

今日焦點:

► 中國工程機械——以更新換代及出口驅動復甦

中國是全球工程機械的核心市場，但行業週期性強。內需仍然偏弱，惟在減碳目標推進及智能化技術加速採用的帶動下，正逐步走向正常化。以更新換代帶動的升級需求，正成為支撐內需的主要結構性力量。與此同時，海外市場持續走強，中國主機廠加快全球化擴張，海外收入佔比上升以對沖內需疲弱。整體而言，行業正由 ” 投資驅動的國內週期 ” 轉向以 “ 技術升級與海外擴張 ” 為核心的增長框架。

中國市場：更新換代與升級帶動回升

根據 Frost & Sullivan，中國工程機械市場規模由 2021 年高位的 723 億美元收縮至 2024 年的 234 億美元。然而，市場預計於 2024 - 2030 年以 16% 的複合年增長率增長，並有望於 2030 年超過 570 億美元。是次復甦預期以更新換代為主導，更新需求佔比料由目前約 60% 提升至 2030 年的 69%。推動結構性升級的兩大因素為：能效提升及智能化解決方案的應用。兩者均指向更高生產力、更環保、更低人力依賴，以及更佳的營運安全。

出口市場：全球版圖持續擴大

與中國多數工業板塊相若，海外市場是主要增長動力。中國工程機械工業協會數據顯示，出口額由 2020 年的 200 億美元擴大至 2024 年的 500 億美元，並預計 2025E 達 580 億美元。中國機電產品進出口商會（CCCME）數據亦反映增長動能延續：11m25 出口達 538 億美元（同比 +12.5%），11 月單月出口 52 億美元，同比增速加快至 17%。出口結構仍然均衡：整機出口 390.8 億美元（同比 +12.5%），佔比 72.6%；零部件出口 147.3 億美元（同比 +12.4%），佔比 27.4%。按地區劃分，亞洲仍為最大目的地，佔 41.9%；其後為歐洲（21.2%）及非洲（14.7%）；拉丁美洲、北美及大洋洲分別貢獻 11.0%、7.5% 及 3.6%，凸顯市場分散度高、覆蓋廣泛。

亦值得強調，對於 A 股主機廠而言，海外收入貢獻由 2020 年約 10% 升至 2024 年的 45%，反映企業正由單純出口轉向全價值鏈全球化，並在海外製造與服務覆蓋方面加深本地化。相關趨勢亦可由下列表格印證。表 1 彙整各公司 1H25 的標準化財務對標數據，以便於在同一口徑下比較規模、盈利能力及海外貢獻；表 2 則梳理各公司業務組合與全球佈局，突顯其於海外產能本地化及售後／服務網絡建設進度上的差異。

香港及中國市場指數		收市	每日升跌	今年累升			
恒生指數		26,710	1.4%	4.2%			
中資企業指數		9,244	1.0%	3.7%			
紅籌指數		4,140	1.3%	3.1%			
滬深300指數		4,790	1.5%	3.5%			
上海A股		4,282	1.5%	1.2%			
上海B股		256	0.4%	1.2%			
深圳A股		2,739	1.4%	3.4%			
深圳B股		1,285	0.7%	1.6%			
主要市場指數		收市	每日升跌	今年累升			
美國道指		49,462	1.0%	2.9%			
標普500		6,944	0.6%	1.5%			
美國納斯達克指數		23,547	0.6%	1.3%			
日經平均指數		52,387	-0.2%	4.1%			
英國富時指數		10,122	1.2%	1.9%			
法國證商公會指數		8,237	0.3%	1.1%			
德國法蘭克福指數		24,892	0.1%	1.6%			
商品價格		收市	每日升跌	今年累升			
金價	(美元/盎司)	4,494	1.0%	4.0%			
銅價	(美元/盎司)	2,671	2.4%	5.0%			
銀價	(美元/盎司)	81	6.1%	15.0%			
原油	(美元/桶)	57	-2.0%	-2.7%			
銅價	(美元/盎司)	13,238	6.2%	6.6%			
鋁價	(美元/盎司)	3,129	3.8%	4.5%			
鉛價	(美元/盎司)	2,446	7.5%	18.9%			
錫價	(美元/盎司)	3,251	4.0%	4.3%			
小麥	(美分/蒲式耳)	510	0.8%	0.7%			
玉米	(美分/蒲式耳)	444	1.5%	0.9%			
糖	(美分/磅)	64	-3.6%	-1.8%			
黃豆	(美分/蒲式耳)	1,056	1.0%	0.8%			
PVC	(美元/噸)	4,874	2.4%	0.0%			
CRB 指數		302	1.4%	3.0%			
BDI			-1.6%	-1.4%			
匯率							
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣	
美元		7.8	0.9	156.7	0.8	7.0	
港元	0.1		0.1	20.1	10.2	0.9	
歐羅	1.2	9.1		183.1	1.1	8.2	
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0	
瑞郎	1.3	9.8	1.1	196.9		8.8	
人民幣	0.1	1.1	0.1	22.4	0.1		
市場情緒						目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期							
希臘						NA	NA
愛爾蘭						83	-2.4%
義大利						139	-0.6%
葡萄牙						207	-0.0%
西班牙						108	0.3%
波動率指數						14	3.9%

表 1：1H25 財務比較（人民幣十億元）

公司	核心產品 / 業務重點	主要海外佈局
徐工機械	起重機領域領先者。	設有50多間海外子公司、2000多個服務及備件網點，業務覆蓋「一帶一路」沿線95%的國家。
三一重工	全面覆蓋工程機械核心品類。	擁有15個海外製造基地、1200個服務網點；實踐全價值鏈本土化。
中聯重科	混凝土機械領先者；擁有全球最高的直臂式高空作業設備。	產品遠銷全球超過170個國家及地區。
柳工機械	專注於中、小型挖掘機。	深耕東南亞及南亞市場；擁有超過400家經銷商，服務網點突破1300個。

資料來源：公司資料、新華滙富研究

表 2：業務概況及全球佈局

企業名稱	25H1 營收 (億元人民幣)	年增率 (%)	25H1 海外營收 (億元人民幣)	海外營 收年增 率 (%)	海外營 收佔比 (%)	毛利率 (%)	淨利率 (%)	全球 市佔 率 (%)
徐工機械	548.0	8.0	255.6	16.6	46.6	22.0	8.0	5.4
三一重工	445.0	11.7	263.0	11.7	60.3	27.4	11.7	4.6
中聯重科	249.0	1.3	138.0	15.0	55.6	28.1	11.1	2.4
柳工機械	182.0	13.2	85.0	10.5	46.9	22.3	6.8	1.8

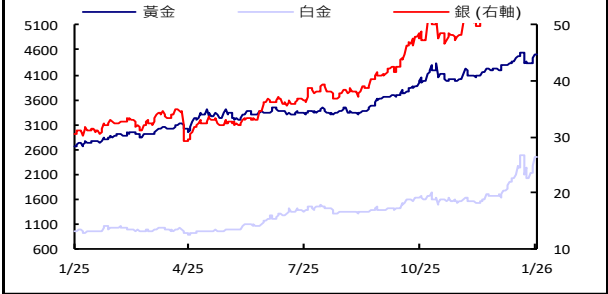
資料來源：公司資料、新華滙富研究

我們觀點：在中國基建高峰後的常態化調整下，行業正接近週期性谷底。內需方面，受超長期特別國債支持的重大項目落地，以及大規模設備更新政策帶來的增量利好所支撐。海外增長將是對沖內需疲弱的關鍵，隨着中國主機廠透過擴充海外製造基地並強化售後及服務網絡以深化本地化。全球需求則受多重催化因素支撐：潛在減息週期或有助改善北美住房相關活動；歐洲渠道庫存偏精簡或帶來補庫週期；新興市場仍具結構性上行空間，其中東南亞受城市化持續推進帶動，而非洲在商品價格上行下，礦業與基建資本開支料更為穩健。

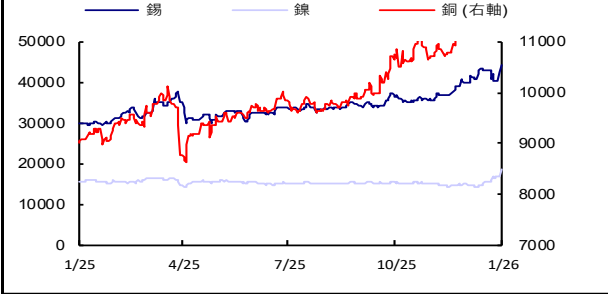
我們偏好三一重工（6031 HK，HK\$22.66，市值 163 億港元）及徐工機械（000425 SZ，RMB11.76，市值 1,382 億人民幣），主要受惠於其具規模且日益本地化的全球平台、更高的海外收入結構性佔比、穩健的資產負債表能力，以及持續的技術與產品競爭力。兩者目前對應 2026E 市盈率分別為 17 倍及 14 倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

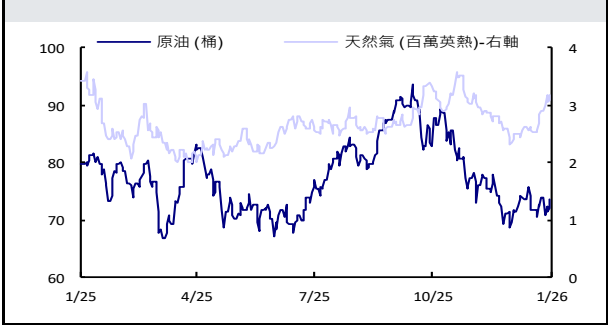
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4496	3.6	3.6	68.7
白金 (盎司)	2434	19.6	19.6	152.8
銀 (盎司)	81	14.8	14.8	164.1



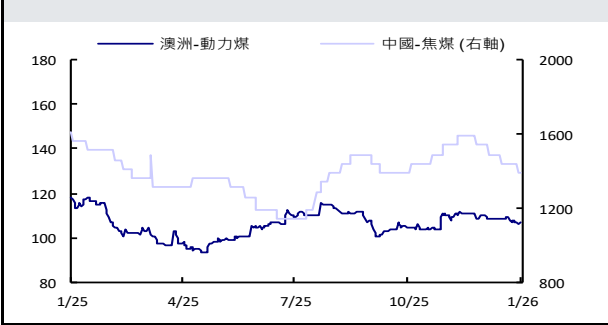
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13238	6.6	6.6	47.0
鎳 (噸)	18524	11.3	11.3	20.3
錫 (噸)	44526	9.8	9.8	48.7



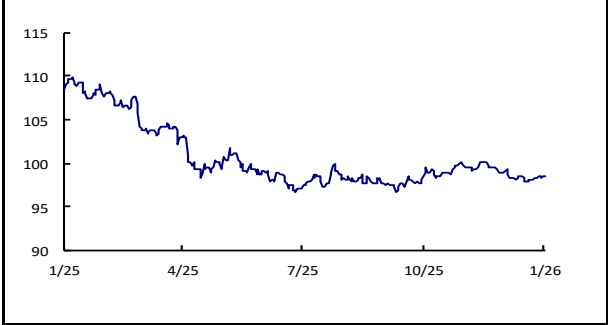
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	57.1	(0.5)	(0.5)	(23.1)
天然氣 (百萬英熱)	3.4	(9.1)	(9.1)	(2.9)



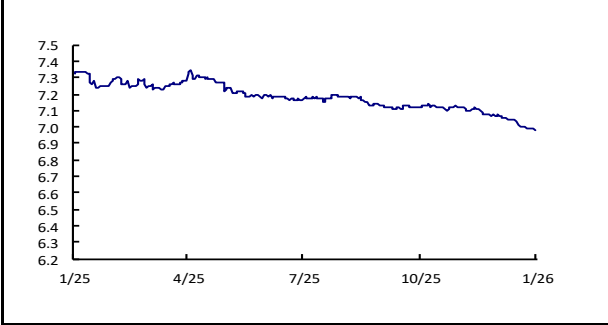
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	(3.5)	(3.5)	(13.7)
澳洲動力煤 (US\$/t)	107.3	(0.2)	(0.2)	(9.3)



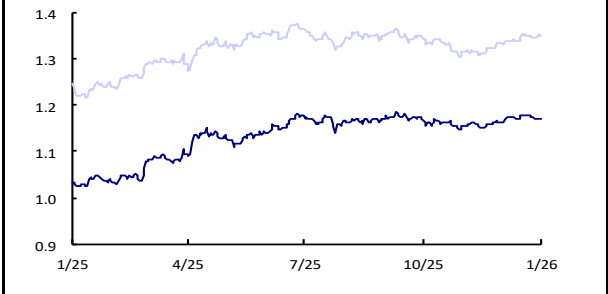
	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.6	0.3	0.3	(9.2)



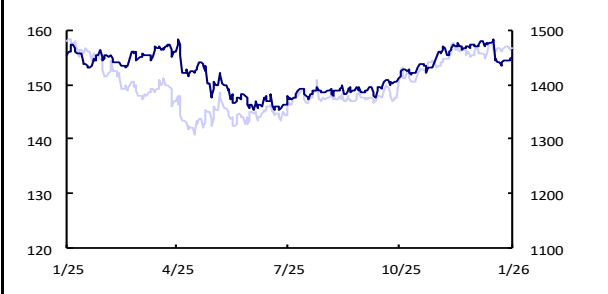
	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.0	(0.1)	(0.1)	(4.7)



	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(0.5)	(0.5)	13.0
英鎊	14	0.2	0.2	8.2



	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	156.7	(0.0)	(0.0)	(0.9)
韓圓	1447.5	0.2	0.2	(0.4)



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
新屋開工與營建許可	月		26年1月9日
生產者物價指數	月		26年1月14日
採購經理人指數	月		26年2月2日
個人收入與支出	月		26年1月12日
耐久財訂單	月		26年1月7日
工廠訂單	月		26年1月7日
首次申請失業保險金人數	週		26年1月8日
貿易收支	月		26年1月8日
批發庫存	月		26年1月8日
就業報告	月		26年1月9日
消費者物價指數	月		26年1月13日
零售業銷售額	月		26年1月14日
成屋銷售量	月		26年1月14日
工業生產指數	月		26年1月16日
國內生產毛額	季		26年1月22日
消費者信心指數	月		26年1月27日
新屋銷售	月		26年1月13日
商業庫存	月		26年1月14日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	季		26年1月7日
M2貨幣供應量	月		26年1月9日
生產者物價指數	月		26年1月9日
消費者物價指數	月		26年1月9日
貿易收支	月		26年1月14日
零售業銷售額	月		26年1月19日
工業生產報告	月		26年1月19日
國內生產毛額	年		26年1月19日
採購經理人指數	月		26年1月31日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
外匯儲備	月		26年1月7日
失業率報告	月		26年1月20日
消費者物價指數	月		26年1月22日
貿易收支	月		26年1月27日
M2貨幣供應量	月		26年1月30日
國內生產毛額	季		26年1月30日
零售業銷售額	月		26年2月3日
採購經理人指數	月		26年2月4日
生產價格	季		26年3月13日
工業生產報告	季		26年3月13日
綜合利率	月		

滙富研究部		
分析員 王學宏 (Howard Wong) 李旭佳 (Alan Li)	電郵 howard.wong@sunwahkingsway.com alan.li@sunwahkingsway.com	電話 (852)22837307 (852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及／或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

滙富金融服務及／或其聯屬公司實益擁有三一重工股份有限公司 - H股(6031.HK)之股票。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115NguyenHue
District1
HoChiMinhCity
Vietnam