

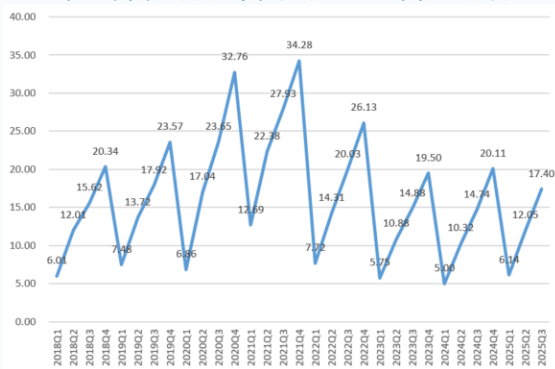
工程机械行业 2026 年度信用风险展望 (2025 年 12 月)

工商评级三部 | 王煜彤

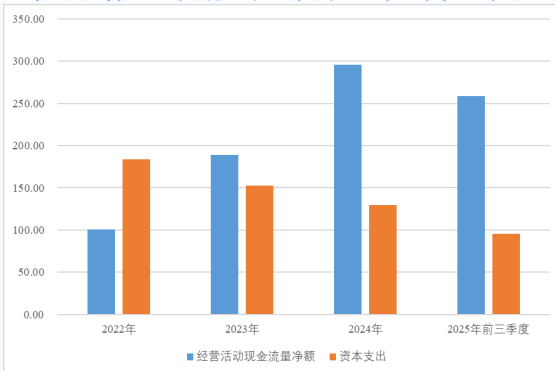
近年来中国主要钢材市场价格



近年来中国挖掘机当年累计销量 (单位: 万台)



工程机械行业经营现金流及资本支出 (单位: 亿元)



工程机械行业信用风险展望 | 2026

联合资信认为,工程机械行业将延续“内需企稳、外需强劲”的基调,在政策托底与成本红利下,预计未来行业信用风险总体可控,展望稳定。然而,行业信用水平呈现“结构性分化”,信用基本面改善主要集中于头部企业,而广大中小企业仍面临严峻挑战。

摘要

- 2025 年以来,随着国家大规模设备更新和消费品以旧换新政策的扩围实施,以及相关产业政策的逐步落地,有效对冲房地产投资下滑影响,东南亚、中东等海外基建需求旺盛,成为重要增长引擎,为工程机械行业带来了确定性的市场机遇,对其行业需求形成稳定支撑。
- 受益于销量回升及原材料成本下行,工程机械行业主要上市公司盈利能力提升,经营活动现金流增长,然而,部分企业短期偿债指标弱化,叠加行业存续债券于 2026 年到期规模占比高,债券集中到期与流动性管理需关注。
- 中国工程机械行业已形成集中度高、梯队分明的竞争格局,“马太效应”显著,头部企业依托技术、品牌、全球化渠道和资金实力构建了深厚的信用护城河,腰部企业差异化求存,尾部企业出清风险高。
- 长期发展路径清晰,但转型伴随信用分化。在“人工智能+”与“双碳”目标引领下,行业向高端化、智能化、绿色化转型明确。这一过程将驱动产品价值提升,但也意味着持续的资本开支,并可能进一步拉大企业间在技术、资金与盈利上的差距,行业信用资质分化预计将长期持续并可能加剧。
- 工程机械行业整体发债企业数量较少,2026 年工程机械行业的信用风险“结构性稳定”。头部上市公司信用根基稳固;而数量众多的非上市、中小型企业,其信用脆弱性依然突出,是风险主要所在。



公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

一、行业基本面

1 宏观（及区域）环境

宏观环境通过“政策托底需求”与“结构性融资分化”两条路径影响行业，对头部企业形成支撑，但加剧了非头部企业的信用资质分化。

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构分化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年前三季度）](#)》。

2 行业政策与监管环境

2025 年以来，随着国家大规模设备更新和消费品以旧换新政策的扩围实施，以及相关产业政策的逐步落地，为工程机械行业带来了确定性的市场机遇，对其行业需求形成稳定支撑，明确了高端化、智能化和绿色化的发展路径，工程机械行业智能化转型进入了由国家顶层设计牵引的“快车道”。未来，行业竞争重点将转向满足新标准、提供新技术解决方案的综合能力。

行业政策方面，2025 年以来，工程机械行业相关产业政策逐步落地。2025 年 1 月，国家发展改革委和财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新，重点支持高端化、智能化、绿色化设备的应用，同时政策配套了标准提升、循环利用等措施，将直接扩大工程机械行业下游需求，引导产业方向，规范和拓展现有市场。2025 年 8 月，国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，加快工业软件创新突破，将 AI 与工业互联网融合，推动工程机械装备从“功能机”向“智能体”演进。2025 年 9 月，工业和信息化部等六部门联合印发《机械行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，提出 2025-2026 年力争机械行业营业收入平均增速达到 3.5% 左右，到 2026 年营业收入突破 10 万亿元，该政策作为顶层设计，为包括工程机械在内的整个机械行业设定了明确的发展目标和工作方向。

图表 1 • 2025 年前三季度工程机械行业政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2025 年 1 月	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委、财政部	加力推进设备更新、扩围支持消费品以旧换新、加快提升回收循环利用水平、充分发挥标准提升牵引作用等
2025 年 8 月	《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》	国务院	推动产业全要素智能化发展，助力传统产业改造升级

2025 年 9 月	《深入推动服务型制造创新发展实施方案（2025-2028 年）》	工业和信息化部等七部门	提出到 2028 年，服务型制造在制造业高质量发展中的作用进一步增强，完成 20 项标准制定，打造 50 个领军品牌，建设 100 个创新发展高地
2025 年 9 月	《机械行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	工业和信息化部等六部门	推动机械行业高质量发展，为工业经济稳定运行提供有力支撑。提出 2025-2026 年力争机械行业营业收入平均增速达到 3.5% 左右，到 2026 年营业收入突破 10 万亿元

数据来源：公开资料，联合资信整理

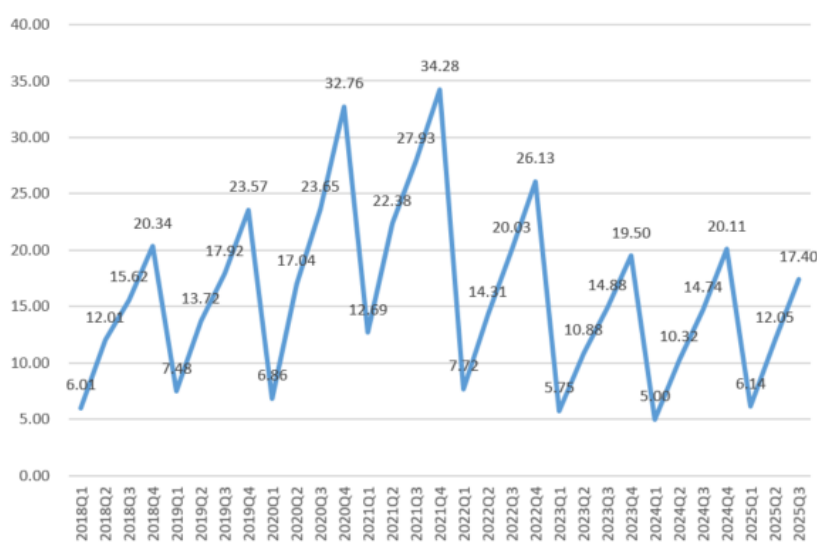
3 行业运行情况

受益于国内设备更新需求释放、国家重大基建项目陆续开工以及东南亚、中东、非洲等地区基建需求旺盛，国内市场不断回暖，海外市场持续发力，工程机械行业主要上市公司盈利能力提升，行业呈现出“内需企稳、外需强劲”的双轮驱动格局。

2025 年前三季度，随着国内设备更新需求释放和国家重大基建项目陆续开工，国内市场不断回暖；同时，东南亚、中东、非洲等地区基建需求旺盛，海外市场持续发力（海外毛利率高于国内），工程机械行业主要上市企业¹实现收入 2611.24 亿元，实现利润 282.24 亿元，分别同比增长 11.27% 和 23.87%，盈利能力提升。国内龙头企业通过建立海外研发中心、生产基地和本地化服务网络，不断增强全球竞争力。

分产品看，根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2025 年前三季度，中国挖掘机主要制造企业共计销售各类挖掘机械产品 174039 台，同比增长 18.1%。其中，国内市场销量 89877 台，同比增长 21.5%；出口销量 84162 台，同比增长 14.6%。中国装载机主要制造企业共计销售各类装载机 93739 台，同比增长 14.6%。其中，国内市场销量 49996 台，同比增长 20.7%；出口销量 43743 台，同比增长 8.3%。受益于国内存量设备更新需求的集中释放，作为工程机械行业的“晴雨表”，挖掘机销量持续增长预示着工程机械行业已步入新一轮的复苏与增长周期。

图表 2 • 2018—2025 年 9 月底中国挖掘机当年累计销量（单位：万台）



数据来源：公开资料，联合资信整理

¹ 工程机械行业主要上市企业统计口径同第二章“行业财务状况”，不包含工程机械租赁、机械零部件等，更注重工程机械整车生产。

工程机械行业上游钢材价格整体“波动下行”，成本下降有助于改善工程机械企业毛利率；需求端全国房地产开发投资持续下降，但基础设施投资同比有所增长。

从供应端看，工程机械行业的上游主要是钢、铁、液压件以及发动机等原材料与核心零部件。根据中商产业研究院数据，钢材约占工程机械成本的 30%。钢、铁价格的涨跌直接影响到工程机械制造企业的生产成本，进而影响工程机械制造企业的盈利能力。2025 年前三季度，中国钢材价格整体呈现“波动下行”的发展态势，成本下降有助于改善工程机械企业毛利率。截至 2025 年 9 月底，中国螺纹钢（型号：HRB400E,20mm）、镀锌板卷（型号：1.0mm 镀锌）、热轧板卷（型号：Q235,2.75mm）和中板（型号：普 20mm）的市场价格分别为 3260 元/吨、4003 元/吨、3496 元/吨和 3519 元/吨，较 2024 年 9 月底分别下降 17.20%、7.49%、8.27%和 6.31%，主要原材料成本压力有所缓解。

图表 3 • 2020—2025 年 9 月底中国主要钢材市场价格



数据来源：Wind，联合资信整理

从需求端看，房地产开发和基础设施建设为工程机械行业下游应用的主要领域。2025 年前三季度，国民经济运行稳中有进，根据国家统计局统计数据，2025 年前三季度中国国内生产总值 1015036 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。其中，全国固定资产投资（不含农户）371535 亿元，同比下降 0.5%。

具体来看，2025 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）中，基础设施投资同比增长 1.1%，制造业投资同比增长 4.0%，房地产开发投资同比下降 13.9%。房地产开发投资方面，2025 年前三季度，全国房地产开发投资 67706 亿元，同比下降 13.9%，其中，住宅投资 52046 亿元，同比下降 12.9%。房地产开发企业房屋施工面积 648580 万平方米，同比下降 9.4%；房屋新开工面积 45399 万平方米，同比下降 18.9%；房屋竣工面积 31129 万平方米，同比下降 15.3%。

4 行业竞争格局²

中国工程机械行业已形成集中度高、梯队分明的竞争格局，“马太效应”显著，头部企业依托技术、品牌、全球化渠道和资金实力构建了高壁垒，腰部企业差异化求存，尾部企业出清风险高，跨界新进者加速行业电动化、智能化转型，这种竞争格局将导致行业信用风险高度结构化分化。

² 企业简称说明：徐工集团工程机械股份有限公司，简称“徐工机械”；三一重工股份有限公司，简称“三一重工”；中联重科股份有限公司，简称“中联重科”；广西柳工机械股份有限公司，简称“柳工”；山推工程机械股份有限公司，简称“山推股份”；山河智能装备股份有限公司，简称“山河智能”。

中国工程机械行业经过多年的市场竞争和整合，已经形成了以徐工机械、三一重工和中联重科为第一梯队，柳工、山推股份、山河智能等为第二梯队的集中度高、梯队分明的竞争格局，头部企业优势明显。根据《2025 全球工程机械制造商 50 强》榜单数据（根据销售额计算），有 13 家中国企业入榜，合计占 50 强总销售额的 19.13%。其中徐工机械排名第四，三一重工排名第五，中联重科排名第十，榜单前三名分别为“卡特彼勒”“小松”和“约翰迪尔”。工程机械行业产品品类复杂（如挖掘机、起重机、混凝土机械等），不同产品线的竞争格局和市场份额差异巨大。从国内市场来看，截至 2025 年 6 月底，徐工机械的土方机械、三一重工的挖掘机和中联重科的起重机械分别位居行业第一。总体看，头部企业凭借规模、盈利和融资优势，信用壁垒极高；而大量未上市、非头部的中小型企业，成为信用风险的“重灾区”。本报告分析样本聚焦上市公司和发债企业，可能低估了行业整体的潜在信用风险。

2025 年前三季度，中国工程机械行业 CR3（徐工机械、三一重工和中联重科）营业总收入占工程机械行业主要上市企业合计总收入的 69.48%，CR3 利润总额占比 70.68%，“马太效应”显著，头部企业掌握行业过半利润，且海外占比均已超过 45%，在技术、品牌、全球化渠道和资金实力构建了高壁垒，能够主导行业规则，盈利水平高于行业平均；腰部企业通过差异化竞争策略在细分市场或区域拥有优势，融资能力相对头部企业较弱，抗周期能力较弱；尾部企业规模较小、品牌影响力弱，多数依赖低端产品、价格竞争，盈利能力差，出清风险高。跨界新进者主要通过技术融合和场景拓展来影响行业，并未颠覆现有整机格局，而是加速了电动化、智能化转型，并推动了产业链的“无界”融合，这种格局将导致行业信用风险高度结构化分化。

二、行业财务状况³

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中国工程机械上市公司的产品类型、技术实力、服务能力、生产规模等方面进行了筛选，选择了徐工机械、三一重工、中联重科、柳工、山推股份、浙江鼎力、山河智能、宇通重工、厦工股份、安徽合力、杭叉集团等 11 家主要工程机械整车生产上市公司作为行业样本，以此分析工程机械行业企业财务状况。

1 盈利水平及行业增长性

2025 年以来，工程机械行业呈现稳健向好的发展态势，整体盈利能力增强，经营活动现金流增长明显，行业资产报酬率保持稳定，现金回收情况总体良好，整体反映出行业增长的积极信号；同时，行业资本支出逐年下降，企业逐步控制投资规模、优化资本配置，或逐渐进入投资回报期。

2025 年以来，工程机械行业呈现稳健向好的发展态势。受益于国内存量设备更新需求的集中释放，和海外市场的持续发力，2025 年前三季度，工程机械行业主要上市企业合计营业总收入同比增长 11.27%，利润总额同比增长 23.87%，实现较高增速；营业利润率持续上升，从 2022 年的 5.67% 提升至 2025 年前三季度的 10.74%，整体盈利能力逐年增强，反映了行业增长的积极信号；行业资产报酬率相对稳定，2025 年前三季度达到 5.48%。2022—2024 年，工程机械行业现金收入比均保持在 100% 以上，销售收入现金回收情况良好，2025 年前三季度略有下降，但仍保持较高水平。

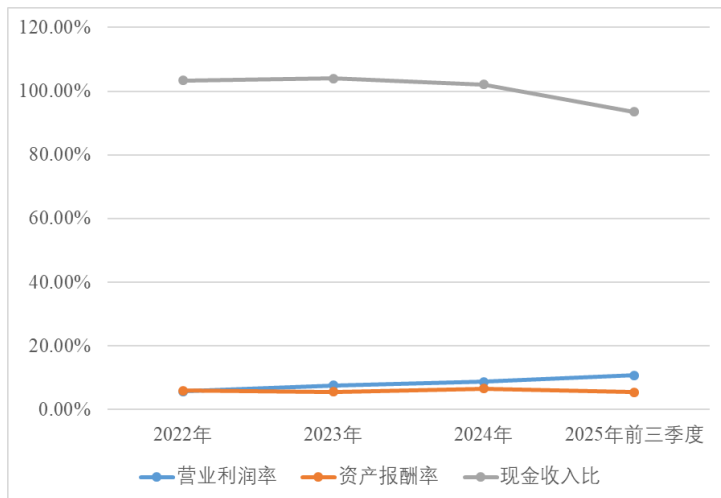
从现金流和资本支出来看，2022—2024 年，工程机械行业经营活动现金流量净额（合计值）持续增长，且增幅明显，2025 年前三季度，行业经营活动现金净流入同比增长 28.37% 至 258.84 亿元，预计 2025 年全年将保持强劲增长；行业资本支出（合计值）呈逐年下降趋势，反映出企业逐步控制投资规模、优化资本

³ “山河智能”。

³ 企业简称说明：浙江鼎力机械股份有限公司，简称“浙江鼎力”；宇通重工股份有限公司，简称“宇通重工”；厦门厦工机械股份有限公司，简称“厦工股份”；安徽合力股份有限公司，简称“安徽合力”；杭叉集团股份有限公司，简称“杭叉集团”。

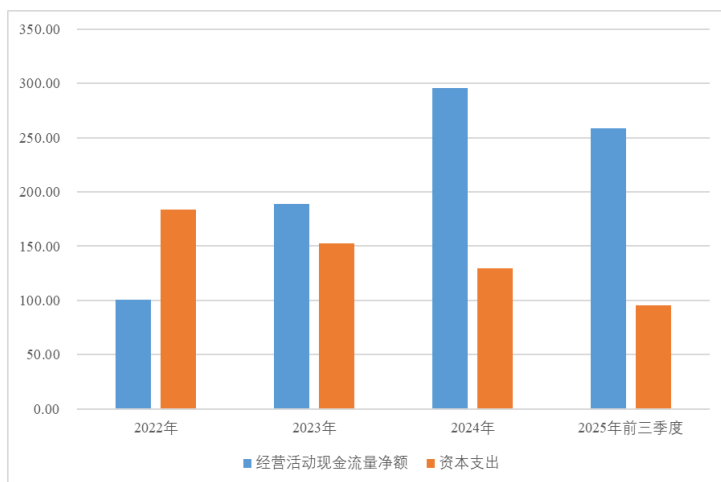
配置，或逐渐进入投资回报期。

图表 4 • 工程机械行业盈利指标



数据来源：Wind，联合资信整理

图表 5 • 工程机械行业经营现金流及资本支出（合计值）（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

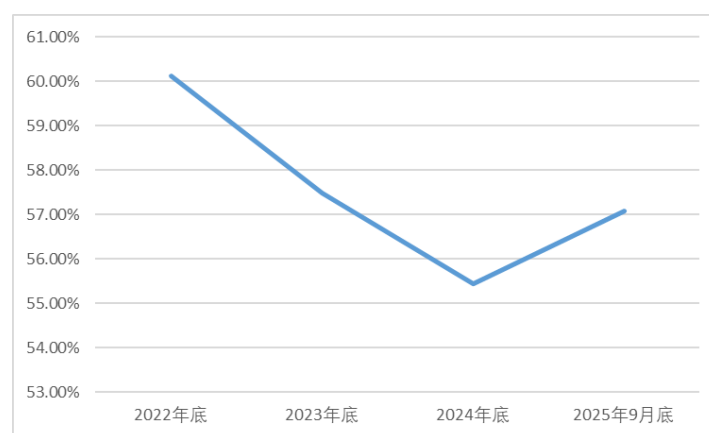
2 杠杆及偿债水平

截至 2025 年 9 月底，工程机械行业杠杆水平有所提升，但仍在合理区间内波动；偿债能力指标整体有所弱化，行业面临短期偿债压力有所上升，需关注债务结构优化与现金流管理。

2022—2024 年底，工程机械行业杠杆水平持续下降；截至 2025 年 9 月底，行业杠杆水平有所提升，但仍在合理区间内波动，行业全部债务资本化比率为 42.01%，较上年底提高 2.24 个百分点，整体处于正常水平。

从偿债水平来看，截至 2025 年 9 月底，工程机械行业现金类资产/短期债务为 0.80 倍，现金类资产无法覆盖短期债务，较上年底略有下降；经营现金流流动负债比为 9.16%，较上年底下降 2.68 个百分点，主要系经营现金流减少且流动负债增长所致；全部债务/经营活动现金流量净额为 7.46 倍，较上年底有所增长，经营活动现金流对债务的保障程度下降，整体偿债能力指标均有所弱化。

图表 6 • 工程机械行业杠杆水平指标



数据来源：Wind，联合资信整理

三、行业债券市场表现

1 行业发债企业概况

工程机械行业整体发债企业数量少，整体信用资质好，未发生违约、级别下调等情况。

工程机械行业整体发债企业数量少，截至 2025 年 9 月底，工程机械行业主要发债企业为 3 家，分别为徐工机械、中联重科和柳工，存续债券余额合计 256.75 亿元，债券种类包括中期票据、公司债和 ABS/ABN 结构化产品，上述发债企业主体信用等级均为 AAA，未发生违约、级别下调等情况。当前债券市场数据仅能反映少数头部企业的融资状况，发债企业分析对行业真实融资情况的代表性不足。

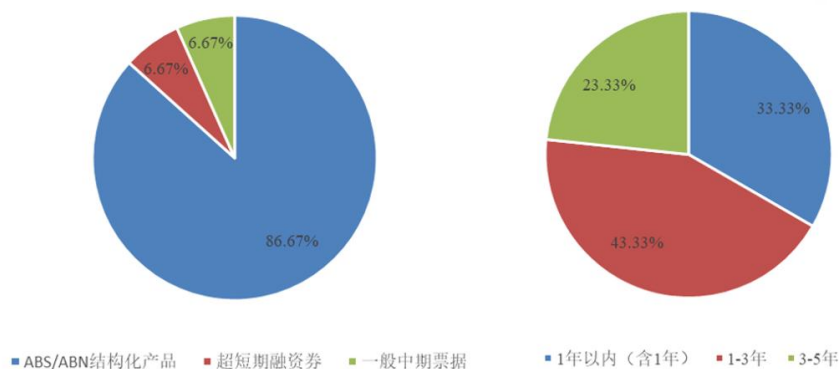
2 债券市场情况

2025 年前三季度，工程机械行业企业积极盘活应收账款等存量资产进行融资，发行信用债券规模较上年同期有所增长，发行期限以 1~3 年为主，行业利差水平较低且走势相对稳定。行业存续债券于 2026 年到期规模占比较高，存在一定集中偿付压力。

2025 年 1—9 月，从发债情况上看，工程机械行业中共有 2 家发行 30 支信用债券，发行规模合计 153.55 亿元。（2024 年 1—9 月，共有 2 家工程机械企业发行 19 支信用债券，发行规模合计 128.19 亿元）。其中，26 支信用债券为 ABS/ABN 结构化产品，2 支信用债券为超短期融资券，2 支信用债券为一般中期票据，企业积极盘活应收账款等存量资产进行融资，结构化产品发行量增加。

从发行期限结构来看，工程机械行业企业发行信用债券期限以 1~3 年为主，期限偏短，是企业基于自身高周期性、现金回流特点做出的适应性选择。

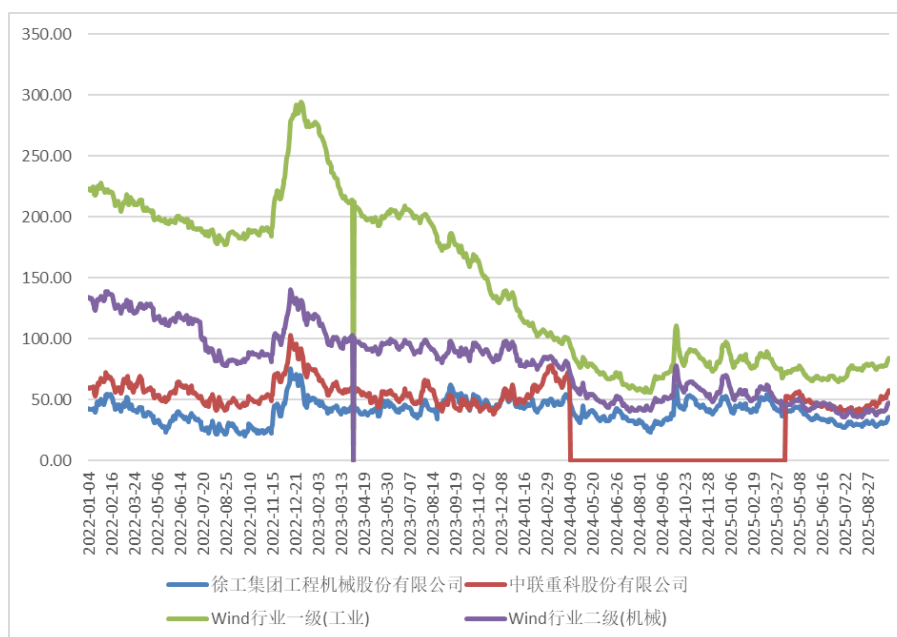
图表 7 • 工程机械行业企业 2025 年前三季度债券发行类型与期限结构情况



数据来源：Wind，联合资信整理

从发行利差来看，近三年主要发行企业（去除可转债）徐工机械和中联重科发行利差维持在 50BP 左右，利差水平较低且走势相对稳定，反映了外部市场对工程机械行业信用资质的认可和风险定价的稳定，同时，工程机械行业企业发行利差水平整体低于工业行业（Wind 行业一级）及机械行业（Wind 行业二级）利差水平。此外，50BP 左右的利差水平是高评级主体的体现，行业内不同企业的利差会因其个体信用状况而存在显著差异，仍需关注具体发债主体的个体情况以及宏观环境变化可能带来的影响。

图表 8 • 工程机械行业企业信用债发行利差走势（单位：BP）

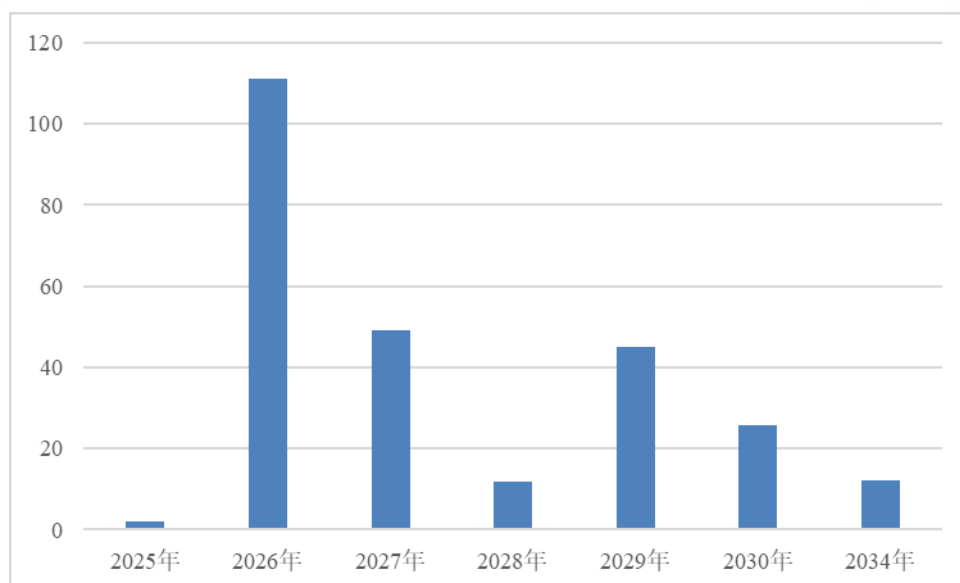


资料来源：Wind，联合资信整理

从债券到期分布来看，截至 2025 年 9 月底，工程机械行业企业存续债券到期日分布于 2025 年至 2034 年之间，其中 2026 年到期的信用债券占比较高，共 18 支（规模 111.24 亿元，占当前总存续债余额的 43.33%），存在一定集中到期风险。

从具体企业看，徐工机械 2026 年到期信用债券 103.54 亿元，截至 2025 年 9 月底，徐工机械拥有货币资金 224.54 亿元，期末现金及现金等价物余额 179.71 亿元，能够覆盖到期债券余额；中联重科 2026 年到期信用债券 7.70 亿元，截至 2025 年 9 月底中联重科货币资金（137.63 亿元）能够覆盖到期债券余额。

图表 9 • 工程机械行业企业 2025 年 9 月末债券到期期限分布情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

四、展望

短期来看，工程机械行业上游钢材等主要原材料价格预计保持相对低位或温和波动，有助于企业维持和改善盈利空间，但成本红利空间已收窄。“大规模设备更新”与“消费品以旧换新”政策的扩围实施，将在 2026 年继续为行业提供确定性的替换需求，但其效应可能从“爆发式释放”转向“平稳释放”，需警惕部分需求被前置透支。基建投资在政策性金融工具支持下预计保持温和增长，对工程机械行业形成直接拉动。东南亚、中东、非洲等地区的基建需求依然旺盛，中国龙头企业完善的海外本地化网络将持续提升市场份额，出口市场仍是增长的重要引擎。行业存续债券于 2026 年到期规模较高，叠加部分企业短期偿债指标有所弱化，需关注部分债务期限结构偏短的企业可能面临的流动性压力。对于主体信用 AAA 的头部发债企业，其强大的银行授信、多元的融资渠道及市场声誉，足以应对到期债务的滚续，但需关注融资成本是否上升，以及大量依赖短期银行信贷、非标融资且财务报表透明度低的中小企业，它们对融资环境波动的防御能力相对较弱。

长期来看，在“人工智能+”行动及“双碳”目标引领下，工程机械行业向高端化、智能化、绿色化发展的路径清晰。电动化工程机械、智能施工解决方案将成为竞争新焦点，驱动产品结构升级和价值提升，向高端化、智能化、服务化转型意味着持续的、高强度的研发与资本开支，这对所有企业的自由现金流构成长期消耗。头部企业凭借技术、品牌、全球化与资金优势，壁垒日益增高，“马太效应”将持续，行业竞争格局趋于稳定和优化。行业将从单纯销售设备向提供全生命周期服务、解决方案转型，成为企业提升客户粘性和盈利能力的长期战略。此外，全球地缘政治不确定性、主要经济体政策变动及贸易保护主义抬头，可能对海外市场的持续增长构成挑战。

综上，基于头部企业的稳健经营、强大的风险抵御能力以及国内宏观政策托底的预期下，预计 2026 年工程机械行业信用风险总体可控，展望稳定，但广大非上市、中小型企业仍面临盈利空间狭窄、融资渠道受限和转型压力的多重挑战，是行业潜在的信用风险点。行业运行预计将延续“内需稳、外需强”的基调，龙头企业将继续引领高质量发展，个体信用风险可能在行业分化中进一步暴露。

相关研究

[《工程机械行业观察及 2025 年信用风险展望》](#)
[《2025 年工程机械行业分析》](#)

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。