

推荐 (上调)

经营质量继续改善提振市场信心

2018年09月02日

机械行业2018年中报财报分析

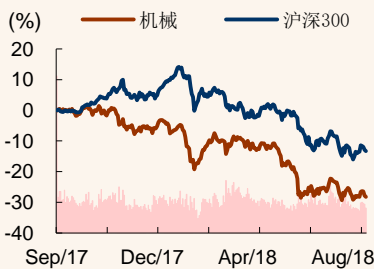
上证指数 2725

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	335	9.5
总市值 (亿元)	23993	5.1
流通市值 (亿元)	16993	4.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6.1	-17.6	-27.2
相对表现	-0.9	-0.4	-14.4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《轨道交通行业点评—城轨重新启动审批 行业边际改善加速》2018-08-13
- 《机械行业 2018 年 8 月报—两条投资主线 精选价值标的》2018-07-30
- 《物联网设备专题研究·上篇—物联网连接东风已至 下游应用含苞待放》2018-07-16

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn

本篇报告为定期财务数据分析报告, 目的在于通过数据分析, 客观反映行业和上市公司的成长性、盈利能力、营运能力和资产周转状况, 虽然不具前瞻性, 但却是我们分析和预测的基础。我们选择了 282 家机械行业上市公司分 12 个子行业为样本, 属于不完全统计, 但基本代表上市公司所处细分行业特征。

- 18H1 机械行业上市公司经济效益:** 12 个细分行业的 282 家上市公司 1) 收入 **5558.62 亿元, 同比上升 18.54%**, 17Q4 到 18Q2 三个季度营收增速分别为 -2%、14.8% 和 21.4%, 考虑权重和增速, 主要贡献子行业为 **工程机械与能源装备**, 其中工程机械收入 1442 亿元增长 35.51%, 能源装备收入为 383 亿元同比增长 64%。2) **净利润 318.23 亿, 同比增长 29.97%**, 分季度增速分别为: 50 倍、33.73% 和 27.78%, 其中 17Q4 的 50 倍增速是因为 16 年底机械行业利润基数过低导致, 结合利润权重综合看影响力按顺序为: **工程机械、能源装备、智能装备和轻工机械**, 分别贡献净利为 90.4 亿、22.1 亿、23.9 亿、20.6 亿, 增长分别为 78.81%、47.32%、38.99%、49.59%。
- Q2 单季行业收入 3239 亿元, 同比增加 21.36%; 净利润 197.56 亿元, 同比增长 27.78%**, 行业业绩持续改善, 净利润改善幅度优于收入增长幅度, 再次印证我们对中游复苏的整体判断, 其中工程机械表现最为靓丽。相对盈利弹性而言是重资产的船舶港口机械和重型机械好转最多, 净利分别增长 131%、80%、但从绝对体量上来看, 最优秀仍是工程机械, 净利 52.24 亿行业贡献超过 1/4, 而且增长高达 71.67%, 主机厂及核心部件均大幅超预期。
- 虽然原材料涨价, 但因规模效应期间费用率下降, 盈利能力稳中有升。上半年行业净利率 5.73%, 同比上升 0.5pct, 主要系规模效应带来的毛利率上升, 同时三费占比在本半年度有着较为明显的下降, 受益于人民币贬值这一趋势在 **Q2 单季更加明显**。5/12 的行业净利率增长, 重型机械 (+2.4pct)、机床工具与自动化 (+1.9pct) 和工程机械 (+1.5pct)。
- 重要财务指标:** 上半年存货同比上升 9.4%, 远小于营收增长幅度。从绝对值看, 轨交设备增加 113 亿库存, 重型机械增加 79 亿, 影响较大; 存货周转天数同比减少 5.9 天, 周转继续加快。应收款项绝对值增加但占收入比重大幅下降 3pct, 轨交设备应收款项改善最为明显下降 26.9pct。经营活动现金流净流出 125.7 亿元, 同比减少流出 31.5 亿元, 收入增长但净流出缺口明显收窄反映现金流改善, 主力贡献为工程机械, 回款为历史同期最好: 资产负债率下降 1.6pct; 资本开支本期增长了 42.4%, 各子行业均有一定资本支出增长。
- 机械行业朱格拉周期复苏再次被验证, 上半年盈利和经营质量持续好转, 资本开支温和回升, 微观数据甚至好于 2011 年, 我们在 6 月初下调了行业评级, 经历市场调整, 很多公司又到买入时机, 上调行业评级。虽然下半年行业增速可能放缓但是欧美经济强劲, 这点和 08 年“次贷危机”不可比, 明年工程机械仍有基建和设备更新需求支撑。继续强烈推荐三一、恒立、艾迪、杰克、鼎力、日机密封、埃斯顿, 另外人民币贬值关税增加通胀预期, 重点推荐杰瑞, 业绩弹性最大。
- 风险提示:** 经济发展不持续、下游原材料价格持续上涨、行业竞争恶化。

样本选择说明：我们选择了 282 家机械行业上市公司分 12 个子行业为样本，属于不完全统计，但基本代表上市公司所处细分行业特征。

重型机械	中国一重 21 太原重工 泰尔股份 *ST 宝鼎 通裕重工 杭氧股份 紫天科技 天沃科技 陕鼓动力 川润股份 科新机电 海陆重工 大连重工 华东重机 鲍斯股份 中信重工 兰石重装 冀东装备 弘宇股份 法兰泰克 天桥起重	睿能科技 永创智能 卓郎智能 机床工具 23 沈阳机床 华东数控 华明装备 秦川机床 青海华鼎 昊志机电 日发精机 华中数控 亚威股份 山东威达 恒锋工具 海天精工 合锻智能 佳士科技 瑞凌股份 锐奇股份 蓝英装备 上海沪工	鼎汉技术 运达科技 晋西车轴 永贵电器 康尼机电 新筑股份 华铁股份 今创集团 众合科技 中铁工业 船舶港口 11 中国船舶 中国重工 振华重工 中船防务 中船科技 中集集团 太阳鸟 亚星锚链 润邦股份 江龙船艇 潍柴重机	能源装备 31 富瑞特装 杰瑞股份 惠博普 海默科技 通源石油 中原特钢 神开股份 应流股份 江苏神通 南风股份 台海核电 中核科技 纽威股份 石化机械 郑煤机 天地科技 山东矿机 林州重机 山东墨龙 *ST 蓝科 *ST 准油	川仪股份 巨力索具 襄阳轴承 宝塔实业 爱司凯 金石东方 快克股份 星徽精密 昌红科技 永和智控 宝色股份 金自天正 五洲新春 上海亚虹 银宝山新 福鞍股份 康斯特 苏常柴 A 杭齿前进 申科股份 金卡智能 如通股份 鞍重股份 梅安森 厚普股份 道森股份 中泰股份 创力集团 冀凯股份 安控科技 深冷股份 基础零件 45 华伍股份 龙溪股份 轴研科技 微光股份 凯中精密 朗迪集团 康跃科技 优德精密 中发科技 吉鑫科技 东山精密	天瑞仪器 新天科技 亿利达 东华测试 汇金股份 汇中股份 科达洁能 华宏科技 豪迈科技 集智股份 赛象科技 英维克 世嘉科技 音飞储存 天广中茂 金盾股份 东音股份 南华仪器 中坚科技 湘油泵 派思股份 三川智慧 仰帆控股 伟隆股份 双一科技 三星新材 日月股份 奇精机械 江苏雷利 宏盛股份 恒润股份 大金重工 百达精工 力星股份 专用设备 44 日机密封 聚隆科技 星光农机 威海广泰 中国应急 光力科技 双良节能	上海机电 鹏展科技 快意电梯 沪宁股份 广日股份 智能装备 29 京山轻机 长荣股份 东方精工 智慧松德 智云股份 博实股份 机器人 赢合科技 劲拓股份 先导智能 新元科技 东杰智能 埃斯顿 诚益通 巨轮智能 华昌达 黄河旋风 天奇股份 五洋科技 智能自控 拓斯达 泰禾光电 三丰智能 克来机电 和科达 联得装备 至纯科技 田中精机 长川科技
轻工机械	24 杰克股份 慈星股份 通润装备 中捷资源 标准股份 巨星科技 京城股份 达意隆 斯莱克 金轮股份 横河模具 金明精机 中亚股份 博深工具 宝馨科技 利君股份 弘亚数控 法尔胜 宁波精达 南兴装备 上工申贝	三垒股份 威尔泰 金银河 今天国际 伊之密 制冷通风 12 烟台冰轮 大冷股份 汉钟精机 盾安环境 金通灵 开山股份 山东章鼓 康盛股份 雪人股份 隆华节能 四方科技 *ST 哈空 轨交设备 13 中国中车 晋亿实业 神州高铁	工程机械 21 三一重工 中联重科 徐工机械 柳工 安徽合力 山推股份 厦工股份 苏美达 山河智能 河北宣工 达刚路机 森远股份 北方股份 海伦哲 天业通联 恒立液压 浙江鼎力 诺力股份 杭叉集团 建设机械 艾迪精密	基础零件 45 华伍股份 龙溪股份 轴研科技 微光股份 凯中精密 朗迪集团 康跃科技 优德精密 中发科技 吉鑫科技 东山精密	天瑞仪器 新天科技 亿利达 东华测试 汇金股份 汇中股份 科达洁能 华宏科技 豪迈科技 集智股份 赛象科技 英维克 世嘉科技 音飞储存 天广中茂 金盾股份 东音股份 南华仪器 中坚科技 湘油泵 派思股份 三川智慧 仰帆控股 伟隆股份 双一科技 三星新材 日月股份 奇精机械 江苏雷利 宏盛股份 恒润股份 大金重工 百达精工 力星股份 专用设备 44 日机密封 聚隆科技 星光农机 威海广泰 中国应急 光力科技 双良节能	天瑞仪器 新天科技 亿利达 东华测试 汇金股份 汇中股份 科达洁能 华宏科技 豪迈科技 集智股份 赛象科技 英维克 世嘉科技 音飞储存 天广中茂 金盾股份 东音股份 南华仪器 中坚科技 湘油泵 派思股份 三川智慧 仰帆控股 伟隆股份 双一科技 三星新材 日月股份 奇精机械 江苏雷利 宏盛股份 恒润股份 大金重工 百达精工 力星股份 专用设备 44 日机密封 聚隆科技 星光农机 威海广泰 中国应急 光力科技 双良节能	上海机电 鹏展科技 快意电梯 沪宁股份 广日股份 智能装备 29 京山轻机 长荣股份 东方精工 智慧松德 智云股份 博实股份 机器人 赢合科技 劲拓股份 先导智能 新元科技 东杰智能 埃斯顿 诚益通 巨轮智能 华昌达 黄河旋风 天奇股份 五洋科技 智能自控 拓斯达 泰禾光电 三丰智能 克来机电 和科达 联得装备 至纯科技 田中精机 长川科技

资料来源：招商证券

一、18H1 机械行业维持两位数增长 净利幅度继续领先

招商机械覆盖 12 个细分行业 282 家上市公司，2018 上半年实现总营业收入 5358.6 亿元，销售收入同比上升 18.54%，机械行业 12 个子行业均实现营业收入正增长，尤其是历史包袱较重的重型机械和船舶港口机械均实现营业收入正增长。我们从去年开始一直在强调，自 16 年开始的中游复苏是一个 2-3 年的中复苏周期，企业层面的业绩也在持续释放。回顾 17Q4 到 18Q2 单季收入同比变化分别为：-2.02%、14.82%和 21.36%。从 2016Q2 开始，行业就进入苏格拉中周期复苏，2018Q1 除船舶港口机械之外所有细分行业均实现增长，而到了 2018H1，所有子行业收入都有所增长，整体趋势来看，机械行业的经营情况景气趋势不改。

上半年收入有所增长的行业中：

1) 增幅最大的为能源装备，2018H1 年实现了营业收入为 383.05 亿元，同比增长 64.20%，供给侧改革初见成效，同时全球油价复苏带动油气机械板块，反映到业绩上，郑煤机涨幅最大为 290%，2018 年 6 月郑煤机完成对德国 SEG 公司的收购开始并表给汽车零部件板块业务板块贡献 71 亿收入，原主业煤机板块受益于客户盈利能力大幅改善资本开支增长，上半年收入为 35.6 亿元增速为 65.64%；其次为山东墨龙（+63.56%）和杰瑞股份（+32.48%），二者都显著受益全球油价复苏，山东墨龙主营的管类产品市场趋好，各大油田产品需求和产品价格都较去年同期均有不同程度的提高，同时还加强同国内外石油公司的业务合作；杰瑞股份上半年除油田工程设备产品线外，其余六组产品线均实现大幅增长。

2) 增幅其次为轻工机械（+45.98%），轻工机械收入 214 亿，增速贡献最多的为卓郎友爱（+558%）、博深工具（+115%）、南兴装备（+58%），剔除收购的 IDC 运营公司唯一网络主业增长 40%）、弘亚数控（+50.39%，剔除收购的加工中心佼佼者意大利 masterwood 主业增长 40%）、杰克股份（+48.4%）。弘亚数控和南兴装备均受益于消费升级定制家具渗透率提高取得较好增长，产业链调研反映今年定制家具行业增速相较 2017 年有所放缓但预计行业仍有 20%增长，小厂订单仍是饱满，盈利能力超强。杰克股份工业缝纫机占 90%，收入 17.8 亿元同比增长 50%，裁床收入 2.4 亿元占 12%同比增长 22.3%，随着环保、发票审查带来的小企业出清杰克上半年国内业务收入 10.5 亿元同比大增 72%，国内市占率的加速提升，海外收入 10 亿元同比增长 30%，

3) 其三为智能装备（+42.51%）智能装备 2018H1 实现收入 193 亿元，增速较快的有东方精工（+115.95%）、先导智能（+131.42%）、长川科技（+76.78%）和埃斯顿（+72.87%），受益于欧洲、美洲和亚洲市场的开拓，东方精工上半年传统主营高端瓦楞纸箱印刷机、瓦楞纸板生产线装备及零部件增长接近 50%，而普莱德动力电池 Pack 出货电量约 1GWh 同比增长约 167%，出货套数约 3 万台，同比增长约 216%；同样受益于国家对新能源汽车行业行业，占先导智能收入 80%以上的锂电池生产设备收入同比增长 173%，同时收购泰坦新动力 100%并表贡献 4 亿收入 1.2 亿净利；埃斯顿核心部件（以机床数控系统）增长约 20%、得益于收购 TRIO 后良好的协同效应运动控制系统同比增长 85.3%、机器人板块收入 3.54 亿元增长 110.2%，本体约占 5 成，上半年本体销量近 2000 台，销量同比翻倍增长，六轴销量仍然占 80%左右。

3) 涨幅名列第四的为工程机械（+35.51%），上半年收入 1442 亿元，工程机械维持 2017 年高景气的情况继续保持靓丽增长，其中整机企业的重点代表三一重工、徐工机械、柳工、浙江鼎力分别录得收入增长为 46.42%、65.81%、78.73%、42.12%，工程机械核

心部件公司恒立液压、艾迪精密收入增长分别为 59.23%、64.21%。其中三一重工挖掘机机械销售收入 111.60 亿元，同比增长 61.62%，略低于销量增长（近 70%左右），在国内市场连续第八年蝉联销量冠军；混凝土机械收入 85.49 亿元同比增长 30%左右，其中，上半年高毛利率的泵车销量增长 150%；起重机械销售增长近 90%，销售收入达 41 亿元同比增长 78.47%。恒立液压上半年销售挖掘机专用油缸 22.6 万只同比增长 45%，实现销售收入 9.8 亿元，同比增长 61.20%，液压科技收入 3.2 亿元同比增长 220%，主控泵阀共销售 1.5 万余套收入 2.38 亿元，同比增长 377%，主要是 9 吨及以下小挖泵阀，市占率 22%左右。

其他增速较快的行业还有制冷通风设备（+22.19%）、机械基础零部件（+17.71%）和专用设备（+10.98）。除此外其他子行业的营收增长分别为：重型机械（+7.36%）、轨交设备（+0.03%）、船舶港口机械（+8.05%）和电梯（+6.05%）。其中轨交设备今年上半年收入为 1039 亿元，收入体量仅次于工程机械为机械行业第二大板块，但上半年同比变化幅度不大，18 年开年政策趋紧，铁总为降杠杆控制资产负债率下调设备采购额近 20%导致今年轨交行业整体业绩较一般，中国中车上半年营收 863 亿，同比小幅下降，主因为公司进行了产业调整，将物流业务继续清出 50 亿收入。目前中车在手订单充沛，城轨项目在手订单 1502 亿，同比大幅增长 500 亿订单。下半年轨交行业明显边际改善，积极财政政策拉动铁路设备投资重回 8000 亿+城轨重新恢复审批+三年货运计划确保了未来订单前景，今年将是轨交装备业绩拐点。

2018H1 机械行业实现净利润 318 亿元，同比增长 29.97%，继续明显领先于收入，但今年上半年整体经济下行压力较大、信贷收缩和原材料价格大幅上涨挤兑毛利率，一些子行业今年的利润增速有所调整，对于那些下游需求明显复苏、企业在供应链地位相对强势竞争格局较好、重资产模式规模效应明显、能通过改善产品结构从而对冲原材料价格上涨的细分行业，企业仍能实现净利弹性高于收入，反之则压力较大。结合利润权重大到小来看，对利润增速正面影响程度按顺序为：工程机械、能源装备、智能装备和轻工装备。

1) 净利增长最快的几个行业为：机床与自动化（+114.13%）、重型机械（+81.07%）、工程机械（+78.81%）、船舶设备（+67.72%）、轻工机械（+49.59%）、能源装备（+47.32%）和智能设备（+38.99%）。工程机械板块实现营收和净利润的持续高速增长，继续验证了我们朱格拉周期三期叠加的观点，净利润增速超过了营收增速，规模效应的溢价对冲掉了原材料价格上涨的影响，同时重资产行业在销售收入明显增长的过程中固定的期间费用大幅下降大幅释放净利弹性，考虑下半年基建投资落地后工程机械的利润弹性将会进一步加大；能源行业主要受益于供给侧改革成效和全球油价复苏，龙头企业营收与盈利均大幅度改善，典型代表为杰瑞股份（产能紧张公司优先选择高毛利订单，高毛利的钻完井设备率先大幅增长 87%，导致上半年综合毛利率 27%同比增加 17.4%，净利率 11.17%同比增加 345%，产品盈利能力显著持续回升），油价周期叠加投资周期到来，充分看好油气行业下半年的可持续增长。

2) 净利润负增长的行业为：电梯（-21.92%）、轨交设备（-4.64%）、专用设备（-3.97%）、制冷通风设备（-1.92%），净利负增长的主要为市场成熟稳定，企业在供应链地位不强制，无法将原材料大幅上涨挤兑毛利率的压力转嫁给客户，因而盈利能力下降。轨交设备方面上半年业绩有所下滑，主要原因系康尼机电因收购的消费电子企业龙昕科技及其董事长违规担保及民间借贷计提大额预计负债及坏账准备导致亏损 6 亿（去年同期盈利 1.2 亿），不考虑龙昕科技轨道主业收入增长 19.1%净利润增长 11.56%，剔除康尼机电轨交行业净利增长 6.29%，城轨恢复审批+三年货运计划推动公转铁+基建重启，预计

19 年收入净利会进入明显增长通道。而其他如电梯、专用设备及制冷通风类企业，受原材价格影响较大。

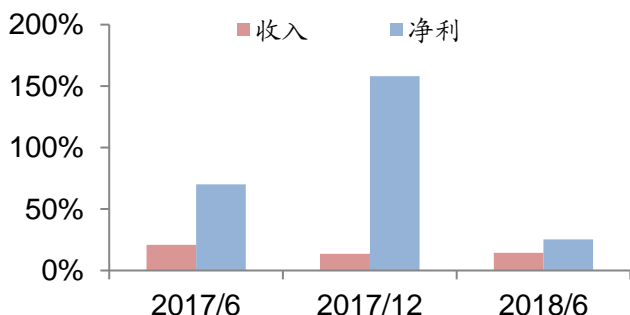
机械行业朱格拉周期复苏再次被验证。我们在 2016 年年底上调工程机械至推荐评级，并在 2017 年年初完善推荐逻辑，提出本轮机械行业的中游复苏是“政治周期+更新周期+资本开支”的朱格拉周期三期叠加，是 2-3 年的中周期复苏，18 年上半年机械行业盈利和经营质量持续好转，资本开支温和回升，微观数据甚至好于 2011 年，我们在今年 6 月初下调了行业评级，经历市场调整，很多公司又到买入时机，上调行业评级。2018 年 1-6 月工程机械行业销量一直大幅超出市场预期，在淡季的 7 月仍保持行业 45% 增长，而工程机械行业的企业在中报无一例外地向市场展示了靓丽的成绩单！我们 2017 年初预期到工程机械行业是中周期恢复，但是依然没有预测到这么高的业绩弹性，再度大幅上调首推的恒立和三一的全年业绩，由于规模效应释放业绩弹性，上半年三一重工挖掘机毛利率提升到 40%，恒立油缸毛利率上升 6.5 个百分点以上，同时期间费用率的大幅下降，释放业绩弹性。虽然下半年行业增速可能放缓但是欧美经济强劲，这点和 08 年“次贷危机”不可比，明年工程机械仍有基建和设备更新需求支撑。继续强烈推荐三一、恒立、艾迪、杰克、鼎力、日机密封、埃斯顿，另外人民币贬值关税增加通胀预期，重点推荐杰瑞，业绩弹性最大。

表 1: 2018 年上半年机械上市公司分行业经营效益指标 (亿元)

行业分类	销售收入	销售成本	销售费用	管理费用	财务费用	利润总额	净利润	归属于母公司净利润
重型机械	339.6	276.5	8.7	24.9	12.4	18.7	15.4	13.7
轻工机械	214.5	157.7	13.1	19.0	0.5	25.9	20.6	20.2
机床工具与自动化	136.2	98.6	10.3	15.5	4.3	7.2	5.5	5.7
制冷、通风设备	144.8	115.1	7.6	12.7	2.0	7.9	6.6	6.8
轨交设备	1038.9	792.2	32.5	77.0	10.2	72.3	56.9	48.9
船舶、港口机械	937.1	821.6	18.4	58.5	8.7	29.1	21.0	21.3
工程机械	1442.3	1158.0	85.5	64.5	15.4	108.2	90.4	82.8
能源环保装备	383.0	282.2	21.6	41.2	8.0	28.4	22.1	19.5
机械基础件零部件	291.5	226.6	14.6	24.6	5.3	21.6	18.4	18.1
专用设备	266.7	195.0	15.0	27.5	2.5	28.5	24.0	23.8
电梯	171.2	136.4	8.9	14.1	-1.2	15.4	13.5	9.0
智能装备	192.7	132.8	8.6	22.0	3.9	28.1	23.9	23.1
机械行业	5558.6	4392.6	244.8	401.5	71.9	391.4	318.2	292.8

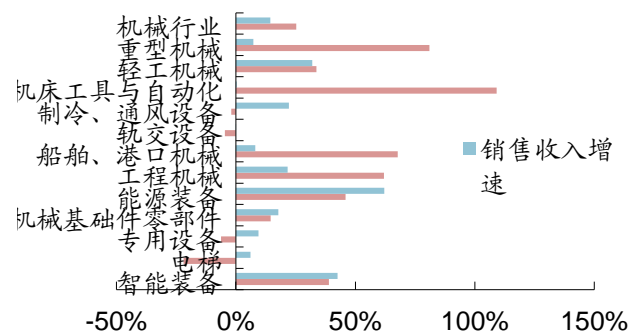
数据来源: WIND, 招商证券

图 1: 近期机械上市公司总收入和净利润增速对比



资料来源: WIND、招商证券

图 2: 2017 年机械各子行业收入和利润同比增速情况



资料来源: WIND、招商证券

二、2018Q2 是工程机械表现最为靓丽

2018Q2 机械行业整体实现收入 3239 亿元，同比增加 21.36%；净利润 197.56 亿元，同比增长 27.78%，行业业绩持续改善，净利润改善幅度优于收入增长幅度，再次印证我们对中游复苏的整体判断。细分行业中，所有行业都实现盈利，其中 Q2 单季轨交设备收入及净利都同比下降；电梯和专用设备营收增长但净利润同比下降。其他 9 个细分行业均实现收入及净利的正增长。净利增长最快分别为船舶港口机械（+131.47%）、重型机械（+80.13%）、工程机械（+71.67%）、机床工具与自动化（+56.15%）、轻工机械（54.5%）。

1) 船舶港口单季收入为 380.3 亿元，同比上升 18.03%；实现净利润为 10.03 亿元，同比增加 131.47%。过去十多年的低谷，使得船舶行业产业集中度进一步提高，全国前 10 家企业造船完工量占全国 58.3%，比 2016 年提高 1.4 个百分点，2017 年我国新船订单 3373 万载重吨，同比增长 60.1%。但船价仍处底部，船舶更新高峰到来还需 4-5 年，预计更新高峰在 2022 年，不过环保要求提高将加快更新。目前需求和船价低迷，我国手持船舶订单已连续 4 年下降，大部分船企只能维持 1 年左右的工作量。从需求侧来看，国际新造船市场年均 8000 万吨左右，我国可承接到 40% 多的市场订单，而产能 7000 万载重吨，产能过剩依然严重，去产能仍是主要任务，尤其是中船重工和中国船舶两大央企通过搬迁，淘汰落后产能，有利于船价回升。

2) 重型机械实现单季收入 198.93 亿元，同比增长 9.59%，而净利润超过营收增速大幅增长 80.13% 达到 11.46 亿元。重型机械行业在过去的几年经营十分惨淡，宏观经济疲软，资本开支大幅减少，而且行业具有重资产的属性，折旧及费用居高不下，经营规模一直在收缩。今年行业营收回暖，且净利润增速明显快于营收增速，主要是去产能后行业供需关系改善，行业整体盈利能力提高，且原先利润基数较低缘故。

3) 工程机械行业二季度数据继续超预期。18Q2 工程机械实现收入 804.98 亿元，同比增长幅度达 40.01%；净利 52.24 亿元，增幅达 71.67%，是表现最为优秀的细分行业！我们自 2016 年 Q3 以来，陆续提示工程机械进入行业拐点，同时提出在此轮复苏中行业龙头会更有机会。其中首推的挖掘机龙头三一重工 Q2 单季度实现收入 159.65 亿，同比增长 62.39%，归母净利 18.88 亿，同比增长 355.68%，利润增速高于去年的原因除了收入的增长，还有毛利率稳步提升，期间费用率下降、汇兑损失大幅下降，同时历史包袱问题基本解决，规模效应带来的业绩弹性开始体现。周期行业每每销售井喷都预示着未来增速可能回落，但这次复苏公司更重视经营质量，目前付款条件和客户回款情况都很好；起重机龙头徐工机械 Q2 单季度营业收入 131.6 亿，同比增长 55.88%，净利润 5.84 亿，同比增长 66.48%，同时，经营活动现金流净额 12.24 亿，是历史最好水平；核心部件恒立液压 Q2 单季度实现收入 11.94 亿元，同比增长 48.73%，实现归母净利润 3.08 亿元，同比增长 199.46%，扣非归母净利润 3.07 亿元，同比大幅增长 200%，销售结构变化及规模效应使得 18Q2 整体毛利率 35.1% 同比提升 2.3 个百分点。液压破碎锤龙头艾迪精密 Q2 单季度营收 2.87 亿元，同比增长 71.07%，归母净利润 0.71 亿元，同比增长 89.30%，17 年液压件业务毛利率 40.6%，同比增长 3.2 个百分点，规模效应充分体现，18 年随着前装市场的突破，液压件毛利率有望再上一个台阶前两季度的毛利率分别为 44.8% 和 45.25%。

4) 机床工具与自动化 2018Q2 营业收入 75.38 亿，同比增加 4.77%；净利润 3.58 亿，同比增加 56.15%。轻工机械 2018Q2 营业收入 113.88 亿，同比增加 43.87%；净利润 12.16 亿，同比增加 54.50%，高增长持续。

5) 能源装备单季收入 255.05 亿元, 同比增长 79.03%, 实现净利润 17.33 亿元, 同比增长 43.52%。能源装备领域自 16 年以后开始回暖, 上游能源行业国内供给侧改革退出产能成果已经显现, 行业回到正轨后对设备投资将会回升; 国际原油供给方面, 受到美国秋季提高库存和中东地缘冲突日益激烈影响, 认为后面原油供给将会下降推动油价上行, 油价周期与投资周期叠加, 利好上游油气和油服设备公司, 典型代表为通源石油 (Q2 单季收入+142%利润增长+377%) 杰瑞股份 (Q2 单季收入+40.2%利润增长+1900%) 和山东墨龙 (Q2 单季收入+54%利润大幅扭亏)。

6) 智能装备实现营业收入 113.92 亿元, 同比+38.86%, 净利润 15.33 亿元, 同比+38.27 亿元,自国家 2014 年发布“中国制造 2025”以来, 政策和资金就开始持续加码半导体和新能源锂电池板块, 两个板块业绩方面相较于第一季度, 环比改善较为明显。新能源锂电池方面, 2018 年上半年全国新能源汽车产量为 47.6 万辆, 同比增长 88%; 完成销售 41.2 万辆, 同比增长 112%, 其中, 纯电动汽车销售 31.3 万辆, 同比增长 96%; 动力电池出货量累计达 15.6Gwh, 较去年同期增长幅度将近 170%, 充分利好先导智能 (Q2 单季收入+117%利润增长+160%)、东方精工子公司普莱德 (Q2 单季收入+79.34%利润增长+40%)、赢合科技 (Q2 单季收入+57.06%利润增长+79.56%), 半导体代表长川科技 (Q2 单季收入+53.72%利润增长+131.03%)。

7) 轨道交通单季收入 629.69 亿元, 同比-1.41%, 净利润为 35.23 亿元, 同比-11.92%。下降主要系中国中车 Q2 单季收入 533.7 亿同比下滑 3.19%, 下滑的主要原因主要系公司主动调整收入结构, 上半年共减少盈利能力强的物流贸易业务共 50 亿收入。行业净利下降主要系康尼机电收购的龙昕科技计提大额预计负债及坏账准备共 7 亿导致亏损 6 亿, 不考虑康尼则行业净利增长 6.85%。

净利增长超过收入增长, 反映行业竞争结构的优化及降本增效的作用。除上述业绩同比改善较大的之外, 其他子行业的营收变动情况为: 制冷通风设备 (+22.72%)、基础件零部件 (+18.01%)、专用设备 (+15.07%) 和电梯 (+5.51%); 而以上几个行业对应净利增长情况分别为制冷通风设备 (17.07%)、基础件零部件 (13.14%)、专用设备 (-2.75%)、电梯 (-13.88%)。各个板块的净利润有升有降, 但都保持盈利。

二季度机械行业从相对盈利弹性而言仍是重资产的船舶港口机械和重型机械好转最多, 但从绝对体量上来看, 最优秀仍是工程机械, 业绩维持高增长, 虽然股价因市场担忧紧缩环境下的宏观经济继续下行而踟蹰不前。实际上, 在上两轮周期中的 2000-2016 年, 经济上行的时候也经历过很多次宏观调控, 工业化、城镇化的大趋势均未改变, 尤其是房地产需求一直是超预期的。而这次工程机械行业有更新需求推动, 加上供给侧改革带来工业企业盈利和资本开支回升, 去杠杆有利于行业健康发展。从去年开始清查地方政府 PPP 项目, 但清查 PPP 对工程机械行业销售一直影响很小。即使各地政府严控 PPP, 工程机械依然超预期, 其背后的根源是因为这次复苏是中周期复苏, 而且现金流和业态远好于 2011 年, 2011 年上半年也出现过工程机械上半年业绩超预期而股价不涨, 主要就是基于对宏观的预期, 与当时不同的是目前行业更理性, 同时有更新需求支撑。未来期待货币和财政政策的放松, 目前有业绩、政策预期和估值支撑, 因而大盘在大幅回调的时候以三一为代表的工程机械仍坚挺, 重申工程为进可攻退可守望的子板块。

表 2: 2018 年 2 季度各行业收入和净利润同比增长情况

行业分类	收入		净利润	
	数值 (亿元)	同比增速	数值 (亿元)	同比增速
重型机械	198.93	9.59%	11.46	80.13%
轻工机械	113.88	43.87%	12.16	54.50%
机床工具与自动化	75.38	4.77%	3.58	56.15%
制冷、通风设备	80.65	22.72%	4.74	17.07%
轨交设备	629.69	-1.41%	35.23	-11.92%
船舶、港口机械	556.77	18.03%	10.13	131.47%
工程机械	804.98	40.01%	52.24	71.67%
能源环保装备	255.05	79.03%	17.33	43.52%
机械基础件零部件	159.31	18.01%	10.74	13.14%
专用设备	148.68	15.07%	15.11	-2.75%
电梯	102.59	5.51%	9.51	-13.88%
智能装备	113.92	38.86%	15.33	38.27%
机械行业	3239.81	21.36%	197.56	27.78%

资料来源: Wind, 招商证券

表 3: 单季度季度收入和净利润增长比较

行业分类	收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
	4Q2017	1Q2018	2Q2018	4Q2017	1Q2018	2Q2018
重型机械	212.98	140.69	198.93	3.72	3.92	11.46
轻工机械	105.61	100.63	113.88	10.00	8.49	12.16
机床工具	73.15	60.81	75.38	15.46	1.92	3.58
制冷通风设备	78.04	64.16	80.65	3.17	1.90	4.74
轨交设备	826.00	409.21	629.69	68.83	21.63	35.23
船舶港机	564.93	380.30	556.77	-7.17	10.86	10.13
工程机械	617.75	637.32	804.98	15.91	38.11	52.24
能源装备	209.98	128.00	255.05	12.11	4.73	17.33
基础件零部件	172.89	132.23	159.31	10.36	7.66	10.74
其他专用设备	148.98	118.02	148.68	6.33	8.87	15.11
电梯	84.28	68.63	102.59	7.22	4.02	9.51
智能装备	115.61	78.81	113.92	13.95	8.55	15.33
机械行业	3210.19	2318.81	3239.81	159.91	120.67	197.56

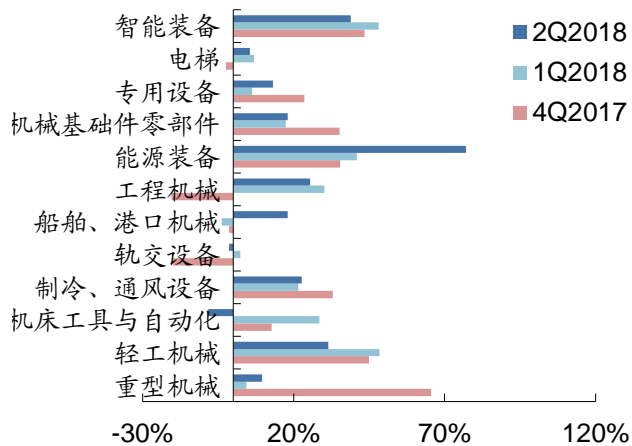
资料来源: Wind, 招商证券。

表 4: 单季度收入和净利润 (亿元)

行业分类	收入同比增速			净利润同比增速		
	4Q2017	1Q2018	2Q2018	4Q2017	1Q2018	2Q2018
重型机械	65.50%	4.35%	9.59%	-105.84%	83.87%	80.13%
轻工机械	44.98%	48.45%	43.87%	159.12%	43.08%	54.50%
机床工具	12.68%	28.49%	4.77%	-574.88%	595.72%	56.15%
制冷通风设备	33.01%	21.54%	22.72%	68.08%	-30.13%	17.07%
轨交设备	-19.91%	2.34%	-1.41%	28.37%	10.20%	-11.92%
船舶、港口机械	-1.41%	-3.85%	18.03%	-55.79%	33.44%	131.47%
工程机械	-20.44%	30.21%	40.01%	-475.44%	89.61%	71.67%
能源装备	35.35%	40.93%	79.03%	-1324.59%	63.14%	43.52%
基础件零部件	35.20%	17.35%	18.01%	26.67%	16.42%	13.14%
其他专用设备	23.57%	6.21%	15.07%	75.34%	-5.97%	-2.75%
电梯	-2.40%	6.88%	5.51%	-26.09%	-36.05%	-13.88%
智能装备	43.46%	48.14%	38.86%	31.50%	40.30%	38.27%
机械行业	-2.02%	14.82%	21.36%	5029.61%	33.73%	27.78%

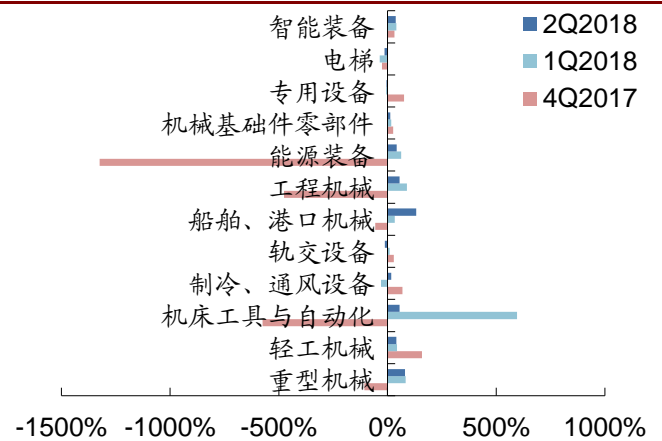
资料来源: Wind, 招商证券

图 3：机械上市公司分行业单季度收入同比增速情况



资料来源：Wind、招商证券

图 4：机械上市公司分行业单季度净利润同比增速情况



资料来源：Wind、招商证券

三、机械细分行业盈利水平变化分析

1、2018H1 机械行业毛利率、净利率同时上升

2018H1 行业整体毛利率 20.98%，较上年同期同比增加 0.31 个百分点，细分板块分化较明显。1) 2018H1 重型机械与工程机械毛利率分别增长 2.03pct 和 2.25pct，反映随着行业低谷过去规模效应逐渐显现、制造费用折旧费用平摊下降带来的毛利率提升；2) 轨交行业毛利率同比增加 1.08pct，在上年增长基础上继续上调，主要由于中车主动调整业务结构，大幅缩减总量大但盈利很弱的物流贸易服务业务，毛利率从南北车合并后就稳定增长。3) 但受原材料价格继续上升部分行业承压，典型包括轻工机械(-1.17pct)、制冷通风设备(-2.25 pct)、船舶港口设备(-2.19 pct)、专用设备(-1.37pct)和电梯(-2.80pct)。

期间费用率整体下降主要系规模效应。2018H1 整体行业期间费用率同比下降 1.8pct，其中销售费用率上升 0.09pct、管理费用率下降 1.24pct、财务费用同比下降 0.63pct。分细分行业来看，期间费用率增长的仅有机械基础零部件(+0.33pct)和专用设备(+0.19pct)，期间费用控制的较好的机床工具与自动化(-2.54pct)、轨交设备(-3.74pct)、船舶港口机械(-2.54pct)、工程机械(-1.69pct)和能源设备(-2.19pct)。有其他细分板块基本与去年保持相同水平或略有下降。销售费用因为开拓市场、销售人员资金计提方式一般与公司收入增量变动趋势较为一致；财务费用影响变量为公司经营现金流状态、固定资产资本开支增减以及基准利率变动，同时出口较多的企业受汇兑影响较大，今年上半年整体人民币为升值的造成汇兑损失增加财务费用；管理费用重要组成部分为研发投入和管理人员班底增减变化，正常情况下，上市公司的管理架构及人员安排均较完善，因而管理费用是规模效应体现的主要来源。

总体净利率略有增长，2018H1 行业总体净利率为 5.73%，比上年同期改善上升 0.50pct，与毛利率上升和三费占比下降趋势相一致。细分行业中，5 个行业净利率上升，增长幅度较大的有：重型机械(+2.42pct)、机床工具与自动化(+1.88pct)和工程机械(+1.52pct)。7 个行业净利率下降，下降幅度较大的有：制冷通风设备(-1.13pct)、专用设备(-1.40pct)。其他的子行业净利率变动如下：轻工机械(+0.23pct)、轨交设

备 (-0.27pct)、船舶港口设备 (+0.80pct)、能源设备 (-0.66pct)、机械基础零部件 (-0.18pct)、电梯 (-0.31pct) 和智能装备 (-0.25pct)。

表 5: 2018H1 年机械上市公司净利润拆解分析

行业分类	净利润率		毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6
重型机械	2.11%	4.53%	16.56%	18.59%	3.14%	2.55%	7.22%	7.35%	3.84%	3.65%
轻工机械	9.39%	9.63%	27.67%	26.50%	5.82%	6.13%	8.88%	8.86%	1.67%	0.22%
机床工具	2.15%	4.04%	28.16%	27.63%	8.09%	7.54%	11.42%	11.37%	5.11%	3.16%
制冷通风设备	5.71%	4.58%	22.76%	20.51%	5.41%	5.27%	9.28%	8.80%	2.27%	1.38%
轨交设备	5.74%	5.47%	22.66%	23.75%	3.29%	3.12%	11.19%	7.41%	0.78%	0.98%
船舶港机	1.44%	2.24%	14.51%	12.32%	2.10%	1.96%	7.27%	6.24%	2.28%	0.93%
工程机械	4.75%	6.26%	17.46%	19.71%	5.67%	5.93%	5.12%	4.47%	2.36%	1.06%
能源装备	6.42%	5.76%	27.37%	26.32%	5.96%	5.64%	11.97%	10.76%	2.74%	2.08%
基础件零部件	6.49%	6.31%	22.54%	22.29%	4.92%	5.02%	8.44%	8.44%	1.59%	1.83%
其他专用设备	10.39%	8.99%	28.27%	26.90%	5.58%	5.62%	10.20%	10.32%	0.90%	0.94%
电梯	10.74%	7.91%	23.14%	20.33%	5.52%	5.21%	7.97%	8.21%	-0.74%	-0.72%
智能装备	12.71%	12.40%	31.96%	31.10%	4.71%	4.46%	12.13%	11.43%	1.67%	2.02%
机械行业	5.22%	5.73%	20.66%	20.98%	4.31%	4.40%	8.46%	7.22%	1.92%	1.29%

资料来源: Wind, 招商证券

2、18Q2 行业期间费率大幅下降

2018 年 2 季度机械行业毛利率 21%，同比略微上升 0.3pct。其中毛利率下降较多的行业包括轻工机械 (-2.3pct)、电梯 (-2.4pct)、制冷通风 (-3pct)、能源设备 (-2.7pct) 及船舶港口 (-2.2pct)，主要都为原材料占比较大的细分板块；而毛利率有所提升的细分行业包括重型机械 (+1.1pct)，轨交设备 (+1.5pct) 和工程机械 (+2.9pct)，重型机械和工程机械的毛利率提升主要系行业好转带来的规模效应冲抵原材料价格上涨的影响，同时行业销售结构变化对毛利率也有提振作用。

期间费用率整体下降，除了有规模效应之外，Q2 单季的人民币贬值贡献较多。18Q2 整体行业期间费用率大幅下降 3.4pct，其中销售费用率下降 0.072pct、管理费用率下降 2.026pct、受益于 Q2 单季的人民币贬值贡献较多财务费用同比下降 1.271pct。分细分行业来看，二季度所有细分行业期间费用率都有所下降，其中下降较快的包括轨交设备 (-6.6pct)、船舶和港口机械 (-4.3pct) 及轻工机械 (-3.4pct)，轻工机械主要系财务费用降低，轨交设备期间费率下降主要为管理费用大幅下降，船舶和港口机械为管理费用与财务费用的降低。

2018 年 2 季度净利润率为 6.1%，同比上涨 0.5pct，环比上升 0.9pct，净利润率继续边际改善，其中工程机械净利率同比上涨 1.19pct、重型机械上涨 2.36pct，主要系毛利率均有明显提升，分别上涨 2.9pct、1.1pct；机床工具同比上涨 2.95pct，三费改善明显。能源设备与电梯净利率下降幅度较大分别为：-1.70pct、-1.53pct。

表 6: 机械上市公司最近三季度净利润单季度拆解分析

行业分类	净利润率			毛利率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2017 Q4	2018 Q1	2018Q 2	2017 Q4	2018 Q1	2018Q 2	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2017 Q4	2018 Q1	2018Q 2	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2
重型机械	1.7%	2.8%	5.8%	22.8%	20.1%	17.5%	3.4%	3.0%	2.2%	9.8%	8.2%	6.7%	3.7%	4.7%	2.9%
轻工机械	9.5%	8.4%	10.7%	28.1%	26.4%	26.6%	6.8%	6.1%	6.1%	10.5%	9.0%	8.7%	0.5%	2.3%	-1.7%
机床工具	21.1%	3.2%	4.7%	28.0%	28.0%	27.4%	9.0%	7.9%	7.3%	13.6%	12.1%	10.8%	4.5%	4.8%	1.8%
制冷设备	4.1%	3.0%	5.9%	22.8%	20.6%	20.4%	6.4%	5.4%	5.2%	9.9%	9.3%	8.4%	1.6%	3.0%	0.1%
轨交设备	8.3%	5.3%	5.6%	23.8%	23.2%	24.1%	3.8%	3.6%	2.8%	11.4%	12.7%	3.9%	0.4%	0.9%	1.0%
船舶港机	-1.3%	2.9%	1.8%	17.0%	12.2%	12.4%	1.9%	2.0%	2.0%	9.6%	7.3%	5.5%	1.3%	2.3%	0.0%
工程机械	2.6%	6.0%	6.5%	17.8%	19.8%	19.6%	6.4%	5.8%	6.0%	6.1%	4.9%	4.1%	1.1%	2.0%	0.3%
能源装备	5.8%	3.7%	6.8%	30.7%	27.6%	25.7%	5.3%	6.2%	5.4%	12.0%	12.7%	9.8%	2.3%	4.1%	1.1%
基础零部件	6.0%	5.8%	6.7%	24.9%	22.2%	22.4%	5.2%	5.0%	5.0%	10.4%	8.8%	8.2%	1.7%	2.3%	1.4%
其他机械	4.2%	7.5%	10.2%	30.6%	26.3%	27.4%	7.3%	6.0%	5.3%	12.1%	11.0%	9.8%	1.4%	1.7%	0.4%
电梯	8.6%	5.9%	9.3%	24.5%	20.3%	20.4%	6.0%	6.4%	4.4%	9.7%	8.4%	8.1%	-0.2%	-0.2%	-1.0%
智能装备	12.1%	10.9%	13.5%	31.9%	31.7%	30.7%	5.2%	4.6%	4.3%	10.9%	12.6%	10.6%	1.4%	2.6%	1.6%
机械行业	5.0%	5.2%	6.1%	22.7%	21.0%	21.0%	5%	5%	4%	10%	9%	6%	1.3%	2.2%	0.6%

资料来源: Wind, 招商证券

表 7: 机械上市公司去年同期三季度净利润单季度拆解分析

行业分类	净利润率			毛利率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2016 Q4	2017 Q1	2017Q 2	2016 Q4	2017 Q1	2017Q 2	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2016 Q4	2017 Q1	2017Q 2	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2
重型机械	-51%	1.5%	3.4%	5.4%	16.6%	16.4%	5.2%	2.8%	3.4%	13.4%	8.0%	6.6%	4.3%	4.0%	3.7%
轻工机械	8.0%	9.3%	10.4%	31.1%	27.0%	28.9%	7.9%	5.8%	6.2%	12.0%	9.1%	8.9%	-1.7%	1.0%	1.5%
机床工具	-6.3%	-0.7%	1.8%	27.0%	27.4%	27.6%	9.2%	9.7%	7.3%	12.7%	14.2%	10.2%	3.0%	5.3%	5.1%
制冷设备	3.2%	5.2%	6.2%	22.5%	21.9%	23.4%	6.9%	5.7%	5.2%	9.9%	9.9%	8.8%	0.9%	2.1%	2.4%
轨交设备	5.8%	4.6%	5.8%	18.4%	22.9%	22.6%	3.0%	3.5%	3.3%	8.1%	13.3%	10.3%	0.2%	0.8%	0.8%
船舶港机	-2.9%	2.1%	0.9%	16.8%	14.5%	14.6%	1.4%	2.2%	2.1%	8.3%	7.1%	7.4%	0.6%	2.3%	2.3%
工程机械	-0.7%	4.1%	5.3%	12.6%	18.4%	16.7%	5.3%	5.5%	5.8%	4.3%	4.9%	5.3%	-0.3%	2.2%	2.5%
能源装备	-1.2%	3.3%	8.5%	26.6%	25.6%	28.4%	6.2%	6.5%	5.6%	12.1%	14.2%	10.4%	0.9%	2.5%	2.8%
基础零部件	5.0%	5.6%	6.9%	22.6%	21.5%	23.0%	5.1%	4.6%	5.1%	9.3%	8.7%	8.2%	1.3%	1.7%	1.6%
其他机械	1.7%	8.3%	11.6%	30.5%	26.7%	29.3%	7.8%	6.1%	5.5%	12.3%	10.2%	9.9%	0.4%	0.9%	0.9%
电梯	10.7%	9.3%	10.8%	25.3%	24.2%	22.8%	6.2%	7.7%	5.0%	9.3%	8.4%	7.8%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
智能装备	12.6%	11.4%	13.4%	31.2%	32.2%	31.5%	4.8%	5.1%	4.4%	11.0%	13.3%	11.2%	0.6%	2.0%	1.5%
机械行业	-0.3%	4.4%	5.6%	18.2%	20.5%	20.7%	4.2%	4.5%	4.3%	8.1%	8.9%	8.2%	0.4%	1.9%	1.9%

资料来源: Wind, 招商证券

四、重要财务指标变化揭示

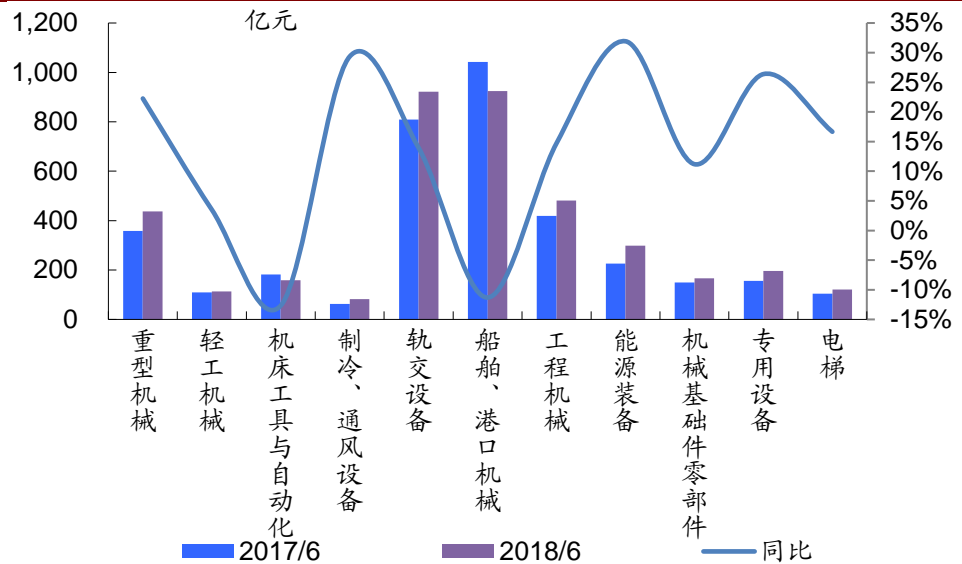
1、2018H1 资产周转率开始好转

存货同比增加幅度远小于收入增长幅度,体现了上市公司存货管理优化的趋势。2018年6月底末机械行业上市公司存货达到4092亿元,同比上升9.4%,低于整体行业收入18.53%的增幅。其中增长较为明显的行业有制冷与通风设备(+29.3%)、能源设备(+31.9%)、专用设备(+26.4%)、智能设备(53.6%),但相较于各细分板块的收入增长情况,各企业的存货管理仍是优化。除以上4个行业,剩余细分行业存货增长不明显,增长较少的原因可能主要系下游需求回升之后部分行业出现配件供不应求的情况,因而存货减少。上半年大部分企业仍反映下游需求持续,企业生产排产及发货均比较紧张,存货管理仍在持续优化中。

存货周转率转降为升。2018H1机械行业整体存货周转天数为209.1天,同比下降了5.9天,存货周转率转降为升。周转率的上升意味着下游需求的好转,资金回流速度的加快,

经营活动所占据的资金流减少，企业经营向好。从分子行业来看，轻工机械的存货周转天数由 226.5 天下降至 193.9 天，同比下降 32.6 天；船舶港口机械存货周转天数由 253.3 天下降至 215.8 天，同比下降 37.8 天；工程机械存货周转天数由 177.3 天下降至 136 天，同比下降 41.3 天。工程机械自 16 年第三季度开始出现需求火爆引起的销量的大幅增长，渠道及企业存货都明显出清，目前工程机械的核心零部件如液压件，尤其是大挖液压件出席那供不应求的情况。其他行业整体变化不大。

图 5：2017H1、2018H1 存货变化示意图（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

表 8：17H1 和 18H1 行业存货和存货周转天数情况

行业分类	存货（亿元）			存货周转天数（天）	
	2017/6	2018/6	同比	2017/6	2018/6
重型机械	358.0	437.7	22.3%	244.2	250.8
轻工机械	109.8	113.7	3.5%	226.5	193.9
机床工具与自动化	182.1	159.0	-12.7%	291.6	282.2
制冷、通风设备	63.0	81.5	29.3%	185.6	160.4
轨交设备	808.5	921.2	13.9%	234.7	217.7
船舶、港口机械	1042.0	924.2	-11.3%	253.3	215.8
工程机械	419.2	480.9	14.7%	177.3	136.0
能源装备	226.6	298.9	31.9%	270.2	313.9
机械基础件零部件	149.6	166.3	11.2%	160.3	150.0
专用设备	155.6	196.7	26.4%	194.2	208.4
电梯	103.6	120.9	16.7%	109.3	119.2
智能装备	124.0	191.8	54.6%	242.3	261.4
机械行业	3742.2	4092.8	9.4%	215.8	209.1

资料来源：Wind，招商证券

资产周转率稳中带升。固定资产周转率由 2017H1 的 2.06 升为 2.14，同比增加 8pct，但总资产周转率维持不变，依旧是 0.24，尽管 2016 年下半年中游开始复苏，虽然过程产能没有完全出清，部分行业依旧存在产能过剩的现象，但资产周转率在边际上已经开始出现改善。2018 年下游复苏态势持续，制造业进入朱格拉复苏周期，而扩张期一般

都有 3 年左右，18 上半年维持 17 年固定资产周转率增长的趋势验证了这一观点，2018 年全年资产周转率有望继续改善。

表 9：2017H1、2018H1 年固定资产、总资产周转率

行业分类	固定资产周转率		总资产周转率	
	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6
重型机械	2.00	1.78	0.25	0.21
轻工机械	2.89	2.97	0.29	0.31
机床工具与自动化	1.56	1.71	0.21	0.23
制冷、通风设备	1.76	1.84	0.18	0.18
轨交设备	1.15	1.14	0.19	0.18
船舶、港口机械	2.01	2.45	0.31	0.36
工程机械	1.20	1.42	0.15	0.18
能源环保装备	1.61	1.57	0.27	0.26
机械基础件零部件	2.47	2.20	0.27	0.25
专用设备	2.47	2.20	0.27	0.25
存货	2.54	2.66	0.28	0.24
智能装备	3.64	4.28	0.22	0.21
机械行业	2.06	2.14	0.24	0.24

资料来源：Wind，招商证券

2、应收款项占比继续大幅下降，整体资金回流可控

应收款项绝对值增加，但占收入比重下降。2018H1 行业期末应收款项总体数额为有所上升，同比增长 5.0%，但应收款项占收入比重同比下降 3.1 个百分点（26.7%下降至 23.6%）。从结构上看，应收账款和长期应收款变动不大，但应收票据同比增长 21.7%，增长幅度大于收入增长幅度，据对部分企业了解，应收票据总额增长，一方面系收入增长的原因，另一部分系许多公司上市之后银行贷款利率明显下降，优于企业未上市前的票据贴现利率，因而公司选择保留应收票据转而增加银行贷款从而充分的利用资金。

分行业来看，轨交设备应收款项占收入比改善最为明显，由 2017H1 的 54.7%减少为本期 27.8%，同比下降 26.9pct；重型机械行业应收款项占营业收入占比出现明显改善，应收占收入比重已从 2017H1 的 53.4%降至 43.8%，同比下降 9.6pct，重型机械下游正在复苏，过去几年的扩张带来的坏账风险也正在慢慢消化。传统应收收入占比高的工程机械目前维持在较低比例 18.8%左右。根据我们的跟踪，17 年开年之后工程机械预付比例明显提高，部分地区甚至出现全款提货。以三一为例，上半年三一应收账款周转率从上年同期的 1.04 提升至 1.46，继续采取强力的风险穿透与管控措施，逾期贷款总额较年初大幅下降、价值销售逾期率控制在低水平；存货周转率从上年同期的 2.15 提升至 2.24。今年工程机械和 2011 年行业高点表现明显不同的一点，在于公司普遍注重经营质量，注意付款条件和客户回款情况，预计今年工程机械的应收款问题还能进一步优化。

应收款项增长最快的为智能装备，同比增长 39.1%，同时应收款项占收入比重从上期的 22.2%上升至 28.8%，智能装备的应收的大幅增长反映行业内上市公司可能存在为了营收增长而降低了交易要求的现象，反映下游行业占用设备企业的资金。其他应收款项占比上升的还有能源装备(+5pct)、机械基础零部件(+0.6pct)、专用设备(+0.8pct)。

表 10: 2017H1-2018H1 年末机械分行业应收款项变化情况 (亿元)

行业分类	2017/6				2018/6				应收款项 同比增长
	应收账款	应收票据	长期应收款	应收款项/收入比	应收账款	应收票据	长期应收	应收款项/收入比	
重型机械	417.2	86.9	5.2	53.4%	454.4	137.4	3.3	43.8%	16.8%
轻工机械	95.5	7.4	34.2	16.9%	113.2	7.2	0.6	14.1%	-11.7%
机床工具与自动化	147.2	17.3	3.7	34.3%	125.4	21.8	8.5	28.6%	-7.4%
制冷、通风设备	84.9	26.8	9.8	24.7%	98.6	21.5	16.2	23.5%	12.2%
轨交设备	1133.5	138.0	113.8	54.7%	958.2	102.8	93.1	27.8%	-16.7%
船舶、港口机械	405.3	30.3	229.7	24.1%	403.3	41.8	273.2	19.2%	8.0%
工程机械	824.1	87.9	56.9	18.1%	881.7	123.7	78.5	18.8%	11.9%
能源环保装备	331.8	68.9	10.9	26.9%	379.1	98.8	10.5	31.9%	18.7%
机械基础零部件	180.5	36.6	1.3	22.9%	223.2	48.7	1.8	23.5%	25.3%
专用设备	162.2	21.4	5.7	20.3%	192.7	24.9	7.2	21.1%	18.7%
电梯	62.3	6.1	3.4	15.3%	72.4	10.6	1.4	12.3%	17.7%
智能装备	130.1	25.6	3.8	22.2%	173.9	34.3	13.6	28.8%	39.1%
机械行业	3974.6	553.2	478.5	26.7%	4076.3	673.6	508.0	23.6%	5.0%

资料来源: Wind, 招商证券

3、上半年现金流虽为净流出但明显改善

2018H1 现金流改善。2017H1 机械行业净现金流为净流出 157.2 亿元，本期为净流出 125.7 亿元，在收入增长的情况下还减少流出 31.5 亿元。其中主力贡献为工程机械行业，回款情况持续改善，经营现金流上升为 115 亿元，从而使得整体行业现金流增长，资金压力较小。工程机械整体现金流情况大幅改善，其中挖掘机龙头三一重工 2018H1 经营活动产生的现金流量净额 62.21 亿，为同期历史最高水平，账上货币资金 108.7 亿，同比增长 1.65 倍。

18 年上半年经营现金流占用较多，总体为净流出，但考虑到机械行业的特殊性，大部分资金回流在下半年，因此上半年的现金流数据对全年来说不具代表性。2018H1 现金流同比少流出 31.5 亿元。1 季度为开年企业进入新年度运转，传统单季占用经营活动流较多，同时主要系下游需求复苏，生产经营所需材料及成本端占用的资金较多，属于正常情况，另外，行业销售收入明显增长但现金流流出幅度还同比好转，也反映行业资金回流情况在改善。工程机械龙头公司如三一和徐工的经营现金流一直维持在历史高位，强有力地说明了目前工程机械行业公司对经营质量的重视。

表 11: 2017H1-2018H1 和单季度机械分行业经营活动净现金流变化

行业分类	2017/6	2018/6	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
重型机械	3.4	-7.3	16.9	7.7	14.1	-15.4	35.5
轻工机械	2.1	-9.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
机床工具与自动化	-4.2	-3.2	2.2	1.0	1.8	1.2	3.4
制冷、通风设备	-2.9	-10.2	0.9	-0.5	0.3	0.2	1.2
轨交设备	-191.9	-140.0	0.7	0.3	0.4	-0.3	-0.7
船舶、港口机械	-58.0	-28.0	0.3	-0.2	0.1	0.3	0.5
工程机械	105.6	115.2	-0.2	-0.2	0.4	-0.4	0.2
能源环保装备	6.7	-15.4	0.5	1.6	1.1	1.4	-1.6
机械基础件零部件	-3.7	8.8	-0.2	-0.2	-1.5	0.2	-2.1
专用设备	-18.4	-19.8	0.0	0.1	0.9	0.0	2.3
电梯	3.2	-8.1	0.6	0.1	0.5	-0.6	-0.2
智能装备	0.8	-8.5	0.1	-0.6	1.1	-0.7	0.8
机械行业	-157.2	-125.7	98.4	202.8	621.9	-232.1	316.1

资料来源: Wind, 招商证券

4、18H1 资本开支加快

资本开支的增减反映着各细分行业自身的前景预期，2016 年下半年行业才进入较明显的复苏，同时主要行业企业基本产能充裕，未有明显扩张，但 2017 年机械行业资本开支回复增长。2017 年机械行业上市公司资本支出总额为 516 亿元，同比上升 2.9%，而到了 2018 年，资本开支的增速明显加快，2018Q1 资本开支增速为 52.4%，2018H1 增速为 42.4%，从 2016-2018 上半年行业持续加大资本支出验证了我们之前对下游需求复苏的推测。所有细分行业资本开支均为正增长，其中增幅最大的是：轻工机械（+168.4pct）、船舶港口机械（+54.5%）、基础零部件（107.9%），工程机械增长 32.8%。2018H1 年一些机械行业企业均感觉到了供不应求的情况，在谨慎经营的前提下大部分企业对增加资本开支较为保守，随着需求持续的好转和维持，机械企业开始增加资本开支。

表 12: 2017-2018 年机械分行业资本支出变化情况

行业分类 (亿元)	2017/3	2018/3	同比增幅	2017/6	2018/6	同比增幅
重型机械	4.5	13.3	197.0%	11.6	16.0	38.1%
轻工机械	2.4	6.4	166.3%	5.7	15.4	168.4%
机床工具与自动化	2.3	3.3	45.9%	5.4	7.9	44.7%
制冷、通风设备	4.5	7.1	57.8%	11.1	16.1	44.1%
轨交设备	20.0	20.3	1.6%	46.9	51.2	9.2%
船舶、港口机械	15.0	20.7	38.0%	34.5	53.3	54.5%
工程机械	10.0	16.5	64.8%	30.8	40.9	32.8%
能源装备	8.4	8.4	0.2%	15.4	17.3	12.2%
机械基础件零部件	11.6	23.9	106.2%	22.2	46.1	107.9%
其他专用设备	7.1	9.4	32.4%	16.2	20.1	23.8%
电梯	1.1	2.0	89.4%	2.2	3.3	50.1%
智能装备	6.6	11.0	66.2%	15.0	21.7	44.8%
机械行业	93.5	142.4	52.4%	217.0	309.1	42.4%

资料来源: Wind, 招商证券

5、资产负债率下降，短期借款增加长期借款减少

资产负债率下降。2018H1 行业整体资产负债率开始下降，由 2017H1 的 57.8% 减少至本期的 56.2%，同比下降 1.6 个百分点。其中增长的行业包括制冷通风、智能装备、基础零件、电梯、能源设备和专用设备，分别同比增长 3.3pct、3.8pct、1.6pct、0.2pct、5.3pct 和 1.6pct。重型机械、轻工机械、机床工具、轨交装备、船舶港口、工程机械和轨交设备的资产负债率下降，分别同比下降 1.2pct、2.9pct、3.9pct、0.7pct、5.5pct、1.6pct。其中，负债率下降比较明显的是机床工具和船舶港口。

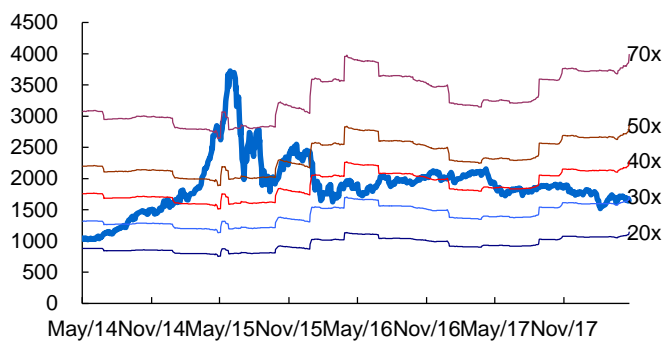
短期借款上升，长期借款下降。企业长短期借款的分化：短期借款同比增加 2.0%，长期借款同比减少 0.8%。企业资产负债率的降低显示了公司债务结构的好转，企业愿意增加短期借款则表现出企业强烈的生产意愿。其中，长期借款增长明显的子行业主要为智能装备，同比大幅增长 104%，增长主要系扩产需要；专用设备同比增加 193.6%；能源装备同比增长 75.2%。而短期借款增长最多的为专用设备（+71.1%）及智能装备（+57.7%），主要为资金周转需求。

表 13: 2018H1 年机械上市公司资产负债率比较

行业分类	资产负债率		短期借款			长期借款		
	2017/6	2018/6	2017/6	2018/6	同比	2017/6	2018/6	同比
重型机械	66.3%	65.1%	315.9	324.6	2.7%	80.8	141.5	75.0%
轻工机械	47.4%	44.5%	106.2	87.7	-17.4%	26.3	35.7	35.5%
机床工具与自动化	60.2%	56.3%	160.3	146.7	-8.5%	34.3	23.4	-31.9%
制冷、通风设备	50.4%	53.7%	62.7	78.0	24.4%	14.8	30.7	107.6%
轨交设备	59.5%	58.8%	325.7	315.1	-3.3%	32.4	58.8	81.4%
船舶、港口机械	69.0%	63.5%	701.9	635.9	-9.4%	799.2	680.6	-14.8%
工程机械	59.5%	57.9%	363.1	338.5	-6.8%	227.4	179.9	-20.9%
能源环保装备	42.9%	48.2%	160.3	182.4	13.8%	44.0	77.1	75.2%
机械基础件零部件	43.0%	44.6%	119.4	166.0	39.1%	41.6	27.0	-35.1%
专用设备	37.3%	38.9%	62.6	107.2	71.1%	10.4	30.4	193.6%
电梯	49.9%	50.1%	10.2	13.3	30.6%	3.0	0.0	-
智能装备	38.8%	42.6%	73.2	115.5	57.7%	17.3	35.2	104.0%
机械行业	57.8%	56.2%	2461.6	2510.8	2.0%	1331.5	1320.3	-0.8%

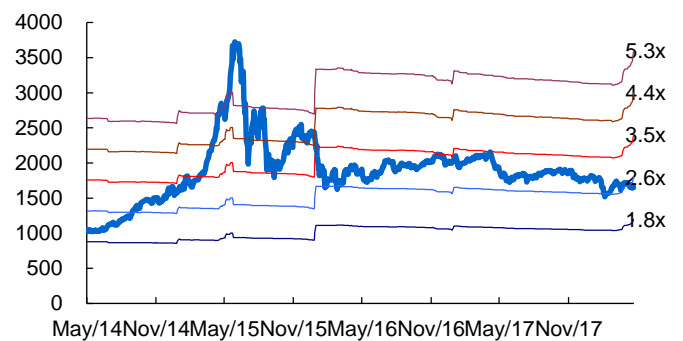
资料来源: Wind, 招商证券

图 6: 机械行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 机械行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

吴丹，北京大学西方经济学硕士，2016年7月加入招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。