

# 联合信用评级有限公司

## 工程机械行业季度研究报告

(2019年4月1日至2019年6月30日)

### 一、行业整体运行情况

2019年二季度，我国工程机械行业景气度维持在较高水平，除推土机外，各产品销量同比增长，尤其是挖掘机销量创同期历史新高；下游房地产和基础设施投资保持正增长，但增速有所回落；环保政策趋严加速旧机淘汰换新，行业内企业更加注重经营质量，销售政策稳健，工程机械行业周期性趋于弱化。

2019年二季度，我国挖掘机累计销量62,428台，较上年同期增长3.94%，增速较上年同期回落69.65个百分点，但销量创2008年以来同期历史新高，持续保持高景气度。具体来看，2019年4-5月，我国小挖（0~13t）累计销售24,340台，较上年同期增长5.41%；中挖（13~30t）销售16,321台，较上年同期下降1.05%；大挖（30t以上）销售6,646台，较上年同期增长5.68%。2019年二季度，我国起重机累计销量12,599台，较上年同期增长34.79%；装载机累计销量33,072台，较上年同期增长5.82%；推土机累计销量1,500台，较上年同期下降36.55%。

从需求端看，我国经济面临一定下行压力，房地产开发和基础设施建设作为工程机械行业下游应用的主要领域，2019年二季度增速有所回落，其中固定资产投资197,229.00亿元，较上年同期增长0.34%，增速较上年同期回落4.86个百分点；房地产开发投资37,806.38亿元，较上年同期增长10.42%，增速较上年同期基本持平；房屋新开工面积66,780.17万平方米，较上年同期增长9.12%，增速较上年同期回落3.89个百分点。2019年以来，环保政策趋严加速高排放工程机械存量设备淘汰，基建投资总量保持正增长，加之行业内企业经营策略更加谨慎，行业进入良性竞争阶段，本轮周期性趋于弱化。

2019年二季度，工程机械产品主要用钢（中厚钢，10~20毫米）价格有所下降，从季初的4,048.10元/吨下降至3,943.10元/吨。2018年以来，我国钢材价格增速明显下降，随着工程机械产品需求增长，行业内企业成本控制压力有所缓解。

### 二、主要企业运行情况

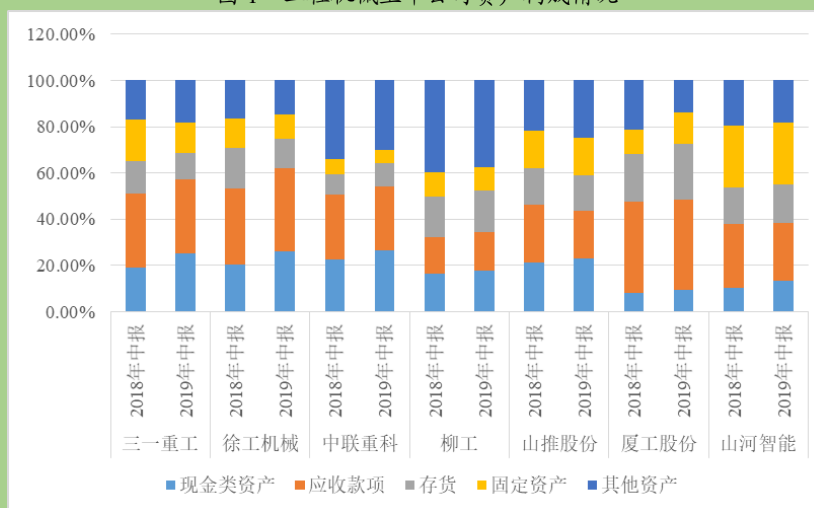
截至2019年6月底，行业资金回流速度进一步加快，现金类资产占比较上年同期均有不同程度的提升，但行业内应收账款和存货对运营资金的占用仍较为明显；除厦门厦工机械股份有限公司（以下简称“厦工股份”）外，样本企业资产负债率处于正常水平。2019年1-6月，龙头企业营收和净利润继续保持高增长的态势，期间费用率控制良好，并且盈利水平持续超预期；经营活动现金流状况出现分化，龙头企业经营活动现金流状况良好，中小型企业经营活动现金流状况一般。

为方便研究，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对工程机械上市企业进行了

筛选，选择了 8 家工程机械整车生产企业<sup>1</sup>的财务数据作为样本，以此分析工程机械行业企业财务数据情况。

从资产结构来看，截至 2019 年 6 月底，工程机械行业的资金回流速度进一步加快，样本企业现金类资产占比较 2018 年 6 月底均有不同程度的提升，其中三一重工股份有限公司（以下简称“三一重工”）、徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）和中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”）现金类资产占总资产比例分别为 25.44%、26.12%和 26.35%，较 2018 年 6 月底提升了 6.52 个百分点、5.85 个百分点和 3.73 个百分点。应收款项方面，三一重工、中联重科、山推工程机械股份有限公司（以下简称“山推股份”）、山河智能装备股份有限公司（以下简称“山河智能”）的应收款项占总资产比例分别为 31.91%、27.81%、20.39%和 25.32%，较 2018 年 6 月底均有所下降；徐工机械和广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工”）应收款项占比由 2018 年 3 月底的 33.23%和 15.91%上升至 36.13%和 17.02%，呈现小幅上升态势，但仍处于可控水平；厦工股份应收账款占比达到 39.12%，明显高于行业平均水平。

图 1 工程机械上市公司资产构成情况



资料来源：Wind，联合评级整理

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据；

应收款项=应收账款+其他应收款

从资本结构来看，截至 2019 年 6 月底，除厦工股份外，样本企业资产负债率处于正常水平，维持在 45%~65%左右，较 2018 年 6 月底变化不大，相比上一轮景气周期行业的杠杆水平有所降低；样本企业平均全部债务资本化比率为 35.71%，较 2018 年 6 月底略有下降，其中山河智能全部债务资本化比率最高（54.31%），中国龙工控股有限公司（以下简称“中国龙工”）债务负担最轻，全部债务资本化比率为 13.39%。

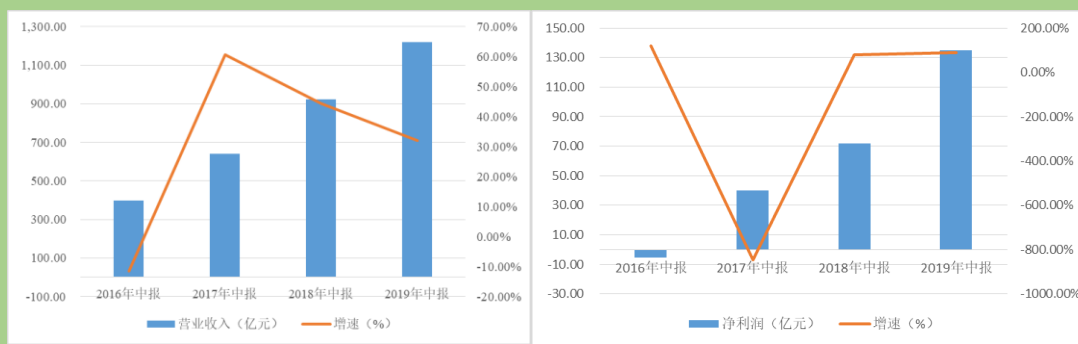
从盈利能力来看，2019 年 1—6 月，行业龙头营收和净利润继续保持高增长的态势，并且盈利水平持续超预期。经过上一轮的工程机械周期的优胜劣汰，行业龙头市占率不断提高，主机龙头品牌效应凸显，三一重工、徐工机械和中联重科收入同比有较大幅度提升。2019 年 1—6 月，样本企业实现销售收入 1,218.55 亿元，较上年同期增长 32.11%，净利润 135.16 亿元，较上年同期增长 87.72%。

期间费用方面，2019 年 1—6 月，样本企业期间费用率为 12.16%，同比下降 1.48 个百分点，

<sup>1</sup> 统计企业包含三一重工、徐工机械、中联重科、柳工股份、山推股份、厦工股份、山河智能、中国龙工等。后文财务数据如无特别说明均为上述企业统计数据

其中销售费用占比 54.28%、管理费用（含研发费用）占比 40.59%和财务费用占比 5.12%，其中财务费用占比较上年同期下降 4.39 个百分点。工程机械行业整体费用控制良好，加上规模化效应、汇兑损益及资产减值损失的减少和利息净支出减少等因素，行业期间费用率持续下行；与此同时，行业盈利能力持续提升，2019 年 1-6 月，除厦工股份因亏损导致净资产收益率为负数外，其他样本企业净资产收益率基本保持稳定或有所提升，其中三一重工净资产收益率为 18.99%，处于行业较高水平；剔除厦工股份，样本企业平均净资产收益率为 8.39%，较去年同期上升 2.09 个百分点。与净资产收益率类似，2019 年 1-6 月，剔除厦工股份，样本企业平均总资产报酬率总体水平同比上升，由上年同期的 3.66% 上升至 4.70%；但样本企业内部分化明显，三一重工、中联重科、徐工机械总资产报酬率同比上升，柳工、山推股份、山河智能总资产报酬率同比小幅下降。销售毛利率方面，2019 年 1-6 月，样本企业销售毛利率均值 23.11%，较上年同期小幅上升 0.23 个百分点，总体水平变化不大。

图 2 工程机械上市公司收入及净利润情况



资料来源：Wind，联合评级整理

表 1 工程机械上市公司盈利能力情况（单位：%）

公司简称	净资产收益率		总资产报酬率		销售毛利率	
	2018 年中报	2019 年中报	2018 年中报	2019 年中报	2018 年中报	2019 年中报
三一重工	12.67	18.99	6.97	10.33	31.64	32.36
中国龙工	9.04	10.74	5.97	7.48	23.20	23.24
徐工机械	4.52	7.37	2.28	3.85	17.34	18.33
中联重科	2.32	6.85	1.92	3.94	25.59	30.00
柳工	6.42	6.76	3.51	3.24	22.98	23.10
山河智能	6.88	6.69	3.58	2.94	33.59	30.30
山推股份	2.24	1.31	1.39	1.11	15.03	14.63
厦工股份	-10.21	--	1.16	-4.10	13.67	12.93

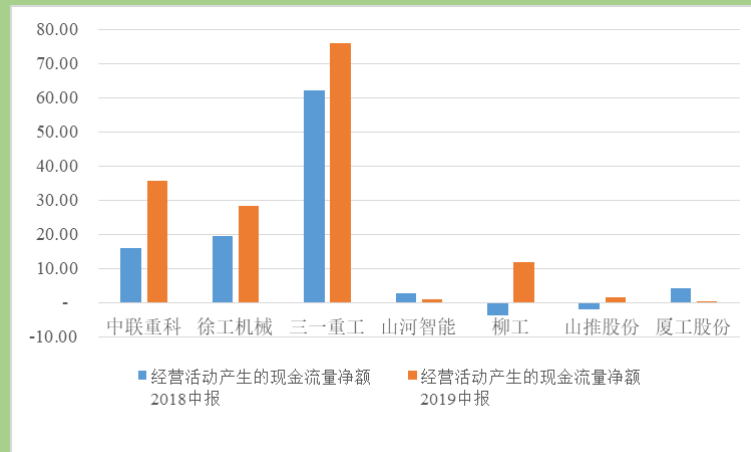
资料来源：Wind，联合评级整理（相关指标未年化）

从流动比率和速动比率来看，截至 2019 年 6 月底，样本企业流动比率和速动比率均值分别为 1.49 倍和 1.17 倍，较 2018 年 6 月底略有下降，除厦工股份流动比率和速动比率较低外，其他样本企业均处于较高水平。从现金到期债务比来看，截至 2019 年 6 月底，其他样本企业现金到期债务比情况较好，平均值在 12.59%，较 2018 年 6 月底略有提升，其中三一重工现金到期债务比为 35.60%，其现金类资产对到期债务保护能力很强。

从经营性现金流来看，与上一轮景气周期相比，本轮周期龙头企业经营更加稳健和理性，重经营质量，严格把控分期首付比例和客户的资信，客户全款付款占比明显增加，现金流大幅改善，2019 年 1-6 月，样本企业经营性现金流量净额出现分化，中联重科、徐工机械、三一重工、柳工

等龙头企业现金净流入同比增长，山推股份、山河智能和厦工股份由于应收账款增长及存货备货增加等影响，经营性净现金流入较少。

图3 工程机械上市公司经营性现金流净额情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合评级整理

### 三、行业要闻

#### 1、专项债预计提前下发，有望推动基建投资

2019年9月4日，国务院常务会议召开并发布公告，确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。会议指出，2019年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上；按规定提前下达2020年专项债部分新增额度，确保2020年初即可使用见效。

#### 【点评】

本次专项债预计提前下发，有利于推动基础设施投资的进一步加快。基建的回暖对挖掘机、汽车起重机销量将有明显拉动作用，为工程机械需求提供良好支撑。

#### 2、2019全球工程机械产业大会在京召开

由中国工程机械工业协会、美国设备制造商协会、韩国建筑机械工业协会联合主办的2019全球工程机械产业大会9月3日在北京召开。会上发布了2019年全球工程机械制造商50强榜单，12家中国企业上榜，其中徐工集团工程机械有限公司（以下简称“徐工集团”）全球排名第6、在中国企业中排名第1；三一重工全球排名第7、在中国企业中排名第2；中联重科排名第14、广西柳工集团有限公司位列第19、铁建重工位列第32、山河智能位列第40。

#### 【点评】

近年来，中国工程机械行业发展持续提速，中国作为全球最大的工程机械市场，产生了众多国际一流的工程机械制造企业，品牌知名度不断提高，逐渐被国外用户所认可。

### 四、债券市场跟踪

2019年二季度，工程机械企业运行情况良好，未发生违约、行业内企业级别下调等情况；2019年三季度行业即将到期债券规模较二季度规模大幅下降。

### 1. 2019 年二季度工程机械企业新发债情况

2019 年二季度，从发债情况上看，共有 3 家工程机械企业发行 3 支信用债券（含银行间市场），发行规模合计 37.00 亿元，较一季度发行规模略有上升，分别为徐工集团、三一集团有限公司（以下简称“三一集团”）和中联重科股份有限公司所发行的债券。从发行期限上看，上述 3 支信用债券均为超短期融资券，发行票面利率在 3.2%~3.3% 之间。从到期情况上看，2019 年二季度，工程机械行业共 2 支债券摘牌兑付（含银行间市场），兑付规模 37.00 亿元。

表 2 2019 年二季度工程机械行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

证券简称	发行人	发行总额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率	发行主体级别	发行债项级别	发行评级展望
19 三一 SCP001	三一集团	10.00	2019-04-26	2020-01-21	0.74	3.20	AAA	--	稳定
19 徐工 SCP001	徐工集团	17.00	2019-04-24	2020-01-15	0.73	3.28	AAA	--	稳定
19 中联重科 SCP002	中联重科	10.00	2019-04-18	2019-12-14	0.66	3.30	AAA	--	稳定

资料来源：Wind，联合评级整理

表 3 2019 年二季度工程机械行业债券兑付情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行人	偿还金额	起息日期	摘牌日期	债券期限	票面利率	兑付情况
18 徐工 SCP004	徐工集团	20.00	2018-07-12	2019-04-04	0.74	4.40	已兑付
18 徐工 SCP005	徐工集团	17.00	2018-08-03	2019-04-29	0.74	3.58	已兑付

资料来源：Wind，联合评级整理

### 2. 2019 年二季度工程机械企业信用评级变动

2019 年二季度，行业内未发生违约情况及发行人级别和展望变动情况。

### 3. 2019 年三季度工程机械行业将到期债券基本情况

2019 年三季度，工程机械行业将到期债券共 1 支，到期规模 15.00 亿元，较二季度到期规模大幅下降。

表 4 2019 年三季度工程机械行业将到期债券情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	偿还金额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率
18 徐工 SCP006	15.00	2018-10-12	2019-07-09	0.74	3.75

资料来源：Wind，联合评级整理

## 五、行业信用展望

2019 年二季度，工程机械行业景气度仍维持在较高水平，行业内龙头企业表现良好。工程机械行业市场份额可能进一步向优势企业集中，预计 2019 年三季度，基建投资有望成为经济增长的重要贡献项，随着政策端不断的倾斜，投资增速有望回升，带动工程机械整体需求。我国工程机械行业整体有望维持稳定发展态势，联合评级对工程机械行业的展望为“稳定”。

## 研究报告声明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格。

联合评级在自身所知情范围内，与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合评级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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。

本研究报告版权为联合评级所有，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“联合信用评级有限公司”，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，联合评级将保留向其追究法律责任的权利。