

民生机械 | 看好工程机械投资机会 250303

1、顺周期宏观判断

国内顺周期现状：顺周期从2021年景气度最高回落到现在约三年，宏观指标如PPI、工业企业营收、工业企业产成品库存基本到底部，且底部时长远超前几轮。同时，一二线城市房价开始止跌企稳，国内顺周期向上动能在加强。

日本经济借鉴：日本1990 - 1993年经济大幅下行后，

1994 - 1996 年经济重回景气阶段，1994 年 GDP 增幅达 5.6%，1995 年和 1996 年维持 2 - 3 个点的增长。虽之后受东南亚金融危机、互联网泡沫、次贷危机、疫情等外部因素干扰，但首轮经济下行后的反弹明显，日本股市反弹幅度也较大。中国经济下行三年左右，内生动能可能迎来类似日本 1994 - 1996 年的基本面反弹。

2、日本经济反弹原因及国内信号

日本经济反弹原因：一是政策因素，经济下行中政府发力，日本采取财政、货币政策，贷款利率基准利率从1990年的6%持续下调到1999年的0.15%；二是经济周期本身力量，库存周期一般4-6年，经济下行两三年后库存去化完成，会迎来补库存阶段，若终端需求自然恢复，补库存周期可能持续2-3年。小松工业1989

– 1993 年国内营收见底，
1993 – 1996 年回升，与国内经济复苏一致。

国内积极信号：PPI 当月同比从 2021 年 11 月回落，
2022 年 10 月转负，连续 28 个月为负，时长超上一轮；
工业企业产成品库存从
2022 年 4 月下行到 2024 年 12 月，累计下行 33 个月，
超上一轮；工业企业营收当月同比从 2024 年 4 月开始增长，虽受 PPI 为负影响利润端增幅受限，但 12 月数

据重新进入增长阶段。若 PPI 降幅收窄，工业企业利润总额可能增长。

房价相关情况：1 月份 70 个城市房价指数中，一线城市新房和二手房价格环比上涨 0.1%，北京、上海新房分别上涨 0.4%和 0.6%，连续四个月增长，广州止跌企稳，深圳微跌，整体一线城市房价稳步回升。2024 年 11 - 12 月，商品房和住宅销售面积同比实现增长，结束 2021 年 6 月以来的同

比下滑；新屋开工面积仍下行，但下滑幅度从 2022 年的 40%多收窄到 20%左右。

3、工程机械投资逻辑

需求端驱动因素：工程机械需求端驱动力主要是基建、房地产、采矿。2024 年基建占比 62%，与工程机械下游需求最相关；房地产占比 34%，2024 年固定资产投资下滑 10.5%，若后续地产投资、建造端数据好转，工程机械需求端可能改善。小挖销售好的原因，一是高标准

农田建设等零散需求，2023 - 2030 年国内需改造提升 3500 万亩高标准农田，每年投资额约 1000 亿；二是机器人逻辑，小型挖掘机价格不贵，有人购买替代人工。挖机周期情况：挖机周期约十年，上行五年，下行五年。本轮 2020 年达到顶部，2021 - 2024 年下行，2023 年见底，2024 年国内挖掘机同比多 1 万台，从 9 万台增至 10 万台。若把 2024 年作为上行起点，理论上会

涨到 2027 年。今年国内挖机大概率增长，三一、徐工等龙头预计国内挖机销量增幅 20%，公司本身增幅更快。小挖和大挖数据较好，中挖因与房地产关系大数据较弱，进入上行周期后三大品类可能齐头并进。小型挖掘机开工小时数 2024 年 8 月开始同比正增长，8 - 12 月分别提升 2、2.1、6.1、4.3、17.3 小时。2025 年 1 月国内内销同比虽下滑 0.3%，但因过年少十天工作

日，还原后增长 30%，1 - 2 月行业端可能有 30% 的增长。

出口端情况：国内工程机械公司在全球竞争力呈提升趋势，2022 年三一、中联、徐工三家在全球份额 13.9%，去掉欧美市场接近 30%，2024 年约 14% 多，后续可提升份额仍有。海外主机厂今年增长指引在 15% 左右，预计今年国内挖掘机快速增长，出口维持 10 -

20%的稳健增长，行业龙头增幅更快。

利润率提升：国内工程机械很多主机厂如三一、徐工、中联、铁建重工、柳工等都追求利润，利润端弹性超收入弹性。小松在日本经济衰退后进行战略调整，追求利润，2023 年经营利润率接近 16%，而 2001 年曾亏损。国内工程机械公司 2021 - 2023 年回落使其认识到利润的重要性，以三一、徐工为代表的龙头维护行业健

康发展，不打价格战，铁建重工、柳工进行国企改革搞股权激励，从 2023 年开始净利润季度同比基本都在增长，今年这些公司都诉求提升利润率。

4、投资建议

看好工程机械原因：国内宏观经济复苏动能增强，一方面政策持续发力，另一方面经济本身的库存周期发挥作用。国内宏观指标有所改善，工业企业收入、利润及房地产市场有企稳迹象。顺

周期中工程机械基本面较好，房地产市场积极因素增多将改善工程机械需求，国内工程机械特别是挖机进入新的增长周期，且主机公司都追求利润。

选股建议：从选股角度，按国内挖机占比比例选，首推三一，其次徐工，然后是恒立，后续还有中联、柳工、山推等。