



工程机械

国内外大周期均向上，利润弹性大

分析师 张一鸣

执业证书编号: **S0680522070009**

邮箱: **zhangyiming@gszq.com**

分析师 邓宇亮

执业证书编号: **S0680523090001**

邮箱: **dengyuliang@gszq.com**

打造极致专业与效率

目录 CONTENTS

01

国内：走向成熟，大周期向上

- 1.1 本轮周期：超低基数+更新需求+使用周期变短
- 1.2 二手机出口给国内挖机更新替换提供了空间
- 1.3 二手机出口带动国内挖机的使用周期变短，需求中枢上移
- 1.4 国内挖机24年开始企稳向上，非挖25年开始好转

02

海外：极具潜力，类中国市场周期向上，市占率提升空间大

- 2.1 类中国市场周期向上，欧洲市场基建投资加速
- 2.2 绿地投资是先行指标，支撑海外工程机械需求
- 2.3 类中国市场的潜在市占率上限高，欧美市场处于拓展早期

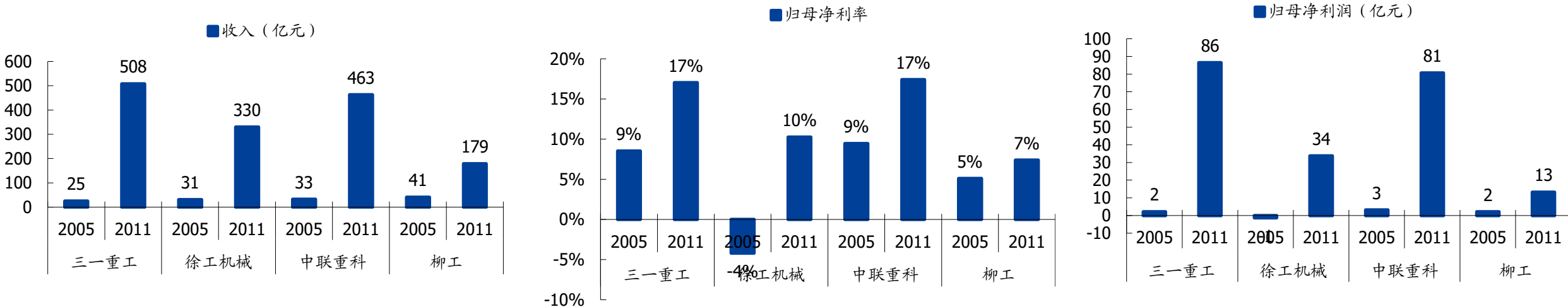
03

主机厂：把规模效应量化，利润弹性大

国内：2006-2011年第一轮上行周期

2006-2011年第一轮上行周期，主机厂业绩来源主要靠混凝土+起重机。毛利率来看，彼时混凝土的毛利率高于起重机。混凝土是最强单品。因此主品为混凝土机械的三一和中联的利润增幅更大。

图表：2006-2011年第一轮上行周期

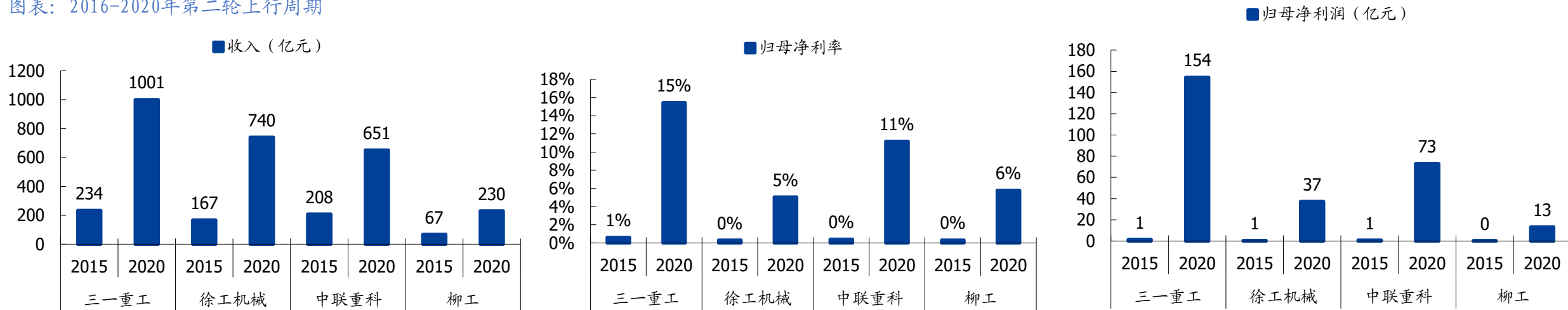


三一重工			徐工机械			中联重科		
单位：亿元	2005	2011	2005	2011		2005	2011	
混凝土机械收入	20	260	混凝土机械收入	20		10	212	
毛利率	35%	42%	毛利率	28%		31%	36%	
起重机械收入		58	起重机械收入	157		17	156	
毛利率		31%	毛利率	24%		25%	26%	
挖掘机机械收入		105	铲运机械收入	15	57	土方机械收入		10
毛利率		30%	毛利率	8%	17%	毛利率		20%

国内：2016-2020年第二轮上行周期

2016-2020年第二轮上行周期，挖机开启国产替代，三一充分享受挖机红利。毛利率来看，挖掘机的毛利率高于混凝土和起重机。挖掘机是最强单品。因此主品为挖掘机的三一的利润增幅更大。

图表：2016-2020年第二轮上行周期



三一重工			徐工机械			中联重科		
单位：亿元	2015	2020		2015	2020		2015	2020
挖掘机机械收入	61	375				土方机械收入		27
毛利率	28%	35%				毛利率		16%
混凝土机械收入	105	271	混凝土机械收入	9		混凝土机械收入	55	190
毛利率	23%	27%	毛利率	22%		毛利率	21%	26%
起重机械收入	39	194	起重机械收入	58	265	起重机械收入	46	349
毛利率	30%	22%	毛利率	20%	23%	毛利率	31%	31%

国内：2024-202X年第三轮上行周期

2024-202X年第三轮上行周期，挖机与非挖均处于更新周期。

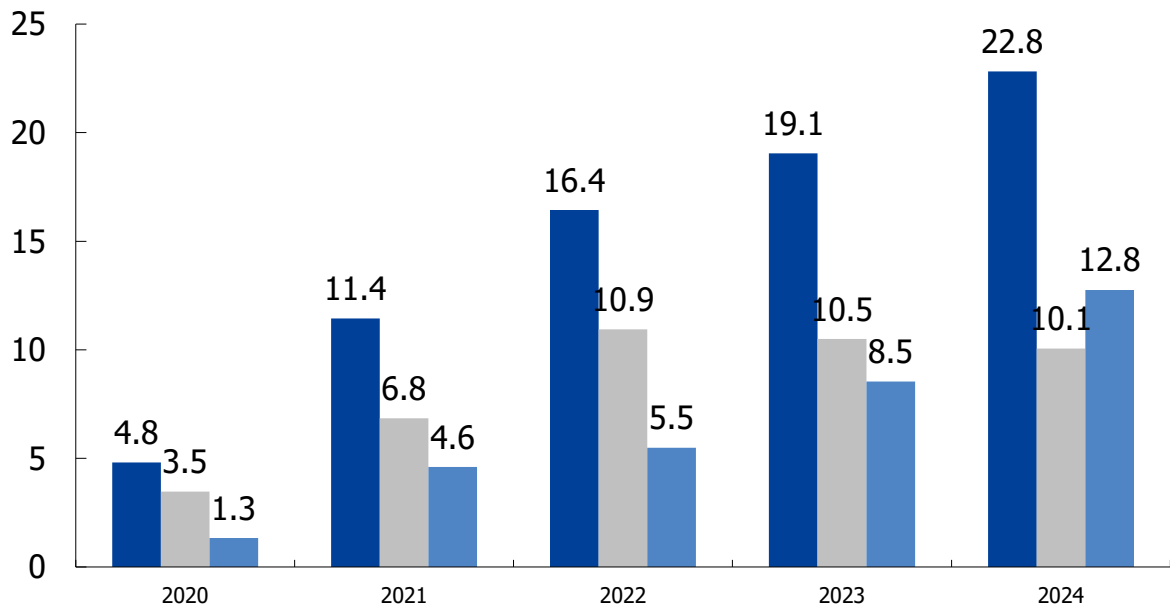
挖机：

逻辑一：二手机出口给国内挖机更新替换提供了空间

逻辑二：国内挖机的使用周期可能在变短

图表：二手挖机出口情况（万台）

■ 海关挖机出口：统计新机+二手机 ■ 协会挖机出口：统计新机
■ 差额：二手机销量

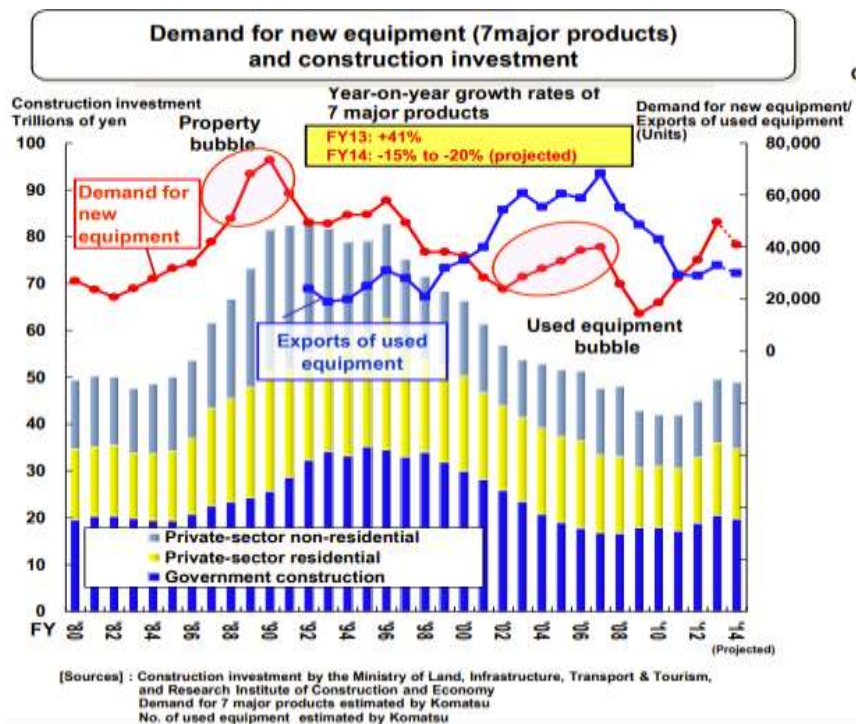


资料来源：中国海关、wind、ifind、小松公告，国盛证券研究所

图表：国内挖机24年开始企稳向上（台）



图表：日本市场也出现过二手机出口带动新机需求的情况

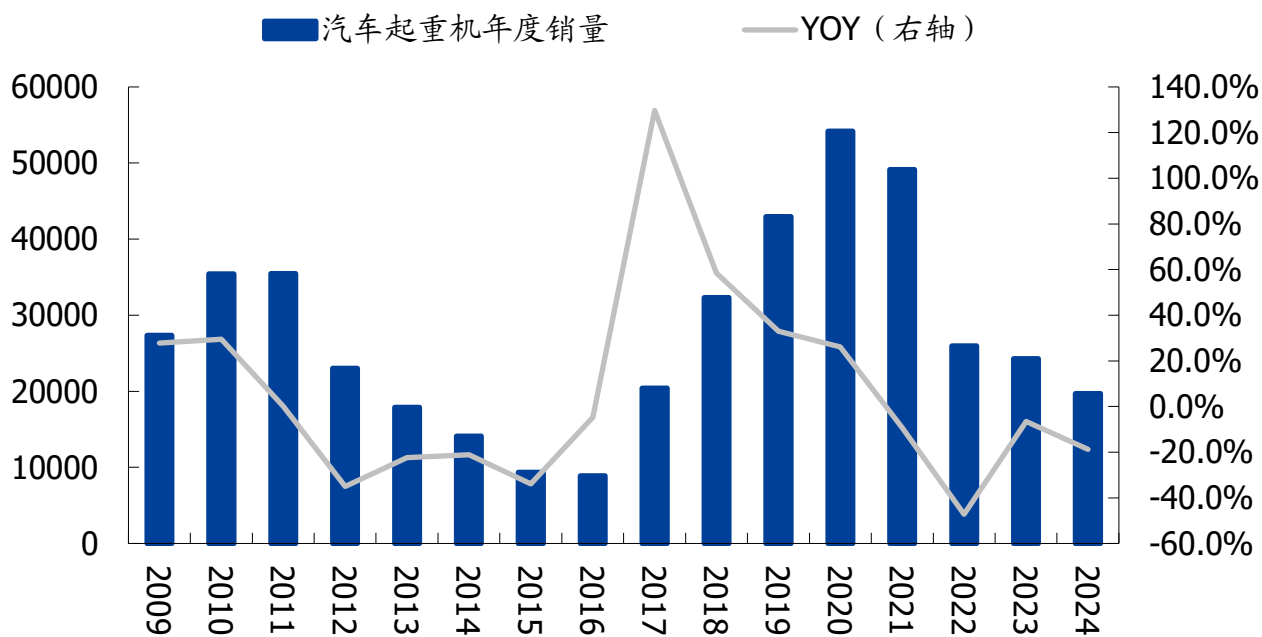


国内：2024-202X年第三轮上行周期

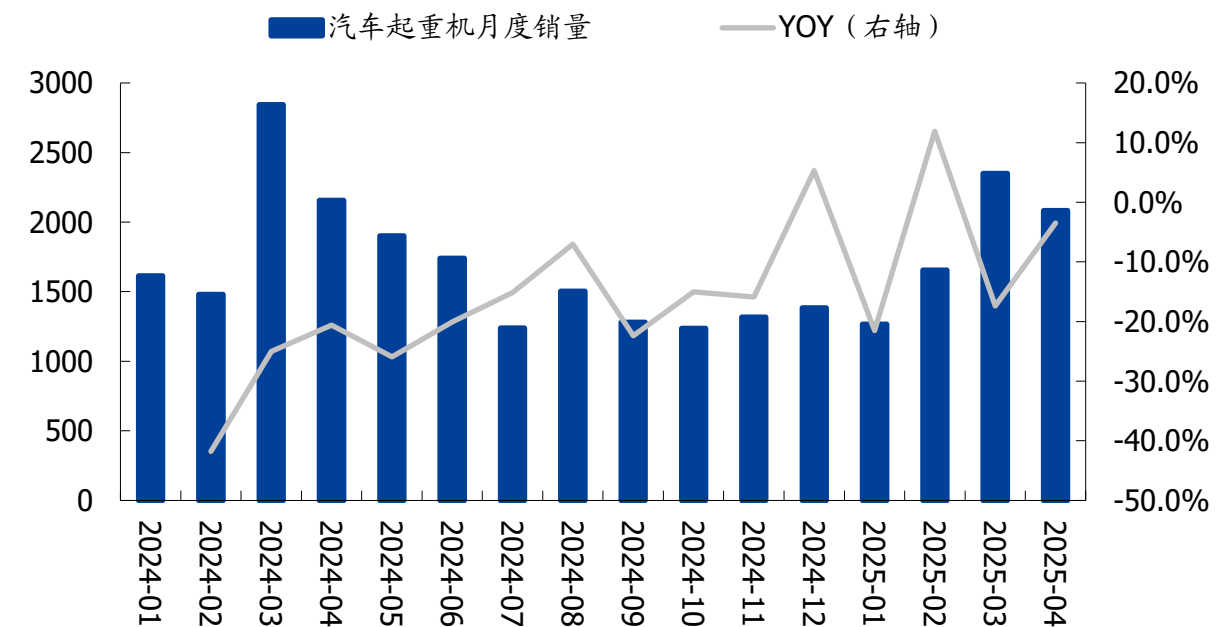
非挖：

第一，基数足够低。
 第二，同样存在更新周期。
 第三，在施工顺序中，挖机先行，挖机增长可以带动桩工机械、道路机械、混凝土、起重机等非挖品类的增长。

图表：起重机销量（台）



图表：国内泵车行业销量（数据来自国内上险数据）



目录 CONTENTS

01

国内：走向成熟，大周期向上

- 1.1 本轮周期：超低基数+更新需求+使用周期变短
- 1.2 二手机出口给国内挖机更新替换提供了空间
- 1.3 二手机出口带动国内挖机的使用周期变短，需求中枢上移
- 1.4 国内挖机24年开始企稳向上，非挖25年开始好转

02

海外：极具潜力，类中国市场周期向上，市占率提升空间大

- 2.1 类中国市场周期向上，欧洲市场基建投资加速
- 2.2 绿地投资是先行指标，支撑海外工程机械需求
- 2.3 类中国市场的潜在市占率上限高，欧美市场处于拓展早期

03

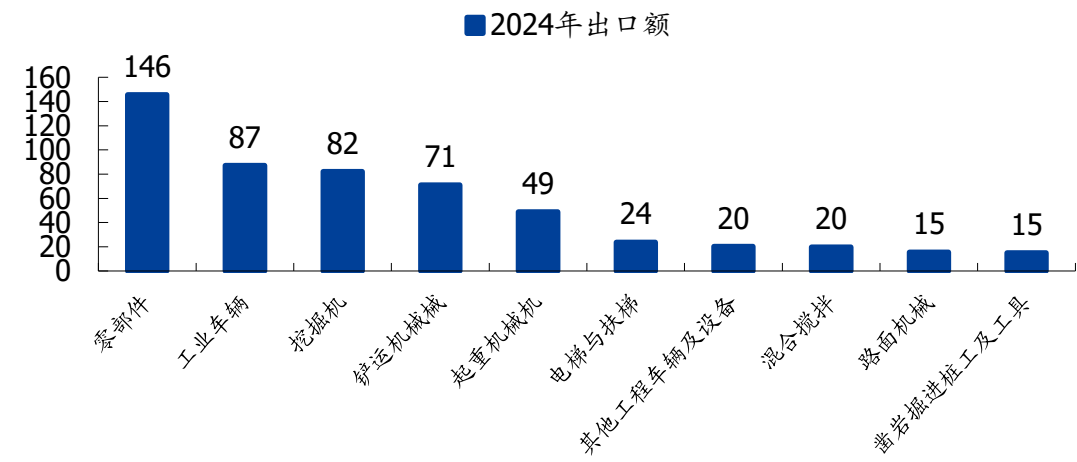
主机厂：把规模效应量化，利润弹性大

海外：2024年中国工程机械出口达529亿美元，非洲、拉美增速领先

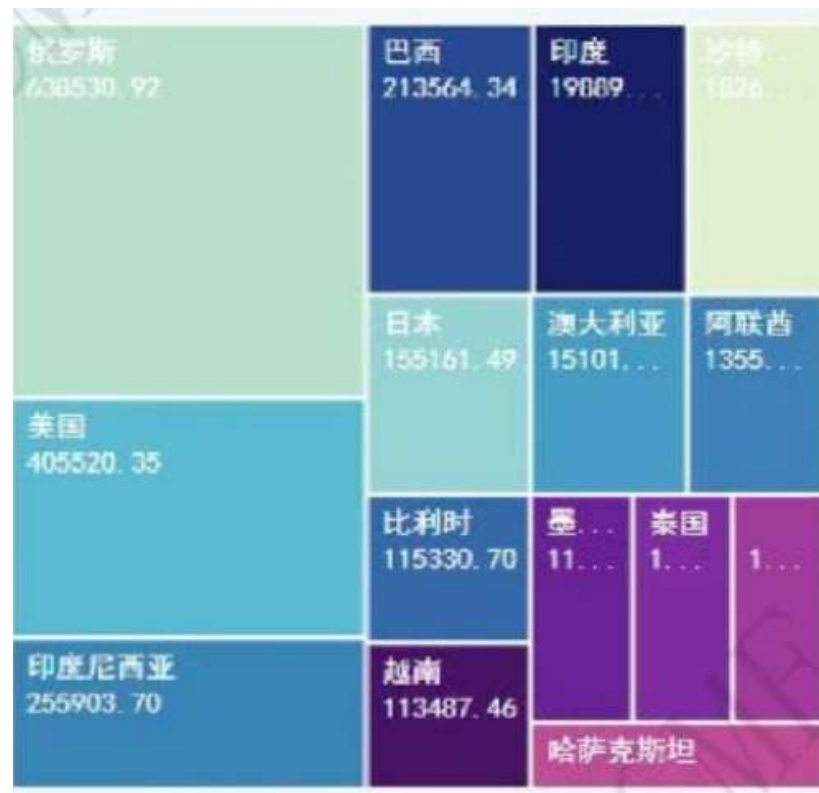


中国工程机械整体出口方面，2024年1-12月累计出口额同比保持增长。

图表：2024年1-12月工程机械出口情况（单位：亿美元）



图表：2024年1-12月工程机械出口国家（单位：万美元）



图表：2024年1-12月工程机械出口区域（单位：亿美元）

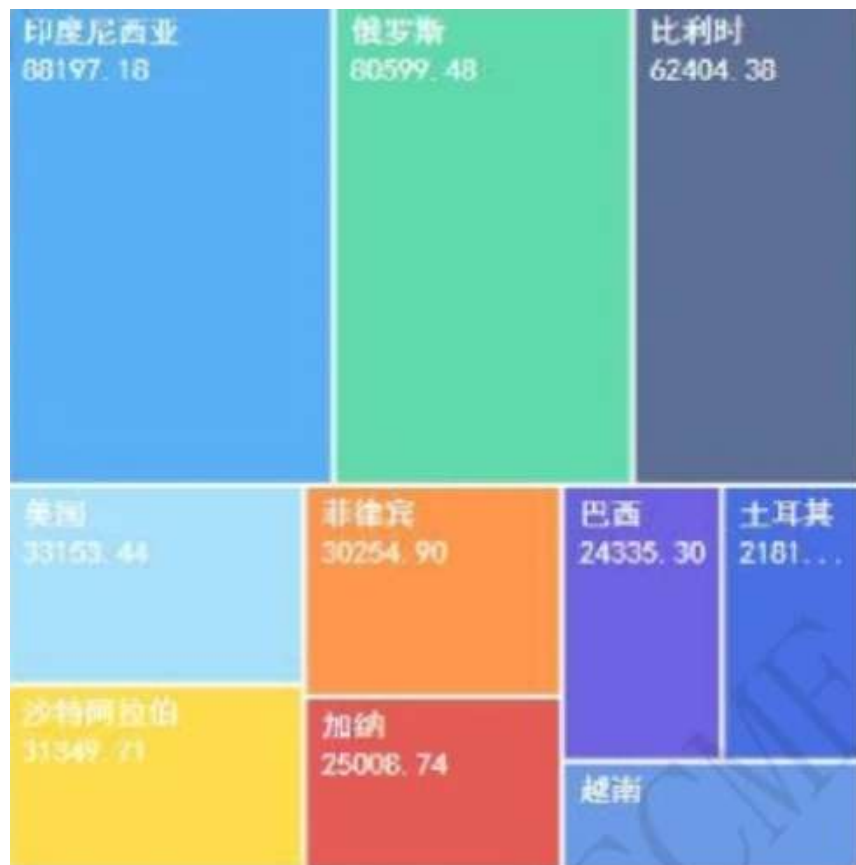
各大洲市场情况				
大洲/地区	出口额	占比	累计同比 (%)	
全球	529	100.0%	↑	8.84
一带一路149	333	63.0%	↑	14.09
RCEP10+4（无中国）	121	22.9%	→	0.80
亚洲	216	40.8%	↑	9.60
欧洲	132	24.9%	↑	3.63
非洲	59	11.2%	↑	32.00
拉丁美洲	57	10.7%	↑	24.63
北美洲	48	9.1%	↓	-6.51
大洋洲	18	3.4%	↓	-13.14

资料来源：中国机电产品进出口商会，国盛证券研究所

海外：2024年中国挖掘机出口达82亿美元

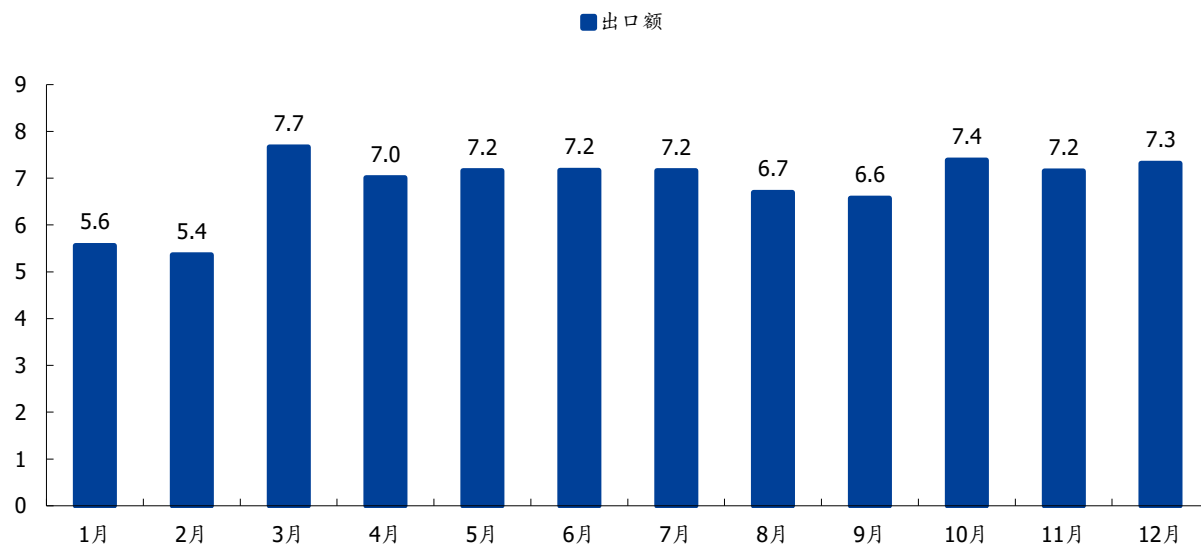
挖掘机出口方面，12月挖据机当月出口额同比增长21.4%，累计出口额同比降幅不断收窄至1.0%。主要出口区域是一带一路等国家，非洲、拉美等地区增速高。

图表：2024年1-12月挖掘机出口国家（单位：万美元）



资料来源：中国机电产品进出口商会，国盛证券研究所

图表：2024年1-12月挖掘机出口情况（单位：亿美元）



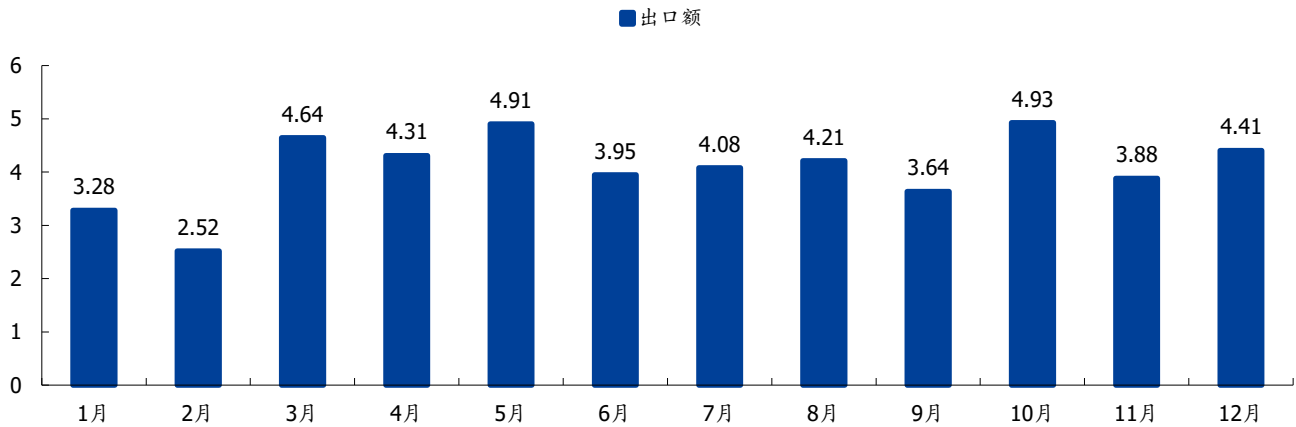
图表：2024年1-12月挖掘机出口区域（单位：亿美元）

各大洲市场情况				
大洲/地区	出口额	占比 (%)	累计同比 (%)	
全球	82.2	100.00		-1.0
一带一路149国	59.8	72.72		5.2
RCEP10+4(无中国)	20.2	24.54		0.4
亚洲	32.1	39.01		-0.6
欧洲	20.8	25.26		-24.2
非洲	15.1	18.32		66.6
拉丁美洲	8.5	10.3		23.0
北美洲	4.0	4.85		-20.2
大洋洲	1.9	2.26		-25.1

海外：2024年中国起重机出口达49亿美元

起重机出口方面，2024年1-12月起重机械累计出口额同比保持增长。

图表：2024年1-12月起重机出口情况（单位：亿美元）



图表：2024年1-12月起重机出口国家（单位：万美元）



图表：2024年1-12月起重机出口区域（单位：亿美元）

各大洲市场情况				
大洲/地区	出口额	占比	累计同比 (%)	
全球	48.75	100.00%	↑	13.4
一带一路149国	34.70	71.19%	↑	12.4
RCEP10+4(无中国)	8.65	17.74%	↑	3.2
亚洲	27.57	56.55%	↑	12.5
欧洲	9.61	19.72%	↑	2.2
拉丁美洲	6.05	12.41%	↑	34.5
非洲	4.31	8.84%	↑	43.7
大洋洲	0.90	1.85%	↓	-8.2
北美洲	0.31	0.64%	↓	-46.3

资料来源：中国机电产品进出口商会，国盛证券研究所

海外：近三年混凝土机械海外市场规模在250-330亿元，中国厂商竞争力强

市场规模：混凝土机械海外市场整体规模变化不大，近三年约250-330亿。根据近10年海外混凝土机械规模数据，2020年至2023年有小幅增长，2022年开始，国内规模下滑，海外占比上升，海外市场成为增长点。

竞争格局：

第一阵营：普茨迈斯特、施维英、利勃海尔、CIFA；

第二阵营：三一重工、中联重科、JUNJIN等；

第三阵营（以泵送为例）：徐工、福田、KCP等。

注：第一阵营普茨迈斯特、施维英、CIFA已由中国三大企业收购，品牌未变。

图表：混凝土机械竞争格局

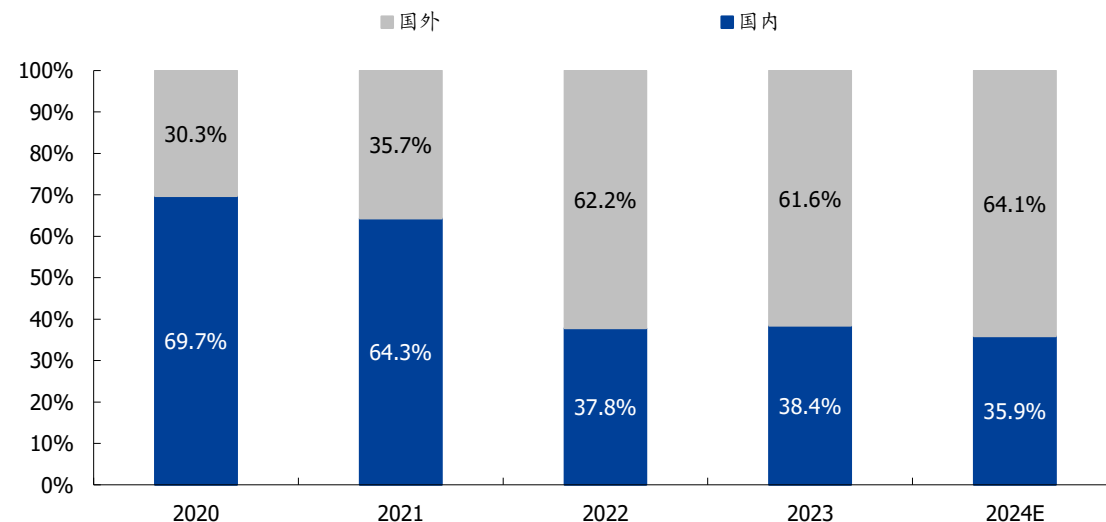


资料来源：中国工程机械学会，国盛证券研究所

图表：海外市场混凝土机械设备销售规模趋势及增速



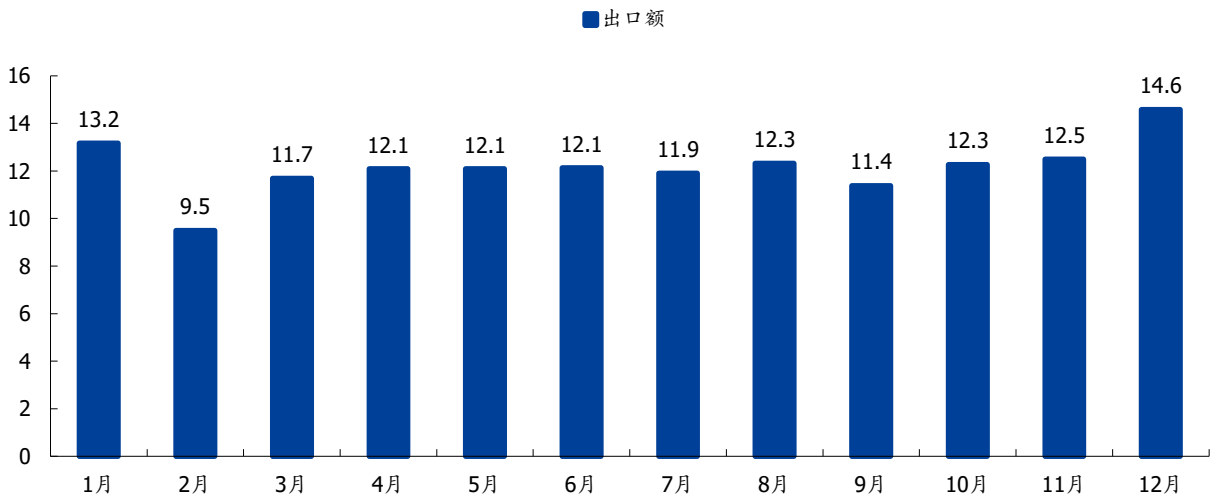
图表：2020-2024年混凝土机械海外与国内市场占比变化



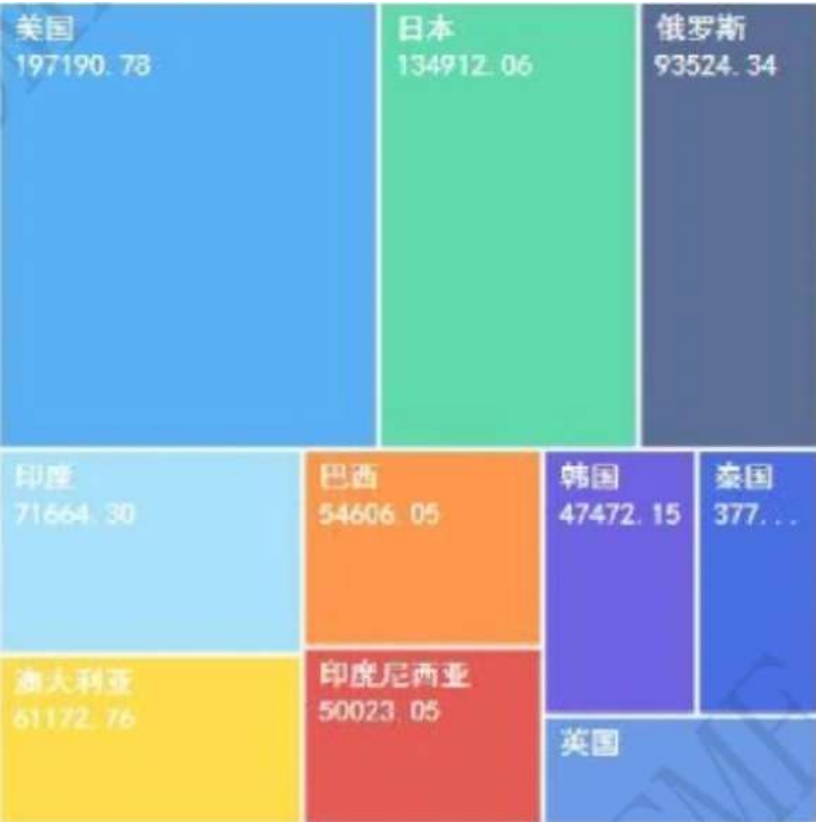
海外：2024年中国工程机械零部件出口达146亿美元

工程机械零部件出口方面，2024年1-12月累计出口额同比回升至正值。主要出口的国家是美国、日本等发达市场。

图表：2024年1-12月工程机械零部件出口情况（亿美元）



图表：2024年1-12月工程机械零部件出口国家（单位：万美元）



图表：2024年1-12月工程机械零部件出口区域（单位：亿美元）

各大洲市场情况				
大洲/地区	出口额	占比	累计同比 (%)	
全球	145.6	100.00%	↑	1.1
一带一路149国	69.4	47.65%	↑	3.4
RCEP10+4(无中国)	43.1	29.58%	↓	-7.2
亚洲	60.4	41.49%	↓	-1.8
欧洲	30.6	21.03%	↑	5.8
北美洲	23.2	15.92%	↓	-3.5
非洲	13.0	8.92%	↑	6.0
拉丁美洲	11.8	8.08%	↑	19.5
大洋洲	6.6	4.56%	↓	-11.8

资料来源：中国机电产品进出口商会，国盛证券研究所

海外：绿地投资是先行指标，支撑海外工程机械需求

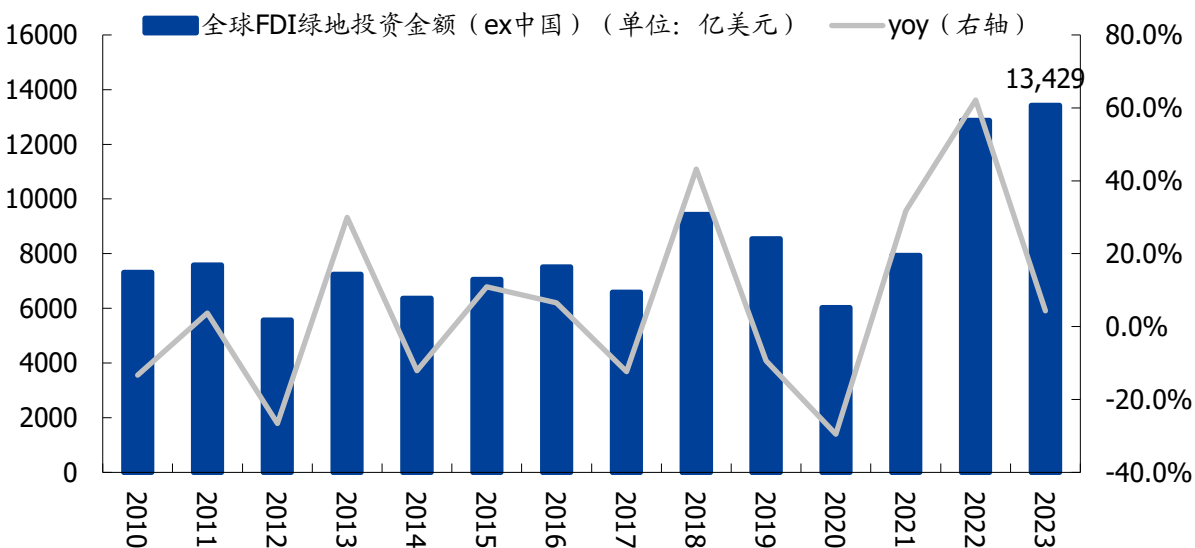
绿地投资是指跨国公司或其他投资主体依照东道国法律，在东道国境内新建企业或项目，如通过新建工厂、生产线或基础设施，直接增加东道国的资产总量、技术水平和就业岗位，而非仅转移现有资产产权。

绿地投资逻辑上是一个先行指标。

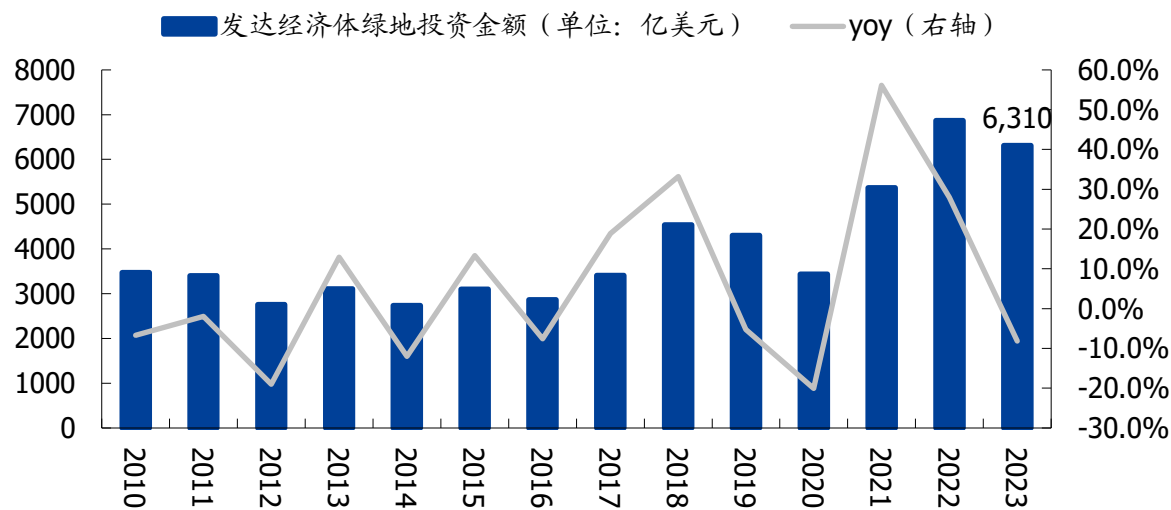
第一，绿地投资本身可以直接带动工程机械需求。

第二，绿地投资还能带动当地基建、房地产的需求，进而间接带动工程机械。

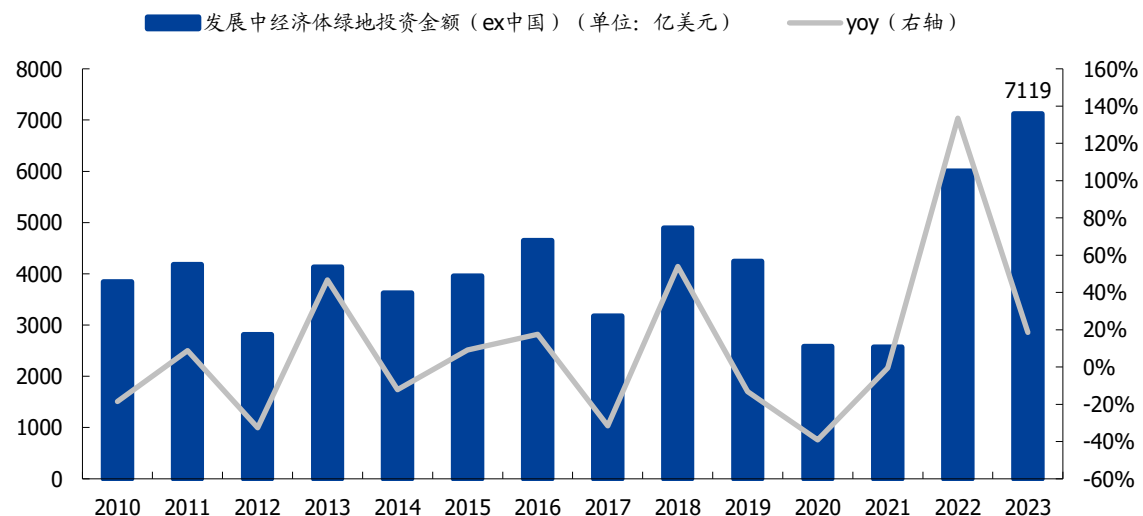
图表：海外市场整体绿地投资金额



图表：海外发达市场绿地投资金额



图表：海外发展中经济体绿地投资金额



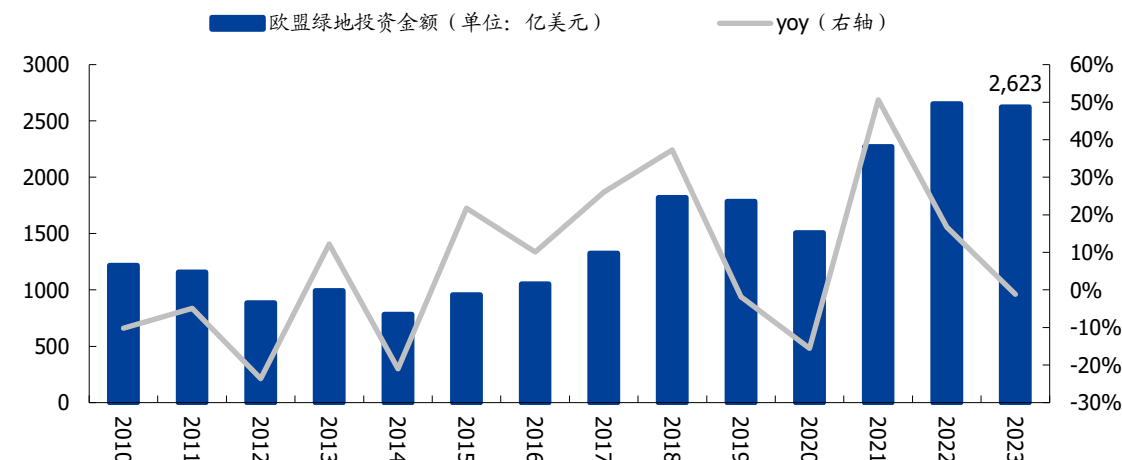
海外：欧美日市场竞争难度大，欧洲市场需求预期好转

高端市场：美国、日本、欧洲等。竞争来看，美国和日本难于欧洲，因为卡特在美国，小松在日本，而欧洲本土主机厂没有卡特和小松强。

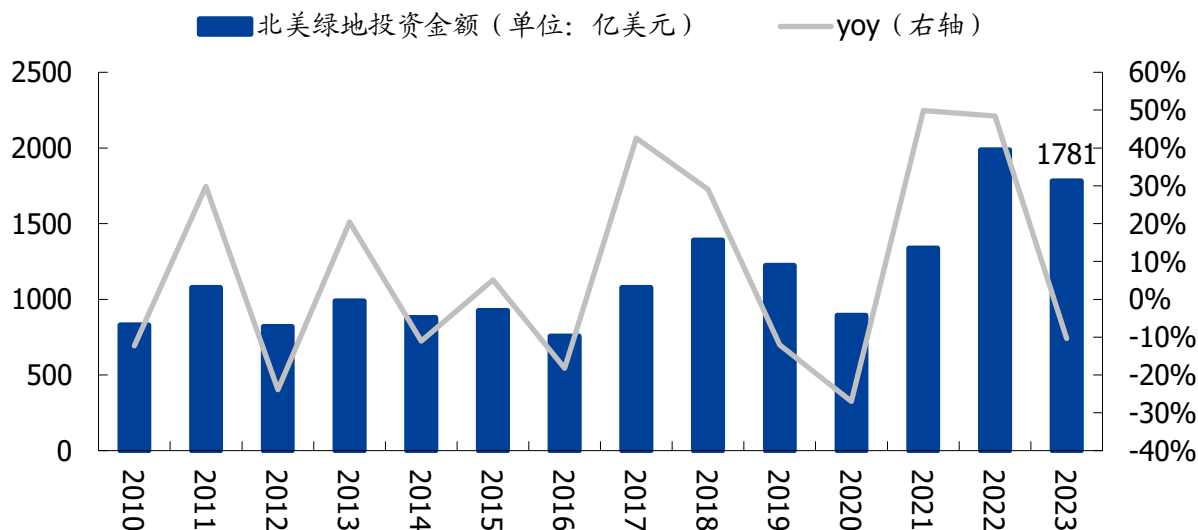
欧盟市场2023年绿地投资金额为2623亿美元，为后期工程机械需求提供支撑。

德国计划通过债务融资设立总额5000亿欧元的特别基金，用于基础设施建设。

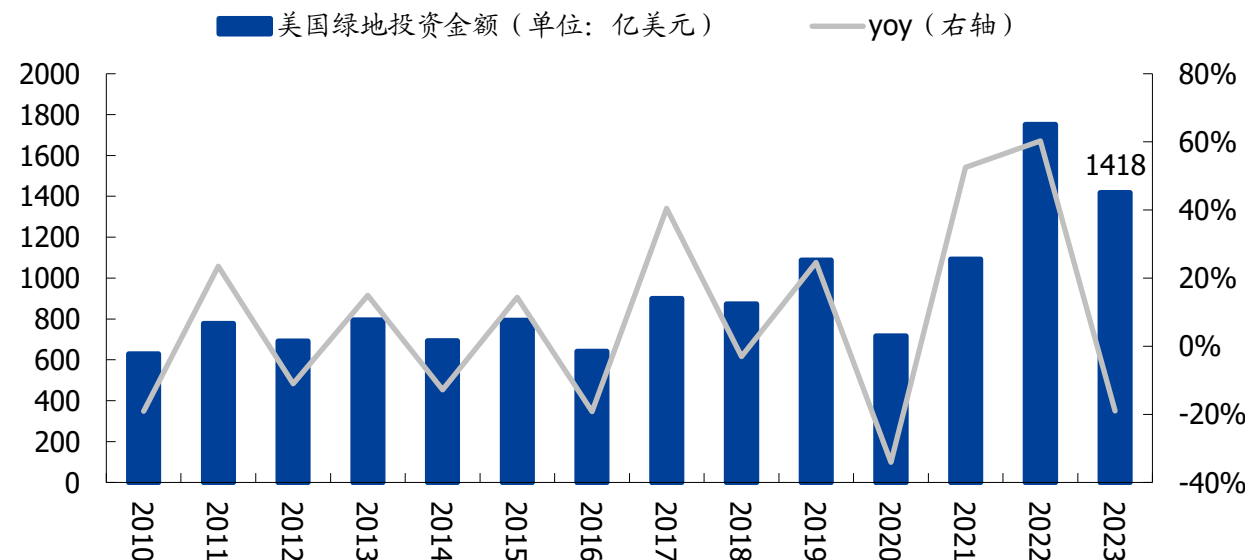
图表：欧盟绿地投资金额（单位：亿美元）



图表：北美绿地投资金额（单位：亿美元）



图表：美国绿地投资金额（单位：亿美元）



海外：非欧美日市场本质是“类中国”市场，潜在市占率上限高

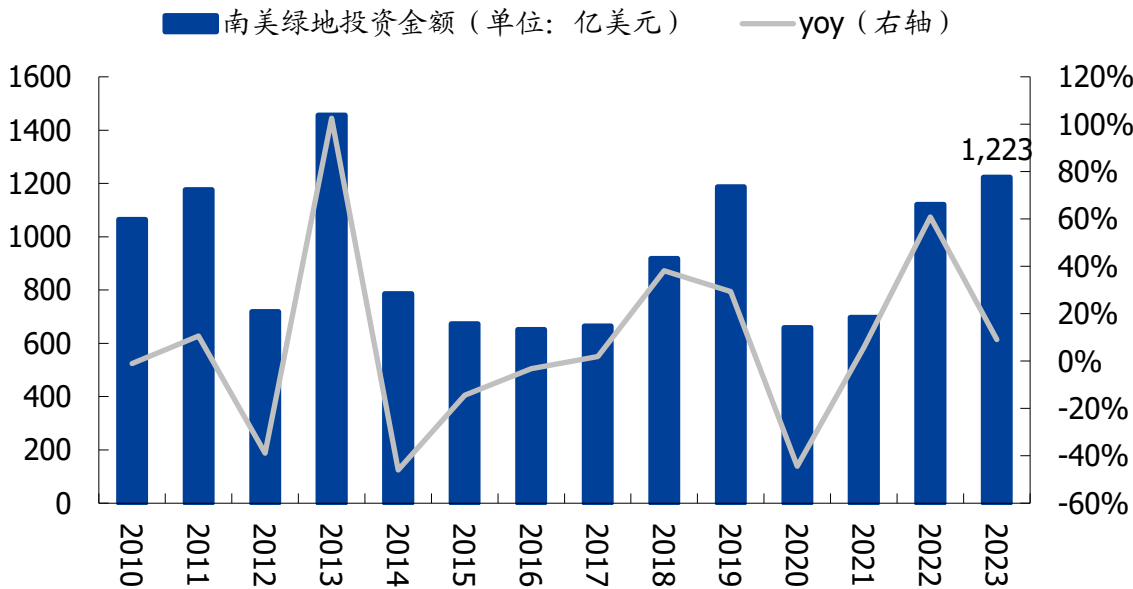
非洲、拉美：非洲、拉美等新兴市场成为了行业出口增长的主要动力，得益于非洲、拉美矿业开采、制造业流入和城镇化进程的推动，基建需求旺盛，这为中国企业出口带来了广阔的增长空间。

绿地投资方面，2022年、2023年非洲、拉美均处于高位。2023年非洲绿地投资金额为1747亿美元，拉美为1223亿美元。

图表：非洲绿地投资金额（单位：亿美元）



图表：拉美绿地投资金额（单位：亿美元）

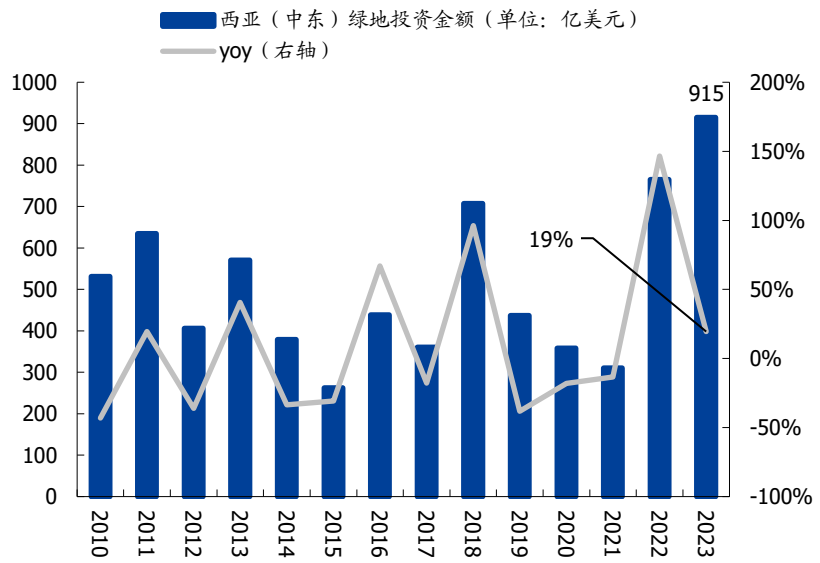


海外：非欧美日市场本质是“类中国”市场，潜在市占率上限高

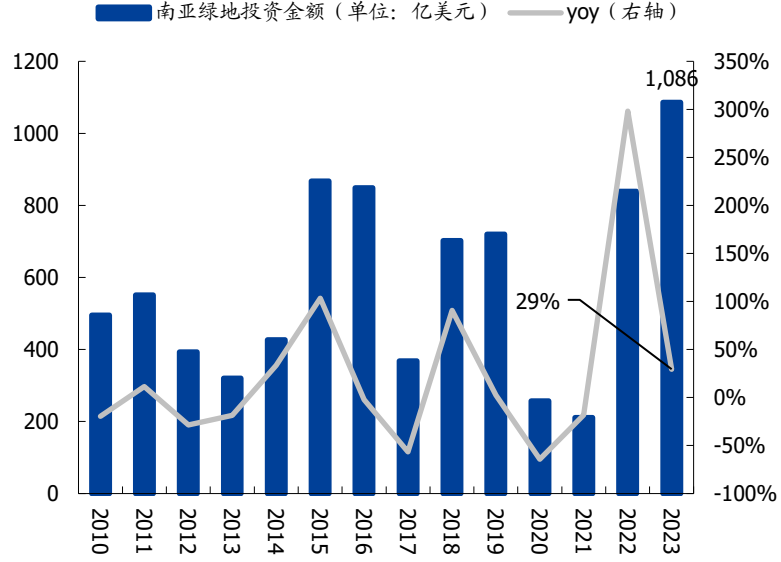
东南亚、中东：中东和东南亚国家的工程机械销量总体呈现扩张态势，且出口额排名靠前，表明了中国企业在东南亚区域比欧美厂商具备明显的区位优势以及关税优势，未来市场拓展前景可观。

绿地投资方面，东南亚、印尼、中东、南亚2022、2023年均处于高位，且2023年同比增速大幅增长。

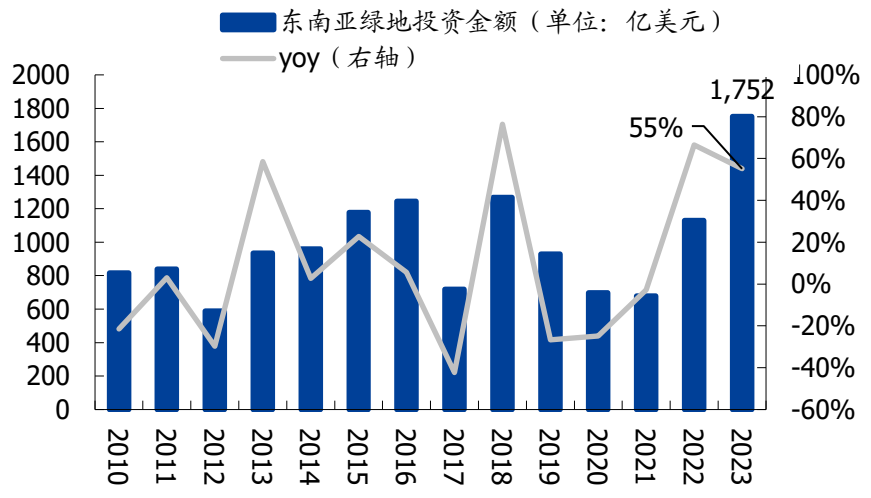
图表：中东绿地投资金额（单位：亿美元）



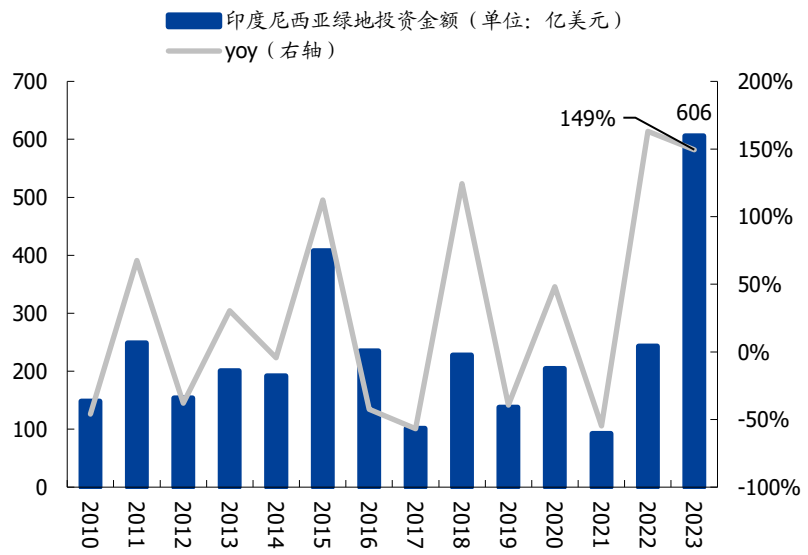
图表：南亚绿地投资金额（单位：亿美元）



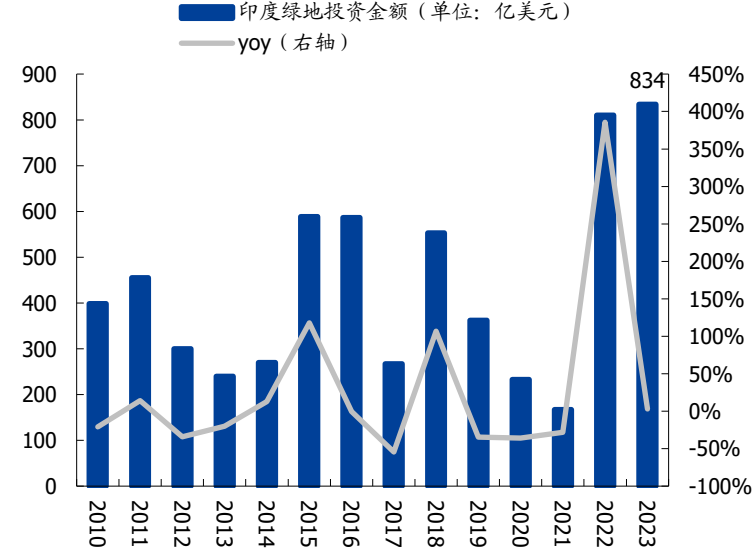
图表：东南亚绿地投资金额（单位：亿美元）



图表：印尼绿地投资金额（单位：亿美元）



图表：印度绿地投资金额（单位：亿美元）



海外：挖掘机中国出口增速强于日本出口

挖掘机从中国出口与日本出口分区域的增速对比来看，中国出口在拉美、非洲、中东、东南亚、印尼、欧洲等重点市场的表现更亮眼，也从侧面说明，中国主机厂在海外市场的份额在提升。

从各大洲和区域出口市场来看，随着“一带一路”倡议的深入推动，中东、非洲、拉美市场渗透率加快，中国企业实现了在这些区域的快速增长。

非欧美日市场：当地没有强势的本土厂商，本质是类中国市场。中国主机厂在俄罗斯的市占率超过85%，说明中国主机厂在“类中国市场”的潜在市占率上限是足够高的。

图表：2025年4月 中国挖掘机出口金额情况

2025年4月 中国挖掘机出口金额			
分地区	同比	累计同比	累计金额占比
南美	22%	5%	10%
非洲	47%	61%	24%
中东	33%	10%	12%
印度	22%	-14%	1%
印尼	140%	66%	11%
东南亚（不含印尼）	12%	6%	13%
美国	-5%	14%	4%
北美（不含美国）	55%	28%	1%
俄罗斯	-46%	0%	9%
欧洲（不含俄罗斯）	21%	25%	15%

资料来源：中国海关，国盛证券研究所

图表：2025年4月日本挖掘机出口销量

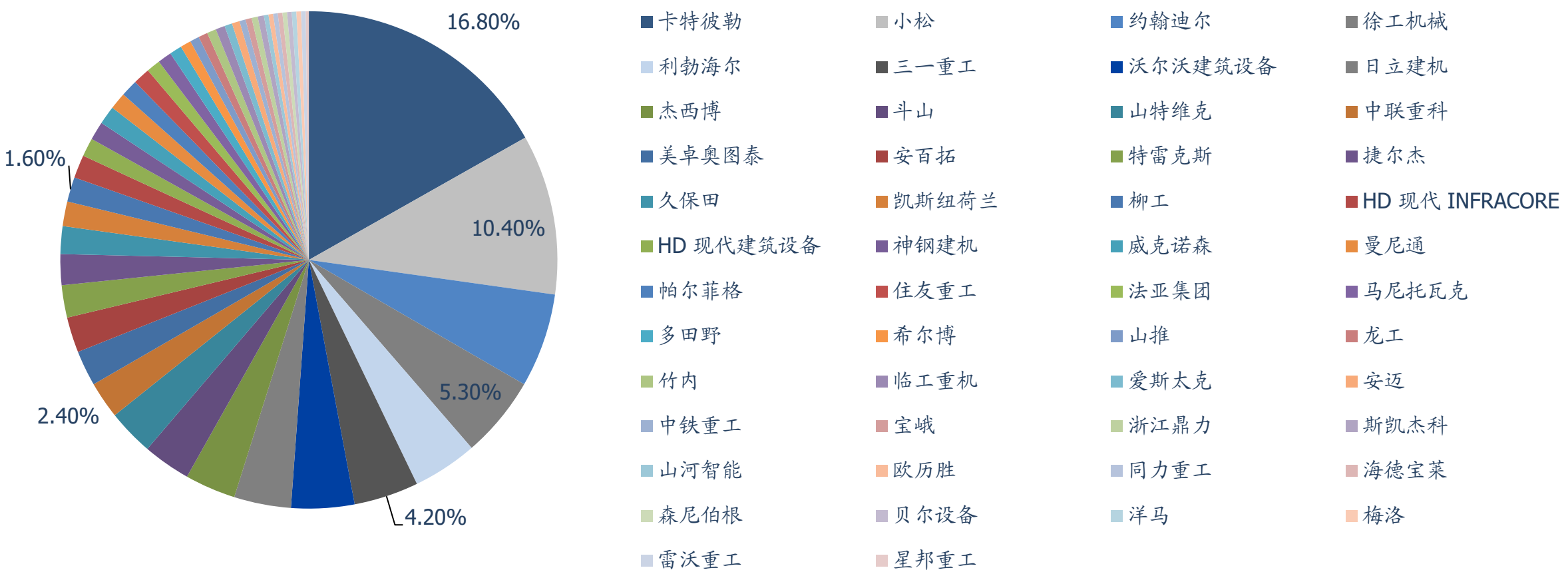
2025年4月 日本挖掘机出口销量			
分地区	同比	累计同比	累计销量占比
南美	-11%	6%	3%
非洲	59%	34%	1%
中东	-31%	-35%	2%
印度	119%	-15%	1%
印尼	-52%	-5%	1%
东南亚（不含印尼）	-1%	7%	23%
北美	-34%	-42%	41%
西欧	15%	-12%	32%

资料来源：日本海关，国盛证券研究所

海外：工程机械海外市场空间广阔，国内主机厂大有可为

国内工程机械龙头徐工、三一重工、中联和柳工在全球市场中的份额占比分别为5.3%、4.2%、2.4% 和 1.6%，远小于卡特彼勒（16.8%）和小松（10.4%）。

图表：2024年全球主要工程机械制造商市场份额构成



资料来源：KHL《2024全球工程机械制造商50强排行榜》，国盛证券研究所

海外：竞争要素，国内主机厂的优势主要在于性价比

海外市场竞争要素		
客户需求点	产品性能&故障率&稳定性	1) 多数产品能做到和欧美日韩主机厂近似或者略弱的性能&故障率&稳定性（如中小吨位挖机、非挖产品） 2) 超大吨位领域、矿用领域差距还比较明显 3) 挖机领域差距更明显，非挖领域更接近
	价格	国内主机厂可能更加具备性价比
	首付比&帐期	1) 本国金融资源支持方面，欧美日韩主机厂得到本国金融机构的支持更多、而国产主机厂得到国内金融机构的支持较少，目前国内主机厂正在陆续导入外资金融机构支持 2) 金融资源成本方面，早期外资主机厂受益于本国低利率、而国产主机厂受制于国内高利率，但近期有所改善
	服务	1) 零配件方面，由于海外距离远、因此需要在当地建较大体量的配件库，外资产品改款周期较长而国产产品改款周期短、常常出现滞销配件库存和配件供货不及时情况 2) 售后方面，国产主机厂布点不全、导致整体弱于外资，但已布点区域的服务不弱于或者略优于外资
销售模式	经销商积淀与管理	1) 不同产品适用的销售模式不同，挖机，装载机等产品客户分散，更适合经销覆盖客户，而起重机械，混凝土机械、高机、矿机等产品更适合直销 2) 国产主机厂的经销商主要有四个来源：1，海外二三线工程机械经销商；2，海外其他行业经销商转换；3，转换卡特、小松经销商，让其成立另一独立公司代理国产产品，但文化管理冲突严重；4，国内经销商出海，主要在东南亚、非洲等地区较多

目录 CONTENTS

01

国内：走向成熟，大周期向上

- 1.1 本轮周期：超低基数+更新需求+使用周期变短
- 1.2 二手机出口给国内挖机更新替换提供了空间
- 1.3 二手机出口带动国内挖机的使用周期变短，需求中枢上移
- 1.4 国内挖机24年开始企稳向上，非挖25年开始好转

02

海外：极具潜力，类中国市场周期向上，市占率提升空间大

- 2.1 类中国市场周期向上，欧洲市场基建投资加速
- 2.2 绿地投资是先行指标，支撑海外工程机械需求
- 2.3 类中国市场的潜在市占率上限高，欧美市场处于拓展早期

03

主机厂：把规模效应量化，利润弹性大

三一重工：报表质量优秀，利润弹性大

图表：三一重工 利润弹性测算

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	假设条件	202X年
三一重工											
营业总收入	23280	38335	55822	75666	100054	106873	80822	74019	78383	假设收入增幅	156767
yoy	-0.8%	64.7%	45.6%	35.6%	31.3%	6.8%	-24.4%	-8.4%	5.9%	100%	100%
成本项（固定成本=折旧+摊销；除了固定成本以外的都算变动成本）											
成本总额	23117	36108	49519	64172	84076	94455	76377	69363	72246		132711
yoy	-0.5%	56.2%	37.1%	29.6%	31.0%	12.3%	-19.1%	-9.2%	4.2%		83.7%
变动成本	21019	34194	47587	62152	82171	92352	73805	66213	68654	假设变动成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅 ÷ 上一轮收入的增长幅)	129219
yoy	-2.0%	62.7%	39.2%	30.6%	32.2%	12.4%	-20.1%	-10.3%	3.7%	88%	88%
固定成本	2098	1913	1932	2020	1904	2102	2572	3150	3592	假设固定成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅 ÷ 上一轮收入的增长幅)	3492
yoy	18.0%	-8.8%	1.0%	4.6%	-5.7%	10.4%	22.3%	22.5%	14.0%	-3%	-3%
盈利项											
净利率	0.7%	5.8%	11.3%	15.2%	16.0%	11.6%	5.5%	6.3%	7.8%		15.3%
经营杠杆率	9.0%	5.0%	3.5%	2.7%	1.9%	2.0%	3.2%	4.3%	4.6%		2.2%
净利润	203	2092	6116	11207	15431	12033	4273	4528	5975		24056
yoy	46.8%	928.3%	192.3%	83.2%	37.7%	-22.0%	-64.5%	6.0%	32.0%	结论：利润增幅远超收入增幅	303%

徐工机械：国企改革降本增效，整体经营向着高质量发展



图表：徐工机械 利润弹性测算

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	假设条件	202X年
徐工机械											
营业总收入	16891	29131	44410	59176	73968	84328	93817	92848	91660	假设收入增幅	183320
yoy	1.2%	72.5%	52.5%	33.3%	25.0%	14.0%	-19.7%	-1.0%	-1.3%	100%	100%
成本项（固定成本=折旧+摊销；除了固定成本以外的都算变动成本）											
成本总额	16675	28103	42354	55531	70225	78678	89520	87612	85676		162194
yoy	-0.3%	68.5%	50.7%	31.1%	26.5%	12.0%	13.8%	-2.1%	-2.2%		89.3%
变动成本	15909	27232	41301	54467	69045	77276	85951	83644	81570	徐工2022年资产注入，资产结构发生重大变化，同时，国企改革，降本增效，变动成本管控会好于上轮周期。假设变动成本增幅=93%	157430
yoy	-0.1%	71.2%	51.7%	31.9%	26.8%	11.9%	11.2%	-2.7%	-2.5%	93%	93%
固定成本	766	871	1052	1063	1180	1401	3570	3968	4106	假设固定成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅÷上一轮收入的增长幅)	4764
yoy	-4.5%	13.7%	20.9%	1.0%	11.0%	18.7%	154.7%	11.2%	3.5%	16%	16%
盈利项											
净利率	1.3%	3.5%	4.6%	6.2%	5.1%	6.7%	4.6%	5.6%	6.5%		11.5%
经营杠杆率	4.5%	3.0%	2.4%	1.8%	1.6%	1.7%	3.8%	4.3%	4.5%		2.6%
净利润	209	1021	2046	3621	3729	5615	4307	5326	5976		21125
yoy	312.2%	389.3%	100.4%	77.0%	3.0%	50.6%	-23.3%	23.7%	12.2%	结论：利润增幅远超收入增幅	253%

中联重科：期待土方机械和海外市场拓展顺利



图表：中联重科 利润弹性测算

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	假设条件	202X年
中联重科											
营业总收入	20023	23273	28697	43307	65109	67131	41632	47075	45478	假设收入增幅	90956
yoy	-3.5%	16.2%	23.3%	50.9%	50.3%	3.1%	-38.0%	13.1%	-3.4%	100%	100%
成本项（固定成本=折旧+摊销；除了固定成本以外的都算变动成本）											
成本总额	20927	22025	26740	39032	57754	60745	39247	43304	41469		74400
yoy	1.3%	5.2%	21.4%	46.0%	48.0%	5.2%	-35.4%	10.3%	-4.2%		79.4%
变动成本	19937	21052	25895	38156	56845	59739	38085	41905	40116	假设变动成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅 ÷ 上一轮收入的增长幅)	73097
yoy	0.6%	5.6%	23.0%	47.3%	49.0%	5.1%	-36.2%	10.0%	-4.3%	82%	82%
固定成本	990	973	845	876	909	1006	1161	1399	1353	假设固定成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅 ÷ 上一轮收入的增长幅)	1304
yoy	18.7%	-1.8%	-13.2%	3.7%	3.8%	10.7%	15.5%	20.4%	-3.3%	-4%	-4%
盈利项											
净利率	-4.5%	5.4%	6.8%	9.9%	11.3%	9.5%	5.7%	8.0%	8.8%		18.2%
经营杠杆率	4.9%	4.2%	2.9%	2.0%	1.4%	1.5%	2.8%	3.0%	3.0%		1.4%
净利润	-934	1332	2020	4371	7281	6270	2306	3506	3520		16556
yoy	-1218.6%	-242.6%	51.7%	116.4%	66.6%	-13.9%	-63.2%	52.0%	0.4%	结论：利润增幅远超收入增幅	370%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

柳工：国企改革带来盈利能力的提升

图表：柳工 利润弹性测算

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	假设条件	202X年
柳工											
营业总收入	7005	11264	18085	19177	23003	28701	26480	27519	30063	假设收入增幅	60125
yoy	5.3%	60.8%	60.6%	6.0%	19.9%	24.8%	-7.7%	3.9%	9.2%	100%	100%
成本项（固定成本=折旧+摊销；除了固定成本以外的都算变动成本）											
成本总额	6958	10942	17244	18103	21657	27683	25833	26577	28676		55356
yoy	4.9%	57.3%	57.6%	5.0%	19.6%	27.8%	-6.7%	2.9%	7.9%		93.0%
变动成本	6727	10707	16961	17788	21279	27153	25197	25879	27952	假设变动成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅÷上一轮收入的增长幅)	54430
yoy	5.5%	59.2%	58.4%	4.9%	19.6%	27.6%	-7.2%	2.7%	8.0%	95%	95%
固定成本	231	234	283	316	378	530	636	699	724	假设固定成本增幅=这一轮收入增幅 ×(上一轮周期起点到高点的增长幅÷上一轮收入的增长幅)	926
yoy	-11.7%	1.7%	20.5%	11.8%	19.7%	40.1%	20.1%	9.8%	3.6%	28%	28%
盈利项											
净利率	0.7%	2.9%	4.7%	5.6%	5.8%	3.5%	2.4%	3.4%	4.6%		7.9%
经营杠杆率	3.3%	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	1.8%	2.4%	2.5%	2.4%		1.5%
净利润	49	323	790	1017	1331	995	599	868	1327		4769
yoy	131.2%	555.6%	144.7%	28.7%	30.9%	-25.2%	-39.8%	44.8%	52.9%	结论：利润增幅远超收入增幅	259%

- **国内复苏可能不及预期。**预期国内工程机械需求动力主要来源于更新替换，下游房地产和基建行业需求趋稳的情况下，行业整体实现正增长。但考虑到工程机械行业受下游房地产、基建、采矿等行业影响较大，目前国内这些关键下游行业市场状况尚未明确清晰，若出现违背预期的情况，可能影响国内主机厂业绩稳定性和可预见性，使公司业绩不及预期，抗风险能力减弱。
- **海外拓展可能不及预期。**若海外贸易壁垒再次扩大，国内主机厂的盈利能力可能减弱。目前国际局势不断变动，政治、经济、法律和文化差异等因素具有不确定性风险，现美国对工程机械行业加征关税、欧盟征收反倾销税，若未来税率再次上调，海外贸易风险加大，国内主机厂销售毛利率、销售净利率可能受到较大影响，营收、利润降低，盈利能力减弱。
- **汇率波动风险：**若汇率出现较大波动，国内主机厂的业绩稳定性可能下滑。国内龙头主机厂作为全球市场运营的企业，财务表现受汇率波动影响显著，预期汇率保持平稳。若汇率出现较大波动，其不稳定性可能导致实际收益与预期存在较大差异。
- **主机厂成本端超预期提升。**在本文主机厂利润弹性测算中，成本端的变化幅度相比较于收入端的变化幅度是参照上一轮周期低点与高点。如果本轮周期成本端变化幅度超预期提升，则可能导致国内主机厂的盈利能力减弱，进而影响国内主机厂的利润弹性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京	上海	南昌	深圳
地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层	地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋	地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦	地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
邮编：100077	邮编：200120	邮编：330038	邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com	电话：021-38124100	传真：0791-86281485	邮箱：gsresearch@gszq.com
	邮箱：gsresearch@gszq.com	邮箱：gsresearch@gszq.com	