年高基数影响、地产下滑影响，工程机械行业增速下滑，挖机销量同比下降28%，汽车起重机销量同比下滑51%。公司实现营业收入751.10亿元，规模位于行业第一，同比减少19.82%，降幅低于同行。前三季度实现归母净利润46.76亿元，同比减少31.33%，表现好于行业。

图6：2022年前三季度营收751.10亿，跃居行业第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

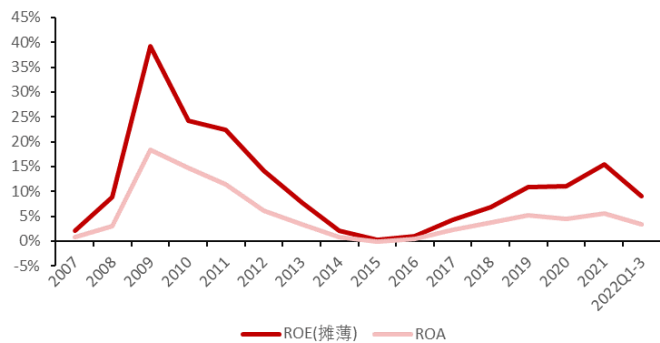
图7：2022年前三季度归母净利润同比-31.33%，表现好于行业



资料来源：wind、浙商证券研究所

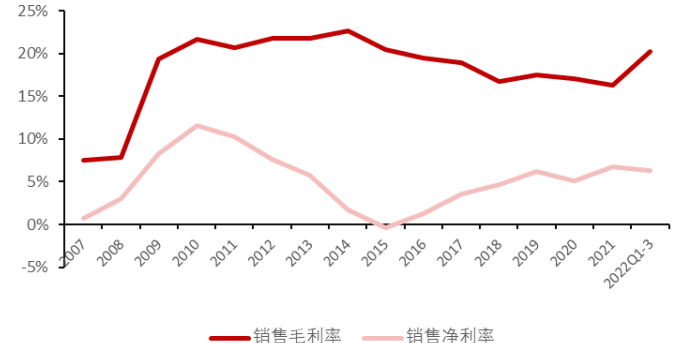
伴随行业回暖，公司ROA、ROE、净利率自2015年触底反弹。2021年ROA为6%，ROE为15%，相较于2016年分别提升5pct、14pct。公司净利率改善明显，由2016年1%上升至2021年的7%，提升5pct，毛利率在16%-20%间波动。2022年前三季度公司毛利率、净利率分别为20.22%、6.32%，同比分别提升4.39pct、下降0.35pct，毛利率提升明显，净利率保持平稳。

图8：2022年前三季度由于行业下行，公司ROE、ROA均出现下滑，其中ROE下滑更明显



资料来源：wind、浙商证券研究所

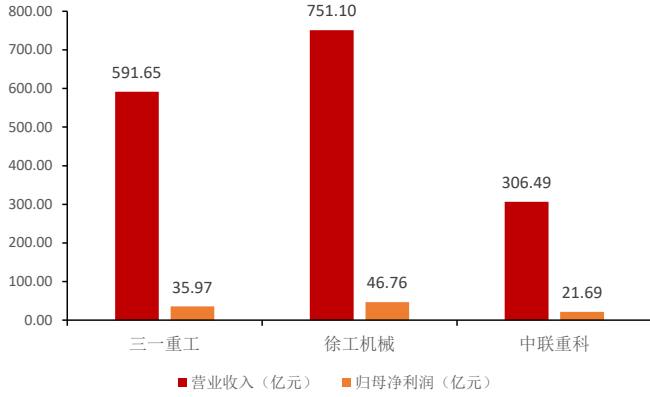
图9：2022年前三季度由于吸收合并新资产，毛利率提升明显，净利率保持平稳



资料来源：wind、浙商证券研究所

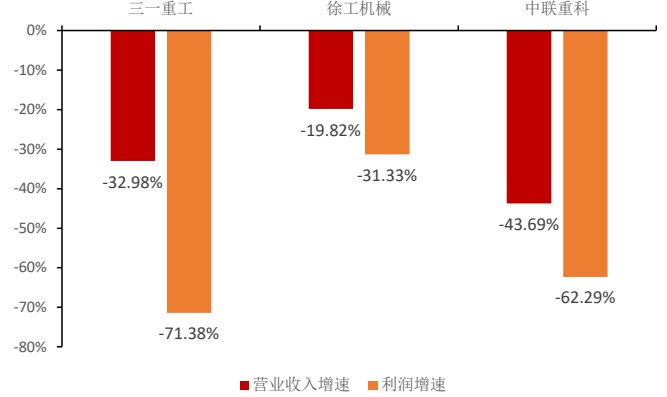
2022年前三季度，徐工机械反向吸收重组后，营业收入规模、净利润规模高于三一重工、中联重科，跃居行业第一。2022年前三季度处于行业下行期，徐工机械营业收入规模、净利润下滑幅度小于三一重工、中联重科。

图10：2022年前三季度，新徐工收入、利润规模跃居第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

图11：2022年前三季度下行期，新徐工收入、利润凸显韧性



资料来源：wind、浙商证券研究所

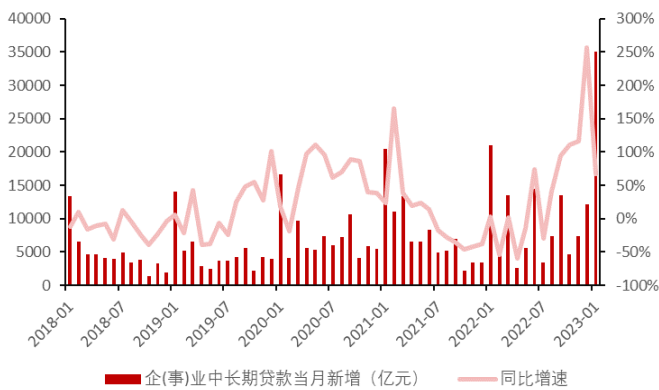
2 工程机械行业筑底向上，海外需求持续旺盛

2.1 房地产边际改善、基建逆周期调节作用显现、国内需求回暖

工程机械行业的下游主要为建筑、道路、矿山、农业、港口等应用领域，其与国民经济发展、社会固定资产投资规模、相关产业发展方向以及投资力度、国家金融政策等均有一定的关联性。

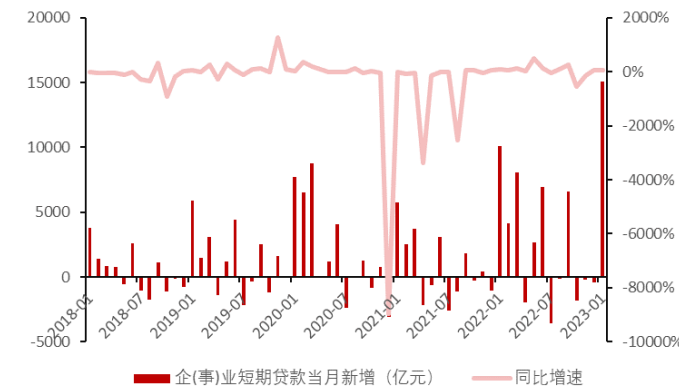
2023年1月信贷数据创单月新高，资金支持将带动项目落地，增加基建与制造业投入，促进工程机械需求回暖。2023年1月新增企业中长期贷款3.5万亿，同比多增由8700亿升至1.4万亿，创历史以来最高记录。1月企业短贷新增1.5万亿，同比多增由640亿升至5000亿，表现同样强劲。经济托底下预计基建投资将持续保持高位，基建开工量逐渐提速，逆周期调节作用将更加凸显，促进工程机械需求回暖。

图12：2023年1月新增企业中长期贷款3.5万亿



资料来源：wind、浙商证券研究所

图13：2023年1月新增企业短贷1.5万亿

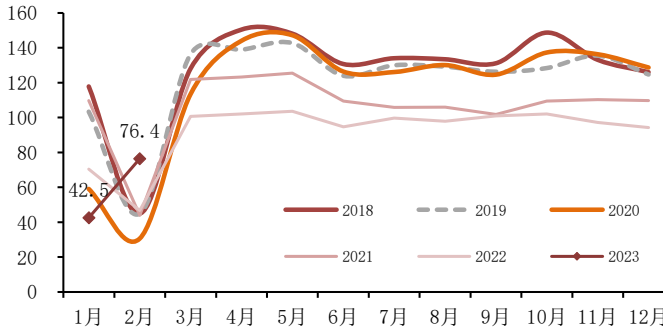


资料来源：wind、浙商证券研究所

房地产需求边际改善，基建投资及开工力度维持高位，国内需求逐渐改善。2023M2我国房屋新开工面积累计同比下滑9.4%，下滑幅度总体企稳；房地产开发投资完成额累计同比下滑5.7%，跌幅略有缩小，房地产“三支箭”，支持力度逐渐加大，房地产需求边际有

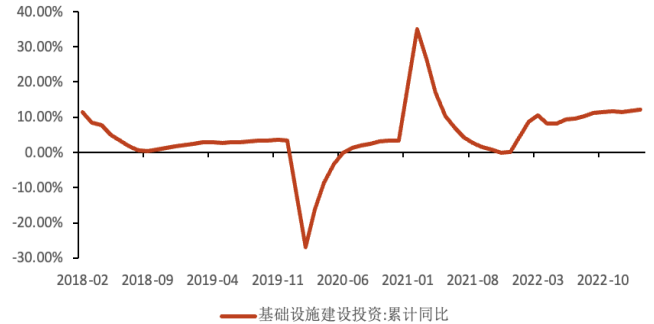
望改善。2023M2 全国基础设施建设投资累计同比增长 12.18%，继 12 月环比下降后，略有回升。2023 年基建投资有望继续保持高位，实物工作量加快形成，拉动效应有望逐渐释放。2023 年 2 月小松开工小时数 76.4，同比大增 61.2%，开工景气度有望持续上行。

图14：2023年2月小松开工小时数76.4小时，同比大增61.2%



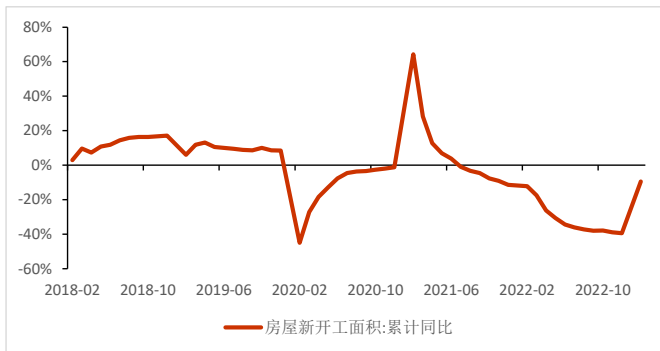
资料来源：wind、浙商证券研究所

图15：2023年2月基建投资额累计同比上升12.18%



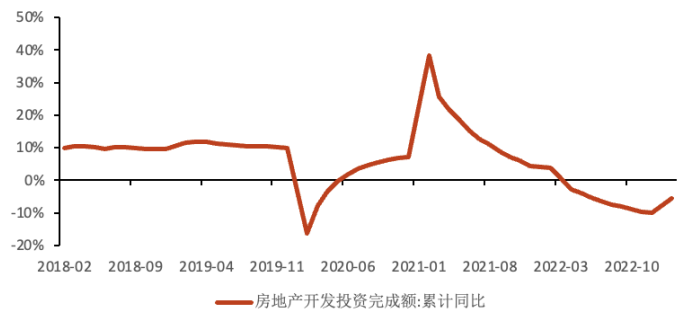
资料来源：wind、浙商证券研究所

图16：2023年2月房屋新开工面积累计同比下滑9.4%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图17：2023年2月房地产开发投资额累计同比下滑5.7%

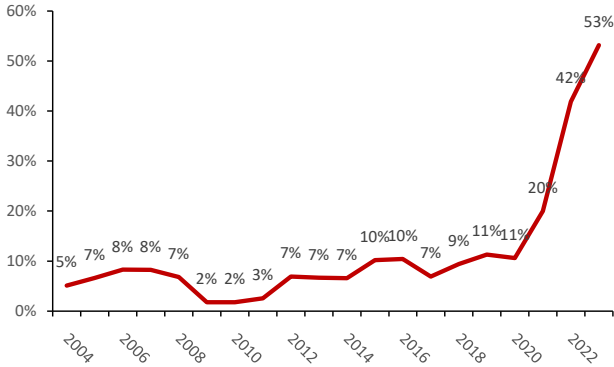


资料来源：wind、浙商证券研究所

2.2 行业出口持续高景气，龙头企业国际化步伐加快

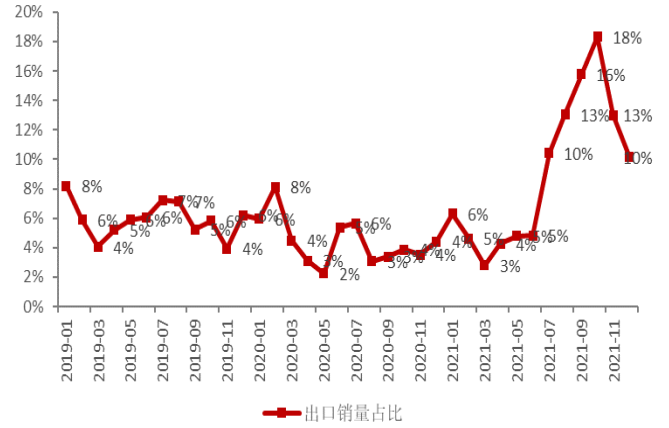
工程机械全球化进入高速期，海外需求持续高增，出口占比提升，周期平滑作用凸显。2023年1-2月挖掘机销量31893台，同比下降20.4%，其中国内14929台，同比下降41.4%；出口16964台，同比增长14.9%，2月累计出口销量占比突破50%，汽车起重机自2021年6月开始出口占比迅速提升，11-12月下调，但总体维持较高比例，平滑了国内下行周期。

图18：2023年2月挖机行业累计出口销量占比突破50%



资料来源：wind、浙商证券研究所

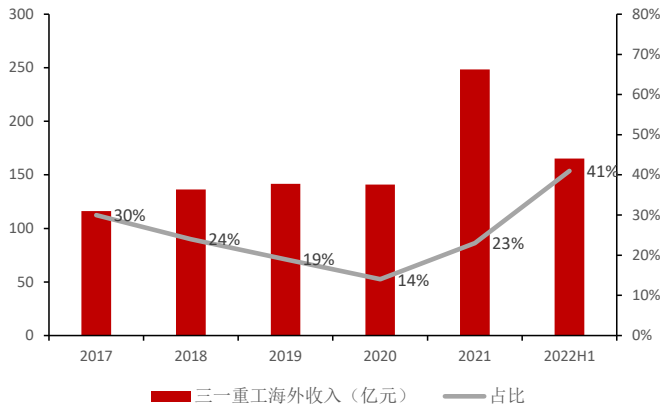
图19：汽车起重机出口销量占比总体维持较高水平



资料来源：wind、浙商证券研究所

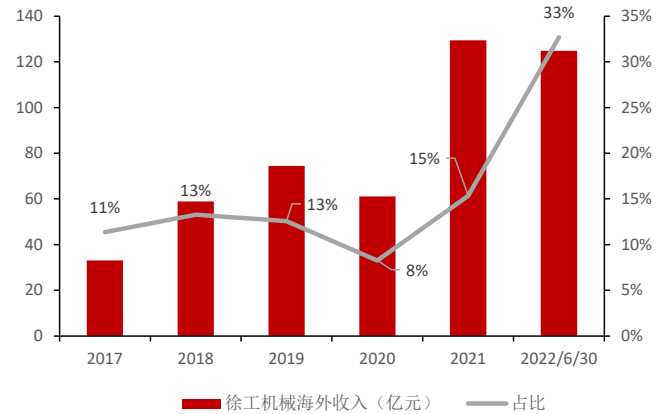
国内龙头加速布局海外市场，市场份额有望逐步提升。2017-2021年三一重工、徐工机械、中联重科海外收入CAGR分别为21%、41%、25%。2022年上半年国内周期下行叠加海外市场需求旺盛，海外市场成为工程机械企业主要业绩增长点，三一重工、徐工机械、中联重科海外收入同比分别增长33%、157%、40%，海外收入占比分别提升至41%、33%、18%，同比分别提升23pct、24pct、12pct。

图20：2022H1三一重工海外收入占比超过40%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图21：2022H1徐工机械海外收入占比超过30%



资料来源：wind、浙商证券研究所

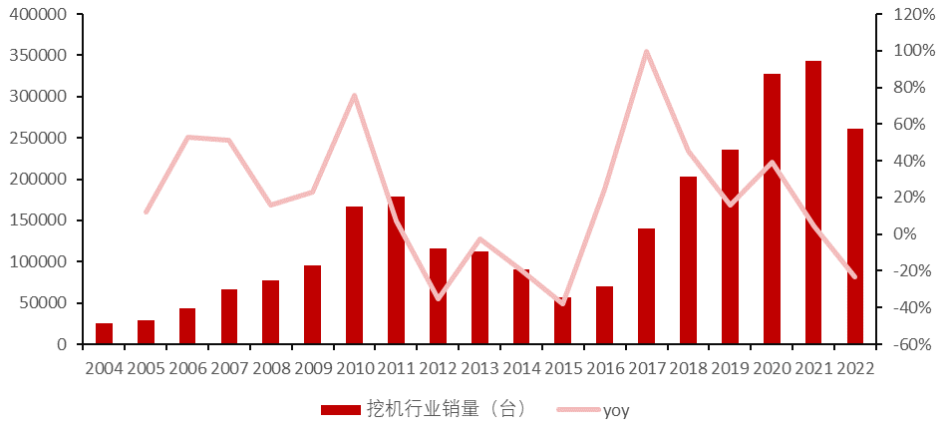
2.3 2023年工程机械行业筑底向上，边际需求有望持续改善

2.3.1 2023年挖机销量有望见底

工程机械行业具有一定的周期性特征，以挖掘机为例，次贷危机后国内挖掘机市场发展经历了四个阶段：

- (1) 2009-2011年，在四万亿投资+环保政策驱动下，挖机销量逐年正增长；
- (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月至2021年4月，受益于宏观经济复苏及老旧设备迎来更新需求，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，行业下行并筑底。

图22：2004-2022年挖机行业经过两轮高点，2022年处于行业下行期

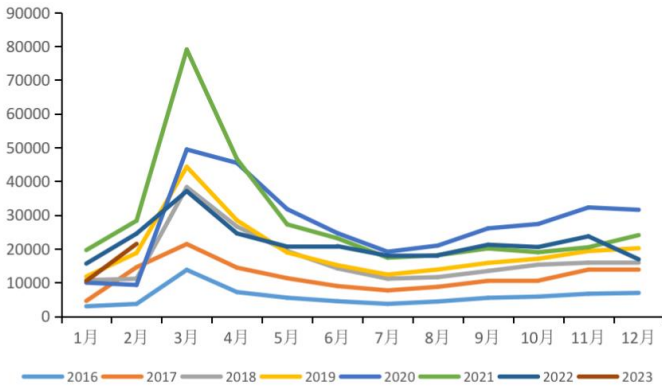


资料来源：工程机械协会、浙商证券研究所

2022年受地产低迷、疫情影响项目施工进度影响，工程机械核心机种开工率下滑。2022年3月挖机销量下滑53%，为全年最大跌幅，随着房地产需求边际改善，政策出台强化基建加码预期，7月同比转正，8月持平，9、10、11月同比增幅扩大，11月份企业销售各类挖掘机23680台，同比增长15.8%，其中国内14398台，同比增长2.74%，出口9282台，同比增长44.4%。2022年12月，受国三机型11月冲量带来需求短期扰动，以及疫情影响，挖掘机销量16869台，同比下滑29.8%，较11月下月46pct。

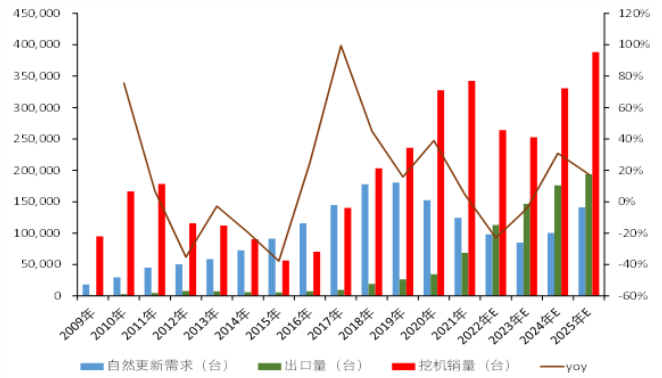
2023年伊始，挖掘机销量历经一月下降后，2月降幅大幅收窄，达到21450台。假设2023年挖机销量下滑5%，出口增速有所下滑，全年出口增长30%，则可对冲国内30%的下滑。

图23：2023年2月挖机销量21450台，同比-12.4%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图24：2022-2025年挖掘机行业销量有望筑底上行



资料来源：wind、浙商证券研究所

假设：①按挖机10年寿命计算国内保有量，当年国内保有量为前10年需求量之和，设备从第6年更新，第6-10年更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%，②2022-2025年房地产新开工面积增速分别为-15%、-10%、-8%、-5%，采矿业投资分别为15%、-5%、0、-3%，出口销量增速为60%、30%、20%、10%，国三机型在未来5年集中更新，每年新增3万台更新需求，③根据2022年实际销量对2022年理论销量进行修正

据我们的测算，2022-2025年更新需求与出口占主导、预计2023年销量见底。2022年-2025年挖机销量预计分别为26.13万台、24.86万台、32.60万台、38.34万台，增速分别为-24%、-5%、31%、18%，2021年-2025年挖机销量CAGR3.16%。2022年-2025年国内更新需求占比分别为54%、91%、71%、74%，出口占比分别为43%、58%、53%、50%。

表1：2023年挖掘机行业销量见底，国内更新需求及出口占主导

年份	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
挖机保有量(万台)	126.29	139.72	147.86	154.60	155.75	156.12	162.14	174.12	186.50	197.65	205.54	216.12	217.63	224.34	231.72
yoy	25.3%	10.6%	5.8%	4.6%	0.7%	0.2%	3.9%	7.4%	7.1%	6.0%	4.0%	5.2%	0.7%	3.1%	3.30%
新增需求(万台)	20.38	10.74	6.51	5.40	0.92	0.30	4.82	9.58	9.90	8.92	6.31	8.47	1.21	5.36	5.90
自然更新需求(万台)	4.49	5.07	5.88	7.26	9.12	11.57	14.49	17.80	18.08	15.25	12.45	9.81	8.52	10.03	14.11
环保更新需求(万台)													29852	29852	29852
理论需求量(万台)	24.87	15.81	12.38	12.66	10.04	11.86	19.31	27.38	27.98	24.17	18.76	18.28	12.71	18.38	23.00
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-2.6%	-30.5%	44.6%	25.20%
理论需求-不含环保因(万台)	24.87	15.81	12.38	12.66	10.04	11.86	19.31	27.38	27.98	24.17	18.76	18.28	9.73	15.39	20.01
yoy	5.1%	-36.4%	-21.7%	2.2%	-20.7%	18.1%	62.7%	41.8%	2.2%	-13.6%	-22.4%	-2.6%	-46.8%	58.2%	30.00%
进口量(万台)	3.18	1.40	1.35	1.11	1.01	1.35	1.88	0.00	0.00	1.22	0.60	0.50	0.40	0.30	0.20
国内销售-修正(万台)	17.38	10.76	10.49	8.46	5.06	6.30	13.06	18.43	20.91	29.29	27.43	15.19	10.63	15.52	19.56
出口量(万台)	0.46	0.80	0.75	0.59	0.57	0.73	0.97	1.91	2.66	3.47	6.84	10.95	14.23	17.08	18.78
yoy	53.6%	75.3%	-6.5%	-20.7%	-3.4%	27.8%	32.0%	97.5%	39.4%	30.5%	97.0%	60%	30%	20%	10%
挖机销量-含环保因素-修正(万台)	17.84	11.56	11.24	9.05	5.63	7.03	14.03	20.34	23.57	32.76	34.28	26.13	24.86	32.60	38.34
yoy	7%	-35%	-3%	-19%	-38%	25%	100%	45%	16%	39%	5%	-24%	-5%	31%	18%
国内更新需求占比	18.1%	32.0%	47.4%	57.4%	90.8%	97.5%	75.1%	65.0%	64.6%	63.1%	66.4%	53.7%	90.5%	70.8%	74.30%

资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所测算

2.3.2 2023年起重机销量有望见底

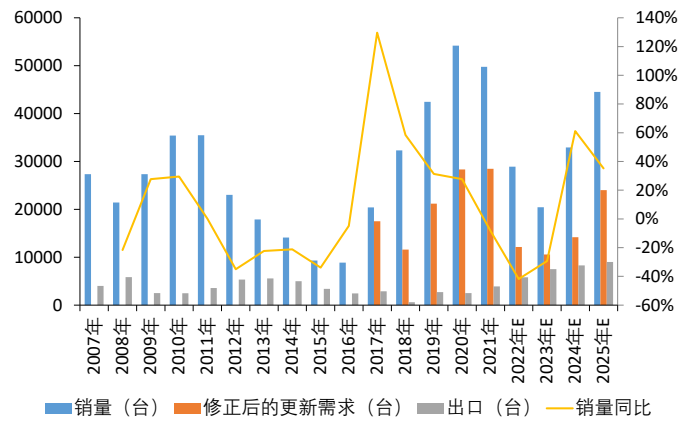
汽车起重机销量通常占到全部工程起重机销量的大约70%，其景气度往往反映整个工程起重机的市场情况，因此汽车起重机通常能够反映整个工程起重机市场的需求。根据中国工程机械工业协会的数据，2022年，汽车起重机共计销售25942台，同比下降47.2%。履带起重机销售3215台，同比下降19.4%；随车起重机销售17465台，同比下降31.7%。

图25：2022年汽车起重机销售2.59万台，同比下降47.2%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图26：2022-2025年汽车起重机行业销量有望筑底上行



资料来源：wind、浙商证券研究所

假设：①2022-2025年进口起重机台量忽略不计，出口增速分别为49%，29%，11%，8%。②起重机保有量与挖掘机保有量线性关系显著，2022-2025年起重机10年保有量为30.9万台、31.1万台、32.1万台、33.3万台。③10年寿命。设备从第6年更新，第6-10年更新比例分别为10%、20%、40%、20%和10%。

我们预计2022-2025年起重机销量为28921台、20444台、32939台、44520台，同比-42%、-29%、61%、35%。2023年销量见底。2023年更新需求占比52%，处于历史较高水平；新增需求占比12%，处于历史低位；出口需求占比37%，处于历史高位。

表2：预计起重机2023年销量见底，出口、更新需求占主导

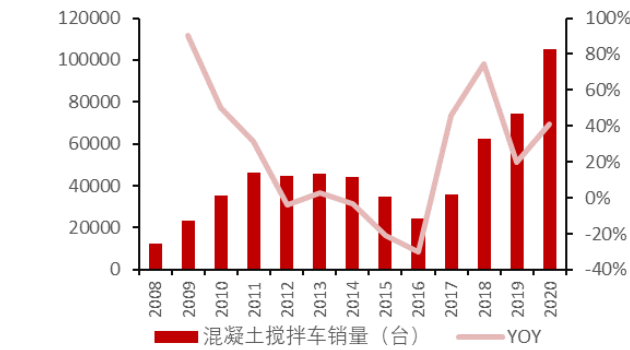
年份	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
销量 (台)	20,393	32,318	42,445	54,176	49,764	28,921	20,444	32,939	44,520
同比	130%	58%	31%	28%	-8%	-42%	-29%	61%	35%
进口 (台)	3	0	3	0	1	0	0	0	0
出口 (台)	2,879	601	2,710	2,511	3,887	5,800	7,500	8,300	9,000
同比	18%	-79%	351%	-7%	55%	49%	29%	11%	8%
理论需求量 (台)	21,896	39,646	49,673	64,581	57,348	28,901	16,179	30,799	44,399
10年理论保有量 (台)	218,113	238,233	256,794	280,131	297,539	308,524	310,884	321,341	332,855
修正新增需求 (台)	0	20,120	18,561	23,338	17,408	10,986	2,360	10,457	11,514
修正更新需求 (台)	17,517	11,597	21,177	28,328	28,471	12,135	10,584	14,183	24,006
更新需求占比	86%	36%	50%	52%	57%	42%	52%	43%	54%
出口需求占比	14%	2%	6%	5%	8%	20%	37%	25%	20%
新增需求占比	0%	62%	44%	43%	35%	38%	12%	32%	26%

资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所测算

2.3.3 2023 年泵车销量有望上行

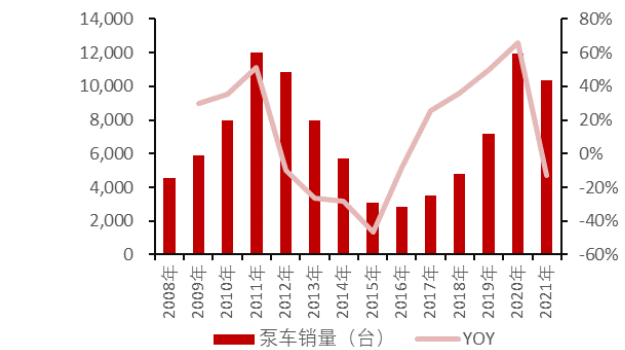
混凝土搅拌车、泵车等后周期产品销量在 2011 年达到销售峰值后，经历了 2012-2016 年长达五年的下滑。行业从 2017 年开始出现反转，2020 年混凝土搅拌车销量为 105243 台、同比增长 41%，创历史新高，2021 年混凝土泵车销量为 1.04 万台，同比下降 13%。

图27：2020 年混凝土搅拌车销量为 10.52 万台，同比增长 41%



资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

图28：2021 年混凝土泵车销量为 1.04 万台，同比下降 13%



资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

假设：①2022-2025 年进口泵车台量忽略不计，出口增速分别为 45%、40%、30%、25%，房屋开工面积增速分别为-2%、0%、2.5%、8%。②泵车与房地产开工面积高度相关，存在线性关系，2022-2025 年泵车保有量 5.82 万台、5.57 万台、5.57 万台、6.1 万台。③设备从 8-12 年开始更新，更新比例分别为 10%、20%、40%、20%和 10%。

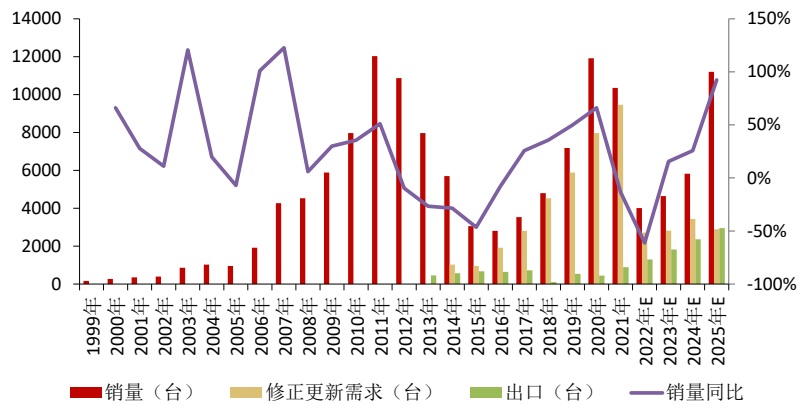
我们预计 2022-2025 年泵车销量为 4013 台、4636 台、5825 台、11199 台，同比-61%、16%、26%、92%。2022 年销量见底。2023 年更新需求占比 61%，出口需求 39%，均处于历史较高水平，保有量出现萎缩，无新增需求。

表3：预计泵车销量 2022 年见底，更新、出口需求占主导

年份	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
销量 (台)	5,700	3,052	2,811	3,532	4,795	7,179	11,917	10,351	4,013	4,636	5,825	11,199
同比	-28%	-46%	-8%	26%	36%	50%	66%	-13%	-61%	16%	26%	92%
进口 (台)	2	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
出口 (台)	567	677	644	729	107	543	446	896	1,299	1,819	2,365	2,956
同比	25%	19%	-5%	13%	-85%	407%	-18%	101%	45%	40%	30%	25%
实际需求 (台)	5,135	2,379	2,167	2,803	4,688	6,636	11,471	9,455	2,714	2,818	3,461	8,243
10 年理论保有量 (台)	61,067	62,491	62,739	61,271	61,432	62,188	65,695	63,120	58,185	55,666	55,682	61,040
同比	7%	2%	0%	-2%	0%	1%	6%	-4%	-8%	-4%	0%	10%
修正新增需求 (台)	4,108	1,424	248	0	161	756	3,507	0	0	0	17	5,358
修正更新需求 (台)	1,027	955	1,919	2,803	4,527	5,880	7,964	9,455	2,714	2,818	3,444	2,886
更新需求占比	18%	31%	68%	79%	94%	82%	67%	91%	68%	61%	59%	26%
出口需求占比	10%	22%	23%	21%	2%	8%	4%	9%	32%	39%	41%	26%

资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

图29：2022-2025年泵车行业销量有望逐渐上行

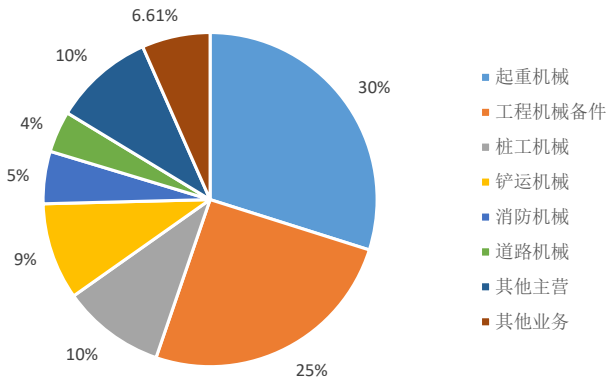


资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所测算

3 三大业务稳居第一梯队，其他主营业务平滑作用凸显

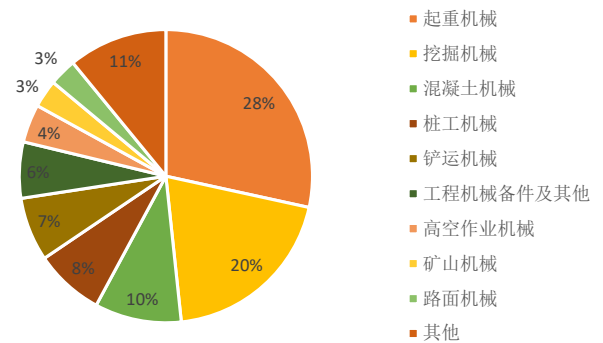
合并吸收之前，原徐工机械的起重机械、工程机械备件及桩工机械是贡献营业收入的主要三驾马车，2021年起重机（不含塔机）、备件营收占比合计55%。注入新资产后，2021年起重机械（含塔机）、挖掘机械及混凝土机械营收占比合计58%。

图30：2021年原徐工机械起重机、备件收入占比30%、25%



资料来源：wind、浙商证券研究所

图31：2021年新徐工起重机械、挖机、混凝土机械合计占比58%



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.1 原徐工机械业务：起重机械筑底向上，桩工、铲运及高机业务贡献增量

3.1.1 起重机械稳稳占据行业第一，有望筑底向上

起重机械是公司第一大收入来源，2021年实现营业收入272.09亿元，在原徐工机械收入中占比32.27%；2016-2021CAGR达37.78%，2022年H1行业承压，实现营收119.01亿元，同比下滑36.65%。

公司是我国起重机行业的技术引领者，拳头产品护城河较深。徐工起重机械事业部始建于1943年，是徐工集团历史最悠久、最核心的事业部。1963年研制出第一台Q51型汽车起重机，2000年推出明星产品K系列，2016年G一代诞生，2019年KC系列上市。公司自主研发了全球首创最大起重能力达88000吨米的履带起重机，在行业产生了颠覆式影响，标志着中国工程机械产业创新达到了一个新的高度。

图32：徐工起重机产品发展历程



资料来源：wind、工程机械行业协会、浙商证券研究所

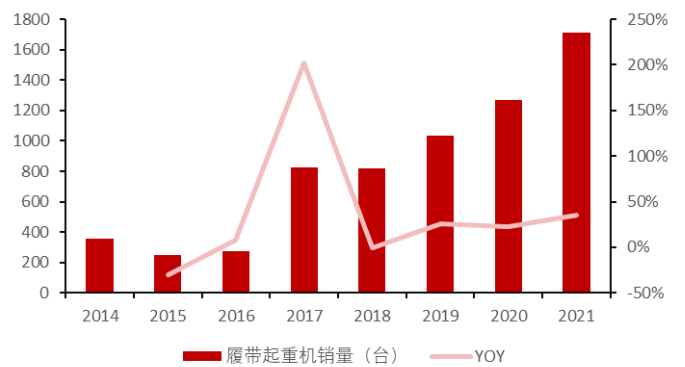
公司起重机械极具竞争优势，市场占有率稳居起重机行业龙头。近年来，我国起重机械行业呈现三足鼎立局面，汽车起重机销量前三名企业分别为徐工机械、中联重科和三一重工。在经历了行业低谷期之后，2017-2021年公司汽车起重机、履带起重机、随车起重机销量CAGR分别达到20.03%、20.04%、24.08%。2016年徐工汽车起重机国内销量市占率达到56.66%高点，随后几年由于产能受限以及竞争对手三一与中联加速市场拓展，徐工市场份额有所下滑，但仍超过40%。2021年公司汽车起重机销量20091台，市占率达40.37%，位居全球第一，履带起重机销量1709台，市占率达48.43%，稳居国内行业第一，随车起重机销量14547台，市占率达56.89%，位居全球第三。近年来，公司还大力发展全地面起重机，截至2021年底公司全地面起重机已覆盖QAY25-QAY1000共十余个品种，成功替代进口，国内市场占有率接近50%。

图33：2021年徐工汽车起重机销量20091台，位居全球第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

图34：2021年徐工履带起重机销量上升，霸占国内榜单首位



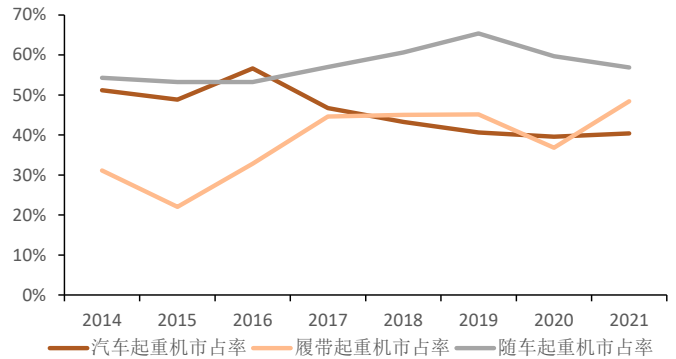
资料来源：wind、浙商证券研究所

图35：徐工随车起重机销量逐年上升，保持稳健增长



资料来源：wind、浙商证券研究所

图36：2021年随车起重机，汽车起重机、履带起重机市占率分别为57%、40%、48%

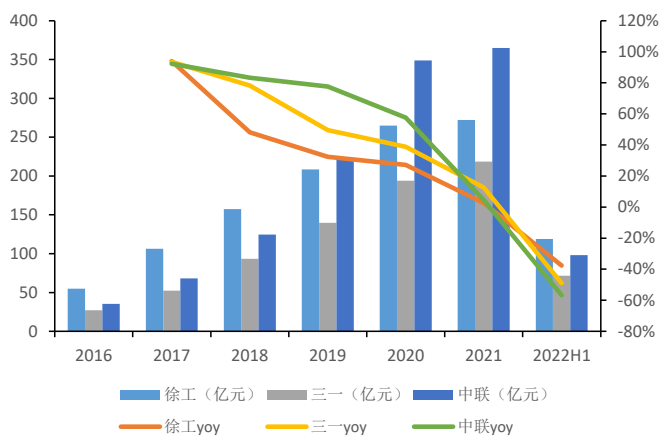


资料来源：wind、浙商证券研究所

2016-2018年，公司起重机械收入在行业中保持领先，2019-2021年落后于中联重科，高于三一重工，2022H1再次位居第一。2017年行业复苏以来，公司起重机械业务收入保持27%以上的同比增速，其中2021年公司起重机械实现营业收入272.09亿元，同比增长2.72%，公司起重机械收入创历史新高。2022年上半年工程机械行业整体压力较大，徐工、三一、中联起重机械实现营收119.01亿元、71.46亿元、98.19亿元，分别下滑37.65%、49.08%、56.70%，徐工起重机械营收规模再次位居第一，下滑幅度小于三一重工、中联重科，表现优于行业。

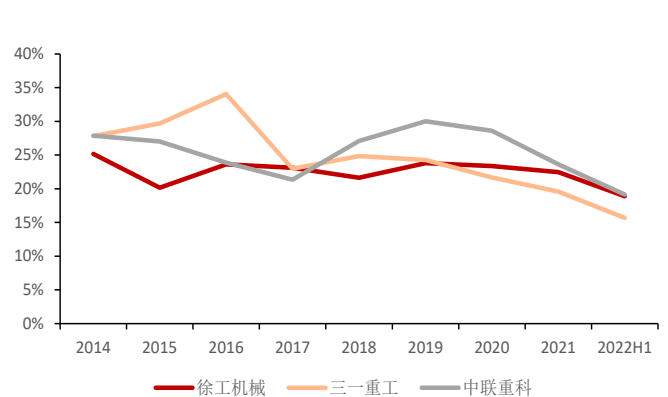
2016-2022H1期间，徐工起重机械毛利率较为稳定，围绕22%上下波动。由于中联起重机械业务包含高毛利率的塔机业务，而徐工的塔机业务未注入上市公司，三一上市公司塔机收入占比较小，2018年后中联起重机械毛利率大幅高于徐工、三一。2022年H1公司起重机械毛利率达18.9%，与中联的19.16%相近，较三一的15.67%高出3.23pct，2022年8月底，公司整体资产上市后，塔机业务注入上市公司，公司起重机械毛利率有望进一步提升，有利于公司释放业绩。

图37：2022 H1 徐工起重机械收入超过中联重科位居第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

图38：2022H1 徐工起重机械毛利率和中联相近，略高于三一



资料来源：wind、浙商证券研究所

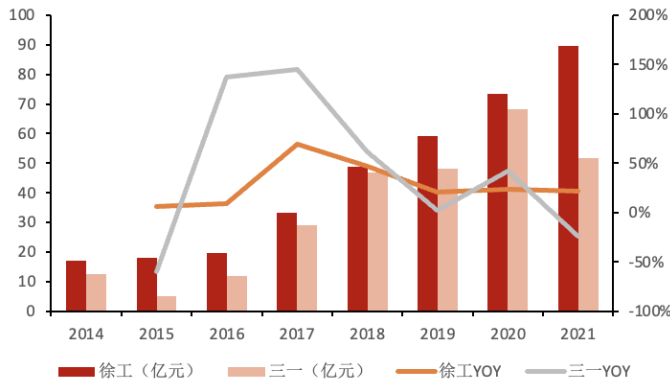
3.1.2 桩工机械、铲运机械业内领先，表现相对平稳

我国桩工机械销量占据行业第一梯队的企业为徐工、三一；第二梯队企业为中联重科、山河智能，第三梯队则以南车、金泰等企业为代表。徐工目前已形成XR系列旋挖钻

机、XG系列连续墙抓斗、长螺旋钻机、水平定向钻机、旋挖钻机、煤炭掘进机等系列桩工钻工产品，主要由下属徐工基础生产。截至2021年底，公司旋挖钻机实力行业领先，280以上大吨位市场占有率达60%以上，稳居行业第一；水平定向钻持续行业第一；新培育的掘进机产业化发展迅速，市场份额快速增长。

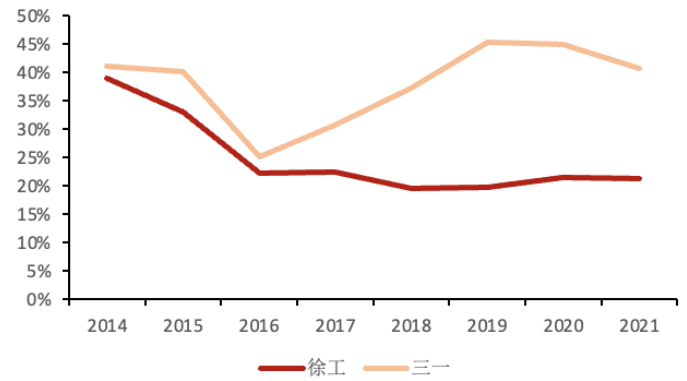
公司桩工机械收入领先同行，毛利率有提升空间。多年来徐工桩工机械营收规模高于三一重工，但毛利率同三一重工存在差距。2021年徐工桩工机械实现收入89.52亿元，是同期三一重工桩工机械收入的1.73倍，公司桩工机械毛利率21.3%，低于三一重工19.41pct。2022年H1公司桩工机械收入45.90亿元，同比增长22.11%，收入占比12%，毛利率18.90%，较上年同期下降0.18pct。

图39：2021年徐工桩工机械营收领先于三一重工



资料来源：wind、浙商证券研究所

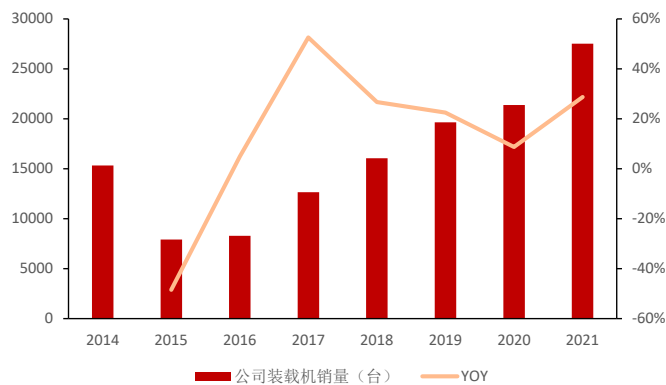
图40：徐工桩工机械毛利率总体看还有较大提升空间



资料来源：wind、浙商证券研究所

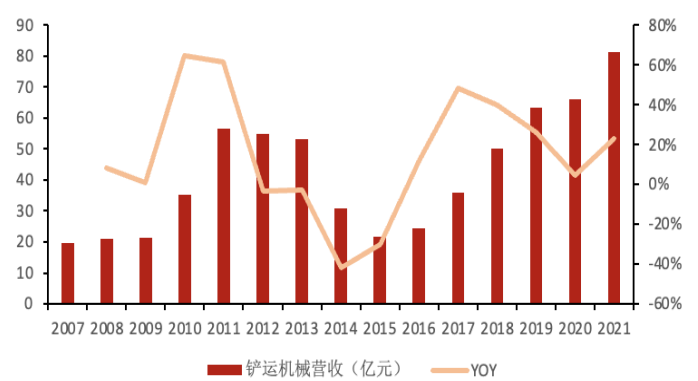
公司铲运机械的产品主要为装载机，目前公司开发了F、K和G三大系列，十多个型号的装载机产品。2022年上半年铲运事业部坚定不移深耕海外，凭借出口市场大发展对冲国内市场下滑，收入同比逆势增长。

图41：2016-2021年，公司装载机销量稳步提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

图42：2016-2021年，公司铲运机营收稳健增长

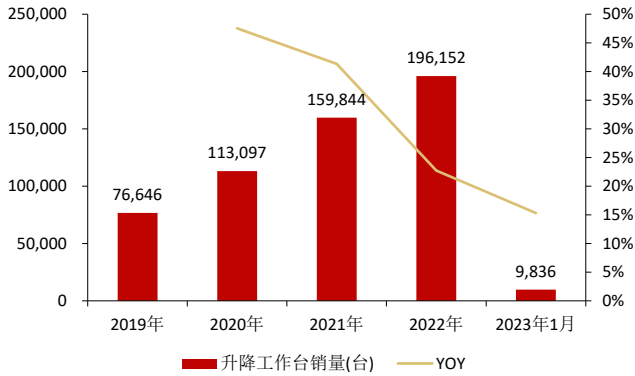


资料来源：wind、浙商证券研究所

3.1.3 高空作业机械（含消防机械）规模领先、盈利能力稳中有升

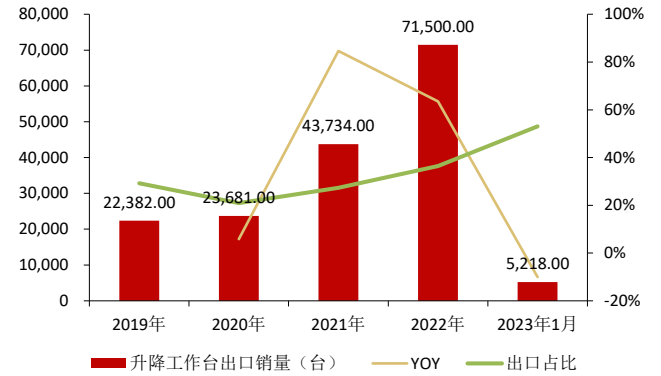
据工程机械行业协会统计，2019-2022年升降工作台行业销量CAGR为37%，其中出口销量CAGR为47%，2022年全年销量196152台，同比增长23%，其中出口销量71500台，同比增长36%。出口比例由2019年29%提升至2022年36%。经过行业爆发式增长，未来有望继续保持较高增速，海外市场仍将是行业重点开发市场。

图43：2019-2022年升降工作台行业销量 CAGR 为 37%



资料来源：wind、浙商证券研究所

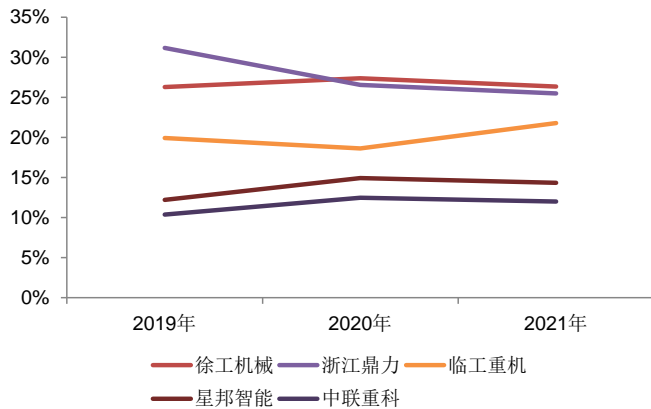
图44：2019-2022年升降工作台行业出口比例由29%提升至36%



资料来源：wind、浙商证券研究所

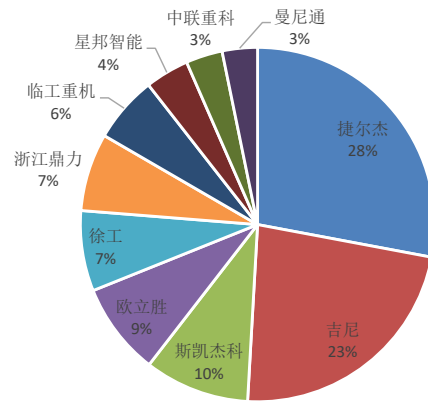
2021年全球高空作业平台制造企业10强（全球销售额排名）中，美国捷尔杰、吉尼合计份额达51%，徐工机械、浙江鼎力、临工重机、星邦智能、中联重科排名第5、6、7、8、9名，合计份额27%，仍有较大的提升空间。

图45：徐工机械高空作业平台销售额于浙江鼎力同处第一梯队



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

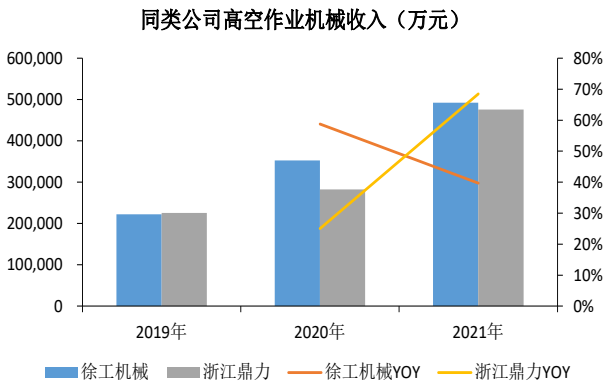
图46：2021年徐工机械高空作业平台销售额全球排名第五



资料来源：AccessInternational、浙商证券研究所

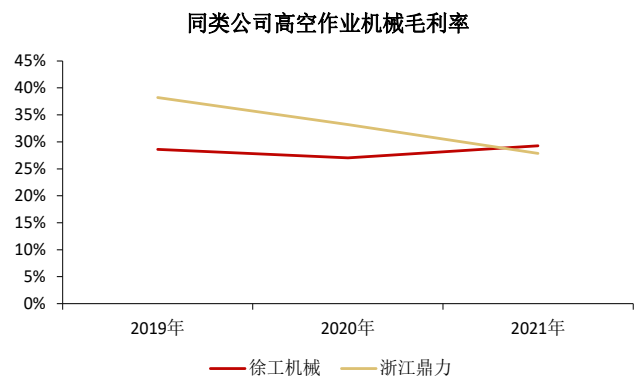
与浙江鼎力相比，公司高空作业机械收入2020年实现反超，毛利率相对稳定，于2021年反超浙江鼎力

图47：2020年徐工高机收入（含消防机械）反超浙江鼎力



资料来源：wind、浙商证券研究所

图48：2021年徐工高机收入（含消防机械）毛利率反超浙江鼎力



资料来源：wind、浙商证券研究所

3.2 新吸收业务：优质新资产注入，整体竞争力增强

3.2.1 挖掘机市占率快速提升，目前稳稳处于第二位

徐工挖机业务发展 20 余年，经历了由合资到自主的过程。1994 年徐工与卡特彼勒就挖机业务合资组建卡特彼勒徐州公司。2008 年，徐工宣布终止和卡特彼勒的合作，从合资公司退出并成立徐工挖机，自此走上了自主研发的道路，销量、营业规模屡创新高，成为集团营收和利润的主要来源。

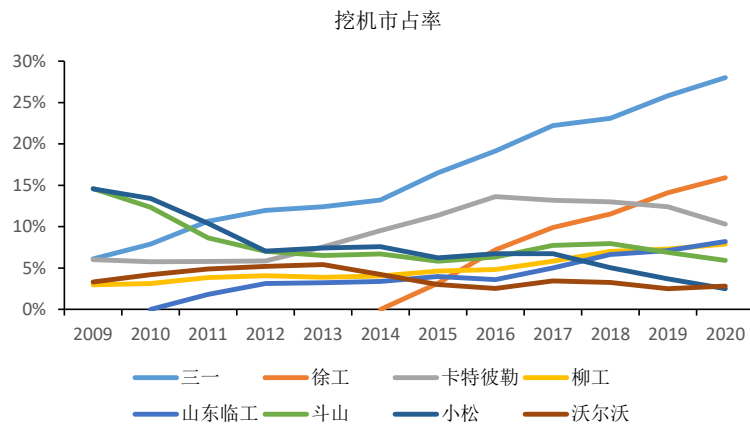
图49：徐工机械挖机业务发展历程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

市场占有率逐年攀升，位居国内行业第二。2015-2021 年公司挖机销量从 1907 台增长至 59789 台，年均复合增速达到 77.57%。与此同时，公司挖机市占率逐年攀升，2019 年徐工挖机销量 35297 台，份额 15%，首次超越卡特彼勒位列行业第二，仅次于三一重工；2021 年徐工挖机份额提升至 17.44%，挖机份额的迅速提升彰显徐工在工程机械领域的品牌竞争力。目前，公司挖掘机械产品包括大中小型各品类挖掘机，全面覆盖从 1.50 吨到国内最大 400 吨液压挖掘机，以及从 40 吨到全球最大 400 吨矿用自卸车两大类、全系列产品，其中 400 吨液压挖掘机和 400 吨矿用自卸车填补了国内和国际市场空白。在 70 吨级以上的大型挖掘机市场，公司优势显现。

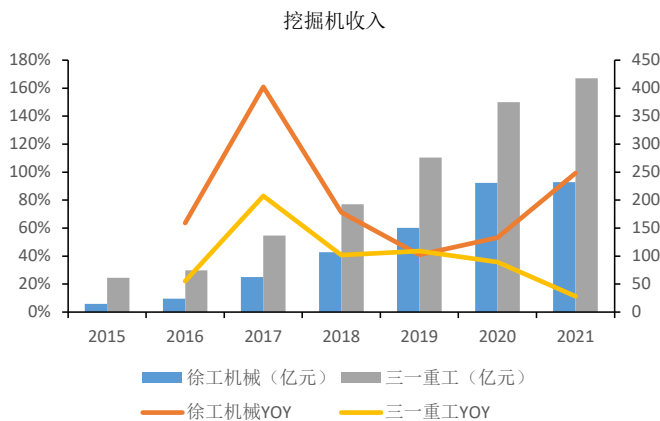
图50：公司挖掘机市场占有率逐年攀升，位居国内行业第二



资料来源：wind、公司官网、浙商证券研究所

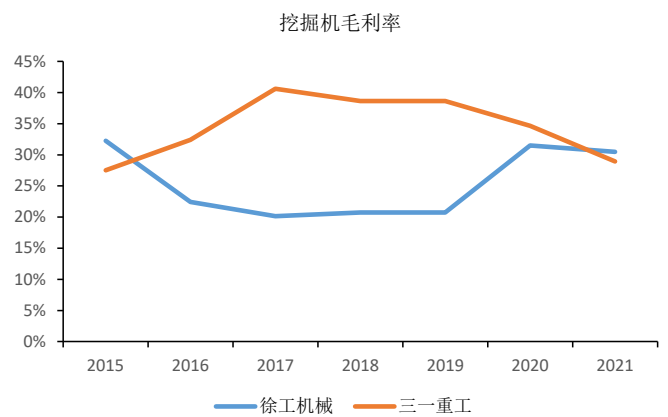
挖掘机业务收入持续增长，盈利能力大幅提升。公司挖掘机械业务的营业收入从2015年的14.60亿元增长到2020年的230.81亿元，年均复合增速达到73.69%。2016-2019年期间，徐工挖机毛利率与三一重工差距较大，2019年低于三一重工17.89pct；2020年徐工挖机毛利率快速提升至31.52%，较2019年提升10.77pct，盈利能力大幅提升，与三一重工差距收缩至3.15pct。2021年徐工挖机业务毛利率为30.48%，略微领先三一。挖掘机械业务已成为集团起重机业务之后最主要来源，并凭借较高盈利能力成为公司重要利润贡献板块。

图51：相比三一，徐工挖机营收规模存在较大提升空间



资料来源：wind、浙商证券研究所

图52：2021年徐工机械挖机毛利率反超三一，达到30.5%

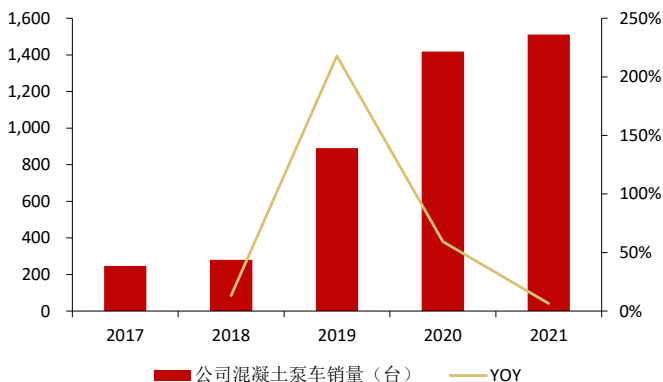


资料来源：wind、浙商证券研究所

3.2.2 混凝土机械市占率稳中有升，提升空间较大

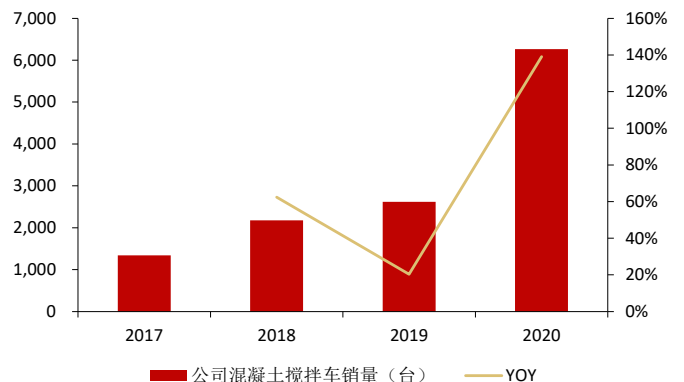
上世纪80年代，徐工成功开发出中国第一台混凝土泵车、搅拌运输车和第一套混凝土搅拌站，开创了国内混凝土产业先河。1994年徐州混凝土机械公司成立，推出一系列自主产品。2012年徐工并购德国施维英成立徐工施维英，引进了德国混凝土机械成套技术，向国际接轨，并于2015年9月将其混凝土机械业务转让给徐工施维英。2018年明星产品HB62V上市。2019年新一代V7系列混凝土搅拌站上市。目前混凝土机械销量份额稳居国内前三。

图53：2021年徐工混凝土泵车销量同比增长7%



资料来源：wind、浙商证券研究所

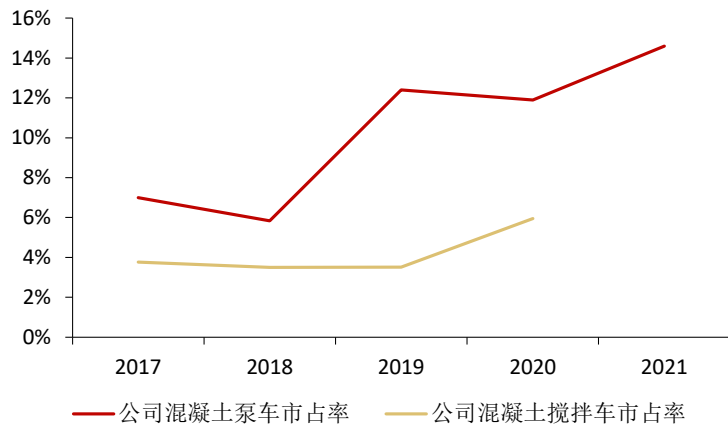
图54：2020年徐工搅拌车销量增幅较大、同比增长139%



资料来源：wind、浙商证券研究所

根据工程机械协会统计及公司公告销量，2020年公司混凝土泵车、混凝土搅拌车市占率分别为12%、6%；2021年公司混凝土泵车市占率上升至15%。未来有望持续保持稳中有升发展态势。

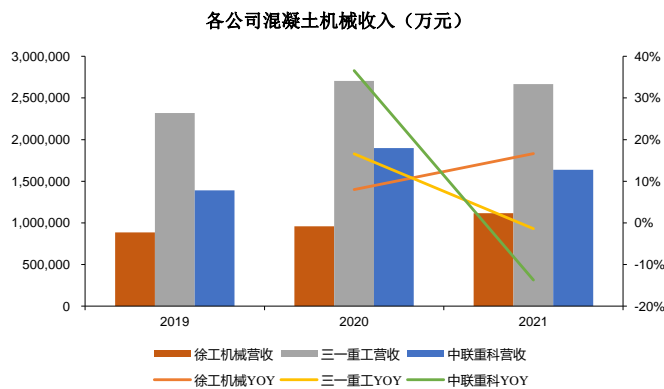
图55：公司混凝土泵车、搅拌车占市占率总体向上



资料来源：wind、公司官网、浙商证券研究所

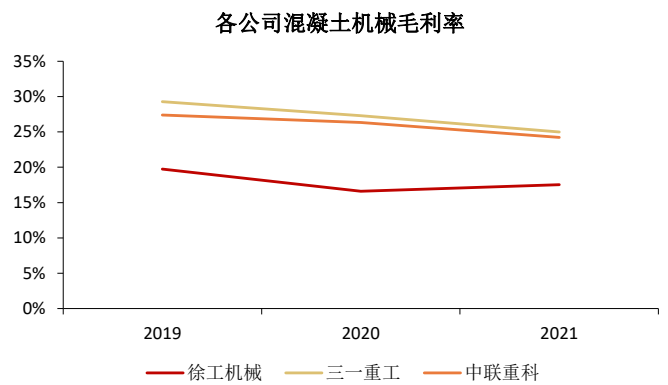
与三一重工、中联重科相比，公司混凝土业务还有较大的提升空间，近3年收入规模与毛利率均低于同行，未来提升空间较大。

图56：2021年徐工混凝土机械营收低于三一重工和中联重科



资料来源：wind，浙商证券研究所

图57：徐工混凝土机械毛利率有较大提升空间



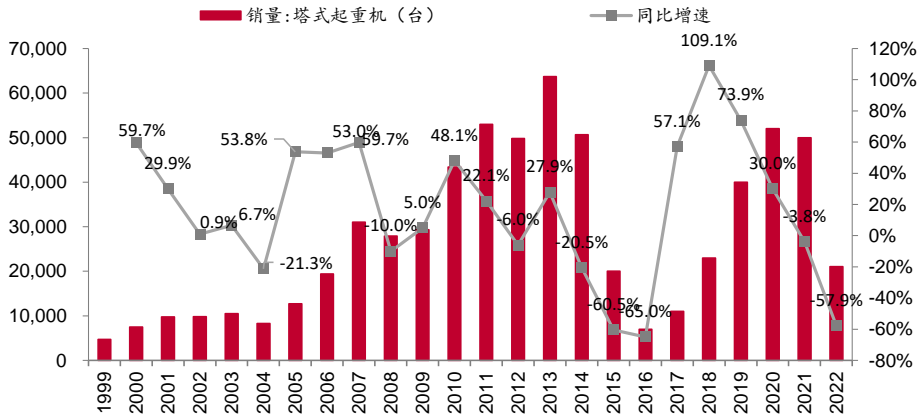
资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2.3 塔机市占率提升明显，有望筑底向上

塔式起重机是公司起重机械业务核心组成部分。目前已经形成了三大系列产品，谱系覆盖全面，分别是63-1100吨米塔顶式、80-4200吨平头式、80-1800吨米动臂式塔式起重机，以及满足不同施工速度的施工升降机。配合徐工移动式起重机，能为全球客户提供全套化吊装解决方案，产品出口100多个国家和地区。

塔式起重机与汽车起重机周期性类似，与房地产相关的较高。2016年销量开始上行，与2020年达到高点，2021-2022年进入下行筑底期。根据汽车起重机销量预测，塔式起重机景气度与汽车起重机保持一致，2022-2024年处有望筑底向上。

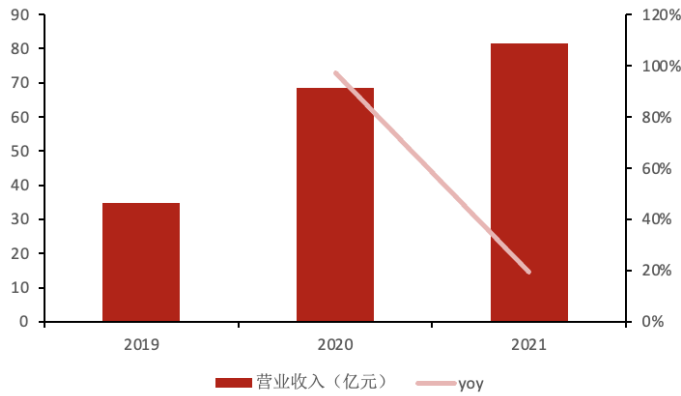
图58：2022-2024年塔式起重机行业有望筑底向上



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

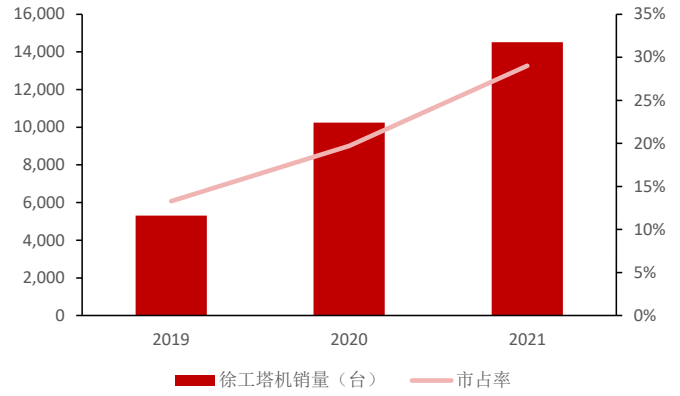
根据公司公告，公司塔机业务 2019-2021 年收入实现了较快增长，2021 年收入规模约 81 亿元。2019-2021 年销量由 5309 台上升至 14509 台，市占率由 13% 上升至 29%。塔机资产注入到徐工机械后，对原徐工机械起重机业务扩大，有利于起重机业务做大做强。

图59：2019-2021年公司塔机营业收入稳步提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

图60：2019-2021年公司塔机销量快速增长，市占率稳中有升



资料来源：wind、浙商证券研究所

3.3 国际化步伐加快，出口业务占比快速提升

海外布局不断完善，优势凸显。经过 20 多年的探索实践，公司形成了出口贸易、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。目前公司在海外拥有 300 家经销商，40 个办事处，150 多个服务备件中心，营销网络覆盖全球 190 余个国家和地区，在巴西、印度、印度尼西亚、哈萨克斯坦、美国、德国、马来西亚等重点国家成立分子公司，开展直营业务，国际化拓展能力强大。

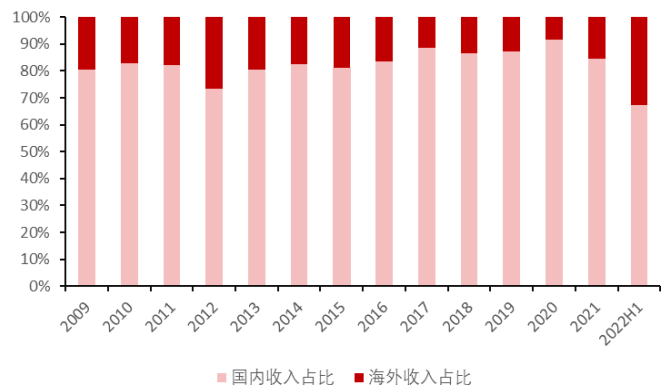
2022 年 H1 国内工程机械市场仍处下行周期，徐工国内营收 257.16 亿元，同比减少 46.85%。毛利率为 15.46%，同比降低 0.15 pct，海外市场收入 124.88 亿元、同比增长 157.28%、增幅高于行业，达到上年全年 96.5%。毛利率为 17.86%，同比提升 0.10pct。具体来看，2022 年上半年公司海外企业收入增长 71.80%，巴西制造上半年收入超去年全年，瞄准高端的北美项目已完成公司注册、选址，相应论证、规划工作稳步推进，德国施维英收入当期实现反超，印度施维英收入增长 68.5%，乌兹徐工合资公司收入同比增长 69.1%。

图61：近两年来公司海外业务发展迅速，收入逐渐上升



资料来源：wind、浙商证券研究所

图62：2022年H1公司海外收入占比大幅提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

图63：徐工机械全球布局战略图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

4 资产重组后盈利能力提升明显，有望持续释放业绩

4.1 吸收合并后，徐工机械盈利能力提升明显

混改前，除徐工机械之外，徐工有限未上市的工程机械资产主要有徐工挖机、徐工施维英、徐工矿机和徐工建机，分别对应的挖掘机、混凝土机械、矿机和塔机业务

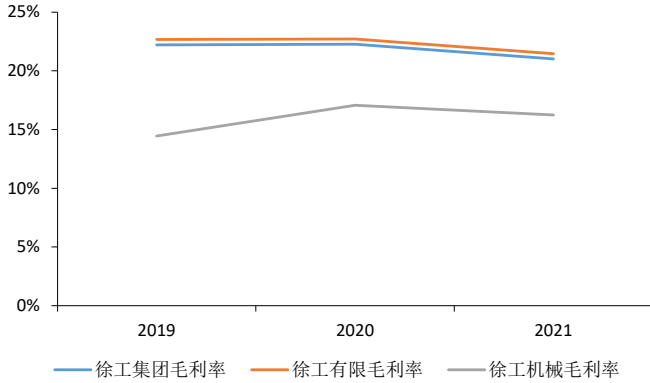
表4：2019年至2021年徐工有限下属一级子公司主要财务指标，单位（万元）

	项目	徐工广联租赁	徐工智联	徐工施维英	徐工塔机	徐工矿机	徐工精密	徐工研究院
2021	营业总收入	194,714.32	458,637.29	703,141.45	816,341.35	458,778.96	22,465.10	40,185.35
	净利润	-2,804.79	3,159.04	2,993.91	46,511.48	7,770.06	-8,278.51	-2,210.41
2020	营业总收入	134,734.19	272,611.81	596,403.24	683,748.74	279,522.32	3,496.25	41,376.58
	净利润	-17,865.93	1,293.25	-2,524.23	27,941.72	3,098.48	-3,435.04	91.78
2019	营业总收入	137,722.29	140,245.11	384,928.70	346,856.78	154,301.62	-	30,329.27
	净利润	707.02	269.55	5,827.52	14,309.94	2,245.80	-237.17	-7,052.44
	项目	大连日牵	高端装备基金	徐工农机	徐工港机	徐工新环实业	徐工道金	徐工挖机
2021	营业总收入	27,775.60	-	116.9	62,904.37	-	711.4	2526103.87
	净利润	1,052.57	5,694.58	-2,880.23	532.96	-79.62	-188.96	189770.46
2020	营业总收入	24,687.43	-	-	21,406.04	-	-	2302767.43
	净利润	2,046.23	2,207.53	-598.53	-1,870.12	-68.3	-5.21	110173.04
2019	营业总收入	19,256.58	-	-	-	-	-	1678072.43
	净利润	1,227.89	1,566.60	-	-	-	-	9929.84

资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

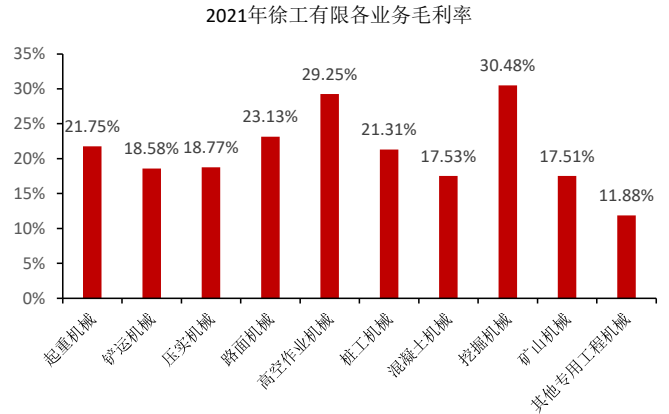
2021年徐工集团、徐工有限、徐工机械的营业收入分别为1243亿元、1168亿元、843亿元，毛利率分别达到21%、21.5%、16.24%。由于徐工有限包含毛利率较高的混凝土机械、挖机、及徐工机械相关低毛利关联交易业务，徐工有限的毛利率高于徐工机械。2021年挖掘机械毛利率为30.48%，混凝土机械为17.53%，高于徐工机械2021年的整体毛利率，工程机械资产整体上市后，徐工机械的毛利率将提升。

图64：2021徐工机械毛利率低于徐工集团和徐工有限



资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

图65：2021年分业务看，高空作业机械、挖掘机械毛利率最高

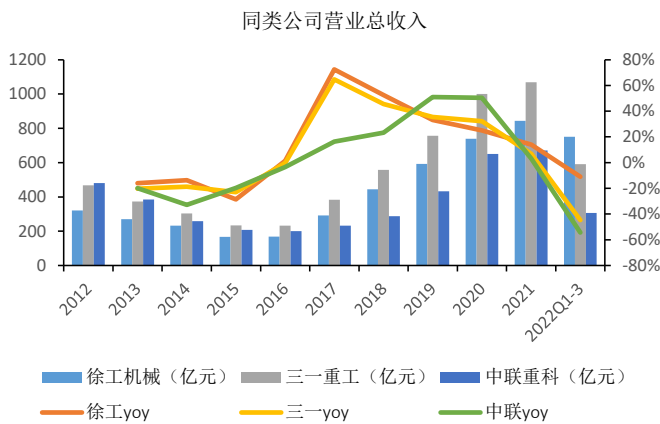


资料来源：wind、公司公告、浙商证券研究所

4.2 与其他龙头相比，盈利能力仍有提升空间

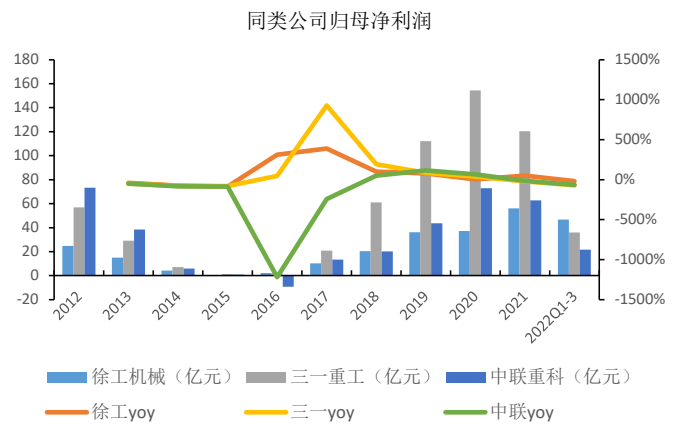
2017年以前，徐工机械营业收入规模在我国工程机械三大巨头中落后于三一重工和中联重科，2017年开始反超中联重科，此后每年稳步增长。按吸收合并徐工有限后的财报口径，2022年前三季度，徐工机械实现营业收入751.10亿元，归母净利润46.76亿元，位于三家之首。

图66：2022年前三季度徐工机械收入规模跃居首位



资料来源：wind、浙商证券研究所

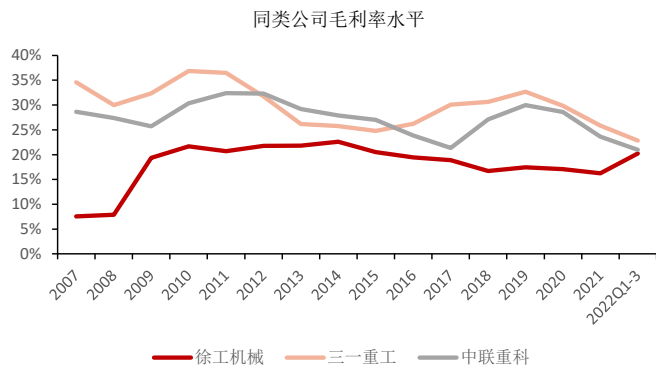
图67：2022年前三季度徐工机械归母净利润领先三一、中联



资料来源：wind、浙商证券研究所

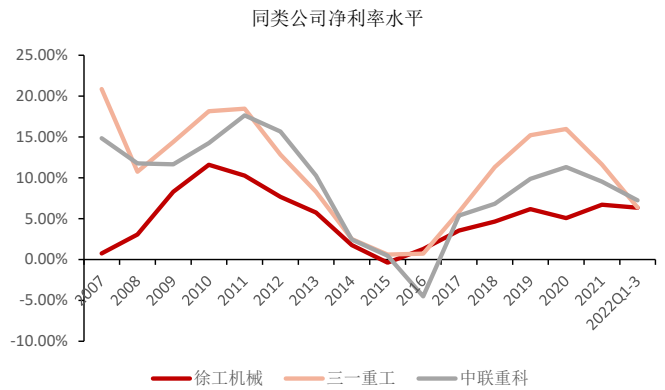
2017-2021年，徐工机械毛利率、净利率均显著低于同行，有着较大的提升空间。2021年，徐工机械毛利率分别低于三一重工、中联重科9.59pct、7.37pct，净利率分别低于三一重工、中联重科4.92pct、2.82pct。混改以及工程机械资产整体上市后，2022年前三季度徐工机械、三一重工、中联重科销售毛利率分别为20.22%、23.83%、20.97%，徐工机械与三一重工、中联重科差距大幅缩小；徐工机械销售净利率为6.32%、与同期三一重工6.35%基本持平，较中联重科的7.23%低0.91pct。

图68：2022年前三季度徐工销售毛利润有明显提升



资料来源：wind、浙商证券研究所

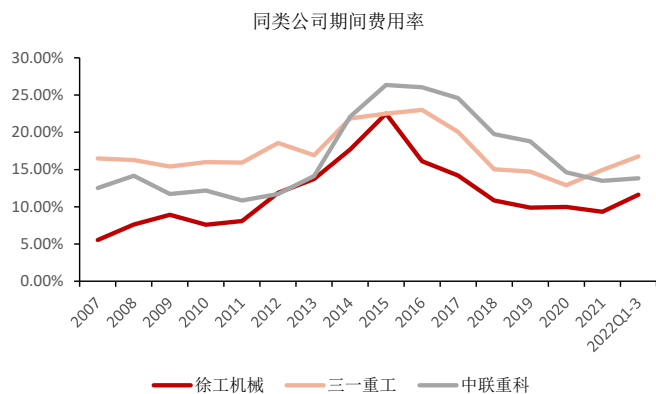
图69：2022年前三季度徐工销售净利率基本追平三一和中联



资料来源：wind、浙商证券研究所

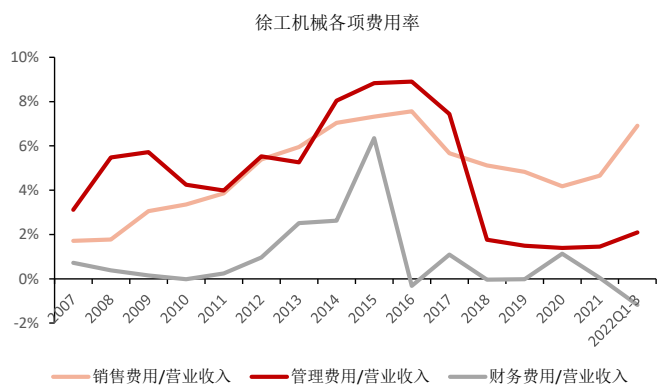
从费用结构来看，公司持续推进采购降本和费用管控。2016-2021 公司期间费用率持续降低，由 10.84% 稳定下降至 9.32%，2022 前三季度有所上升，但仍明显低于三一重工、中联重科。2022Q1-3 公司期间费用率合计 11.63%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 6.91%、5.89%、3.81%、-1.18%。

图70：徐工机械销售期间费用总体低于三一重工、中联重科



资料来源：wind、浙商证券研究所

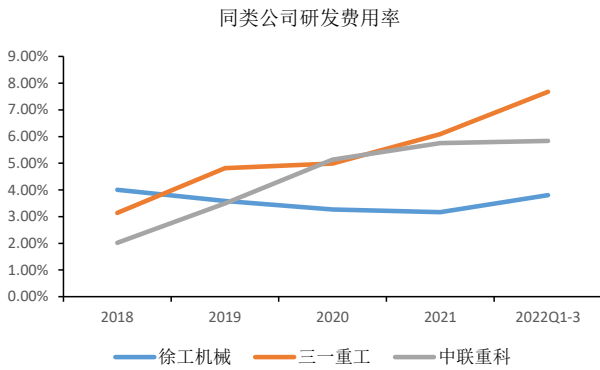
图71：2021年开始，公司销售、管理费用率有所上升



资料来源：wind、浙商证券研究所

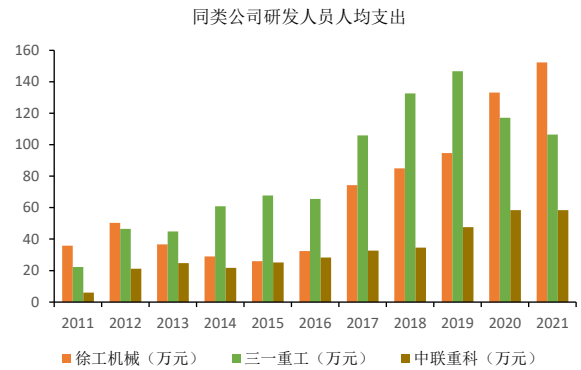
坚持技术驱动，重视研发投入，人均研发支出领先。2016 年来公司持续加大研发投入，2022Q1-3 公司研发费用率 3.81%，低于同期三一 7.68%、中联 5.84%。但在三家公司中，徐工人员精简，研发人均支出领先，2021 年三一重工、中联重科、徐工机械研发人员分别 2923、7231、7242 人，占员工总人数比重分别为 18.88%、30.52%、27.82%，研发支出分别 44.52、76.97、42.30 亿元，研发人员人均支出 152.32、106.45、58.42 万元。

图72：2022Q1-3 公司研发费用率低于三一重工、中联重科



资料来源：wind、浙商证券研究所

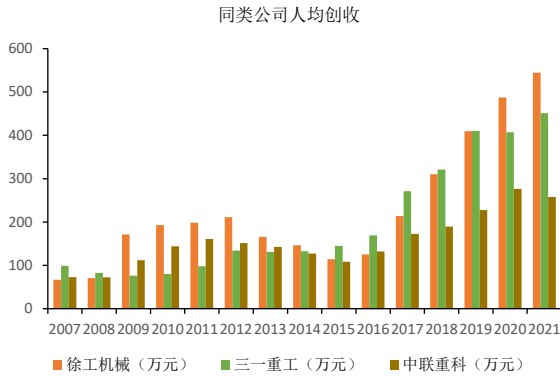
图73：2021 年徐工研发人均支出，高于三一重工、中联重科



资料来源：wind、浙商证券研究所

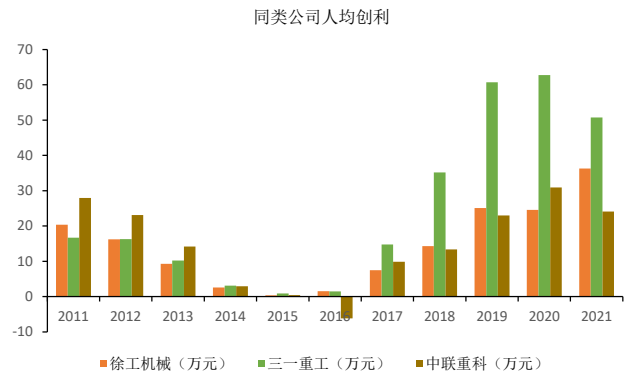
从经营效率来看，2015 年来公司人均创收、人均创利能力大幅提升。从人均创收看，2021 年徐工机械、三一重工、中联重科人均创收分别为 544.65、451.04、257.84 万元，徐工机械在同行中显著领先；从人均创利看，2021 年徐工机械人均创利创历史新高，达到 32.26 万元，低于同期三一的 50.78 万元，高于中联的 24.08 万元，仍有改善空间。

图74：2021 年徐工人均创收 544.65 万元，在同行中名列第一



资料来源：wind、浙商证券研究所

图75：2021 年徐工机械人均创利反超中联重科、接近三一重工



资料来源：wind、浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 关键假设与盈利预测

1、基本此前，汽车起重机、挖掘机及混凝土泵车销量测算，由于更新需求筑底，出口有望持续保持高增长，对国内平滑作用凸显。2022-2024 年挖机销量同比-24%、-5%、31%，汽车起重机销量同比-48%、-29%、61%，泵车销量同比-61%、16%，26%。

2、2022-2024 年履带起重机、随车起重机、塔式起重机行业景气变化于汽车起重机行业保持一致，车载泵、搅拌车、混凝土搅拌站行业景气度与泵车行业景气度保持一致。

3、2022-2024 年公司挖机市占率保持稳定，按 17% 计算，其中小挖、中挖、大挖比例基本稳定，按 48%、43%、9% 计算。由于景气度筑底上行，2022-2023 年为单台售价低点。毛利率按 30%、30%、31% 计算。

4、2022-2024 年公司汽车起重机、履带起重机、随车起重机、塔式起重机、混凝土泵车市占率基本稳定，参考 2021 年市占率，均按 40%、48%、57%、22%、15% 计算。由于景气度筑底上行，2022-2023 年为单台售价低点。起重机毛利率按 21%、21%、22% 计算，混凝土机械毛利率按 17%、18%、18% 计算。

5、假设 2022-2024 桩工机械、铲运机械、路面机械年表现相对平稳，高空作业机械、矿山机械维持较高景气度。

综上，由于行业筑底，2022-2024 年公司起重机械、挖掘机械、混凝土机械整体先承压后向上，而桩工机械、铲运机械、路面机械表现相对平稳，叠加高空作业机械、矿山机械等新兴板块高景气，我们预计公司整体收入将表现出较强韧性与向上弹性，根据我们测算，2022-2024 年公司收入同比 13%、5%、22%。（2021 年若按重组后的资产推算、收入同比-19%、5%、22%）

考虑公司重组后，业务结构有所优化，叠加内部活力释放，预计 2022-2024 年公司盈利能力逐渐提升，2022-2024 年毛利率 20.84%、21.22%、22.13%，净利率 5.80%、6.70%、7.37%，归母净利润 54 亿、66 亿、89 亿元，同比-3%、22%、35%。（2021 年若按重组后的资产推算、归母净利润同比-34%、22%、35%）

5.2 估值与投资建议

公司是国内工程机械龙头，2021 年全球收入排名第三，在工程机械行业筑底上行的背景下，已陆续完成徐工有限混改、徐工机械反向吸收重组，并实施股权激励计划，内部经营活力将释放，盈利能力有望逐渐提升。与同类公司三一重工相比，公司估值仍有较大提升空间。

表5：同类公司估值及归母净利润

年份	PE (倍)				归母净利润 (亿元)			
	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)	2021 (A)	2022 (E)	2023 (E)	2024 (E)
徐工机械*	15	15	12	9	56.2	54.5	66.2	89.1
三一重工*	12	34	24	18	120.3	42.7	60.6	79.2
中联重科*	9	23	16	11	62.7	23.1	33.8	47.9
艾迪精密	32	66	49	39	4.7	2.3	3.1	3.9
恒立液压*	33	38	33	24	26.9	23.5	27.2	36.4
均值	21	40	30	23	——			

资料来源：wind、*代表浙商证券预测，其他为 WIND 一致预期，对应股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

投资建议：预计公司 2022-2024 年实现营业收入 949、997、1216 亿元，同比增长 13%、5%、22%，实现归母净利润 54、66、89 亿元，同比增长-3%、22%、35%，对应 EPS 为 0.46、0.56、0.75 元。现价对应 PE 为 15、12、9 倍，基于工程机械行业筑底向上、公司内部经营活力释放，盈利能力提升、估值相对较低等原因，维持“买入”评级。

6 风险提示：

1、地产、基建需求修复不及预期

国内房地产、基建需求不及预期，开工率和资金到位率不够，导致工程机械销量与收入不及预期，价格压力仍然较大。

2、境外出口不及预期

受国际关系、全球各大区域需求疲软，导致产品出口受阻，地区竞争格局恶化，出口收入增速不及预期。

3、原材料波动

钢材、核心零部件价格波动，影响公司毛利率，导致业绩面临波动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	85165	129545	137190	148968
现金	23077	30432	42906	54287
交易性金融资产	164	5176	5256	5216
应收账款	38527	55254	50326	50772
其它应收款	872	2598	2298	2448
预付账款	1443	2984	3004	2994
存货	16828	26840	27044	26942
其他	4254	6261	6357	6309
非流动资产	24865	45644	43389	43646
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	2197	2407	2386	2396
固定资产	8609	17309	17565	17656
无形资产	3120	5003	4936	4913
在建工程	982	4022	3378	2878
其他	9956	16904	15125	15803
资产总计	110029	175189	180580	192614
流动负债	63126	92878	89880	89687
短期借款	3129	9000	8000	7000
应付款项	42852	63411	60143	61777
预收账款	0	0	0	0
其他	17145	20467	21737	20909
非流动负债	9734	25503	27212	30476
长期借款	4149	14881	17381	20381
其他	5585	10622	9831	10095
负债合计	72860	118380	117092	120162
少数股东权益	726	781	837	893
归属母公司股东权	36444	56027	62650	71559
负债和股东权益	110029	175189	180580	192614

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8073	(2033)	10229	10990
净利润	5647	5501	6679	8964
折旧摊销	1401	1037	1357	1444
财务费用	36	446	578	633
投资损失	(655)	(826)	(735)	(781)
营运资金变动	10058	1675	840	(603)
其它	(8416)	(9866)	1510	1332
投资活动现金流	(8125)	(22548)	285	(457)
资本支出	(657)	(12575)	(760)	(820)
长期投资	479	(218)	21	(10)
其他	(7947)	(9755)	1024	373
筹资活动现金流	1507	31937	1960	848
短期借款	815	5871	(1000)	(1000)
长期借款	505	10731	2500	3000
其他	188	15334	460	(1152)
现金净增加额	1455	7356	12474	11381

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	84328	94921	99692	121576
营业成本	70631	75143	78542	94672
营业税金及附加	276	475	498	608
营业费用	3931	6625	6779	8267
管理费用	1221	2515	2512	3039
研发费用	2675	3702	3689	4559
财务费用	36	446	578	633
资产减值损失	611	1234	1246	1520
公允价值变动损益	206	(320)	50	100
投资净收益	655	826	735	781
其他经营收益	374	761	697	729
营业利润	6182	6047	7329	9888
营业外收支	106	78	107	93
利润总额	6288	6125	7436	9981
所得税	640	624	757	1017
净利润	5647	5501	6679	8964
少数股东损益	33	56	56	56
归属母公司净利润	5615	5446	6623	8908
EBITDA	7748	8087	10088	12656
EPS (最新摊薄)	0.48	0.46	0.56	0.75

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	14.01%	12.56%	5.03%	21.95%
营业利润	44.61%	-2.18%	21.21%	34.91%
归属母公司净利润	50.57%	-3.01%	21.62%	34.50%
获利能力				
毛利率	16.24%	20.84%	21.22%	22.13%
净利率	6.70%	5.80%	6.70%	7.37%
ROE	15.74%	11.59%	11.01%	13.11%
ROIC	11.97%	7.05%	7.97%	9.24%
偿债能力				
资产负债率	66.22%	67.57%	64.84%	62.38%
净负债比率	14.95%	24.64%	27.07%	27.61%
流动比率	1.35	1.39	1.53	1.66
速动比率	1.08	1.11	1.23	1.36
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.67	0.56	0.65
应收账款周转率	2.96	2.36	2.14	2.69
应付账款周转率	3.89	3.28	3.05	3.74
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.46	0.56	0.75
每股经营现金	0.68	-0.17	0.87	0.93
每股净资产	4.65	4.74	5.30	6.06
估值比率				
P/E	14.58	15.04	12.36	9.19
P/B	1.49	1.46	1.31	1.14
EV/EBITDA	4.59	9.99	6.97	4.79

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>