联合资信评估股份有限公司
工程机械行业季度研究报告

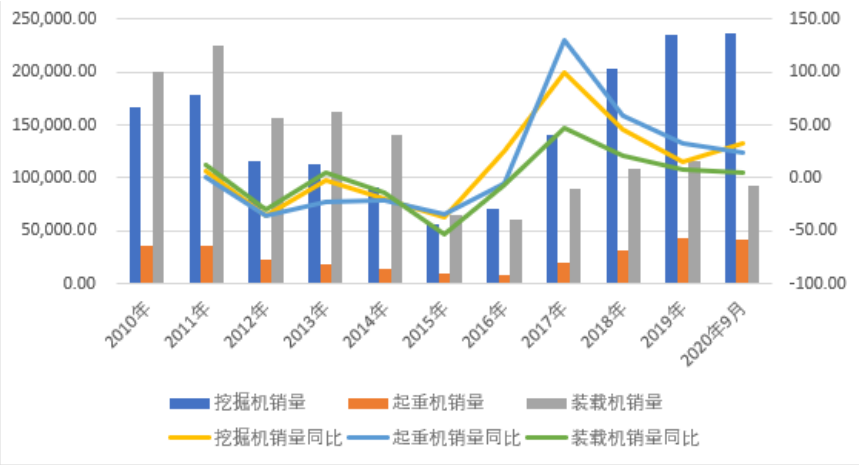
（2020 年 7 月 1 日至 2020 年 9 月 30 日）

一、行业现状

2020 年三季度，我国各地复工复产逐步加快，经销商补库存，对各类工程机械产品需求加大，下游行业需求旺盛，各产品销量均实现增长，挖掘机销量增速持续保持高位；三季度出口情况良好。

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。2020 年三季度，我国挖掘机（主要企业）累计销量[1]66,083 台，较上年同期增长 57.39%，增速较上年同期上升 41.14 个百分点。受复工延迟影响挖掘机需求延后至 3 月下旬开始逐步释放，7—9 月份，挖掘机（主要企业）销量持续高速增长，单月同比增速分别为 54.79%、51.26%和 64.78%。2020 年三季度，我国起重机（主要企业）累计销量 12,061 台，较上年同期增长 55.65%；装载机（主要企业）累计销量 28,889 台，较上年同期增长 13.41%。

图 1　2010 年以来工程机械主要产品销量情况（单位：台、%）

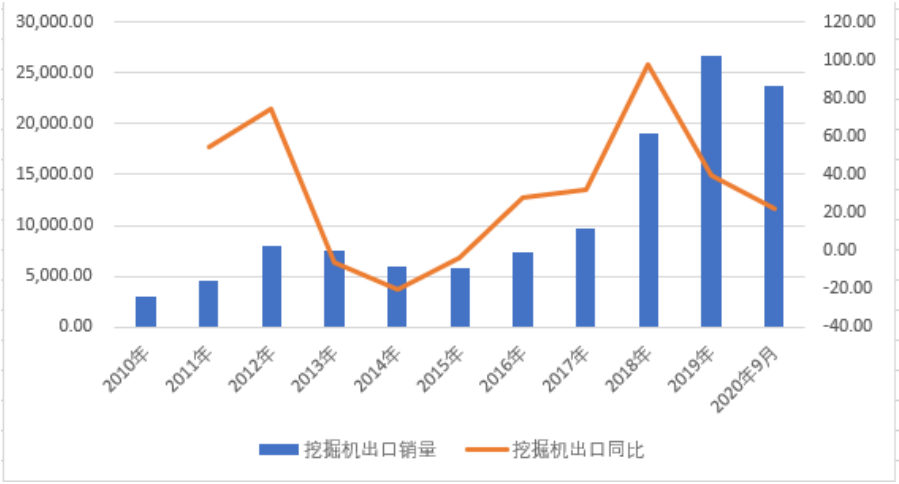


资料来源：Wind

挖掘机作为工程机械核心产品，市场空间大，技术门槛高。而国内挖掘机核心零部件液压泵阀、发动机长期依赖进口，但近年来液压泵阀已实现国产化突破，不仅能够帮助国产主机厂商突破供应链制约，同时将显著降低国产主机厂商液压件的成本，提升国产挖掘机在国际市场上的竞争力。受益于此，近年来我国挖掘机出口量持续增长。2020 年上半年，受海外疫情的影响，挖掘机出口增速下降，但出口从 7 月份开始修复，9 月份创出口销量新高，2020 年三季度，我国挖掘机出口销量 9,156 台，较上年同期增长 29.87%。

图 2　2010 年以来我国挖掘机出口情况（单位：台、%）

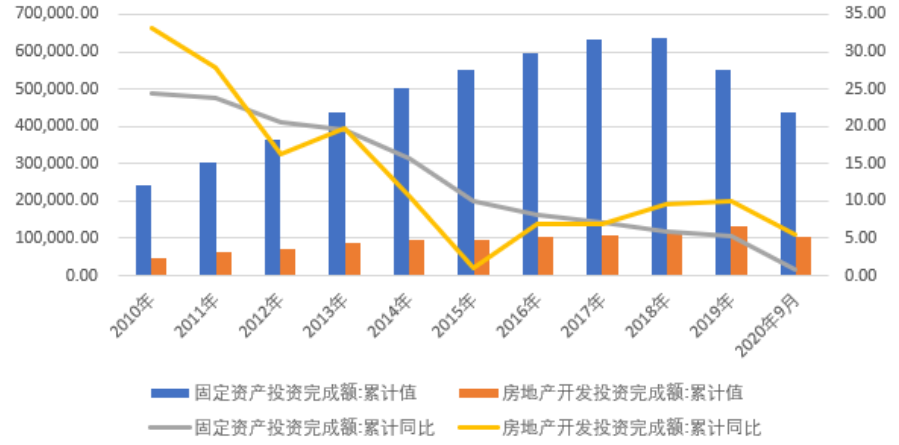
[1] 数据来自中国工程机械工业协会，统计范围含 25 家主机制造企业。



资料来源：Wind

从需求端看，2020 年三季度，我国经济逐渐复苏，三季度 GDP 同比增速回升至 4.9%，较二季度继续回升。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。2020 年 1—9 月，我国完成固定资产投资额为 436,530 亿元，较上年同期增长 0.8%，同比增速由负转正，其中三季度当季同比增速 8.8%，较二季度增速明显回升，其中 9 月份当月同比增速 8.7%，处于年内次高点；房地产开发投资完成额 103,484.20 亿元，较上年同期增长 5.60%。

图 3　2010 年以来我国固定资产投资及房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

从挖掘机行业集中度看，国内头部企业市场占有率稳步提升，强者恒强趋势明显。2012—2019 年，工程机械行业 CR4 由 36.6%提高至 59.5%，CR8 由 60.4%提高至 80.3%，市场份额逐步向头部企业集聚。2020 年 1—9 月，国内工程机械行业集中度仍呈上升趋势，CR5 市场份额接近 70%。

二、主要企业运行情况

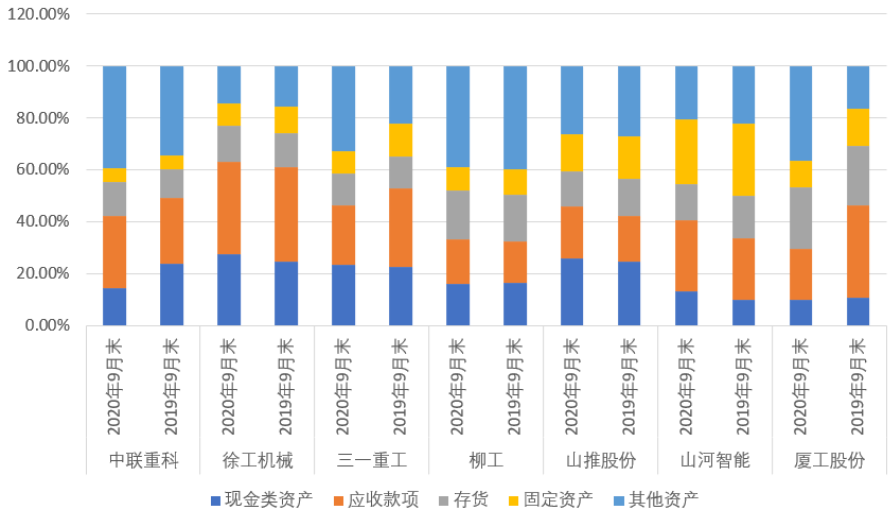
截至 2020 年 9 月末，工程机械行业资金回流速度正常，但行业内应收账款和存货对运营资金的占用仍较为明显；除厦工股份外，样本企业资产负债率处于正常水平。受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度行业收入利润出现下降，但二季度各地复工复产逐步加快，三季

度行业头部企业营收和净利润继续保持增长的态势，期间费用率控制良好，并且盈利水平持续超预期；头部企业经营活动现金流表现良好。

为方便研究，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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[2]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 2020 年 9 月末，工程机械行业现金回流情况正常，中联重科股份有限公司（以下简称“中联重科”）偿还有息债务导致现金类资产占比下降至 14.50%，徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”）、三一重工股份有限公司（以下简称“三一重工”）、广西柳工机械股份有限公司（以下简称“柳工”）、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”）和厦门厦工机械股份有限公司（以下简称“厦工股份”）现金类资产占总资产的比例分别为 27.54%、23.25%、15.92%、25.94%、13.00%和 9.88%，较上年同期分别上升 2.88 个百分点、上升 0.58 个百分点、下降 0.59 个百分点、上升 1.44 百分点、上升 2.91 个百分点和下降 0.72 个百分点。应收款项方面，徐工机械、三一重工、厦工股份应收款项占总资产的比例较上年同期有所下降，其中厦工股份应收款项占比下降 16.07 个百分点至 19.66%，主要系管理人对 328 家企业的应收账款在淘宝网司法拍卖网络平台挂牌，债权重整转让所致。剔除厦工股份影响，样本企业中柳工应收款项占比最低（17.50%），徐工机械应收款项占比最高（35.47%）。存货方面，样本内企业存货占比较上年同期变动幅度较小，维持在 10%~25%左右。固定资产方面，本轮工程机械周期中业内企业产能扩张更为谨慎，企业更加注重技术及工艺进步带来的生产效率提升，截至 2020 年 9 月末，样本企业固定资产占总资产的比例较上年同期均有所下降，其中厦工股份固定资产占比较上年同期下降 4.27 个百分点。

图 4　截至 2020 年 9 月末工程机械上市公司资产结构情况



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+应收款项融资；应收款项=应收账款+其他应收款
资料来源：Wind，联合资信整理

从资本结构来看，样本企业资产负债率处于正常水平，维持在 55%~69%水平，较上年

[2] 统计企业包含三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、厦工股份、山河智能，后文财务数据如无特别说明均为上述企业统计数据。

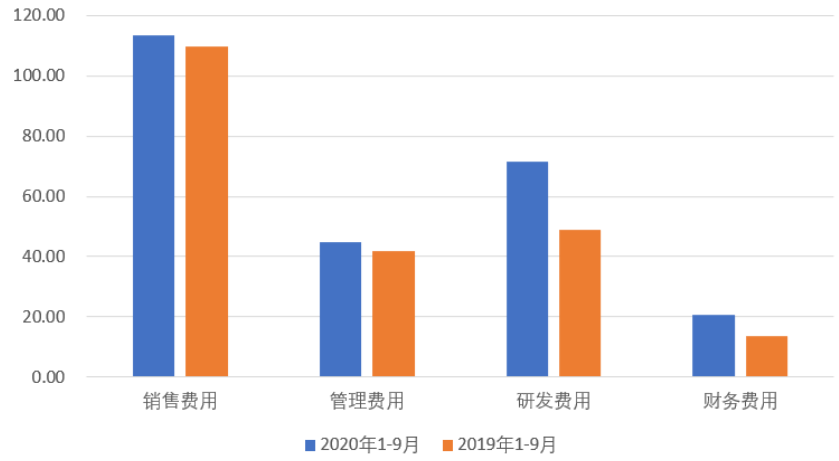
末变化不大，相比上一轮景气周期行业的杠杆水平有所降低。厦工股份实施了一系列债务重组，截至 2020 年 9 月末，厦工股份资产负债率较上年同期下降 55.28 个百分点至 58.60%。债务方面，剔除厦工股份，截至 2020 年 9 月末，样本企业平均全部债务资本化比率为 36.29%，较上年同期下降 1.73 个百分点，其中山河智能有息债务资本化比率最高（56.66%），三一重工债务负担最轻（22.25%）。

从盈利能力来看，受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度行业收入利润出现下降，但二季度开始各地复工复产逐步加快，三季度行业头部企业营收和净利润继续保持增长的态势，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，行业头部企业市场占有率不断提高，品牌效应凸显。2020 年前三季度，样本企业合计实现销售收入 1,993.21 亿元，较上年同期增长 25.07%；合计净利润 215.57 亿元，较上年同期增长 27.84%。

期间费用方面，2020 年前三季度，剔除厦工股份，样本企业费用收入比为 12.65%，较上年同期略有下降，其中销售费用占 45.35%、管理费用占 17.92%、研发费用占 28.52%、财务费用占 8.20%。本轮周期以来，工程机械行业整体费用控制良好，加大研发费用占比的同时控制管理费用和财务费用规模，行业内企业期间费用率持续下行。

与此同时，行业盈利能力维持较高水平，2020 年前三季度，样本企业平均净资产收益率为 12.16%，较上年同期上升 0.94 个百分点；其中三一重工净资产收益率为 27.17%，处于行业最高水平。与净资产收益率类似，2020 年前三季度，剔除厦工股份，样本企业平均总资产报酬率为 6.34%，较上年同期持平。销售毛利率方面，2020 年前三季度，剔除厦工股份，样本企业销售毛利率均值 24.22%，较上年同期小幅下降 2.27 个百分点，总体水平变化不大。

图 5　工程机械上市公司期间费用情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

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	
	2019 年 1—9 月	2020 年 1—9 月	2019 年 1—9 月	2020 年 1—9 月	2019 年 1—9 月	2020 年 1—9 月
三一重工	24.55	27.17	14.27	14.70	32.54	30.30
徐工机械	10.94	9.36	5.51	5.04	18.57	18.02
中联重科	11.09	14.2	6.42	7.11	29.82	28.51
柳工	9.44	10.16	4.55	4.88	23.98	20.23
山河智能	8.80	10.92	4.37	4.95	30.04	28.03

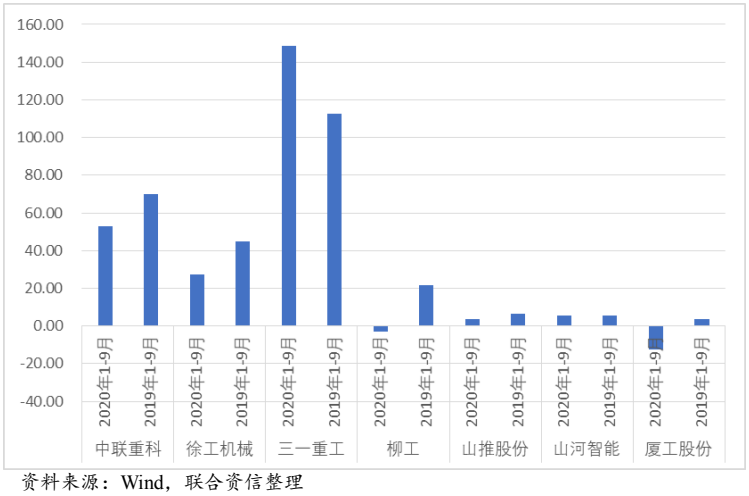
山推股份	2.50	1.14	2.51	1.37	23.98	20.23

资料来源：Wind，联合资信整理

从流动比率和速动比率来看，截至 2020 年 9 月末，样本企业流动比率和速动比率均值分别为 1.42 倍和 1.14 倍，同比变化不大。从现金到期债务比来看，截至 2020 年 9 月末，剔除厦工股份后，其他样本企业现金到期债务比情况较好，平均值在 15.86%左右，较上年同期下降 3.16 个百分点，其中三一重工为 65.27%，其现金类资产对到期债务保护能力强。

从经营性现金流来看，受一季度收入回款下降及各企业库存备货增加所致，2020 年前三季度，除三一重工外，其余样本企业经营活动现金净流入规模同比下降；除厦工股份、柳工外，行业内企业经营性净现金流均实现正流入；行业整体经营性现金流量状况良好。

图 6　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，联合资信整理

三、债券市场跟踪

2020 年三季度，行业内企业发行规模较二季度大幅下降，发行品种以期限 1 年以内的短期或超短期融资券为主；工程机械企业运行情况良好，行业内企业未发生违约、级别下调等情况；2020 年四季度行业即将到期债券规模小，结合行业整体运营情况良好，行业偿债压力小。

1．2020 年三季度工程机械企业新发债券及到期债券兑付情况

2020 年三季度，工程机械行业共有 4 支信用债券（含银行间市场）成功发行，发行规模合计 50.00 亿元，较二季度发行规模（135.00 亿元）下降 62.96%。从发行期限上看，共有 3 支 1 年以内的短期或超短期融资券，1 支公司债券，发行票面利率在 1.80%~3.72%之间，融资成本处于较低水平。从到期情况上看，2020 年三季度，工程机械行业有 11 支债券摘牌兑付（含银行间市场），兑付规模 122.00 亿元。

表 2　2020 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
20 柳工机械 SCP001	柳工	10.00	2020-08-24	2020-12-22	0.33	3.20	AAA	-	稳定

20 中联重科 SCP005	中联重科	10.00	2020-07-20	2020-09-25	0.18	1.80	AAA	-	稳定
20 中联重科 SCP006	中联重科	10.00	2020-07-20	2020-09-25	0.18	1.80	AAA	-	稳定
20 徐工 01	徐工机械	20.00	2020-08-25	2023-08-25	3.00	3.72	AAA	AAA	稳定

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3　2020 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	偿还金额	起息日期	到期日期	债券期限	票面利率
20 中联重科 SCP004	10.00	2020-04-22	2020-09-25	0.43	1.90
20 中联重科 SCP003	10.00	2020-04-20	2020-09-25	0.43	1.90
20 中联重科 SCP005	10.00	2020-07-20	2020-09-25	0.18	1.80
20 中联重科 SCP006	10.00	2020-07-20	2020-09-25	0.18	1.80
20 三一重工 SCP001	10.00	2020-02-27	2020-08-25	0.49	2.40
20 三一（疫情防控债）SCP001	10.00	2020-02-21	2020-08-19	0.49	2.50
20 徐工 SCP003	5.00	2020-02-25	2020-08-23	0.49	2.45
17 徐工 MTN002	13.00	2017-08-25	2020-08-25	3.00	4.98
20 徐工 SCP004	9.00	2020-03-09	2020-09-05	0.49	2.35
20 徐工 SCP001	8.00	2020-01-09	2020-09-30	0.72	3.03
17 徐工 Y1	27.00	2017-09-25	2020-09-25	3.00+N	5.30

资料来源：Wind，联合资信整理

2．2020 年三季度工程机械企业信用评级变动

随着我国工程机械行业景气度的提升，行业内企业财务报表不断修复。近年来，头部企业营收和净利润持续保持高增长的态势，期间费用率控制良好，行业资金回流速度进一步加快，现金类资产占比逐渐提升，行业进入良性竞争阶段。工程机械行业发行主体在 2020 年三季度无级别和展望的调整。

3．2020 年四季度工程机械行业将到期债券基本情况

2020 年四季度，工程机械行业将到期债券共 3 支，到期规模 30.00 亿元。

表 4　2020 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
20 三一重工 SCP002	10.00	2020-02-28	2020-11-24	0.74	2.35
20 三一重工 SCP003	10.00	2020-03-13	2020-12-08	0.74	2.35
20 柳工机械 SCP001	10.00	2020-08-24	2020-12-22	0.33	3.20

资料来源：Wind，联合资信整理

四、行业风险关注及信用展望

1．行业内企业风险关注

2020 年以来，工程机械行业景气度仍维持在较高水平，行业内头部企业表现良好。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。受新冠肺

炎疫情影响，我国经济承压，以挖掘机为代表的工程机械的需求取决于下游施工需求，而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。如未来我国基建及房地产投资不及预期，工程机械行业需求端或将承压。随着上轮景气周期所销售的产品逐渐完成更新换代，我国工程机械行业竞争将不断加剧，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．行业信用展望

目前，工程机械行业高景气度状态仍在持续。2020 年三季度，各地复工复产逐步加快，经销商补库存，对各类工程机械产品需求加大。海外疫情得到控制，工程机械产品出口量自 7 月份以来持续修复。政策方面，逆周期调节持续发力，基建项目出台，地方专项债券规模增加，金融机构加大融资支持力度，利好工程机械行业发展。加之工程机械行业自身更新周期尚未结束，环保政策继续趋严促进升级换代需求，预计 2020 年四季度，我国工程机械行业整体有望维持稳定发展态势，联合资信对工程机械行业的展望为稳定。

研究报告声明

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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。

联合资信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，联合资信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资信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，联合资信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资信所有，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“联合资信评估股份有限公司”，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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。