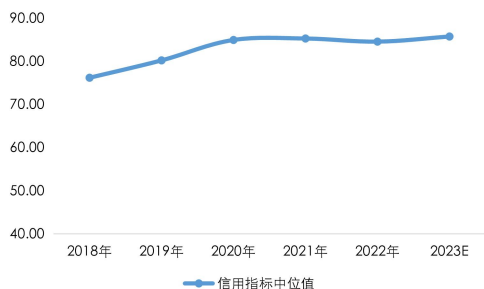
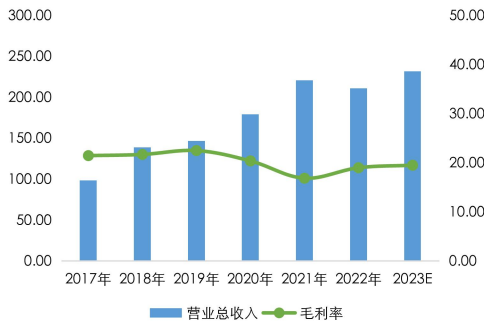


2024 年工程机械行业信用风险展望

行业信用质量：2024 年将有所回升



行业样本企业数据和指标（亿元、%）



数据来源：同花顺，东方金诚整理（营业总收入和毛利率为样本企业中间值）

主要观点

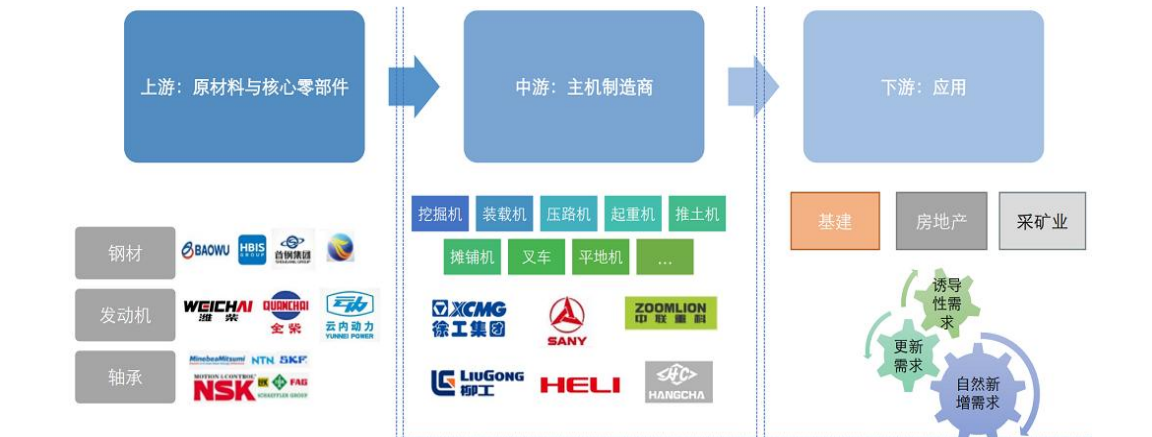
- 2023 年工程机械市场“内忧外喜”，预计 2024 年随着国内提振政策作用显现及海外需求保持，市场将继续回暖；
- 2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，受益于国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，预计 2024 年工程机械产品出口将继续增长但增速放缓；
- 随着市场恢复，2024 年企业盈利将继续好转，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业受益于技术研发、出口份额加大及电动化布局拓展等，其盈利增长将高于行业平均；
- 2024 年工程机械行业整体信用质量有所回升，但行业内部企业间信用质量进一步分化，随着经营规模及研发投入加大，企业经营性负债及有息债务将有所增加，海外市场布局广、海外销售占比大的企业其偿债指标将有一定好转，产品竞争力弱、技术水平低的企业其偿债指标恶化、信用风险升高。

分析师：侯艳华

一、行业基本面

从工程机械产业链来看，其上游为各类原材料与核心零部件，包括钢材、发动机、液压系统、轴承等；中游为主机制造商，产品包括挖掘机械、起重机械、铲土运输机械、压实机械、路面机械等；下游应用于基础设施建设、房地产、采矿业等领域，其中拉动作用较为明显的为基建和房地产，与宏观经济发展密不可分。从需求类型来看，工程机械下游需求分为自然新增需求、更新需求和诱导性需求。当宏观经济上行时，会带来工程机械新增需求的重要支撑；同时，行业更新换代、老旧和高排放设备加速淘汰也是影响行业需求的重要因素。一般来说，工程机械产品的寿命周期约为 8~10 年，上一轮销售高峰集中在 2008~2011 年，2016~2021 年为其存量产品的淘汰和更新换代高峰期。此外，还有一些优惠的销售政策所带来的诱导性需求。

图表 1 工程机械行业产业链情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，房地产投资短期内仍下行，环保政策升级对设备增量需求较为有限

基础设施建设投资是工程机械行业发展的最主要需求来源。2021 年下半年以来，受房地产投资低迷、置换需求减弱以及经济增长放缓等多因素影响，行业进入下行周期。2023 年随着国家稳增长和刺激政策频出以及专项债发行等，基建投资增速有所放缓但仍旧延续增长。2023 年，全国固定资产投资（不含农户）完成额 50.3 万亿元，同比增长 3.0%，增速比上年下降 2.1 个百分点；其中基础设施投资增长 5.9%，增速比上年下降 3.5 个百分点。预计 2024 基建投资增速将加快，对工程机械行业需求形成有力支撑。房地产开发投资方面，随着房地产市场支持政策陆续出台，房企融资环境有所回暖，2023 年房地产开发投资下降 9.6%，降幅比上年减少 0.4 个百分点，其中，住宅投资下降 9.3%，成为房地产开发投资下降的主要原因。但考虑到部分房企资金紧张导致拿地规模有限且建安支出乏力，房企优先“保交楼”、下游需求及资金链修复需要时间叠加广义库存充足，拿地、新开工能力及意愿难有较大改善，房地产市场依然面临较大下行压力，对投资支出继续形成拖累，预计 2024 年房地产开发投资完成额或继续下滑，但降幅趋缓，对工程机械行业需求支撑不足。

工程机械行业具有高能耗、高排放特点，在我国“碳达峰”“碳中和”政策背景下，新能源化、电动化发展也将是工程机械行业发展的未来方向。环保政策的升级或为工程机械行业增量提供一定的内在驱动力，但增量需求影响较有限。

图表 2 房地产开发投资完成额增速、基础设施建设投资增速及工程机械产品销量增速情况

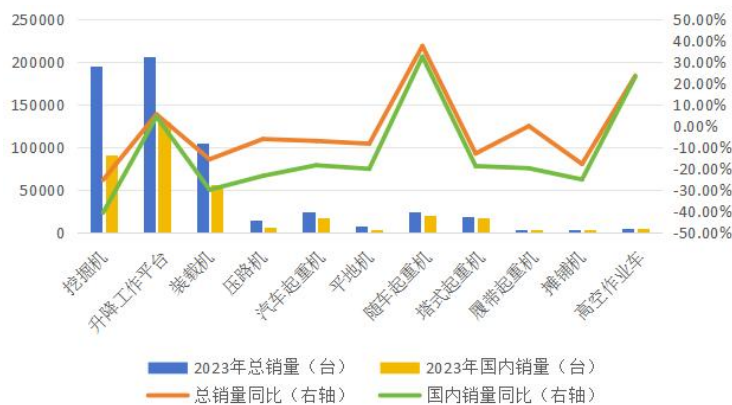


资料来源: 同花顺, 东方金诚整理

产品结构仍以挖掘机、装载机等为主，2024 年预计内销降幅收窄、海外需求整体仍保持增长，同时产品销售分化明显

从产品销售结构来看，2023 年，我国工程机械产品总销量 601151 台，以升降工作平台、挖掘机和装载机为主，2023 年三大品类销量占比分别为 34%、33%和 17%，合计占比 84%。根据中国工程机械工业协会公布的 12 个品类销量数据，2023 年挖掘机、装载机、平地机、汽车起重机、履带起重机、塔式起重机、压路机、摊铺机等 8 类产品整体销量下滑，其中挖掘机和装载机同比降幅分别为 25.38%和 15.76%；随车起重机、工业车辆、升降工作平台、高空作业车 4 类产品销量呈现增长，其中随车起重机和高空作业车同比增速分别为 38.04%和 23.44%。

图表 3 2023 年工程机械产品销量情况



资料来源: 中国工程机械工业协会、工程机械杂志, 东方金诚整理

受国内工程机械行业不景气影响，2023 年工程机械产品普遍出现销量下滑。部分企业加大海外市场的拓展力度，2023 年工程机械总出口量占总销量的 43%。从细分品类来看，2023 年共销售挖掘机 195018 台，同比下降 25.4%；其中国内 89980 台，同比下降 40.8%；出口 105038 台，同比下降 4.04%；2023 年共销售各类装载机 103912 台，同比下降 15.8%。

其中国内市场销量 56552 台，同比下降 30.1%；出口销量 47360 台，同比增长 11.5%。其中，2023 年共销售电动装载机 3595 台，同比增长 209.9%，电动装载机销量占装载机总销量的 3.5%左右，同比去年提升 2.6 个百分点。未来，随着电动产品成本下降，电动化产品渗透率将呈现加速提升趋势。

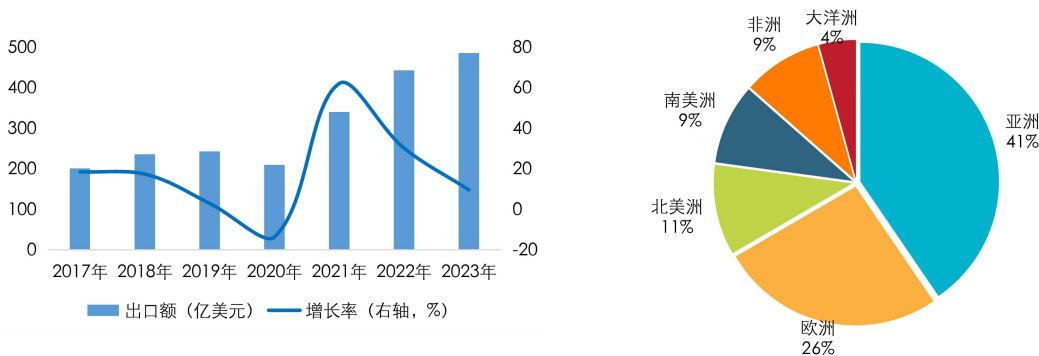
受益于国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，2023 年我国工程机械产品出口继续保持增长，预计 2024 年增速放缓

2023 年我国工程机械进出口贸易额为 510.63 亿美元，同比增长 8.57%。其中累计进口 25.11 亿美元，同比下降 8.03%；累计出口 485.52 亿美元，同比增长 9.57%。从出口国家来看，对亚洲、欧洲、南美洲、非洲出口实现了正增长，对北美洲和大洋洲出口下滑。

一带一路倡议下沿线基建项目陆续开工建设及《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）生效实施，对工程机械设备需求增长影响较大；同时得益于国内龙头工程机械企业在技术研发、产业链及国际市场的积极布局，我国国产工程机械产品国际市场竞争力有所提升，与美国卡特彼勒和日本小松相比核心技术差距缩小，带动国产工程机械产品出口增加。2023 年，我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元，同比增长 24.1%，占总出口额的 47.2%，保持了较好增长势头。

从出口类别来看，整机出口好于零部件出口。2023 年，累计出口整机 341.34 亿美元，同比增长 16.4%，占出口总额的 70.3%；零部件出口 144.17 亿美元，占出口总额的 29.7%，同比下降 3.81%。整机出口增幅高于零部件出口增幅 20.26 个百分点。

图表 4 近年我国工程机械出口额及 2023 年工程机械出口分布情况



资料来源：中国工程机械工业协会、工程机械杂志，东方金诚整理

2024 年，随着技术和产品质量的提升以及国产品牌竞争力的不断提升、海外渠道布局的完善，海外市场整体仍将维持增长态势但增速放缓；随着政策效应的逐步显现以及内需的持续增长，行业有望进入稳定恢复阶段。

受益于外销占比提升且外销产品毛利高、原材料成本下行等影响，2023 年工程机械企业业绩整体增长，受益于国产工程机械的国际市场竞争力提升，以三一重工、徐工机械及中联重科为代表的国内工程机械龙头企业稳居行业前列

工程机械行业成熟度高，行业竞争激烈，市场呈现国内外高度竞争态势。近年国内工程机械行业市场集中度有所提升，同时受益于国产工程机械的国际市场竞争力提升，以三一重

工为代表的国产工程机械企业的市场占有率大幅提高。2023 年度全球工程机械制造商 50 强排行榜中，已有 10 家中国企业上榜，分别为徐工、三一重工、中联重科、柳工、中国龙工、山推股份、铁建重工、山河智能、浙江鼎力和雷沃重工；其主要受益于，第一，专注主业；第二，根据自身优势和市场需求不断调整产品线，丰富产品生产线或实现差异化竞争；第三，加强技术研发。

工程机械行业上游主要是钢、铁等原材料及液压件、发动机等核心零部件，钢、铁价格直接影响行业内企业的生产成本，2023 年全年钢材价格前高后低，整体呈现 N 型。受外销占比提升且外销产品毛利高、原材料成本下行，2023 年前三季度工程机械企业业绩整体增长，17 家 A 股上市工程机械企业实现营收 2490 亿元，同比增长 2%；归母净利润 187 亿元，同比增长 25%；原材料钢材及海运费等下降，销售毛利率 23.0%，同比增长 3.0 个百分点。代表性企业三一重工、徐工机械、中联重科营业收入分别同比为-5.15%、-4.51%和 15.87%；净利润分别同比增长 12.51%、3.5%和 31.65%。预计 2024 年，行业整体销量增长且技术升级促进企业竞争力增加，工程机械企业盈利继续提升。

二、工程机械企业信用表现

受产品价值高、下游客户分散及市场竞争激烈等影响，企业应收账款规模较大，周转能力承压，随着市场修复和出口拉动等，经营性净现金流略强化

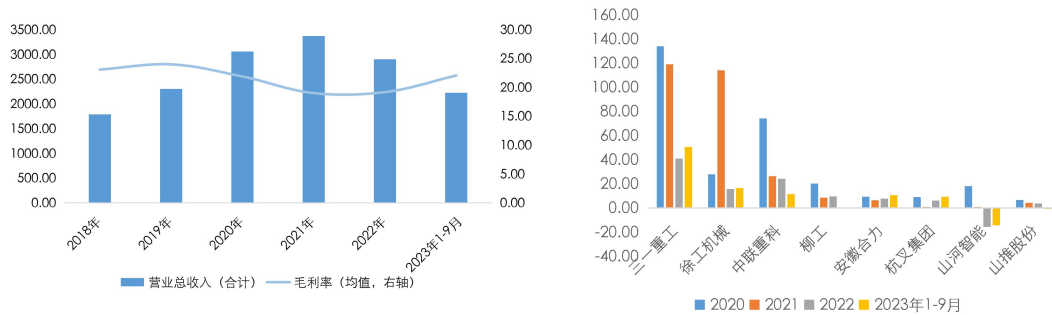
受行业产品价值大、下游客户分散以及争夺市场等影响，产品结算方式以融资租赁、分期付款和银行按揭等为主，而多数企业为提升资金周转率、提高融资租赁以及按揭的占比，会进一步减少分期付款方式。通过租赁新设备来满足生产需求，不仅能够降低企业的资金压力，还能够在不浪费资源的情况下提高生产效率。但是在这种模式下，当行业面临下行周期或流动性紧张时，就带来了企业回购承诺或是担保责任的义务，致使企业或有负债规模增加。截至 2022 年末，三一集团对外担保余额合计约 298.71 亿元，主要包括负有回购义务的按揭贷款余额 39.67 亿元和承担回购担保义务的融资租赁款余额 228.78 亿元。得益于行业龙头企业较强的风控水平，在回款逾期时可采取多种措施催收，整体逾期风险可控，但客户质量一般的中小企业将面临更高的信用风险。

2023 年前三季度，房地产市场持续低迷、国内工程机械行业下行调整，主要受益于出口拉动等，工程机械企业盈利总体好转、经营性净现金流略强化。根据中联重科披露的 2023 年年报，2023 年其实现营业收入 470.75 亿元，同比增长 13.08%；归属于母公司净利润 35.06 亿元，同比增长 52.04%，其中海外收入同比增长超过 79.2%，海外业务强劲增长；2023 年经营性净现金流 27.13 亿元，同比增长 11.87%。毛利率方面，钢材价格及海运价格回落所带来的成本边际改善，同时海外收入占比以及毛利率的双双提升带来其毛利率同比提升。

预计 2024 年，龙头企业受益于技术水平的提升、核心产品市场的领先优势及海外市场持续发力，盈利能力将高于行业平均水平。三一重工作为挖掘机和混凝土机械龙头，出口将继续保持高增长；同时公司加强电动化产品布局进一步提升其核心竞争力，其收入将有所好转。中联重科主导产品市场地位持续领先、新兴潜力业务加速发展实现新突破，智能制造产

业集群加速形成、持续推进新能源技术及产品开发，整体市场份额不断提升。基建提速背景下，路面设备景气度提升，柳工、山推股份等均将有所受益。锂电新能源叉车趋势明显，随着其渗透率提升，杭叉集团和安徽合力收入增长有望提速。

图表 5 样本企业营业总收入、毛利率和经营性净现金流情况（亿元、%）



资料来源：同花顺，东方金诚整理

预计 2024 年工程机械样本企业资产负债率保持升高，债务负担有所加重，但一年内集中偿债压力不大，海外市场布局广、海外销售占比大的企业，其偿债指标将有一定好转

2023 年工程机械样本企业资产负债率均值小幅上升，主要系市场下行背景下，企业更加依赖外部融资所致。预计 2024 年，随着经营规模及研发投入加大，工程机械企业经营性负债及有息债务将有所增加，资产负债率保持升高。通过分析一年内到期债券情况，1 年及以下存量债券余额规模较大的企业均为行业龙头企业(集团)，结合对行业政策、市场外部环境、企业自身运营及外部支持等各方面因素考虑，预计样本企业一年内集中偿债压力不大。此外，对于海外市场布局广、海外销售占比大的企业，受益于海外市场高毛利和稳增长的带动，其偿债指标将有一定好转。

图表 6 样本企业存量债券情况（单位：亿元、只）

发行人名称	存量债券余额	1 年及以下存量债券余额	存量债券数目
徐工集团工程机械股份有限公司	158.08	83.38	17
三一集团有限公司	96.42	50.00	7
徐州工程机械集团有限公司	67.00	43.00	12
中联重科股份有限公司	53.36	43.11	14
广西柳工机械股份有限公司	30.00	0.00	1
安徽合力股份有限公司	20.47	0.00	1
陕西建设机械股份有限公司	20.00	0.00	5
三一重工股份有限公司	5.11	1.81	4
山河智能装备股份有限公司	1.01	0.61	2

资料来源：同花顺，东方金诚整理

三、结论

预计 2024 年行业整体销量实现增长，企业盈利能力有所强化，偿债保障程度指标表现

分化，总体信用质量有所回升

2024 年基建投资仍将是支撑工程机械行业需求的重要因素，房地产投资短期内持续下行，环保政策升级对设备增量需求较为有限；受益于我国国产工程机械产品国际市场竞争力提升、一带一路倡议下沿线基建项目增多等，预计 2024 年工程机械产品出口将继续增长但增速放缓；受益于行业整体销量增长等，2024 年企业盈利将有所好转，三一重工、中联重科及徐工机械三家龙头企业受益于技术研发、出口份额加大及电动化布局拓展，其盈利增长将高于行业平均水平；2024 年工程机械企业信用质量进一步分化，随着经营规模及研发投入加大，企业经营性负债及有息债务将有所增加，海外市场布局广、海外销售占比大的企业其偿债指标将有一定好转，产品竞争力弱、技术水平低的企业其偿债指标恶化、信用风险升高。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。