

联合信用评级有限公司

工程机械行业季度研究报告

(2017 年 4 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日)

一、行业整体运行情况

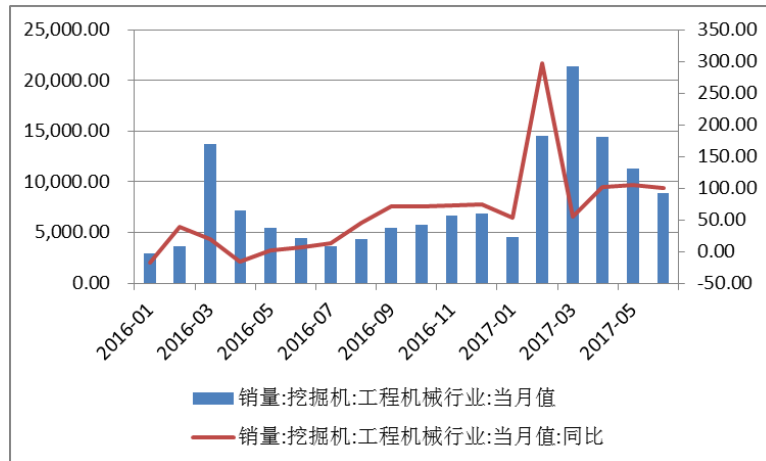
2017 年二季度，受基建投资显著增长，PPP 入库项目持续增加，叠加 2016 年下半年供给侧改革导致煤炭矿山开采需求增长，使工程机械行业延续了 2016 年下半年以来的高增长态势。其中，挖掘机销量同比大幅增长，2017 年上半年销量已超过 2016 年全年销量总额，显示出旺盛的市场需求。

2017 年二季度，我国基础设施投资完成额 50,752.31 亿元，同比增长 15.99%，增速较上年同期下降 4.84 个百分点。2017 年 4~5 月，我国房地产开发投资完成额 23,721.30 亿元，同比增长 5.35%，增速较上年同期下降 1.90 个百分点。截至 2017 年 5 月底，PPP 入库项目 13,132 个，较 2017 年 3 月底增加 845 个，较 2016 年 5 月底增长 51.38%；累计总投资额 164,034.93 亿元，较 2017 年 3 月底增长 12.58%，较 2016 年 5 月底增长 65.03%。此外，“一带一路”战略实施直接带动挖掘机出口销量。2017 年 1~5 月，我国企业在“一带一路”沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 2,128 份，新签合同额 384.7 亿美元，同比下降 1.6%，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51%；完成营业额 240 亿美元，占同期总额的 47.6%，同比增长 6.7%。

挖掘机是我国工程机械销售的主力机型。2017 年 4~5 月，我国挖掘机销量合计 35,426 台，同比增长 62.36%；装载机销量合计 16,297 台，同比增长 72.53%；汽车起重机销量合计 3,536 台，同比增长 73.59%；推土机销量合计 1,214 台，同比增长 175.28%；压路机销量合计 4,045 台，同比增长 70.17%。根据中国工程机械工业协会数据显示，2017 年上半年，行业内 26 家主机制造企业全国挖掘机累计销量达 70,821 台，同比增长 110.3%，已经超过 2016 年全年销量。

从主要生产商情况看，国内挖掘机企业销量前三名分别为三一重工、徐工机械和柳工。截至 2017 年 6 月底，上述三家公司合计销售 3,078 台，CR3 市占率为 34.46%，相比于 2012 年 6 月的 19.36%，经过了 5 年多的行业内优胜劣汰，行业龙头市场集中度不断提升。未来，整个行业格局“马太效应”将逐步显现，行业龙头在行业中竞争优势将更加明显，溢价空间也更加显著。整体看，受益于下游需求的增长，我国工程机械行业二季度继续延续高增长态势。

图1 2016~2017年5月挖掘机销售情况（单位：台、%）



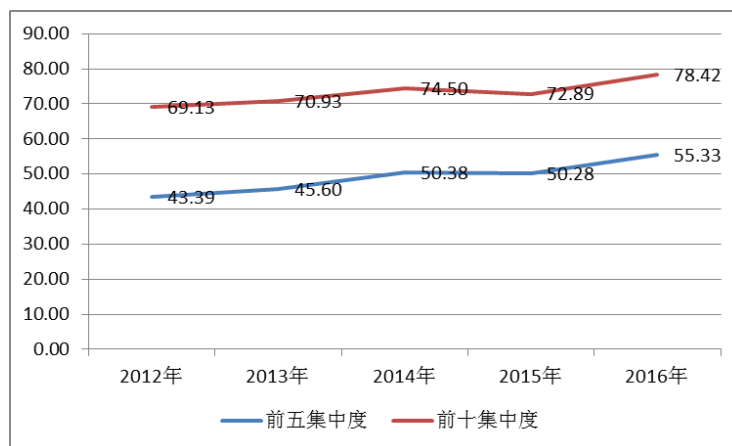
资料来源：Wind 资讯

二、行业内企业运行情况

自 2012 年以来，工程机械行业集中度不断提高，资源逐渐向规模大、实力强的行业龙头企业集中；行业基本形成了“国有、外资、民企”三足鼎立的竞争格局；2016 年，行业内主要企业资产负债率保持在正常水平，但受信用销售政策影响，应收款项对公司资金形成较大规模占用（较 2015 年略有缓解），增加了公司短期周转压力及偿债压力。

自 2012 工程机械行业进入行业低谷期以来，行业内新机销量大幅萎缩，行业内竞争格局持续调整，挖掘机生产厂家由 2012 年的 110 多家下降至 2016 年 20 多家，行业集中度不断提高。截至 2016 年底，挖掘机行业前五名市场占有率约在 55.33%，前十名¹市场占有率约在 78.42%，市场逐渐向规模大、实力强的龙头企业集中。

图2 2012~2016年挖掘机行业集中度情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

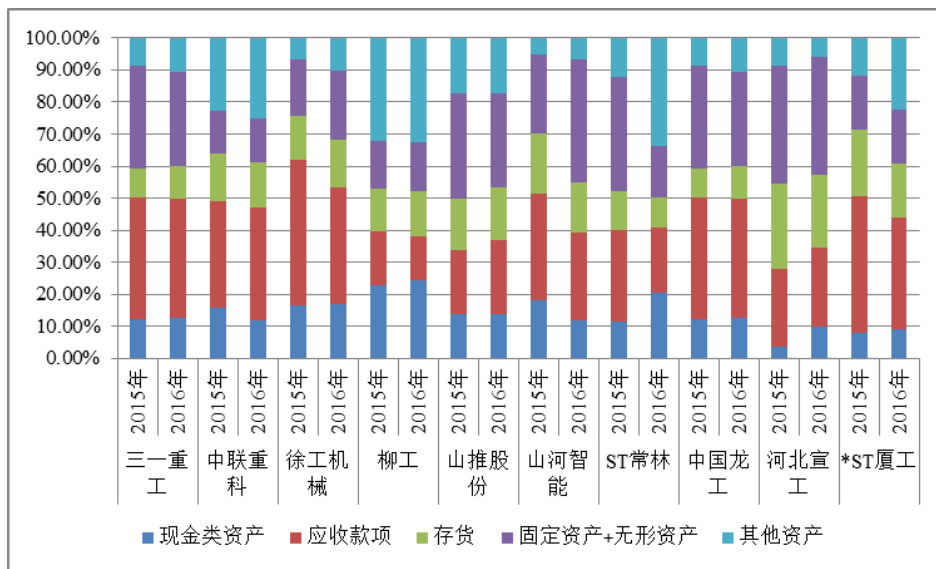
为方便研究，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对工程机械上市企业进行了筛选，把以下 10 家上市公司作为样本，对其财务运行情况进行进一步比较与分析。截至 2016 年底，下述 10 家公司总资产合计 2,919.52 亿元，占行业年末资产总额的 62.06%，营业收入合计

¹ 2016 年前十名依次为三一重工、卡特彼勒、徐工机械、小松、斗山、日立建机、柳工、成都神钢、山东临工和山河智能。

1,324.40 亿元，占全行业营业收入总额的 43.88%，具有一定的代表意义。

从资产结构来看，截至 2016 年底，除 ST 常林和 ST 厦工外，行业内主要企业资产负债率处于正常水平，维持在 40%~70% 左右，较上年底变化不大，其中中国龙工资产负债率最低，为 40.04%；由于工程机械产品设备价值量相对较高，目前行业内分期付款、按揭贷款和融资租赁等信用销售模式较为普遍，使得企业形成较大规模的应收账款和应收款项，对资金周转形成较大的压力，其中三一重工、徐工机械、柳工、山河智能、ST 常林、中国龙工和 ST 厦工的应收款项占总资产的比例分别为 37.15%、36.14%、14.09%、27.31%、20.60%、37.15%和 34.67%，较上年底均有所下降；中联重科、山推股份和河北宣工应收款项占比由 2015 年底的 33.23%、20.10%和 24.00%上升至 2016 年底的 35.11%、23.08%和 24.57%，呈现小幅上升态势，但仍处于可控水平。同时，联合评级发现柳工应收款项占比处于行业较低水平（14.09%），主要系柳工采用全款销售模式占比较高所致。此外，部分信用销售政策附有回购担保条款，信用销售政策的扩张亦使企业承担较多的表外或有负债。

图 3 2015~2016 年工程机械上市公司资产结构情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，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；

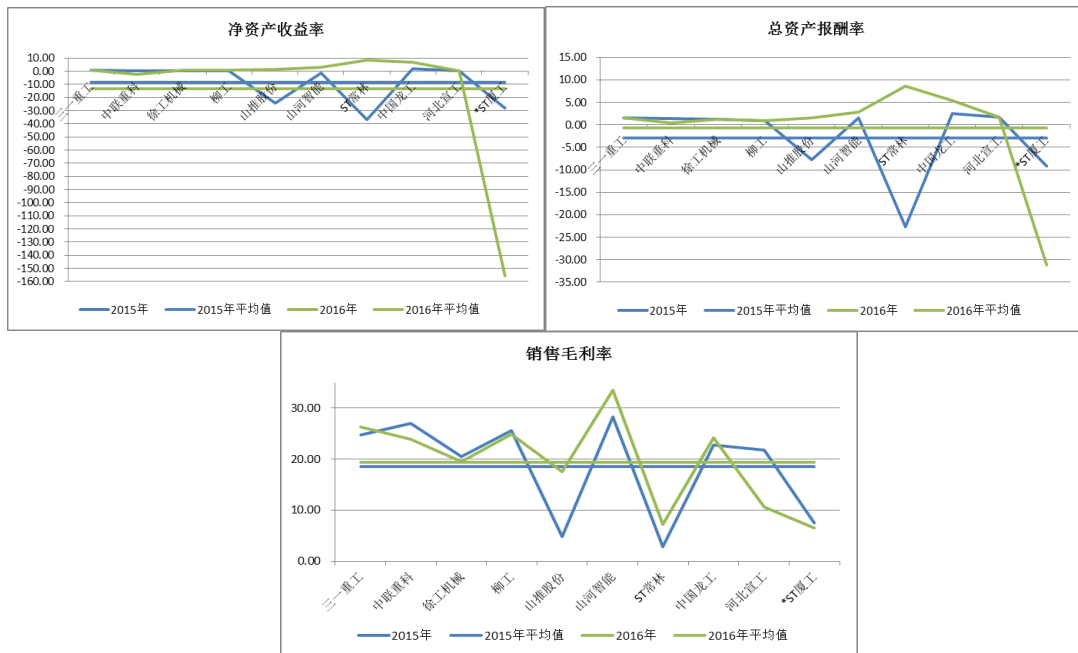
应收款项=应收账款+其他应收款

从盈利能力来看，2015~2016 年行业内企业盈利水平普遍不高，小部分企业处于亏损状态。净资产收益率方面，受 ST 厦工、ST 常林巨额亏损影响，近两年行业平均净资产收益率处于负值。2016 年，ST 常林经营状况大幅改善，净资产收益率由负转正，主要系 ST 常林于 2016 年完成重大资产重组，成功收购江苏苏美达集团有限公司²（以下简称“江苏苏美达”）所致；2016 年，山推股份净资产收益率为 1.36%，较 2015 年的-24.14%大幅改善，主要系山推股份加大期间费用控制力度，2016 年销售费用较上年同期下降 13.19%，管理费用下降 6.89%，财务费用下降 31.26%所致，但 ST 厦工持续亏损，由 2015 年的-27.97%跌至 2016 年的-155.45%，拖累行业平均水平持续下降；由于工程机械行业持续低谷运行，虽然 2016 年下半年略有起色，但多数业内盈利企业净资产收益率水平较低，维持在 2.81%左右。总资产报酬率方面，与净资产收益率类似，受亏损企业影响，近两年行业内总资产收益率均处于负值，但 2016 年略有好转，由 2015 年的-2.86%上升

² 江苏苏美达为一家经营供应链运营及单机产品贸易的公司，2016 年公司实现营业收入 493.62 亿元，利润总额 14.70 亿元。

至2016年的-0.70%；其中，ST常林由2015年的-22.61%上升至2016年的8.53%，山推股份由2015年的-7.69%上升至2016年的1.49%；ST厦工由2015年的-9.25%下降至2016年的-31.09%。销售毛利率方面，2016年行业内销售毛利率均值为19.38%，较2015年的18.58%小幅提升，大部分企业销售毛利维持在20%左右，其中，山河智能毛利较高（33.39%），主要系其核心产品旋挖钻机毛利率水平较高所致；山推股份为17.48%，较2015年大幅提升，主要原因是山推股份通过采购降价、生产工艺改善等多种成本管控措施，使得销售毛利率较上年提高12.63个百分点；ST常林为7.17%，较2015年略有提升，但仍处于行业较低水平。

图4 2015~2016年工程机械上市公司盈利能力情况（单位：%）

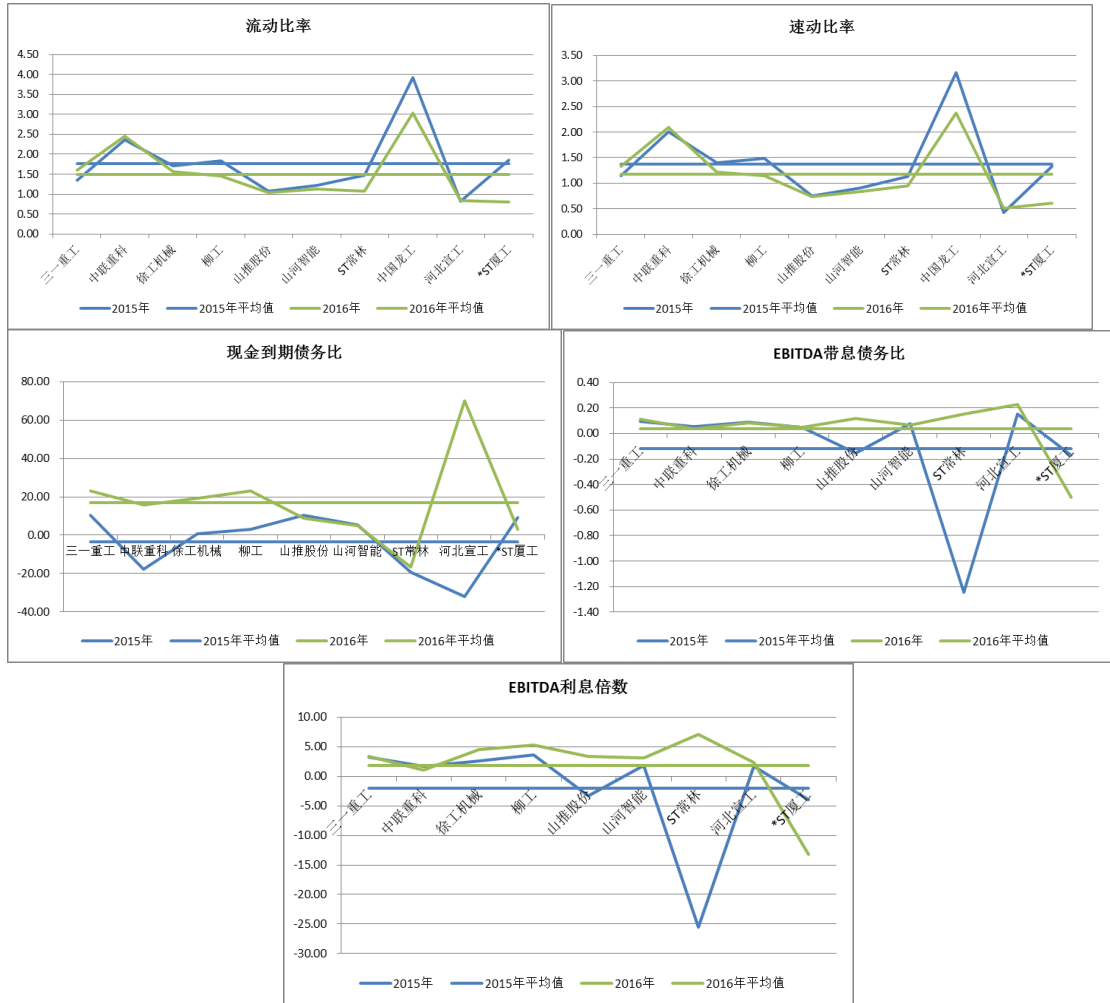


资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

从偿债能力来看，考虑到工程机械企业流动资产中存货和应收账款规模较大，行业内企业存在一定短期周转压力，联合评级更为关注短期周转压力及偿债能力，以判断其短中期内流动性风险的高低，相对于盈利能力，应更关注企业现金流情况。

从流动比率和速动比率来看，2016年行业内企业均值分别为1.50倍和1.18倍，较2015年有所下降，主要系2016年到期债务规模较大，行业内部分企业偿还到期债务，流动资产下降所致；其中，中国龙工处于行业较高水平，分别为1.37倍。从现金到期债务比来看，2016年行业均值为16.86倍，较2015年的-3.30倍大幅提升，主要系行业内主要企业经营性现金流由负转正，且到期债务规模同比下降所致；其中，河北宣工为70.22倍，较2015年的-31.76倍大幅提升，主要系河北宣工到期债务规模下降的同时加大销售款回收力度，使得当期经营性现金净流入大幅增长所致。从EBITDA带息债务比来看，2016年行业均值为0.04倍，较2015年的-0.12倍，由负转正，但覆盖程度一般；其中，ST常林为0.15倍，较2015年的-1.24倍有所缓解。从EBITDA利息倍数来看，2016年行业均值为1.83倍，较2015年的-2.03倍有所提升，公司EBITDA对利息的覆盖程度一般。总体看，2016年我国工程机械企业短期偿债能力有所提升。

图5 2015~2016年工程机械上市公司偿债能力情况(单位:倍)

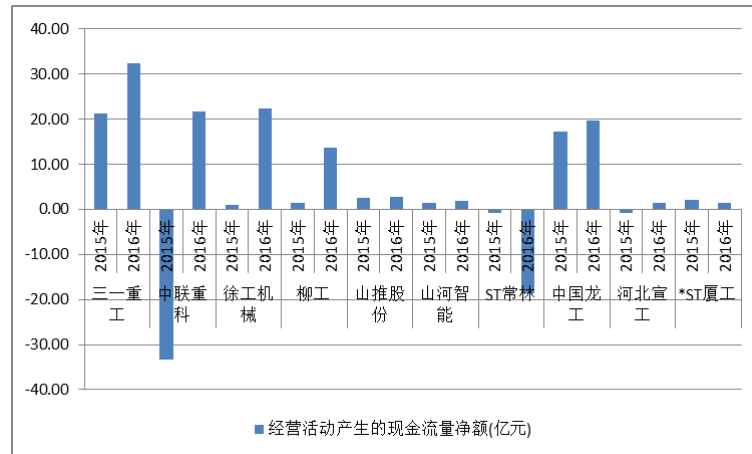


资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理。

注: 现金到期债务比=经营活动现金流入/短期债务

从经营性现金流来看,受 2016 年下半年工程机械产品销量止跌回升影响,除 ST 常林外,2016 年工程机械企业经营性现金流均有所好转,其中,中联重科经营活动产生的现金流量净额由 2015 年-33.34 亿元上升为 2016 年的 21.69 亿元,徐工机械由 2015 年的 1.08 亿元上升为 2016 年的 22.45 亿元,柳工由 2015 年的 1.45 亿元上升为 2016 年的 13.78 亿元。

图6 2015~2016年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 资讯, 联合评级整理。

2017年1~3月, 工程机械上市企业运行良好, 产品销量及营业收入实现大幅增长。其中, 中联重科一季度实现营业收入52.75亿元, 同比增长75.45%, 实现净利润1.01亿元, 同比增长115.74%; 三一重工一季度实现营业收入93.77亿元, 同比增长79.38%, 实现净利润8.12亿元, 同比增长717.76%; 柳工一季度实现营业收入24.32亿元, 同比增长14.91%, 实现净利润1.08亿元, 同比增长623.25%; 徐工机械一季度实现营业收入59.98亿元, 同比增长72.47%, 实现净利润2.02亿元, 同比增长1,780.52%; 山河智能一季度实现营业收入17.70亿元, 同比增长109.96%, 实现净利润1.33亿元, 同比增长782.25%; 山推股份一季度实现营业收入16.17亿元, 同比增长31.50%, 实现净利润0.16亿元, 同比增长73.25%。总体看, 受下游需求带动影响, 2017年一季度工程机械企业表现良好, 较上年同期实现大幅增长。

三、行业政策及行业要闻

1、卡特彼勒年内第二次调高业绩预期到至少420亿美元

7月25日, 卡特彼勒发布二季度财报, 将公司今年的营收预期调整为420~440亿美元, 高于此前所预测的410亿美元。此外, 卡特彼勒将全年的盈利预期由每股3.75美元调高至每股5美元。这是卡特彼勒今年第二次调高2017年度的营收预期, 之前已将该数字由380亿美元提高为410亿美元。如果上述预期成真, 它将是卡特彼勒自2012年以来首次实现年度营收的正增长。公司营收高速增长的主要原因在于亚太地区的工程机械和能源机械, 以及北美地区电源及电力交通类产品的迅速发展。亚太地区增长主要是中国基建和房地产固定资产投资发展所带动的工程机械需求。

【点评】

面对全球的经济复苏以及国内基础设施建设和更新替换需求的增长, 老牌工程机械巨头卡特彼勒表现出了谨慎乐观的态度。未来, 随着国内基建投资对挖掘机的需求拉动作用逐渐增强, 以及全球多个地区建筑需求的改善, 卡特彼勒有望实现年度营收正增长。

2、房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策基调, 对工程机械产品需求拉动作用将有所下降。

2017年上半年, 限购、限贷城市持续扩容。其中, 一线城市限购政策主要集中在商住公寓市场, 北京率先将商办类项目纳入限购范围, 开启热点城市整治商住公寓的热潮。广州进一步升级

限购令，限购标准向其他一线城市看齐，非本地户籍家庭社保连续缴满5年限购1套，本地户籍单身人士限购1套；二线城市调控政策持续深入，青岛、长沙等市相继重启限购，杭州、厦门等市进一步升级调控，核心城市周边的三四线城市也纷纷出台紧缩调控措施。

【点评】

随着房地产行业调控政策的逐步收紧，房地产投资增速及新开工面积预计将呈下滑趋势，对工程机械行业需求造成不利影响。

3、中联重科主导行业首例中国标准

2017年7月，中联重科收到ISO国际标准化组织“建筑施工机械与设备混凝土机械技术委员会”（以下简称“ISO/TC195/SC1”）秘书处的通知，由中联重科主导编制的国际标准ISO19720-1《建筑施工机械与设备混凝土及灰浆制备机械与设备第1部分：术语和商业规格》，于2017年6月份正式出版发行。该标准历时三年完成，同时也是ISO/TC195中，第一次由来自中国的技术专家牵头组织制定的标准。

【点评】

这是工程机械行业首个由中国主导参与并正式出版发行的国际标准。此次由中国企业主导制订并出版国际标准，标志着我国工程机械企业主导参与国际标准化工作取得历史性突破，有利于加强国内产品在国际市场上竞争力和知名度，对国内产品的海外销售起到积极作用。

四、债券市场跟踪

2017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；2017年三级季度行业即将到期债券规模较二季度大幅下降。

1. 2017年二季度工程机械企业新发债情况

2017年二季度，从发债情况上看，共有2家工程机械企业发行3支信用债券（含银行间市场），发行规模达40.00亿元，较一季度发行规模51.00亿元（含银行间市场）有所下降，主要系伴随着金融监管加强以及去杠杆推进，流动性风险和信用风险加大，今年以来推迟或取消发债规模同比大幅增加所致。从发行期限上看，二季度债券发行以3年期为主，主体级别主要集中在AA+~AAA级别，发行票面利率在4.99%~5.96%之间。从到期情况上看，2017年二季度，工程机械行业共5支债券到期（含银行间市场），债券到期规模达128亿元，均已顺利完成兑付。

表1 2017年二季度工程机械行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行人	发行总额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率	最新债项级别	最新主体级别	最新评级展望
17徐工SCP003	徐工机械	5.00	2017-06-19	2018-03-16	0.74	4.99	--	AAA	稳定
17徐工MTN001	徐工机械	20.00	2017-05-15	2020-05-15	3.00	5.68	AAA	AAA	稳定
17三一MTN001	三一重工	15.00	2017-04-19	2020-04-19	3.00	5.88	AA+	AA+	稳定

资料来源：Wind 资讯

表2 2017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	发行总额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率	兑付情况
16徐工SCP004	徐工机械	20.00	2016-08-22	2017-05-19	0.74	3.52	已兑付
16中联重科	中联重科	12.00	2016-07-29	2017-04-25	0.74	3.58	已兑付

SCP003							
16 徐工 SCP003	徐工机械	31.00	2016-07-05	2017-04-01	0.74	3.80	已兑付
厦债暂停	厦工股份	15.00	2012-06-18	2017-06-18	5.00	4.55	已兑付
12 三一 MTN1	三一重工	50.00	2012-06-28	2017-06-28	5.00	4.81	已兑付

资料来源：Wind 资讯

2. 2017年二季度工程机械企业信用评级变动

2017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. 2017年三季度工程机械行业将到期债券基本情况

2017年三季度，工程机械行业将到期债券共4支，到期规模40.00亿元，较二季度到期规模大幅下降。

表3 2017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	发行总额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率	最新债项评级	发行人最新评级
12 柳工 PPN001	10.00	2012-09-25	2017-09-25	5.00	6.50	--	AA+
16 徐工机械 CP002	10.00	2016-08-29	2017-08-29	1.00	3.50	A-1	AAA
17 徐工 SCP002	15.00	2017-03-21	2017-07-19	0.33	4.57	--	AAA
12 山推 MTN1	5.00	2012-08-24	2017-08-24	5.00	5.26	AA	AA

资料来源：Wind 资讯

五、行业内企业风险关注及三季度行业信用展望

1. 行业内企业风险关注

2017年以来，得益于下游需求旺盛，工程机械行业呈现整体景气状态，行业内龙头企业表现良好；但工程机械行业具有较强的周期性，与我国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关；目前工程机械行业呈现结构性产能过剩，在高端产品上产能不足，在低端产品上由于进入壁垒较低，产能过剩现象较为严重。未来，需关注部分企业盲目的扩张低端产能所引发的产能过剩加剧风险，以及为扩大销售加大信用销售策略，导致应收账款规模增长，从而带来的资金占用风险以及坏账风险。

2. 三季度行业信用展望

未来，随着基础设施建设投资的持续推进以及PPP入库项目的持续增加，市场对工程机械产品的需求将进一步提高；同时，随着房地产行业进入新一轮调整期，房地产投资增速及新开工面积预计将呈现下滑趋势，对工程机械产品需求拉动作用将有所下降，但整体保持平稳。总体看，2017年三季度，工程机械行业下游仍将保持强劲的市场需求，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。