

内容目录

1. 国家级研究院孵化创新企业，A+H 股赋能领跑行业	4
1.1. 深耕机械彰显研究院底色，业内首家 A+H 股上市公司	4
1.2. 产品结构层次分明，衍生服务涵盖全面	5
1.3. 公司业绩承压逆袭，盈利能力稳步恢复	6
2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时	8
2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道	8
2.2. 海外市场发展态势良好，国产品牌拉开海外扩张大幕	10
3. 科技赋能产品延拓，出口转型、营销设计齐发力	14
3.1. 科创平台+资产运作，助力公司产品创新式扩张	14
3.2. 出口-内销结构迅速转型，开拓业务新增长点	15
3.3. 构建完善直销体系，助力海外业务本土化发展	16
3.4. 高机+农机等产品齐发力，新兴品类突破带来业绩增量	18
3.4.1. 高空作业机械产品全覆盖，跻身行业国产龙头之列	18
3.4.2. 公司聚焦农机发展，三化技术资源助力“大农业”品类延拓	20
4. 盈利预测	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：中联重科发展历程	4
图 2：中联重科股权结构（数据截止 2024H1）	4
图 3：中联重科股权结构变化	5
图 4：公司产品布局	6
图 5：公司营收情况	6
图 6：公司归母净利润情况	6
图 7：公司业务营收情况	7
图 8：公司主要业务毛利率情况	7
图 9：公司三费费率情况	7
图 10：公司各项周转率	8
图 11：公司 ROE 分解	8
图 12：基础设施建设投资和房屋新开工面积累计同比情况	8
图 13：采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况	8
图 14：2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况	8
图 15：挖掘机开机时间统计（小松-中国区）（单位：小时）	8
图 16：2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）	9
图 17：上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理 办法》意见的公告	9
图 18：中国工程机械市场销售量预测（台）	10

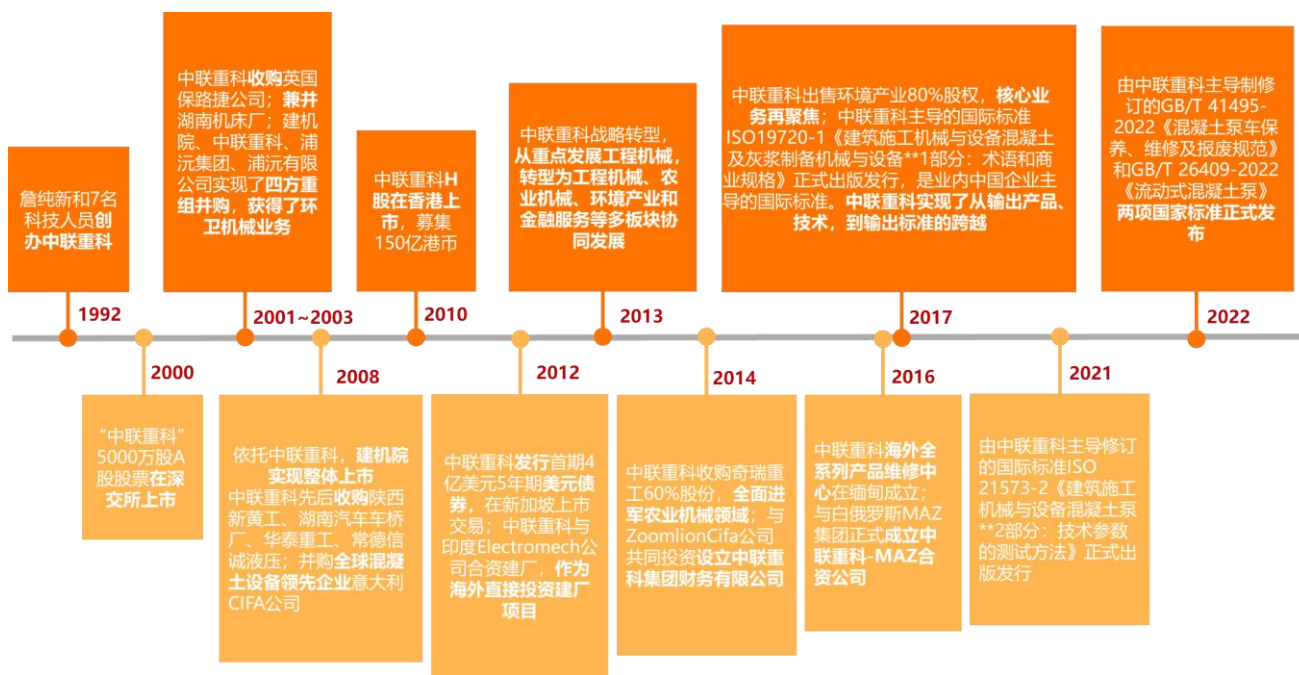
图 19：中国工程机械市场销售额预测（亿美元）	10
图 20：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6%提升至 2023 年 53.9%	11
图 21：海外工程机械市场销售额预测（亿美元）	12
图 22：2016-2023 年公司国外收入表现（亿元）	12
图 23：2022 年北美地区工程机械主机的市占率情况	13
图 24：2022 年欧洲地区工程机械主机的市占率情况	13
图 25：公司技术创新平台结构	14
图 26：公司全球合作伙伴	14
图 27：公司部分子公司一览	15
图 28：马来西亚网点开业	15
图 29：公司全球业务结构	15
图 30：公司国内外毛利率情况	16
图 31：行业部分企业国外业务毛利率	16
图 32：公司国内外毛利占比	16
图 33：行业部分企业国外营收增长率（%）	16
图 34：销售基本形式	17
图 35：行业部分企业经销商网点数量（个）	17
图 36：公司国内销售网点分类（个）	17
图 37：公司海外业务体系	17
图 38：公司售后服务体系	17
图 39：工程机械产品收入结构	18
图 40：农业机械产品营收	20
图 41：农业机械产品类型	20
表 1：公司管理层人员信息	5
表 2：2023 年我国工程机械出口国别（地区）前二十	10
表 3：2023 年度全球工程机械 TOP10 企业	11
表 4：商品编码 8429 区域出口数据（亿元）	13
表 5：商品编码 8429 重点国家出口数据（亿元）	13
表 6：高空机械主要产品(一)	18
表 7：高空机械主要产品(二)	19
表 8：高空机械主要产品(三)	19
表 9：公司未来 3 年盈利预测（亿元）	21
表 10：可比公司估值（单位：亿元）	21

1. 国家级研究院孵化创新企业，A+H 股赋能领跑行业

1.1. 深耕机械彰显研究院底色，业内首家 A+H 股上市公司

中联重科成立于 1992 年，由国家级研究院孵化而来，是行业标准的制定者；公司主要从事工程机械、农业机械等高新技术装备及新型建筑材料研发制造，主导产品涵盖 18 大类别、105 个产品系列、636 个型谱，是业内龙头企业之一。于 2000 年在深交所 A 股上市，于 2010 年在港交所 H 股上市，是业内首家 A+H 股上市公司，注册资本 86.78 亿元，总资产 1330 亿元。

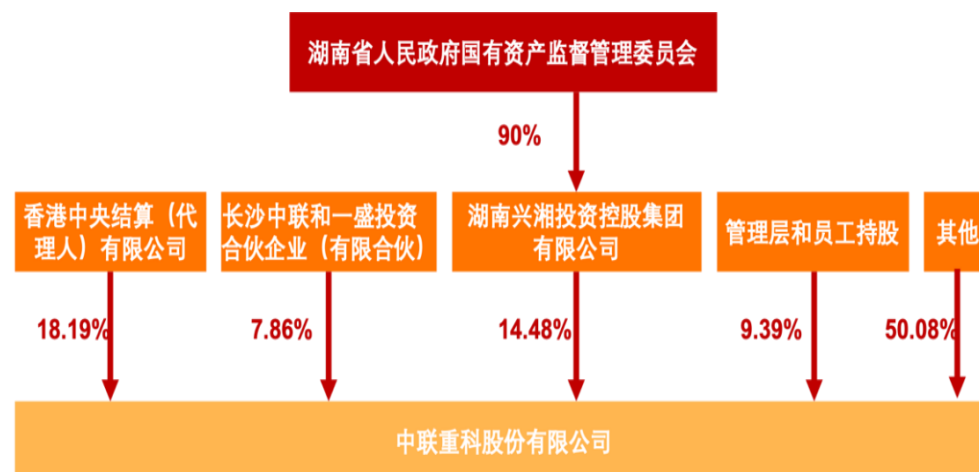
图 1：中联重科发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司经历建机院等四方重组并购，成功实现混合所有制改革，股权结构稳定。截至今年半年报，由湖南省国资委投资控股的湖南兴湘投资控股集团有限公司是公司第二大单一股东，持股比例为 14.48%，作为公司股权压舱石；同时公司管理层和公司员工同时参股，持股比例达到 9.39%，其中核心经营管理层持股比例 4.89%，员工持股计划比例为 4.5%，筑牢公司股权稳定防线。同时公司 2023 年及 2024H1，单一股东结构未发生变化。

图 2：中联重科股权结构（数据截止 2024H1）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 3：中联重科股权结构变化



资料来源：ifind，天风证券研究所

公司董事、管理层经验丰富。其中核心管理层均在中联重科旗下众子公司任职，对基层多元业务熟练；同时首席执行官詹纯新、联席总裁罗凯均从事过工程机械研究方面工作，对行业科技有深层次认知。

表 1：公司管理层人员信息

姓名	人物标签	人物介绍
詹纯新	董事长、首席执行官	董事长兼首席执行官,历任原建设部长沙建设机械研究院工程师、高级工程师、研究员(教授级高工)、副院长、院长。作为公司创始人,于 1978 年毕业于西北工业大学,2000 年获西北工业大学航空工程硕士学位,2005 年获西北工业大学系统工程博士学位。
罗凯	联席总裁	历任中联重科股份有限公司工程起重机分公司工艺研究所所长、工程起重机分公司技术部副部长、工程起重机分公司履带吊事业部经理、工程起重机分公司副总经理、工程起重机分公司总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁、联席总裁。罗先生自 2013 年起任流动式起重机技术国家地方联合工程研究中心主任,全国起重机标准化技术委员会流动式起重机分技术委员会主任委员等行业内多项职务,并获得长沙市 B 类人才(国家级领军人才)荣誉。
王永祥	联席总裁	历任中联重科股份有限公司混凝土事业部营销公司总经理、混凝土机械事业部总经理助理、中联重科营运管理部部长。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。王先生于 1997 年毕业于西安工业学院机械制造专业
唐少芳	联席总裁	历任中联重科股份有限公司建筑起重机分公司常务副总经理、总经理。自 2019 年开始担任中联重科股份有限公司助理总裁、副总裁。唐先生于 1996 年毕业于南华大学机械制造专业,并于 2009 年获中南大学工商管理硕士学位
杜毅刚	首席财务官	正高级会计师。曾任株洲南方摩托股份有限公司会计科长、湖南国讯银河软件园有限公司财务经理,历任中联重科工程起重机公司财务经理、中联重科混凝土机械公司财务经理、中联重科财务管理部副部长、中联重科会计核算部部长、中联重科混凝土机械公司副总经理、中联重科财务管理中心主任、中联重科财务公司总经理、中联重科副总裁。

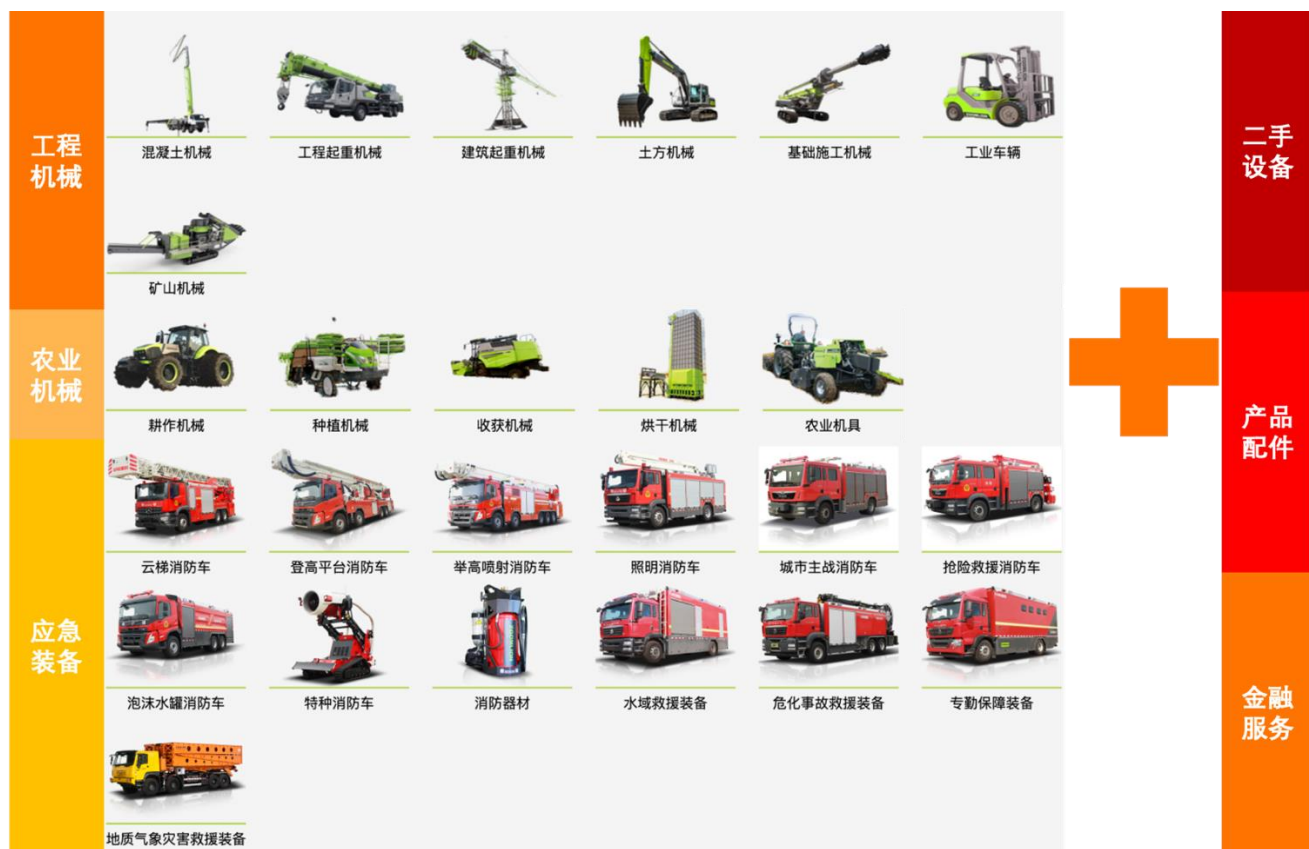
资料来源：ifind，天风证券研究所

1.2. 产品结构层次分明，衍生服务涵盖全面

公司产品的“主机产品+衍生服务”层次分明，主机产品围绕工程机械、农业机械和应急

装备三种产品类别，包含 25 种主要机型，覆盖土方作业、建筑建造、采矿、农耕农植农收、灾害救援、消防等众多场景。衍生服务配合紧密，包含二手设备交易、产品配件更换、设备金融服务等，可为消费者提供分期、保险、保理、融资租赁、按揭购买等售前售后服务。

图 4：公司产品布局



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 公司业绩承压逆袭，盈利能力稳步恢复

公司营收和归母净利润承压逆势增长。2022 年由于世界经济放缓，国内基建、房地产开工下降，工程机械市场需求收缩等原因，公司营收、归母净利润遭遇滑坡，营收实现 416.31 亿元，同比下降 37.98%，归母净利润 23.06 亿元，同比下降 63.22%。2023 年公司业绩承压逆袭，一改颓势，实现总营收 470.75 亿元，同比增长 13.08%；归母净利润 35.06 亿元，同比增长 52.04%。2024H1 公司总营收达到 245.35 亿元，同比增长 1.91%；归母净利润达到 22.88 亿元，同比增长 12.15%。

图 5：公司营收情况



图 6：公司归母净利润情况

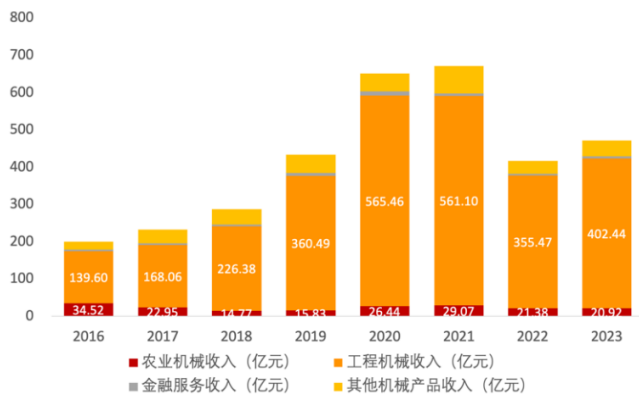


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

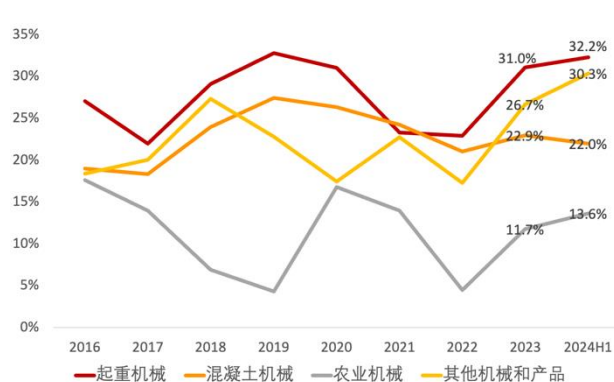
公司主营业务主要分为工程机械、农业机械、其他机械产品和金融服务四个板块，其中工程机械是公司最主要、最稳定的收入和利润来源，2023 年占公司总营收的 85.49%；其他机械产品和农业机械产品创造的营收呈现出稳定态势，没有大幅度波动。经历 2022 年业绩锐减后，2023 年无论是工程机械还是农业机械，毛利率均恢复增长，其中起重机械毛利率最高，达到 31.04% 的高位；农业机械毛利率最低，暂时处于 11.7% 的低位，后续伴随业务起量的规模效应，有望成为公司利润增量。

图 7：公司业务营收情况



资料来源：wind，天风证券研究所

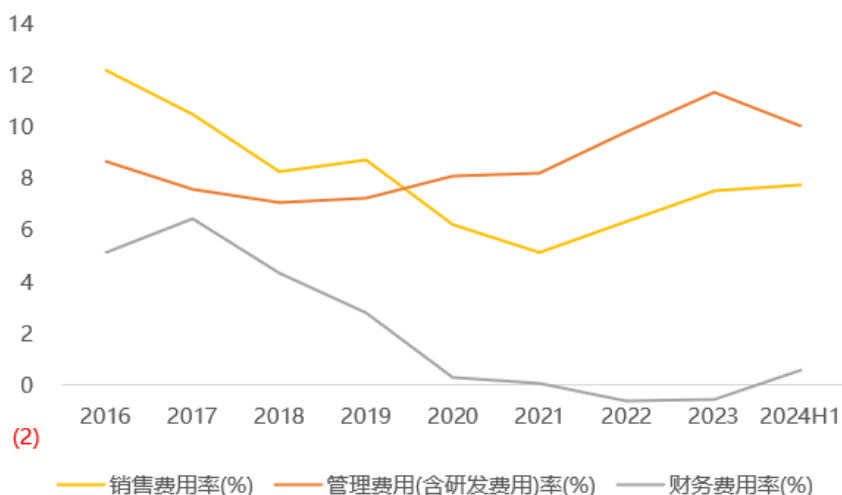
图 8：公司主要业务毛利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

公司费用管控能力较好。自 2016 年以来公司期间费用率整体呈现下降趋势，24H1 公司期间费用率同比提升 1.56pct，主要系管理费用率、财务费用率同比+1.15pct、+0.97pct，管理费用主要系与员工持股计划相关的股份支付费用增加，财务费用主要系上年同期汇兑收益影响。

图 9：公司三费率情况

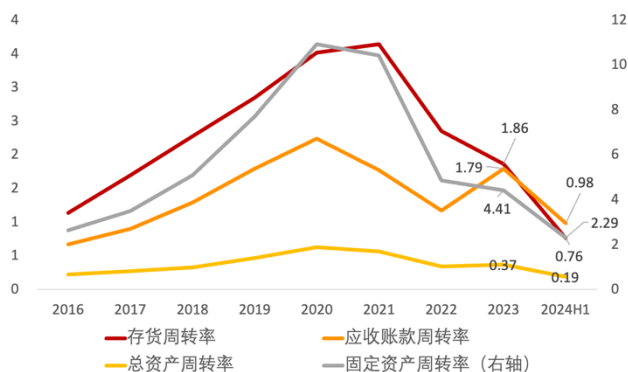


资料来源：wind，天风证券研究所

公司营运管理能力仍存在部分提升空间。2020 年左右公司周转率情况探顶，存货周转率达到 3.52，固定资产周转率达到 10.93，应收账款周转率达到 2.24；而 2023 年由于前一年度需求萎缩，产能过剩，存货积压等问题，又加上营收下降的情况，导致周转率难挡下降趋势，分别达到 1.85、4.4 和 1.79；2024H1，分别达到 0.79、2.29、0.98。我们预计在未来几年公司将逐渐通过去库存、收账款、优化资产等手段，使营运能力重回正常水平。

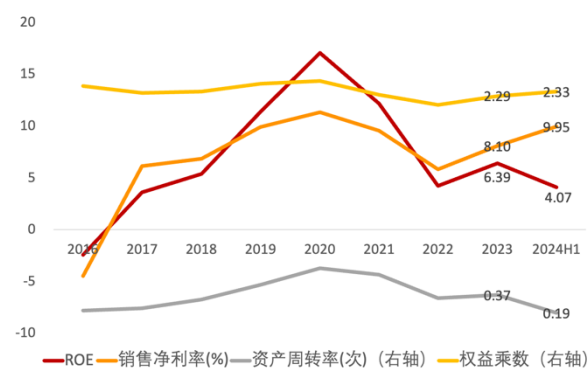
同时公司 roe 分解产生同样“增长-锐减-恢复”的态势，其中资产周转率由最高 0.63 到如今 0.19，有较大优化空间；权益乘数由 2.44 到如今 2.33，变化影响不是很大，呈现出较强的韧性。

图 10：公司各项周转率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：公司 ROE 分解



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 国内行业筑底回升，海外拓展持续进行时

2.1. 挖机需求筑底回升，有望回归上升通道

国内工程机械行业经历下行调整后有望逐步进入上升通道，公司作为国内龙头有望显著受益周期上行。

下游端：作为挖掘机应用的两大下游，基础设施建设和房地产持续承压，基础设施建设和房屋新开工面积截至 5 月累计同比分别为+6.68%、-24.2%，我们认为两者恢复仍有待时日。但同时挖掘机应用的其他主要下游如采矿业、水利业等今年以来的表现较好，截至 5 月采矿业固定资产投资完成额和水利管理业固定资产投资完成额累计同比分别为+17.7%、+18.5%，相比 23 年的+2.1%、+5.2%改善明显，我们认为其后续或将拉动挖机需求改善。

图 12：基础设施建设和房屋新开工面积累计同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：采矿业、水利管理业固定资产投资累计同比情况

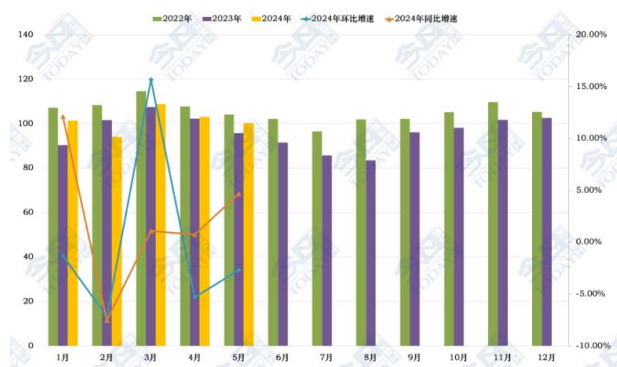


资料来源：wind，天风证券研究所

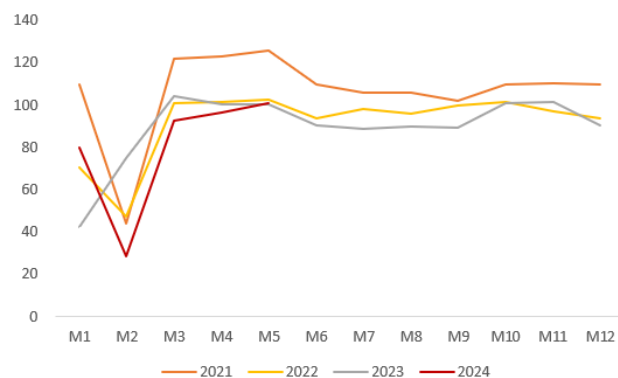
开工端：根据今日工程机械，5 月份中国工程机械市场指数即 CMI 为 100.17，同比增长 4.68%，环比降低 2.68%，表明 5 月之后国内多数市场延续 4 月修复态势，继续呈现不同程度的同比改善，但是终端一线市场的新机销售订单量要弱于上月。同时中国地区小松挖掘机开工小时数同比再次实现转正，5 月开工小时数 101.1，同比+1.0%、环比+4.7%，是今年除 1 月以来的首次同比转正，释放内需筑底转好的积极信号。

图 14：2022 年至今月度 CMI 指数值变化情况

图 15：挖掘机开机时间统计（小松-中国区）(单位：小时)



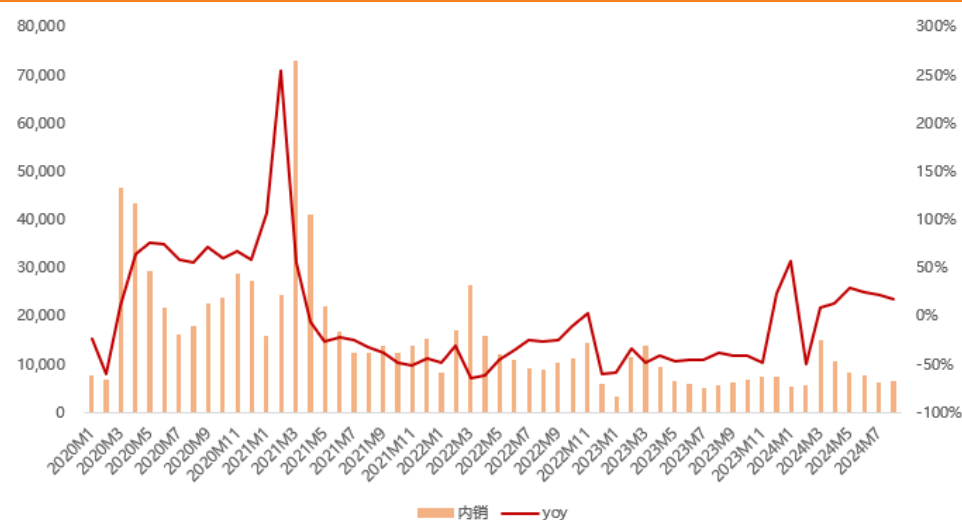
资料来源：今日工程机械公众号，天风证券研究所



资料来源：小松官网，今日工程机械公众号，天风证券研究所

销量端：挖机内销数据连续 6 个月实现正增长，后续有望延续回暖表现。

图 16：2020 年至今国内挖掘机销售情况（台）



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所

设备换新需求叠加政策推动大规模设备更新，共同助力行业进入上升期。3月1日，国常会审议通过了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》文件，明确重点行业设备、建筑和市政基础设施领域设备方向，工程机械是最直接的关联行业。根据工程机械CCM，截止2023年，全国工程机械设备保有量约1200万台，其中挖掘机10年保有量190万台，装载机10年保有量96万台，这意味着未来淘汰更新或可成为中国工程机械行业发展的动力之一。

图 17：上海市率先发布关于公开征求《上海市鼓励国二非道路移动机械更新补贴资金管理办法》意见的公告

表 1 上海市国二非道机械更新补贴标准

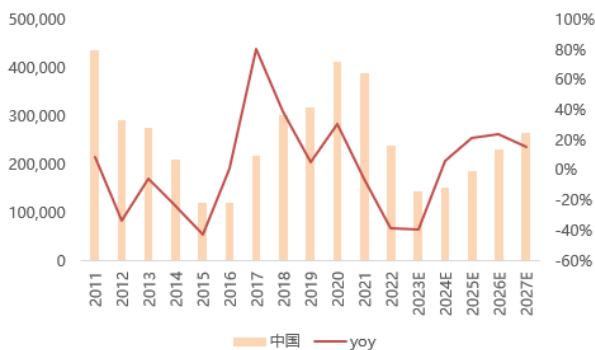
(单位: 万元)

机械类型	机械分级	补贴金额	参考特征参数 (燃油机械)	参考电池容量 (新能源)
叉车	小型	1.9	$P < 37\text{kW}$	$C > 10\text{kWh}$
	中型	2.6	$37\text{kW} \leq P < 75\text{kW}$	$C > 15\text{kWh}$
	大型	13.8	$75\text{kW} \leq P < 130\text{kW}$	$C > 50\text{kWh}$
	特大型	36	$P > 130\text{kW}$	$C > 180\text{kWh}$
挖掘机	微型	2	$P \leq 10\text{kW}$	$C > 6\text{kWh}$
	中小型	3.6	$10\text{kW} < P \leq 40\text{kW}$	$C > 20\text{kWh}$
	大型	13.8	$40\text{kW} < P \leq 100\text{kW}$	$C > 100\text{kWh}$
	特大型	36	$P > 100\text{kW}$	$C > 400\text{kWh}$ 或拖电
装载机	小型	11	$P \leq 75\text{kW}$	$C > 50\text{kWh}$
	中型	15.6	$75\text{kW} < P \leq 130\text{kW}$	$C > 100\text{kWh}$
	大型	23.4	$P > 130\text{kW}$	$C > 200\text{kWh}$
高空作业车	微型	1.2	$P \leq 10\text{kW}$	$C > 5\text{kWh}$
	小型	8.1	$P > 10\text{kW}$	$C > 15\text{kWh}$
港作机械	轮胎起重机	60	$P > 130\text{kW}$	$C > 300\text{kWh}$
	空箱堆高机	60	$P > 130\text{kW}$	$C > 300\text{kWh}$
	集装箱正面吊	86.7	$P > 130\text{kW}$	$C > 400\text{kWh}$
机场地勤设备	飞机牵引车	30.3	$P > 70\text{kW}$	$C > 130\text{kWh}$
	行李传送车	10.8	$P > 37\text{kW}$	$C > 50\text{kWh}$
其他	小型	1.9	$19\text{kW} \leq P < 37\text{kW}$	$C > 10\text{kWh}$
	中型	2.6	$37\text{kW} \leq P < 75\text{kW}$	$C > 15\text{kWh}$
	大型	13.8	$P > 75\text{kW}$	$C > 50\text{kWh}$

资料来源: 今日工程机械公众号, 天风证券研究所

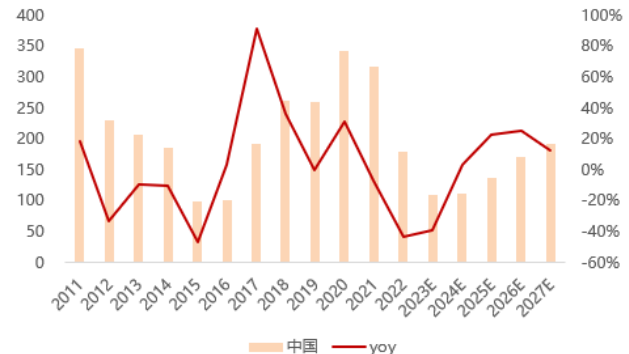
2020 年国内工程机械市场一度高达 2362 亿元, 成为当年全球最大的工程机械市场; 而后随国内房地产政策的趋严, 工程机械需求下滑; 根据 Off-Highway Research 预测, 国内工程机械市场在今年逐步回暖, 27 年市场规模有望达 192 亿美元, 24-27 年 CAGR 为 19.73%。公司作为国内行业头部企业之一, 经营表现则有望与周期上行共振。

图 18: 中国工程机械市场销售量预测 (台)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

图 19: 中国工程机械市场销售额预测 (亿美元)



资料来源: Off-Highway Research, 天风证券研究所

2.2. 海外市场发展态势良好, 国产品牌拉开海外扩张大幕

受惠于“一带一路”的持续拉动, 我国工程机械通过工程承包的方式“搭车”出海。2023 年我国工程机械对“一带一路”沿线国家出口 210.55 亿美元、yoy+24.1%, 占总出口额的 47.2%, 保持较好增长势头。对各经济体的出口中, 对东盟、欧盟和英国、美加墨自贸区三大经济体出口下降, 而这三大经济体需求不振是我国工程机械产品出口下半年下滑的主要原因。

表 2: 2023 年我国工程机械出口国别 (地区) 前二十

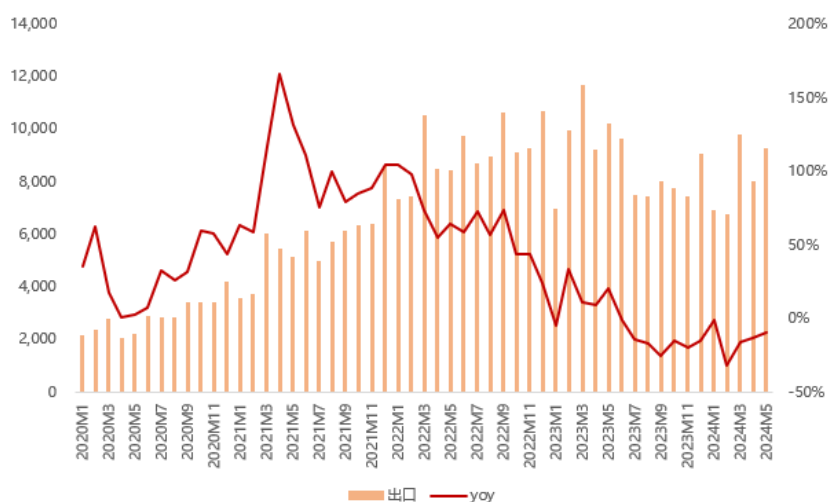
国别 (地区)	出口额 (万美元)	同比%
俄罗斯联邦	605834	66.50

美国	427945	-7.51
印度尼西亚	230965	-15.00
日本	183433	-7.41
澳大利亚	179514	-2.95
印度	177998	20.30
巴西	146727	-4.87
比利时	126238	-13.20
沙特阿拉伯	123976	37.80
土耳其	113480	88.00
韩国	103826	-7.21
泰国	103067	-9.72
荷兰	96578	30.80
越南	92926	-35.70
菲律宾	92857	4.94
马来西亚	92078	10.80
墨西哥	91602	62.90
阿联酋	87425	51.70
英国	85863	-6.29
加拿大	84243	-5.70

资料来源：21sun 工程机械商贸网公众号，天风证券研究所

自主出海趋势明显，挖掘机出口量占比最大。海外市场面临俄乌冲突、全球通胀高涨等复杂局面，在低利率刺激下欧美基建和房地产投资繁荣，全球资源品价格大幅上涨带动矿山开采需求上升，叠加海外企业生产成本不可控、供货周期长等问题，给了我国工程机械企业拓展国际市场的机会。

图 20：我国挖机出口销量占比由 2020 年 10.6%提升至 2023 年 53.9%



资料来源：中国工程机械工业协会公众号，天风证券研究所（注：单位：台）

全球工程机械行业格局较为稳定，国产品牌市占率提升已成趋势。根据英国 KHL 集团发布的最新全球工程机械制造商 50 强排行榜（Yellow Table 2023），共计 10 家中国企业入榜，全球入榜企业销售额合计 2,306 亿美元，同比下降 0.90%，但仍处于历史高位。

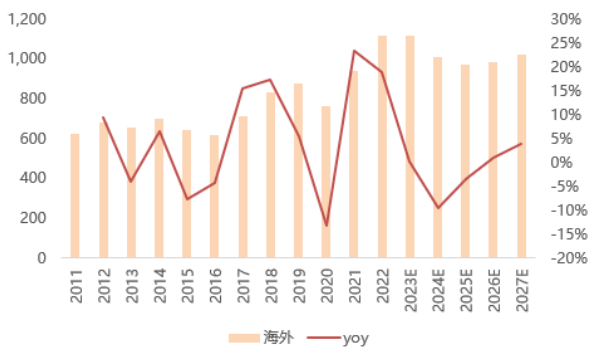
表 3：2023 年度全球工程机械 TOP10 企业

企业	国家	销售额 (亿美元)	占比
卡特彼勒	美国	375.38	16.30%
小松	日本	246.48	10.70%
徐工集团	中国	134.07	5.80%
迪尔	美国	125.34	5.40%
三一重工	中国	118.82	5.20%
沃尔沃建筑设备	瑞典	99.07	4.30%
利勃海尔	德国	98.55	4.30%
日立建机	日本	92.3	4.00%
山特维克矿山与岩石技术	瑞典	77.69	3.40%
杰西博	英国	70	3.00%

资料来源：全球企业动态公众号，天风证券研究所

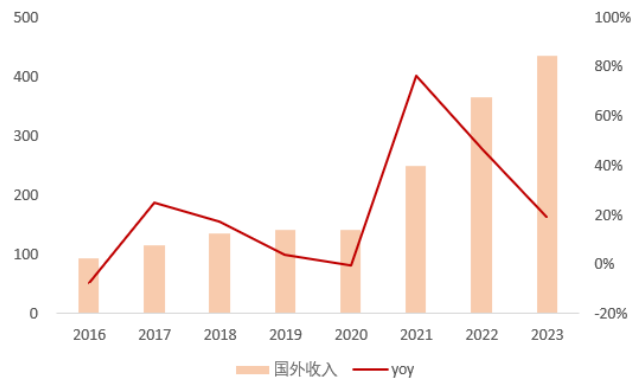
海外工程机械市场空间广阔，欧美占比半壁江山。根据 Off-Highway Research 数据，海外工程机械市场在未来几年规模均在 7000 亿元以上，而其中北美加欧洲两个市场占据一半左右份额，未来国内企业可拓展空间仍较大。而目前公司在欧美市场的销售收入以及市占率均处于极低水平，未来提升空间广阔。

图 21：海外工程机械市场销售额预测 (亿美元)



资料来源：Off-Highway Research，天风证券研究所

图 22：2016-2023 年公司国外收入表现 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

同时我们也重申在已发报告《工程机械：基于区域市场分析，论工程机械海外空间几何》（外发时间为 23 年 7 月）中对欧美市场的观点：

➤ 北美洲市场观点总结：

1) 市场空间：北美为全球最大的工程机械区域市场，2022 年工程机械市场空间超 3000 亿元，美国的移民国家属性使得其房地产需求持续增长，未来油气资本开支有望上行，或将带动矿用设备的需求高增。

2) 切入路径：虽国内工程机械产品出口美国仍存在 25% 的关税壁垒，但国内产品的成本优势明显，头部厂商仍具备较大的利润空间；此外，国内厂商在美国及拉丁美洲的生产基地产能逐渐释放，可以有效规避关税的限制。美国企业虽在北美洲占据主导地位，但参考日本与欧洲企业在北美已经拿到超过 600 亿元的市场份额，国内工程机械企业仍有较大提升空间。

➤ 欧洲市场观点总结：

1) 市场空间：2022 年欧洲工程机械市场规模约 1200 亿元，与国内接近；主要需求来自西欧的建筑业与俄罗斯的资源业，西欧国家的房地产增加值约为国内的 1.5 倍，基本保持稳定增长；俄罗斯的下游采矿业、建筑业、油气开采业投资额或是国内的 30% 左右，贡献一定市场空间。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/028060061143006132>