

2018 年工程机械行业研究报告

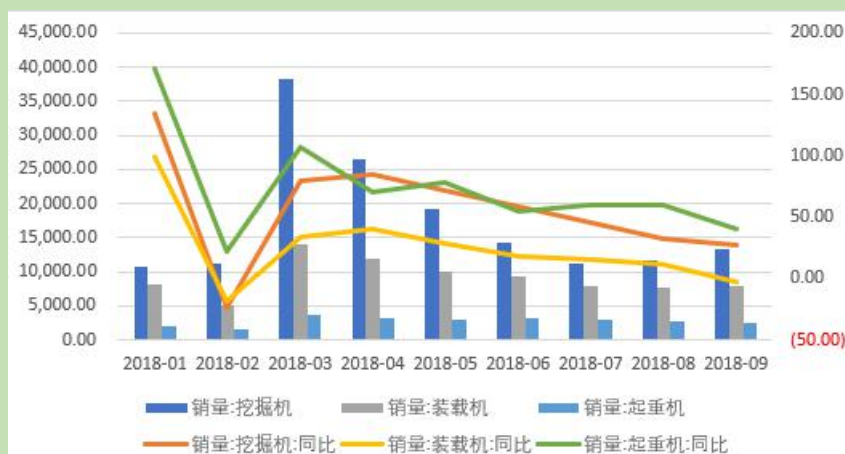
一、行业概况

2018 年前三季度，受存量产品更新需求的增长，我国工程机械行业持续保持高景气度运行，各类产品销量同比大幅提升；出口方面，受美国、欧盟、俄罗斯经济企稳增长及“一带一路”政策引领龙头企业拓宽海外市场影响，我国工程机械产品出口恢复性增长；进口方面，与国内市场销售快速增长相呼应，2018 年持续增长。

近十年，我国工程机械行业经历了高速发展期、低谷期、复苏期三个阶段。2008~2011 年为高速发展期：中国政府推出了“四万亿”投资决策，进一步扩大内需，“铁公基”、房地产投资成为拉动工程机械行业的重要增量。在此期间，我国工程机械各产品销量增速保持在 20%~35%之间。2012~2016 年上半年，我国宏观经济进入结构性调整时期，市场需求的下降叠加了前期市场被过度的渗透，工程机械行业随之进入低迷期，尤其在 2015 年，挖掘机销量为 60,514 台，同比下降 41.40%，仅为 2011 年销量高峰期的 31.21%。2016 年下半年至 2017 年，我国工程机械筑底回暖，产能利用率逐步提升，产品销量同比大幅提升。主要原因系下游基建回暖，工程机械设备进入淘汰周期，大量工程机械设备面临报废和更新换代的需求增加，以及“一带一路”政策拓宽海外工程投资等因素综合作用所致。

2018 年以来，我国经济增速下滑，三季度 GDP 增速回落至 6.5%，基础设施建设投资增速延续弱于去年同期；房地产投资增速稳定；煤炭、铁矿石、水泥行业景气度偏弱。虽然下游行业景气度有所下降，但随着工程机械产品存量增长，更新需求开始体现，我国工程机械行业各产品销量仍维持增长趋势。2018 年 1~9 月，全国挖掘机销量达到 156,242 台，同比增长 53.28%；装载机销量达到 82,059 台，同比增长 22.62%；汽车起重机销量达到 24,731 台，同比增长 68.69%；推土机销量达到 5,747 台，同比增长 27.60%；压路机销量达到 15,122 台，同比增长 8.27%。

图 1 2018 年 1~9 月工程机械产品销量情况（单位：台、%）

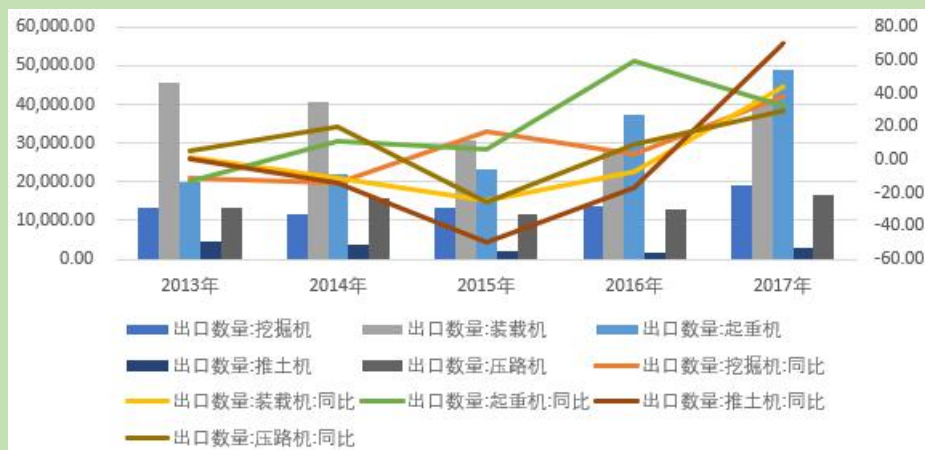


资料来源：Wind

出口方面，由于我国工程机械主要出口目标国经济形势稳定向好，国际市场总体需求增长明显。主要大类产品中，2017 年，按出口数量统计：挖掘机、装载机、汽车起重机、推土机和压路机出口数量同比均有不同程度增长，其中挖掘机同比增长 37.89%，装载机同比增长 44.09%，起重机同比增长 17.56%，推土机同比增长 70.37%，压路机同比增长 29.63%。2017 年，按出口金额统计，各主要产品出口金额变动趋势与出口数量变化基本吻合，均呈增长趋势，其中挖掘机同比增长 30.67%，装

载机同比增长 57.48%，汽车起重机同比增长 1.81%，推土机同比增长 60.01%，压路机同比增长 30.16%。随着“一带一路”战略持续推进，2018 年上半年工程机械产品出口延续增长态势，其中，以挖掘机、装载机为例，1~6 月挖机出口销量 8895 台，同比涨幅 110.5%；装载机累计出口销量突破万台，同比增长 30.6%。

图 2 2013~2017 年工程机械产品出口数量情况（单位：台、%）



资料来源：Wind

进口方面，由于 2016 年下半年国内市场需求恢复，工程机械进口额总体降幅有所收窄，全年仅下降 1.5%，为 2011 年以后降幅最小年份。2017 年，国内工程机械产品需求旺盛，在国内市场销售高速增长的同时，工程机械产品进口也出现大幅度增长态势，2017 年全年进口额增长 23.2%，为 2010 年以来最高年度增幅。整机中，履带式挖掘机进口额同比增长 78%，同比增量达 4.65 亿美元；零部件进口额同比增量达 4.32 亿美元。两者合计为工程机械进口额增量的 116.6%，成为工程机械进口总额增长的重要动力。其他进口增长较多的产品还有：轮胎式挖掘机、摊铺机、装载机、打桩机及工程钻机等。下降较多的产品主要有：其他起重机、隧道掘进机、混凝土搅拌机械等。2018 年 1~3 月，我国工程机械产品进口维持增长趋势。其中挖掘机进口量同比增长 30.61%，装载机进口量同比增长 15.46%，压路机进口量同比增长 13.64%，推土机及汽车起重机进口量较小。

二、行业上下游情况

工程机械制造即通过钢材、劳动力、零部件的投入制造各类工程机械，行业范围广，门类多，技术含量高，与其他的产业关联度大，带动性强，产业链较长，对国民经济的影 响较大，包括各类工程机械的制造过程、使用领域。建造后的工程机械主要用于房地产、基础设施建设、采矿业等领域。

图 3 工程机械行业产业链结构图



资料来源：联合评级整理

1. 行业上游

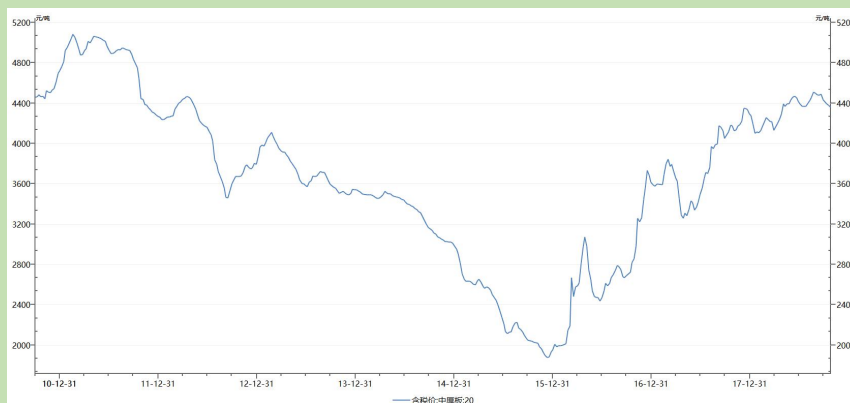
2018年前三季度，工程机械主要原材料钢材价格仍处于高位，原材料价格对工程机械企业成本控制产生的压力持续存在；零部件供应上，我国工程机械行业仍呈现出基础零部件产能过剩，核心零部件产能不足的结构失衡，我国工程机械核心零部件自给率较低，对海外供应商依赖仍较大。

(1) 钢铁

钢、铁以及其他有色金属是工程机械制造企业的主要生产原料。一般来说，直接钢材占到工程机械产品成本的13%~15%；若再加上液压件、发动机、外购件等配件用钢，全部钢材约占到工程机械产品成本的30%以上。因此钢、铁价格的涨跌直接影响到工程机械制造企业的生产成本，进而关乎工程机械制造企业的盈利能力。

工程机械制造主要是用的中厚钢（10~20毫米）。截至2017年12月31日，20mm中厚板价格为4,294元/吨，较2015年最低点上升122.14%。考虑到工程机械上市公司采购原材料通常采用长协价，采购价格波动较小，且采购周期通常为半年或者一年。我们认为用半年至一年的中厚板均价作为成本价的参考指标较为合理。2017年中厚板平均价格相较于2016年平均价增长了30%左右，对工程机械行业成本控制造成一定压力。进入2018年，20mm中厚板现货价格延续增长趋势，但增速放缓，截至2018年9月底，20mm中厚钢价格已从年初的4,280元/吨上涨至4,436元/吨。

图4 2011~2018年9月中厚板价格走势（单位：元/吨）



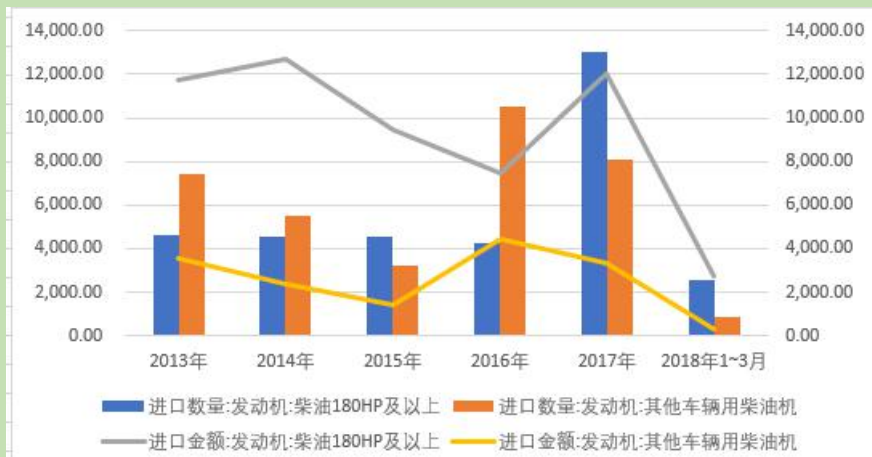
资料来源：Wind

(2) 核心零部件

目前，我国工程机械配套件行业企业虽然数量众多但力量薄弱，而且产品种类繁多，与主机相比产值较低，呈现出基础零部件产能过剩，核心零部件产能不足的结构失衡现状。工程机械关键零部件是工程机械产品发展的基础、支撑和制约瓶颈，当工程机械发展到一定阶段后，行业高技术的研究主要聚集在发动机、液压、传动和控制技术等关键零部件上。目前，国内工程机械涉及高技术、高附加值的关键配套部件主要依靠进口，基础零部件能力过剩和核心零部件结构性短缺反差强烈，从而严重制约了中国工程机械向高端技术产品的发展。

2017年，工程机械行业的回暖也带动了柴油发动机进口量的迅速回升，全年累计实现进口数量13,049台，同比增长208.05%；实现进口金额12,086.72万美元，同比增长62.39%。2018年1~3月，工程机械产品需求延续增长趋势，柴油发动机进口数量2,560台，同比增长259.05%，进口金额2,751.49万元，同比增长142.98%。

图5 2013~2018年3月我国柴油发动机进口数量及金额情况（单位：台、万美元）



资料来源：Wind

2. 行业下游

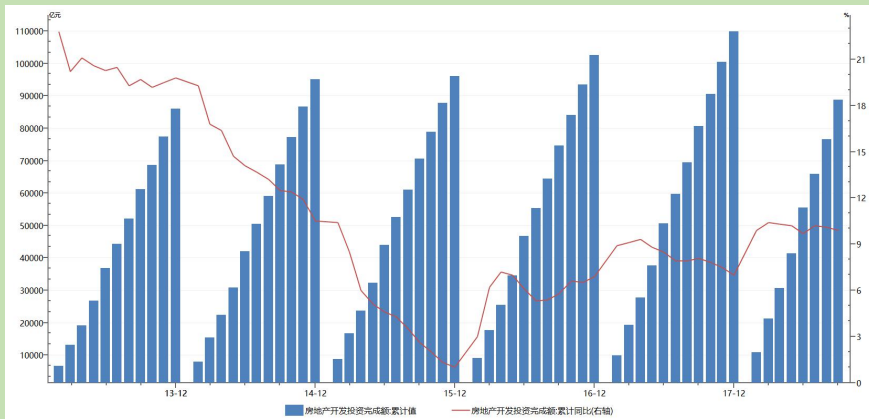
2018年以来，随着我国经济增速下滑，房地产调控政策的持续加码以及基础设施投资增速的放缓对工程机械短期发展速度造成影响。但随着工程机械产品存量增长导致更新需求释放，以及环保政策趋严加速设备更新换代，对工程机械产品需求提供有力支撑。

工程机械行业下游涉及房地产、基础设施建设、电力行业、煤炭、铁矿石、水泥等众多领域，其中最主要的两个下游应用行业是房地产和基础设施建设，在工程机械整体需求中，房地产和基建占比分别达到30%和35%左右。

(1) 房地产行业

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，比上年名义增长7.0%，其中，住宅投资75,148亿元，增长9.4%，增速回落0.3个百分点。

图6 2013~2018年9月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2018年以来,房地产调控力度持续加大、调控范围继续扩张,旨在全面强化住宅的“居住属性”,抑制房地产过度投资。2018年1~9月份,全国房地产开发投资88,665亿元,同比名义增长9.9%,增速环比回落0.2个百分点,房地产投资增速仍较快主要受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,对房地产开发投资形成压力,导致3月以来房地产开发投资持续回落。其中,住宅投资62,806亿元,同比增长14.0%,增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为70.8%。从地区分布看,1~9月份,东部地区房地产开发投资47,603亿元,同比增长11.0%;中部地区投资18,612亿元,同比8.4%;西部地区投资18,725亿元,同比增长7.5%。

与我国房地产开发投资及房屋新开工面积相比,房地产开发建筑工程投资、安装工程投资存在一定滞后性。房地产投资的增加带动了2016年尤其是三季度工程机械行业的回暖,并使这轮复苏持续到2017年。但是,随着房地产政策环境的趋紧,房地产投资快速增加的情况预计难以持续,其对工程机械需求的拉动效应将逐渐趋缓。2018年1~9月,房地产开发建筑工程投资、安装工程投资额分别为49,680.11亿元、6,642.76亿元,同比下降3.4%、8.0%。

表1 近年来房地产开发企业投资情况(单位:亿元,%)

时间	房地产开发建筑工程投资		房地产开发安装工程投资	
	投资额	同比	投资额	同比
2014年	63,115.16	9.3	7,445.95	21.0
2015年	63,173.28	0.1	8,022.29	7.7
2016年	66,793.39	5.7	9,508.80	18.5
2017年	68,890.56	3.1	9,687.13	1.9
2018年1~9月	49,680.11	-3.4	6,642.76	-8.0

资料来源:国家统计局

(2) 基础设施建设行业

2018年,从年初政府工作报告和各省市投资计划看,强调发挥投资对优化供给结构的关键性作用,重点在于水利环保、农村扶贫等项目,基建投资增速整体放缓趋势明显;同时PPP项目退库清理一定程度上限制了投资规模的无需扩张。2018年1~9月,全国基础设施投资(不含电力)同比增速3.3%,较去年同期下降16.5个百分点,增速明显放缓,主要是由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,一定程度上抑制了道路运输业、铁路运输业和水利管理业投资。

图 7 2014~2018 年 9 月固定资产投资及基建投资情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 国家统计局

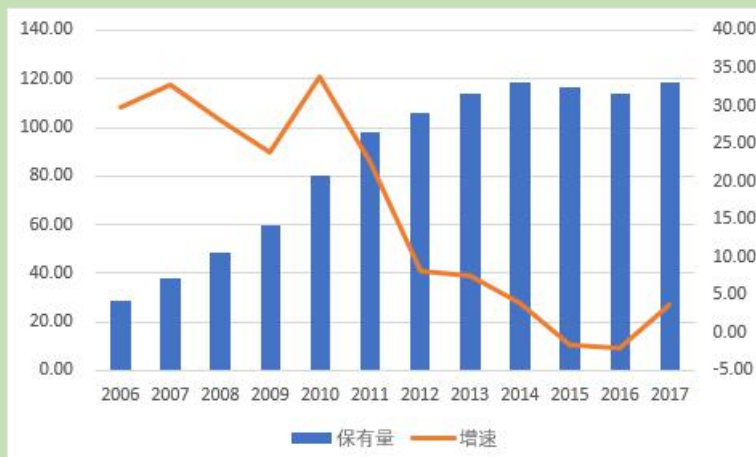
2018 年 7 月 31 日, 中共中央政治局会议定调加大基础设施补短板力度, 预期下半年基建项目审批以及基建资金落实速度将加快, 7 月 23 日国常会也提出要加快 1.35 万亿的地方政府专项债发行和使用进度, 四季度有望扭转上半年基建投资增速大幅下滑的趋势。

(3) 更新需求

以挖掘机为例, 挖掘机械使用寿命一般为 7~9 年, 但国家并没有强制报废的法律法规, 企业是否愿意更换设备主要基于安全稳定、经济效益、节能环保等几方面的因素考虑。随着设备的老旧, 产品稳定性开始下降, 失效率和故障率增加, 带来维修服务成本的明显提升, 加上老设备技术水平较低、能耗较大、对环境污染严重, 无法满足现行制造体系某些复杂的工况需求, 继续使用还存在较大的安全隐患, 这部分设备急需更新换代。

2008 年以来, 随着国内经济水平发展, 基础建设投资、房地产建设投资力度增加, 带动工程机械产品需求持续增长, 挖掘机保有量在 2008~2011 年呈快速增长趋势; 2012~2015 年市场需求的下降叠加了前期市场被过度的渗透, 工程机械行业随之进入低迷期, 新机销量回落, 挖掘机保有量增速下降; 2016 年, 虽然工程机械行业筑底回暖, 产品销量大幅增长, 但挖掘机保有量增速涨幅较小。截至 2017 年底, 挖掘机械八年保有量约 118.3 万台, 近几年保有量增速基本在 0% 附近震荡, 显示出市场对产品更新需求较大。未来我国工程机械市场逐步将由增量扩张迈向存量更新市场, 更新需求将成为市场的主导。

图 8 2006~2017 年国内挖掘机 8 年保有量情况 (单位: 万台, %)



资料来源：国家统计局

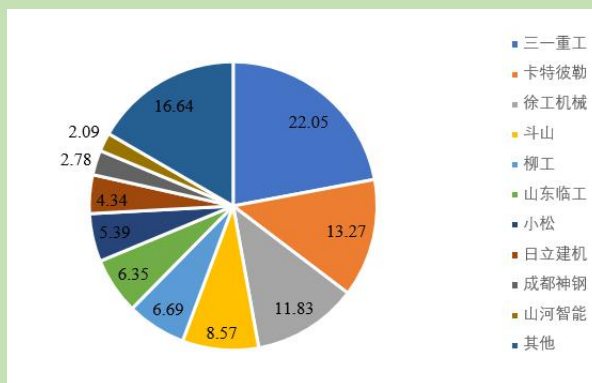
另外，国家环保政策的趋严会加速产品的更新换代和二手机的退出。我国非道路移动机械第一、二、三阶段排放标准已于 2007 年 10 月 1 日、2009 年 10 月 1 日、2016 年 4 月 1 日先后实施，排放标准的升级将促使企业技术升级、提升国内企业的综合竞争力，促进行业更健康、稳定的发展。目前国一、二、三阶段排放标准保有量占比分别为 18.4%、62.7%、18.9%，还有 80%左右的一、二阶段排放标准挖机在被使用，存在大量的更新需求。国四标准也有望在 2020~2021 年正式实施，环保政策的趋严将加快落后产能的淘汰与更新换代，整个挖机更新的规模可能远超市场预期，有利于对行业景气周期形成支撑。

三、行业竞争

2018 年以来，我国工程机械行业集中度进一步提高，龙头企业优势明显，市场逐渐向规模大、实力强的企业靠拢；且各企业产品之间开始相互渗透，竞争程度有加强的趋势；国际方面，我国部分工程机械企业已经初步具备了成为全球顶级工程机械整机制造商的核心竞争力，未来随着“一带一路”的推进，我国工程机械企业竞争力有望进一步增强。

经过前期的扩张和市场兼并，我国工程机械行业内竞争格局持续调整，市场逐渐向规模大、实力强的行业龙头企业靠拢，行业集中度持续提升。2018 年以来，我国挖掘机生产商集中度进一步提高，我国挖掘机前 3 厂家市场占有率为 47.15%，前 10 厂家市场占有率 83.36%，与 2017 年全年的 45.30%和 75.35%相比，行业龙头企业的市场占有率及行业集中度进一步提升。从品牌看，市场占有率前五名中日美韩品牌占据两名（卡特彼勒排名第二、斗山排名第四）；国内龙头企业中三一重工股份有限公司（以下简称“三一重工”）市场份额继续保持第一，市场占有率维持在 20%以上，龙头效应持续体现，徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）、广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工股份”）市场占有率分列第 3 名和第 5 名。

图 9 2018 年上半年挖掘机行业集中度情况（单位：%）



资料来源：Wind

国内方面，目前国内工程机械生产厂规模较大的企业有三一重工、中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”）、徐工机械、柳工股份等。由于工程机械行业的生产特点是多品种、小批量，因此各公司产品分布各有侧重，例如混凝土机械的主要厂商有三一重工和中联重科，路面机械的主要厂商有徐工机械，装载机和挖掘机的主要厂商有柳工股份和厦门厦工机械股份有限公司（以下简称“厦工股份”），叉车的主要厂商有安徽合力股份有限公司（以下简称“安徽合力”），推土机的主要厂商有山推工程机械股份有限公司（以下简称“山推股份”）等。近几年，各企业产品之间开始相互渗透，竞争程度有加强的趋势。从2018年上半年销售量来看，三一重工、徐工机械、柳工股份分别占据挖掘机国内销售量前三甲；徐工机械占据压路机销量榜首；徐州重型、徐工建机、三一汽车等企业在起重机各类产品中销量占优；在混凝土和推土机方面，三一重工和中联重科同属第一阵营；叉车方面，以安徽合力、杭叉集团股份有限公司等为代表的龙头企业占据了国内市场主导地位。

表2 工程机械行业市场主要企业

名称	主要产品	规模、技术优势
三一重工	混凝土机械、挖掘机械、起重机械、路面机械等	本土最大的挖掘机和主要的大吨位起重机生产商，高毛利率的泵车、托泵占比较大；本土最具规模优势的企业，产品链齐全；在欧洲、美国等13个地区（国家）设立海外销售公司，并在印度、巴西和德国建立生产基地，在欧洲和美国设立了研发中心。
中联重科	混凝土机械、起重机械、环卫机械、农业机械等	在大吨位起重机研制上优势明显，并且CIFA ¹ 的先进技术将强化公司在混凝土机械上的研发能力；产品线最完善，同时在上游液压元件和下游融资租赁业务上竞争力较强，规模优势非常明显；CIFA的收购成功使其拥有全球化的营销网络，并已在澳大利亚、俄罗斯等地开展融资租赁业务
徐工机械	起重机械、工程机械备件、铲运机械、桩工机械、压实机械、混凝土机械、消防机械、路面机械等	起重机规模优势较大，产品多元化发展，同时在上游液压件和发动机上具备较强竞争力
柳工股份	土石方铲运机械、其他工程机械及配件等	产品主要包括装载机、挖掘机和起重机，装载机规模优势较强

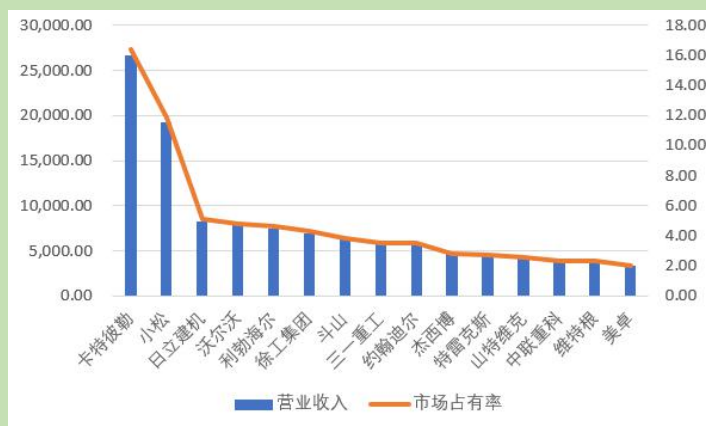
资料来源：联合评级整理

国际方面，我国部分工程机械企业已经初步具备了成为全球顶级工程机械制造商的核心竞争力。2018年全球工程机械制造商50强排行榜（Yellow Table 2015）中，卡特彼勒稳居榜单首位，小松、日立建机两家日本企业紧随其后，而中国有9家企业上榜。其中，徐工集团位居国际排名第6位，三一重工、中联重科以及柳工股份分别位居世界排名的8、13及25位。但是，由于我国工程机械起

¹ CIFA（Compagnia Italiana Forme Acciaio）是 Carlo Ausenda 于1928年7月7日创建。

步较晚，经过多年发展虽在销售规模上已在全球市场中占据一席之地，但在国际化布局、核心技术研发（自制率）、代理商网络、产品多元化等方面较海外巨头仍存在一定差距²。

图 10 2018 年全球工程机械制造商前 15 强销售情况（单位：百万美元、%）



资料来源：KHL Yellow Table，联合评级整理。

四、财务数据分析

为方便研究，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³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。

2017 年以来，我国工程机械行业上市公司业绩逐步进入修复阶段。其中，现金类资产大幅增长，对资金占用较大的应收账款规模有所下降，资产流动性有所增强；经营业绩也一转往年亏损态势，盈利能力逐步提升；经营活动现金流呈大规模流入态势。2018 年上半年，工程机械企业资产质量持续向好，盈利水平同比增强，经营活动现金流持续净流入。

1. 资产结构情况

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款项，对资金周转形成较大的压力。因此，在分析工程机械企业资产构成中，我们应重点关注企业的现金类资产、应收款项、存货等报表项目。

2012 年以后，我国宏观经济进入结构性调整的时期，市场需求的下降叠加了信用销售调整，造成了行业内企业收入、资产规模的持续下降，应收款项、存货、现金类资产等均在此期间有不同程度降低，直至 2017 年前后才得到了一定程度的修复，因此，2015~2017 年，工程机械行业资产规模及质量呈波动趋势。

具体来看，样本企业 2016 年现金类资产较年初下降 8.15%，2017 年随着工程机械行业回暖，现金类资产较年初增长 20.17%，2015~2017 年，现金类资产占总资产的比例分别为 14.97%、13.87%和 16.58%，呈波动上升趋势；在营业收入大幅增长的状态下，样本企业应收款项规模逐年下降，年均复合减少 9.88%，主要系行业内企业加强应收账款催收力度以及中联重科处置资产终止确认部分应收账款所致，占总资产的比例由 2015 年底的 34.29%下降至 2017 年底的 27.95%，仍保持较高比例；

² 详见联合信用评级有限公司专题研究《“以史为镜，可以知兴替”——浅析我国工程机械企业未来发展之路》

³ 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。

样本企业存货规模逐年小幅增长，年均复合增长 4.23%，占总资产的比例由 2015 年底的 13.37% 上升至 2017 年底的 14.57%；样本企业固定资产规模小幅波动下降，占总资产的比例维持在 15% 左右。

2018 年以来，随着市场需求大幅提升，工程机械行业延续回暖趋势，样本企业资产质量持续向好。截至 2018 年 6 月底，样本企业现金类资产较年初大幅增长 27.38% 至 538.24 亿元，占比提升至 19.40%；应收款项规模较年初增长 11.81%，占比上升 0.76 个百分点至 28.70%；存货规模较年初增长 2.81%，占比下降 0.81 个百分点至 13.76%；固定资产规模较年初下降 2.95%，占比下降 1.56 个百分点。

表 3 2015~2018 年 6 月底工程机械行业平均资产变化情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 6 月底	2016 年底 较年初变化	2017 年底 较年初变化	2018 年 6 月底 较年初变化
现金类资产	382.83	351.62	422.54	538.24	-8.15	20.17	27.38
现金类资产占比	14.97	13.87	16.58	19.40	-1.10	2.71	2.82
应收款项	877.07	823.80	712.40	796.56	-6.07	-13.52	11.81
应收款项占比	34.29	32.49	27.95	28.70	-1.80	-4.54	0.76
存货	341.90	344.41	371.45	381.87	0.73	7.85	2.81
存货占比	13.37	13.58	14.57	13.76	0.22	0.99	-0.81
固定资产	390.63	404.10	365.16	354.41	3.45	-9.64	-2.94
固定资产占比	5.27	15.94	14.33	12.77	0.67	-1.61	-1.55
其他资产	565.52	611.68	677.45	704.01	8.16	10.75	3.92
其他资产占比	22.11	24.12	26.58	25.37	2.02	2.45	-1.21
总资产	2,557.95	2,535.61	2,549.00	2,775.08	-0.87	0.53	8.87

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

中国龙工为港股上市公司，未披露应收票据和应收账款明细，其应收账款及票据全部计入应收款项核算。

2. 盈利能力

随着 2017 年工程机械行业回暖，2015~2017 年，工程机械行业整体盈利能力波动提升，2017 年随着工程机械行业回暖，样本企业营业总收入较 2016 年大幅增长 53.34%；净利润波动增长，分别为 -16.79 亿元、-25.74 亿元和 63.62 亿元，其中 2015 和 2016 年均呈现为负值，主系厦工股份和中联重科因经营不善导致巨额亏损所致，2016 年中联重科和厦工股份净利润分别为 -9.05 亿元和 -26.71 亿元，2017 年样本企业整体实现扭亏。

期间费用方面，2015~2017 年，样本企业期间费用有所降低，年均复合减少 13.25%，主要系业内企业调整财务杠杆、大幅消减销售及生产人员导致相关费用降低所致；样本企业费用收入比分别为 23.78%、21.72% 和 17.90%，呈逐年下降趋势，但仍保持较高水平，对行业利润仍形成较大侵蚀。

资产减值损失仍是制约工程机械企业利润增长的一个重要因素。尤其是过去几年，资产减值损失侵蚀了工程机械企业大量的利润。应收账款减值准备和存货跌价准备是工程机械企业资产减值损失的主要来源，2015~2017 年，样本企业资产减值损失规模持续增长，分别为 26.92 亿元、51.75 亿元和 109.60 亿元，主要系中联重科加大对自身应收账款的处置，主动对应收账款进行清出所致。但此种行为从另一方面也反映了企业对报表的主动修复，未来应收账款产生的资产减值损失对于利润表的负面影响将有所缓解。

盈利指标方面，2015~2017 年，样本企业净资产收益率和总资产报酬率波动上升，2015~2016 年均均为负值，由于 2017 年全年工程机械行业持续高位运行，样本企业盈利能力大幅提升，2017 年

由负转正，净资产收益率和总资产报酬率分别为 8.56%和 4.57%；销售毛利率逐年小幅提升，由 2015 年的 20.15%提升至 22.45%。

2018 年 1~6 月，样本企业盈利水平同比增强，营业总收入同比增长 44.31%，净利润同比增长 79.49%；由于厦工股份利润水平下降，导致样本企业净资产收益率和总资产报酬率分别小幅下降至 4.22%和 3.34%；销售毛利率提升至 22.88%。

表 4 2015~2018 年 6 月工程机械行业主要企业盈利状况（单位：亿元、%、个百分点）

财务指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月	2016 年同比	2017 年同比	2018 年 1~6 月同比
营业总收入	805.60	820.07	1,257.52	922.35	1.80	53.34	44.31
净利润	-16.79	-25.74	63.62	71.92	53.28	-347.15	79.49
费用收入比	23.78	21.72	17.90	13.42	-2.06	-3.82	-4.48
资产减值/ 营业利润	-89.08	-146.70	173.41	16.55	-57.62	320.11	-156.86
净资产收益率	-6.29	-18.05	8.56	4.22	-11.75	26.60	-4.33
总资产报酬率	-0.97	-2.16	4.57	3.34	-1.19	6.73	-1.23
销售毛利率	20.15	22.01	22.45	22.88	1.86	0.44	0.43

数据来源：Wind，联合评级整理

注：资产减值/营业利润平均数未包含中国龙工数据。

3. 债务及偿债能力

2015~2017 年，样本企业债务负担相对稳定，整体变化不大，资产负债率基本维持在 60%左右，带息债务/全部投入资本基本维持在 50%左右。从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，样本企业平均流动比率分别为 1.93 倍、1.65 倍和 1.57 倍；速动比率分别为 1.52 倍、1.29 倍和 1.21 倍，略有下降但流动资产对流动负债的覆盖程度仍较高；现金到期债务比大幅提升，分别为 3.07%、13.99%和 28.64%，主要原因是样本企业经营性现金流规模扩大的同时到期债务规模下降所致。从长期偿债能力指标看，2015~2016 年，样本企业盈利状况不佳，EBITDA 合计为零，无法对全部债务进行覆盖，2017 年，随着样本企业盈利规模增长，EBITDA 全部债务比上升至 0.14 倍；EBITDA 利息倍数逐年上升，分别为 0.80 倍、1.03 倍和 9.29 倍，长期偿债能力大幅增强。

截至 2018 年 6 月底，样本企业资产负债率和带息债务/全部投入资本均小幅上升；流动比率和速动比率小幅下降，但整体变化不大。

表 5 2015~2018 年 6 月工程机械行业债务及偿债能力情况（单位：%、倍、个百分点）

项目	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年 6 月底	2016 年底 较年初变化	2017 年底 较年初变化	2018 年 6 月底 较年初变化
资产负债率	58.04	61.83	59.33	61.31	3.79	-2.50	1.97
带息债务/全部投入资本	50.69	54.30	48.03	49.55	3.61	-6.27	1.51
流动比率	1.93	1.65	1.57	1.53	-0.28	-0.08	-0.04
速动比率	1.52	1.29	1.21	1.20	-0.23	-0.08	-0.01
现金到期债务比	3.07	13.99	28.64	--	10.93	14.64	--
EBITDA/带息债务	0.00	0.00	0.14	--	-0.01	0.15	--
EBITDA 利息倍数	0.80	1.03	9.29	--	0.23	8.25	--

资料来源：Wind，联合评级整理

注：现金债务比、EBITDA/带息债务、EBITDA 利息倍数平均数未包含中国龙工数据。

4. 现金流情况

从经营性现金流来看，2016年以来样本企业经营性现金流大幅好转，经营活动产生的现金流量净额由2015年的13.90亿元大幅增长至2017年的185.95亿元，年均复合增长265.79%。2015~2017年，样本企业的收入实现质量保持在较高水平，现金收入比分别为109.64%、116.76%和103.02%。从投资性现金流看，2015~2017年，样本企业投资活动产生的现金流量净额分别为-10.11亿元、-2.80亿元和9.43亿元，投资规模有所下降；筹资活动方面，2015~2017年，样本企业筹资活动产生的现金流量净额大幅下降，分别为-19.56亿元、-150.00亿元和-217.44亿元，筹资规模有所下降。

2018年1~6月，样本企业经营活动产生的现金流量净额为98.70亿元，较上年同期增长4.65%；投资活动产生的现金流量净额为-55.74亿元，由上年同期的净流入（39.75亿元）转为净流出，主要系中联重科、三一重工和徐工机械的现金类资产大幅增长，购买理财产品支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为17.95亿元，由上年同期的净流出（146.43亿元）转为净流入，筹资规模有所上升。

表6 2015~2018年6月工程机械行业现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
经营活动产生的现金流量净额	13.90	116.17	185.95	98.70
投资活动产生的现金流量净额	-10.11	-2.80	9.43	-55.74
筹资活动产生的现金流量净额	-19.56	-150.00	-217.44	17.95
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	109.64	116.76	103.02	93.33

资料来源：Wind，联合评级整理

注：2018年1~6月统计未包含中国龙工数据。

5. 运营能力

从营运情况来看，2015~2017年，工程机械企业受行业景气度提升影响，销售规模大幅增长，应收账款规模下降，使得工程机械企业存货周转率、应收账款周转率和资产周转率均有所上升，2017年分别为2.71次、2.31次和0.53次。

表7 2015~2017年工程机械行业运营情况（单位：次）

项目	2015年	2016年	2017年
存货周转率	1.66	1.91	2.71
应收账款周转率	1.17	1.37	2.31
总资产周转率	0.31	0.35	0.53

资料来源：Wind，联合评级整理

注：以上指标平均数未包含中国龙工数据。

五、行业展望

经过多年发展，中国工程机械已基本形成了一个完整的体系，并已经具备自主创新、对产品进行升级换代的能力。2018年以来，我国工程机械行业持续保持高景气度运行，各类产品销量同比大幅提升，出口方面得到恢复性增长，虽然主要原材料钢材价格小幅提升，但行业依然处于回暖复苏时期；下游方面，随着房地产调控政策的持续加码、基础设施投资增速放缓，我国工程机械行业需求增速有所下降，但随着更新需求释放，以及环保政策趋严加速设备更新换代，将为工程机械产品需求提供有力支撑；行业集中度方面，我国工程机械行业集中度进一步提高，形成了以三一重工、中联重科、徐工机械、柳工股份等为代表的行业龙头企业，无论是在市场占有率，还是在核心零部

件获取能力方面均具备较强的竞争优势；经营业绩方面，我国工程机械企业经营状况进一步好转，企业业绩逐渐正常化、健康化。

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，易受经济周期影响。未来 1~2 年，随着“一带一路”和“十三五”计划等国家战略的实施，基础设施投资将可能成为工程机械行业需求的重要支撑，我国工程机械行业有望稳定发展；行业竞争格局将更加清晰，龙头企业之间产品开始渗透，行业竞争将有所加剧，但竞争格局不会发生较大变化，大部分市场份额及行业利润被龙头企业占据，龙头企业抗周期能力将进一步增强。预计 2018 年四季度和 2019 年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。