

# 联合信用评级有限公司

## 工程机械行业季度研究报告

(2019年7月1日至2019年9月30日)

### 一、行业整体运行情况

2019年三季度，我国工程机械行业景气度维持在较高水平，除起重机销量较上年同期略有下降外，各产品销量均同比增长，尤其是挖掘机销量再创同期历史新高；下游方面，我国固定资产投资出现本年度首次负增长，房地产投资增速保持正增长，但增速持续回落；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。

作为重要的工程机械产品，挖掘机主要应用于工程项目施工的前端，并且具有功能多样、应用广泛的特征。2019年三季度，我国挖掘机累计销量41,988台，较上年同期增长16.25%，增速较上年同期回落18.19个百分点，但销量再创2008年以来同期历史新高，持续保持高景气度；我国起重机（主要企业）累计销量7,743台，较上年同期下降0.04%；装载机（主要企业）累计销量25,474台，较上年同期增长8.37%，增速较上年同期持平；推土机（主要企业）累计销量1,278台，较上年同期增长0.31%。

从需求端看，我国宏观经济仍面临一定下行压力，房地产开发和基础设施建设为工程机械行业下游应用的主要领域。2019年三季度，我国完成固定资产投资162,104亿元，较上年同期下降12.91%，为本年度首次出现的负增长；房地产开发投资36,398.36亿元，较上年同期增长9.85%，增速较上年同期基本持平；房屋新开工面积60,198.11万平方米，较上年同期增长6.05%，增速较上年同期回落19.23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，工程机械行业周期性趋于弱化。

2019年三季度，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3,980.90元/吨下降至3,773.05元/吨，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9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—9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；行业内企业经营活动现金流均呈净流入状态，其中龙头企业表现良好，强者恒强。

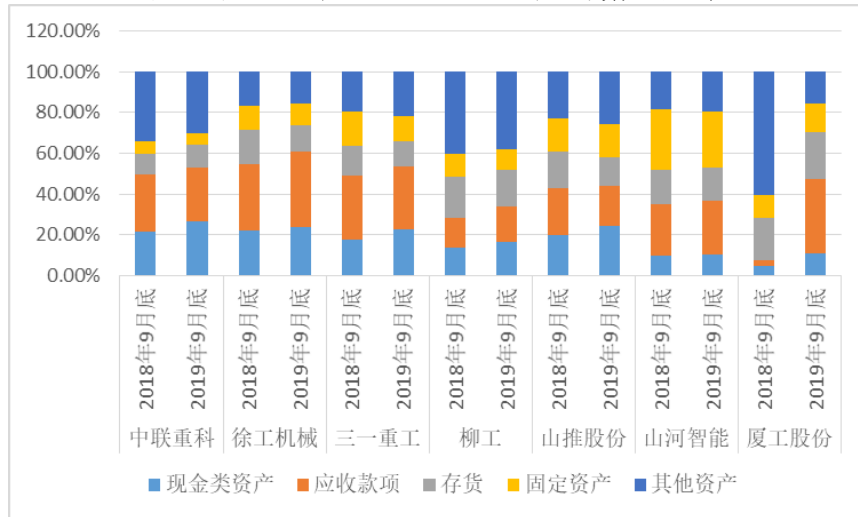
为方便研究，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对工程机械上市企业进行了筛选，选择了7家工程机械整车生产企业的财务数据作为样本，以此分析工程机械行业企业财务

<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、山河智能等。后文财务数据如无特别说明均为上述企业统计数据

数据情况。

从资产结构来看，截至 2019 年 9 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 9 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 22.67%、24.05%和 26.50%，较 2018 年 9 月底提升了 5.18 个百分点、1.72 个百分点和 4.87 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”）的应收款项占总资产比例分别为 30.71%、26.46%和 19.53%，较 2018 年 9 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 9 月底的 32.08%和 14.91%上升至 36.74%和 17.50%，呈现小幅上升态势，徐工机械应收款项占比已处于行业较高水平；山河智能装备股份有限公司（以下简称“山河智能”）应收款项占比变动不大，厦工股份应收账款占比达到 37.03%。

图 1 截至 2019 年 9 月底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 9 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 50%~67%左右，较 2018 年 9 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；厦工股份由于连年亏损，导致公司净资产出现负值，2019 年 9 月底资产负债率为 113.88%。债务方面，剔除厦工股份，截至 2019 年 9 月底，样本企业平均全部债务资本化比率为 38.02%，较 2018 年 9 月底略有下降，其中山河智能有息债务资本化比率最高（53.44%），徐工机械债务负担最轻，有息债务资本化比率为 22.88%。

从盈利能力来看，2019 年 1—9 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—9 月，样本企业实现销售收入 1,593.70 亿元，较上年同期增长 0.55%，净利润 168.63 亿元，较上年同期增长 85.78%。

期间费用方面，2019 年 1—9 月，剔除厦工股份，样本企业费用收入比为 14.83%，较上年同期略有下降，其中销售费用占比 51.84%、管理费用（含研发费用）占比 43.47%和财务费用占比 4.69%。本轮周期以来，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1-9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24.82%，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10.65%，较去年同期上升2.98个百分点。与净资产收益率类似，2019年1-9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5.01%上升至6.12%；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1-9月，剔除厦工股份，样本企业销售毛利率均值24.99%，较上年同期小幅上升0.65个百分点，总体水平变化不大。

表1 工程机械上市公司盈利能力情况（单位：%）

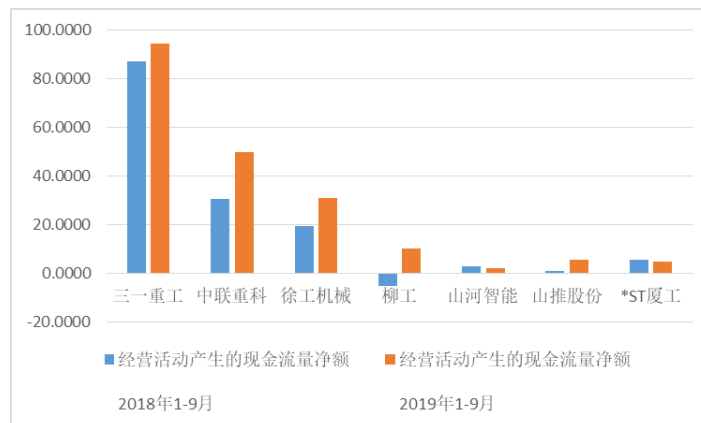
公司简称	净资产收益率		总资产报酬率		销售毛利率	
	2018年三季报	2019年三季报	2018年三季报	2019年三季报	2018年三季报	2019年三季报
三一重工	17.50	24.82	9.74	13.64	31.16	32.54
徐工机械	5.84	9.64	3.17	5.09	17.92	18.57
中联重科	3.47	9.15	2.92	5.24	26.37	29.82
柳工	7.66	8.92	4.62	4.43	22.96	23.98
山河智能	8.98	8.69	4.81	4.16	32.64	30.04
山推股份	2.54	2.65	4.81	4.16	15.01	15.01
厦工股份	-21.53	--	0.90	-9.69	12.72	12.15

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9月底，样本企业流动比率和速动比率均值分别为1.39倍和1.07倍，较2018年9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9月底，剔除异常值柳工，其他样本企业现金到期债务比情况较好，平均值在19.81%，较2018年9月底大幅提升，其中三一重工现金到期债务比为40.36%，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1-9月，行业内企业经营性净现金流均实现正流入，其中中联重科、徐工机械、三一重工、柳工等龙头企业现金净流入同比大幅增长，强者恒强。

图2 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、国常会降低部分基建项目资本金比例，有望推动基建投资

2019年11月13日，国务院常务会议再次强调了“六稳”工作和深化投融资体制改革要求，从1996年以来第三次下调了基建细分行业最低资本金比例，并允许通过发行权益型等金融工具筹措不超过50%的资本金。考虑到目前不同基建项目资本金比例的差异，政策将较大幅度利好地方基建项目。

##### 【点评】

下调资本金的基建政策将带动基建投资的稳步提升。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、武汉禁止超国三排放标准工程机械施工

为推动非道路移动机械的排气污染防治工作，改善城市空气质量，武汉市制定出台了《关于划定武汉市高排放非道路移动机械禁止使用区的通告》，11月30日起，在武汉市划定高排放非道路移动机械禁止使用区。核心禁用区指武汉市建成区范围以内区域，包括三环线以内的中心城区和远城区工业较为密集的区域。一般禁用区指核心禁用区以外的全市其他行政区域。

##### 【点评】

环保政策的趋严加快了行业内部旧机置换，释放出更多的更新需求，利好工程机械行业发展。

### 四、债券市场跟踪

2019年三季度，行业内企业发行规模较二季度大幅上升，期限品种更加多元化；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年四季度行业即将到期债券规模较三季度规模大幅上升，需及时关注企业资金筹备及兑付情况。

#### 1. 2019年三季度工程机械企业新发债情况

2019年三季度，从发债情况上看，共有3家工程机械企业发行7支信用债券（含银行间市场），发行规模合计65.00亿元，较二季度发行规模大幅上升，分别为徐工集团工程机械有限公司（以下简称“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，共有4支1年以内的超短期融资券，2支3年期中期票据和1支5年期公司债，发行票面利率在2.95%~4.00%之间，融资成本处于较低水平。从到期情况上看，2019年三季度，工程机械行业有1支债券摘牌兑付（含银行间市场），兑付规模15.00亿元。

表2 2019年三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MTN002	三一集团	10.00	2019-09-04	2022-09-04	3.00	3.65	AAA	AAA	稳定
19三一SCP003	三一集团	10.00	2019-08-28	2020-02-24	0.49	2.98	AAA	--	稳定
19三一SCP002	三一集团	10.00	2019-08-16	2020-02-12	0.49	3.00	AAA	--	稳定

19 三一 MTN001	三一集团	10.00	2019-07-29	2022-07-29	3.00	3.88	AAA	AAA	稳定
19 中联 01	中联重科	10.00	2019-07-10	2024-07-10	5.00	4.00	AAA	AAA	稳定
19 徐工 SCP003	徐工集团	8.00	2019-07-04	2020-03-13	0.69	2.95	AAA	--	稳定
19 徐工 SCP002	徐工集团	7.00	2019-07-03	2020-03-13	0.69	3.20	AAA	--	稳定

资料来源：Wind，联合评级整理

表 3 2019 年三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 SCP006	徐工集团	15.00	2018-10-12	2019-07-08	0.74	3.75	已兑付

资料来源：Wind，联合评级整理

## 2. 2019 年三季度工程机械企业信用评级变动

2019 年三季度，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 年四季度工程机械行业将到期债券基本情况

2019 年四季度，工程机械行业将到期债券共 4 支，到期规模 124.00 亿元，较三季度到期规模大幅上升。

表 4 2019 年四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 CP001	14.00	2018-10-25	2019-10-25	1.00	3.78
14 中联 MTN001	90.00	2014-10-15	2019-10-15	5.00	5.80
19 中联重科 SCP001	10.00	2019-03-21	2019-12-16	0.74	3.40
19 中联重科 SCP002	10.00	2019-04-18	2019-12-14	0.66	3.30

资料来源：Wind，联合评级整理

## 五、行业信用展望

2019 年三季度，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 年四季度，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。