

资本品

全球机械制造商对关税影响的评估

我们总结了部分全球机械制造商近期对美国关税影响的评估。如果关税持续生效，大多数企业预计其影响将从第三季度开始显现。根据我们整理的数据，在主要企业中，小松（6301 JP，未评级）似乎受到的冲击相对较大。然而，值得注意的是，该评估是基于各公司自身不同的预设情景所得出的，因此不一定能够同口径对比。

- **卡特彼勒 (CAT US, 未评级) – 中等程度影响。**假设关税税率（截至 4 月 29 日）全年维持，预计 2025 年营收将同比小幅下降（相反，若没有关税，营收则同比持平）。预计 2Q25 年额外成本为 2.5 亿至 3.5 亿美元。按照我们的计算，这相当于 1Q25 营业利润的 10%至 14%。
- **小松 (6301 JP, 未评级) – 影响较大。**基于截至 4 月 24 日公布的关税，小松预计对 2025 财年的影响约为 785 亿日元（半年影响），该影响已反映在其 2025 财年全年净利润预测 3,090 亿日元（同比下降 30%）之中。
- **康明斯 (CMI US, 未评级) – 撤回展望指引。**关税对材料成本的影响将在未来几个月内逐渐显现，并将在 2H25 全面反映。如果关税无法缓解，康明斯将把额外的关税成本转嫁给客户。鉴于关税导致的宏观经济趋势高度不确定，康明斯撤回了 2025 年的展望指引，但表示将在形势更加稳定后恢复提供指引。
- **Oshkosh Crop (OSK US, 未评级) – 中等影响。**在 1Q25 业绩发布后的电话会议上，Oshkosh 提供了全年每股盈利 11 美元的指引。Oshkosh 预测关税的影响（主要影响高空作业平台）可能会使每股收益指引减少 1 美元，而关税的缓解效应可能有助于抵消 0.5 美元的影响。Oshkosh 预计平均售价将因关税而有所上涨，但其目标是将对客户的影响降至最低。
- **特雷克斯 (TEX US, 未评级) – 中等影响。**平均而言，特雷克斯 75%的产品在美国制造和销售（环保解决方案业务 100%；高空作业平台 70%；物料设备 40%）。在 1Q25 业绩发布后的电话会议上，特雷克斯预计全年每股收益为 4.7-5.1 美元，其中假设美国只对中国征收 50%的关税，则关税影响为 0.4 美元。关税影响将主要集中在 3Q25。特雷克斯表示，公司正在努力尽可能地吸收关税影响，以避免影响客户。
- **徐工机械 (000425 CH, 未评级) – 影响极小。**徐工预计受关税影响的收入为 7.8 亿至 8.2 亿元人民币（约 6 亿元人民币直接出口至美国，1.8 亿至 2.2 亿元人民币来自墨西哥对美国的销售），但这仅占徐工总收入的不到 1%。徐工将利用位于低关税地区的产能来缓解关税影响。
- **三一重工 (600031 CH, 买入，目标价：22 元人民币) – 影响较小。**2024 年美国市场收入占总收入的 5%。销往美国的产品在中国、印度和印度尼西亚生产。鉴于美国市场销量有限，我们认为整体影响并不显著。
- **浙江鼎力 (603338 CH, 持有，目标价：44 元人民币) – 影响较大。**美国市场是公司 2024 年最大的收入来源（占总收入的 30%）。鼎力目前在美国的高空作业平台库存（不受美国今年新提出的关税影响）足以满足 2025 年 9 月之前的销售需求。未来鼎力可能会通过提高平均售价来转嫁部分关税影响，但我们认为这将取决于竞争对手 Oshkosh 和特雷克斯的定价策略。此外，如果关税长期处于高位，鼎力将扩大在美国的产能。

优于大市
(维持)

中国资本品行业

冯健嵘, CFA
(852) 3900 0826
waynefung@cmbi.com.hk

相关报告:

Capital Goods sector – 1Q25 earnings: SANY Heavy beat; Zoomlion & Weichai slightly below expectation – 30 Apr 2025 ([link](#))

SANY Heavy (600031 CH, BUY) – 2024 earnings inline; Emerging markets remain the key focus – 18 Apr 2025 ([link](#))

Zhejiang Dingli (603338 CH, HOLD) – 2024 earnings way below expectations; outlook remains challenging – 21 Apr 2025 ([link](#))

Capital Goods – Strong domestic sales of earth-moving machinery in Mar – 8 Apr 2025 ([link](#))

Weichai Power (2338 HK / 000338 CH, BUY) – Strong engine margin expansion in 2024; 55% dividend payout ratio a record high – 28 Mar 2025 ([link](#))

Zoomlion (1157 HK / 000157 CH, BUY) – 2024 results below expectation; Still positive on the structural overseas growth trend – 26 Mar 2025 ([link](#))

■ **中联重科 (1157 HK, 买入, 目标价: 7.40 港元 / 000157 CH, 买入, 目标价: 9.90 元人民币) – 影响极小。**美国市场占公司总收入的不到 1%。中联重科在墨西哥设有生产基地, 主要生产高空作业平台。

投资策略: 我们继续偏好于受关税影响较小的公司。在我们覆盖的股票中, 我们继续看好三一重工 (600031 CH, 买入, 挖掘机上升周期+海外销售增长)、恒立液压 (601100 CH, 买入, 人形机械人零部件增长潜力) 和中联重科-H (1157 HK, 买入, 海外扩张+潜在股份回购)。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。