

# 联合信用评级有限公司

## 工程机械行业季度研究报告

(2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日)

### 一、行业整体运行情况

2018 年，我国工程机械行业景气度维持较高水平，各产品销量同比增长，但受到 2017 年同期高基数影响，增速有所下滑；下游需求方面，国内基础设施投资增速下滑，房地产投资增速维持较高水，煤炭、铁矿石、水泥等下游行业景气度一般；上游钢材价格从低位回升，工程机械企业成本控制压力有所下降。

我国经济仍面临一定的下行压力，2018 年国内生产总值按可比价格计算，同比增长 6.6%，全年 GDP 增速创下自 1991 年以来的新低；固定资产投资增速持续下滑；房地产投资增速处于高位，面临一定的下行压力；煤炭、铁矿石、水泥行业景气度有所下降。具体来看，2018 年全年，全国固定资产投资(不含农户)635,636 亿元，同比增长 5.9%，增速与 1~11 月份持平，比上年同期回落 1.3 个百分点，其中，第一产业投资 22,413 亿元，同比增长 12.9%、第二产业投资 237,899 亿元，同比增长 6.2%、第三产业投资 375,324 亿元，同比增长 5.5%。2018 年，全国房地产开发投资 120,264 亿元，同比增长 9.5%，增速较 1~11 月份略微回落，其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.4%，增速比上年提升 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.8%。大挖主要服务的煤矿、铁矿石、水泥等行业景气度小幅回升，2018 年，我国原煤产量 354,590 万吨，同比上升 2.92%；铁矿石产量 76,337 万吨，同比下降 37.91%；水泥产量 217,666 万吨，同比下降 6.03%。

虽然下游行业景气度有所下降，但随着产品保有量规模提升及环保政策趋严，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。但由于 2017 年同期基数较高影响，增速有所下降。2018 年，挖掘机累计销量 203,420 台，同比增长 44.99%，增速较上年同期回落 54.53 个百分点；其中小挖（0~13t）销售 102,604 台，同比增长 40.59%，中挖（13~30t）销售 70,733 台，同比增长 48.56%，大挖（30t 以上）销售 30,083 台，同比增长 52.64%。2018 年，汽车起重机销量 32,318 台，同比增长 58.48%；装载机销量 108,021 台，同比增长 20.75%；推土机销量 7,600 台，同比增长 33.17%。

2018 年，工程机械产品主要用钢（中厚钢，10~20 毫米）价格先升后降，全年波动幅度较大，总体呈下降趋势，从年初的 4,280 元/吨下降至 3,851 元/吨，随着工程机械产品需求增长，企业成本控制压力有所缓解。

### 二、主要企业运行情况

截至 2018 年底，行业内主要企业资产负债率处于正常水平，偿债能力有所回升，但行业内应收账款和存货占总资产比重仍较高，对运营资金形成一定占用。2018 年，行业内主要企业收入规模均保持增长态势，盈利能力均有所提升，经营活动现金流状况出现分化，但整体较上年有所改善。

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 2018 年底，除 ST 厦工外，样本企业资产负债率处于正常水平，维持在 50%~65%左右，较去年同期变化不大，其中徐工机械资产负债率最低，为 50.46%。应收款项方面，截至 2018 年底，三一重工、中联重科和山推股份的应收款项占总资产的比例分别为 29.41%、25.34%和 17.02%，较 2017 年底有所下降；徐工机械、柳工股份和山河智能应收款项占比由 2017 年底的 20.28%、14.45 和 24.52%上升至 30.31%、14.88%和 24.88%，呈现小幅上升态势，但仍处于可控水平；ST 厦工应收款占比达到 37.79%，明显高于行业平均水平；柳工应收款项占比处于行业较低水平（14.88%），主要系柳工采用融资租赁模式销售占比较高所致，柳工融资租赁模式反映为长期应收款占比较高。截至 2018 年底，工程机械行业龙头企业应收款规模总体可控，占比变化不大，资金占用情况处于历史较低水平，有利于缓解现金流压力。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 1 截至 2018 年底工程机械上市公司资产结构情况



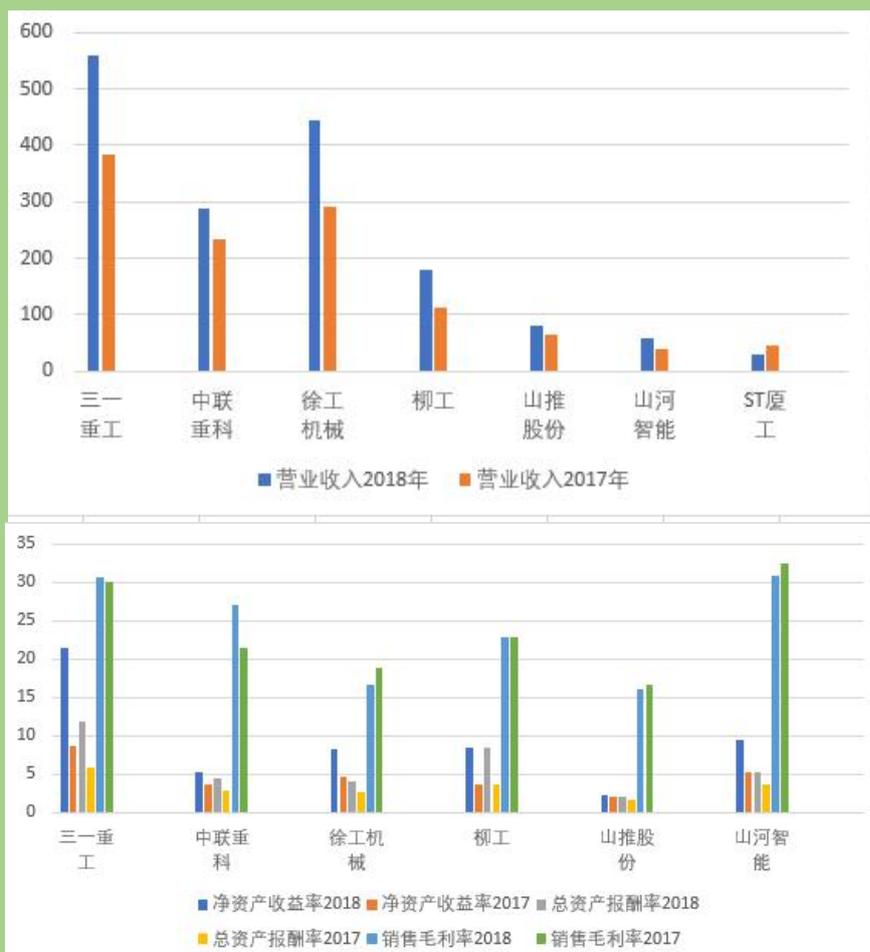
资料来源: Wind, 联合评级整理

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

从盈利能力来看，2018 年，行业销售维持高景气度，且龙头企业相应愈发凸显，除 ST 厦工因销售渠道整合、淘汰低盈利产品，导致收入同比下降外，其他样本企业收入均同比提升，其中，柳工和徐工机械营业收入同比增长超过 50%。净资产收益率方面，2018 年，除 ST 厦工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均有所提升，其中三一重工净资产收益率为 21.45%，处于行业较高水平；剔除亏损的 ST 厦工，样本企业平均净资产收益率 9.23%，较上年上升 4.59 个百分点。销售毛利率方面，2018 年，剔除 ST 厦工因处理低盈利产品导致毛利率为负的异常值外，2018 年，样本企业销售毛利率均值 24.00%，较 2017 年的 23.72%小幅上升，总体水平变化不大。

图 2 2018 年工程机械上市公司收入、盈利能力情况 (单位: 亿元)

<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、ST 厦工、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。

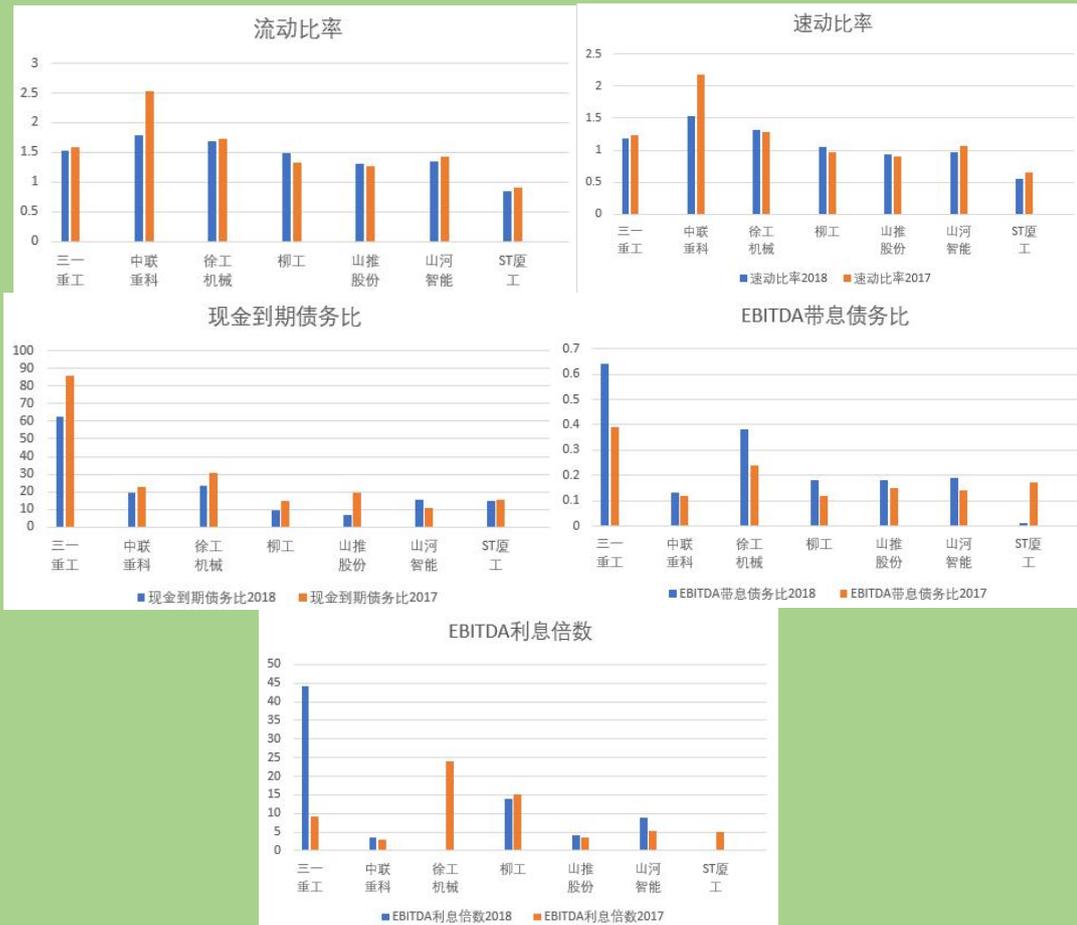


资料来源: Wind, 联合评级整理 (相关指标未年化)

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, 相对于盈利能力, 应更关注企业现金流情况。因此, 行业内企业的短期资金周转压力及短期偿债能力需要重点关注, 以判断其短中期流动性风险。

从流动比率和速动比率来看, 截至 2018 年底, 样本企业流动比率和速动比率均值分别为 1.42 倍和 1.08 倍, 较 2017 年底均略有下降, 除 ST 厦工流动比率和速动比率较低外, 其他样本企业均处于正常水平。从现金到期债务比来看, 截至 2018 年底, 样本企业现金短期债务比的均值为 21.87 倍, 较上年的 28.64 倍有所下降, 其中三一重工现金到期债务比为 62.88 倍, 显示其现金类资产对短期债务保护能力很强。从 EBITDA 带息债务比来看, 2018 年, 除 ST 厦工外, 其他样本企业 EBITDA 均同比大幅提升, 带动 EBITDA 带息债务均值比上升至 0.28 倍 (2017 年为 0.19 倍)。从 EBITDA 利息倍数来看, 2018 年徐工机械利息费用为负, ST 厦工利息保障倍数较低外, 其他样本企业 EBITDA 利息倍数均处于正常水平, 其中三一重工利息保障倍数为 44.12 倍, EBITDA 对利息保障程度很高。

图 3 截至 2018 年底工程机械上市公司偿债能力情况 (单位: 倍、%)



资料来源：Wind，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，2018年，样本企业经营性现金流量净额情况分化，三一重工、中联重科、徐工机械和山河智能现金净流入同比增长，柳工、山推股份和ST厦工由于应收账款增长及存货备货增加等影响，经营性现金净流入规模同比下降。

图4 2017~2018 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、《中国工程机械杂志》发布全球塔式起重机行业榜单

2018 全球塔式起重机制造商 10 强榜单整体阵营和上届并无变化，10 家企业分别为马尼托瓦克-波坦、利勃海尔、中联重科、法福克、沃尔夫、科曼萨、特雷克斯、徐工集团、永茂控股和 RAIMONDI。不过，在名次排列上，此次榜首位置花落马尼托瓦克-波坦，利勃海尔下降 1 位，排名第 2；法福克集团和科曼萨由于出色业绩表现，排名分别上升 2 位和 4 位，分列第 4 和第 6。

#### 【点评】

整体来看，全球塔式起重机制造商 10 强中，欧美企业依然是主力军，且排名前两位的马尼托瓦克-波坦和利勃海尔，塔式起重机销售业绩均在 6 亿美元以上，远高于其他企业。

10 强榜单中，来自中国的制造企业依然只有 3 家——中联重科、徐工集团和永茂控股。且现阶段来看，这 3 家企业的核心市场依然以中国及亚洲地区为主，未来在全球发展空间较大。

## 四、债券市场跟踪

**2018 年四季度，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 年一季度，行业内无到期兑付债券。**

### 1. 2018 年四季度工程机械企业新发债情况

2018 年四季度，从发债情况上看，共有 4 家工程机械企业发行 6 支信用债券（含银行间市场），发行规模合计 104.00 亿元，较三季度发行规模 54.50 亿元大幅上升，分别为徐工集团工程机械有限公司、中联重科股份有限公司、徐工集团工程机械股份有限公司和广西柳工集团有限公司所发行的债券。从到期情况上看，2018 年四季度，工程机械行业共 2 支债券到期（含银行间市场），债券到期规模 29.00 亿元，已顺利完成兑付。

表 1 2018 年四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 | 最新主体级别 | 最新债项级别 | 最新评级展望 |
|----------------|------|-------|------------|------------|------|------|--------|--------|--------|
| 18 徐工 SCP006   | 徐工集团 | 15.00 | 2018-10-12 | 2019-7-9   | 0.74 | 3.75 | AAA    | --     | 稳定     |
| 18 徐工 CP001    | 徐工集团 | 14.00 | 2018-10-25 | 2019-10-25 | 1.00 | 3.78 | AAA    | A-1    | 稳定     |
| 18 中联 01       | 中联重科 | 20.00 | 2018-12-3  | 2023-12-3  | 5    | 4.65 | AAA    | AAA    | 稳定     |
| 18 中联重科 MTN001 | 中联重科 | 25.00 | 2018-12-11 | 2023-12-11 | 5    | 4.49 | AAA    | AAA    | 稳定     |
| 18 徐工 Y1       | 徐工机械 | 20.00 | 2018-12-10 | 2021-12-10 | 3    | 4.80 | AAA    | AAA    | 稳定     |
| 18 柳工 MTN001   | 柳工集团 | 10.00 | 2018-12-18 | 2021-12-18 | 3    | 5.48 | AA+    | AA+    | 稳定     |

资料来源：Wind，联合评级整理

表 2 2018 年四季度工程机械行业债券兑付情况（单位：万元、年、%）

| 债券简称         | 发行人  | 偿还金额  | 起息日期       | 到期日期       | 债券期限 | 票面利率 | 兑付情况 |
|--------------|------|-------|------------|------------|------|------|------|
| 18 徐工 SCP003 | 徐工集团 | 15.00 | 2018-4-11  | 2018-10-17 | 0.52 | 4.59 | 已兑付  |
| 17 徐工 CP002  | 徐工集团 | 14.00 | 2017-10-31 | 2018-10-31 | 1.00 | 4.90 | 已兑付  |

资料来源：Wind，联合评级整理

### 2. 2018 年四季度工程机械企业信用评级变动

2018 年四季度，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 年一季度工程机械行业将到期债券基本情况

2019 年一季度，工程机械行业内企业无到期兑付债券。

## 五、行业风险关注及信用展望

### 1. 行业内企业风险关注

2018 年四季度，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，需关注经济波动对需求所带来的负面影响。下游行业景气度的下行难以带来更多的增量需求，同时随着上轮景气周期所销售的产品逐渐完成更新换代，工程机械行业需求端或将承压。工程机械行业市场份额可能进一步向优势企业集中，具有自主创新能力、节能环保水平高、营运效率高、盈利能力强、现金流状况良好的行业内企业将受益较多，具有更强的市场竞争力。

### 2. 2019 年一季度行业信用展望

目前，工程机械行业高景气度状态仍在持续。基础设施投资增幅回升、房地产投资增速保持较高水平，对我国工程机械行业需求起到支撑作用，且短期内更新需求还将持续释放，以及环保政策趋严加速设备升级换代，“一带一路”政策所带来的海外需求将为工程机械产品需求继续提供有力支撑。预计 2019 年一季度，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。