

# 工程机械行业跟踪点评

## 关于降准，这次不一样？

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-01-06

### 核心观点：

中国人民银行宣布，下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。本次降准，对工程机械行业的影响与前几轮相比，有如下几个维度的不同：

**面临的宏观经济环境背景不同：**从 2011 年以来，包括本次降准周期在内一共经历了 3 轮降准（降息）周期，分别是 2011-2012 年、2014-2016 年、2018 年到现在的三轮周期，但是 3 轮降准周期启动的宏观经济背景不同，前两轮降准伴随着的都是 PPI 大幅下坠，CPI 和消费品需求基本平稳的背景，本次降准周期中，PPI 仍然保持在 2.7%左右的水平，但消费品需求增速有所回落。所以更加松紧适度的信贷政策偏倚性相对前两轮有重大差别。表现在工程机械而言，就是中游工业投资品仍在景气周期内。

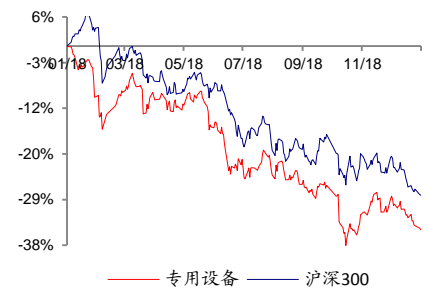
**工程机械行业需求位置不同：**本轮工程机械需求复苏周期，从 2016 年下半年以来，已经持续了 36 个月左右，从景气周期长度和绝对销量，本轮复苏已经超越了历史上任何一轮景气周期（虽然周期长度落后于 2005-2008，但销量已创历史新高）。本轮降准周期开启时，工程机械需求还在景气周期内，虽然增速有所放缓，但绝对销量还在创新高。然而，过去的三轮降息降准周期都发生在工程机械行业需求底部或者需求下行通道中。

**企业盈利能力周期不同：**我们也可以将本次降准与企业的历史利润位置做一个锚定，发现过去的降准往往发生在企业利润下滑通道中。当前位置，工程机械主机厂 ROE 水平、毛利率、净利率水平都在持续向上的修复通道中。盈利周期与前两轮错位，核心原因在于本轮企业利润复苏启动较晚，同时后周期产品利润贡献有滞后。前面几轮降准，企业已经不具备利润向上的动能，而本轮依然还具备，这是与过去几轮降准降息周期比较大的区别之一。

**投资建议：**工程机械企业当前需求平稳，非挖掘机产品增速依然保持较快增长，当前货币政策逐步转向友好，有利于工程机械需求继续保持稳定，企业利润释放具备时间和空间条件。我们建议持续关注行业龙头市场份额扩张、尤其是非挖掘机产品有较大利润弹性的主机厂和核心零部件企业，重点公司包括三一重工、恒立液压，其他建议关注中联重科、徐工机械、柳工、艾迪精密等。

**风险提示：**基建投资需求释放不及预期；房地产投资增速持续下滑；行业价格竞争激烈导致毛利率降低；需求下滑导致应收账款积压。

### 相对市场表现



- 分析师：** 罗立波  
SAC 执证号：S0260513050002  
021-60750636  
luolibob@gf.com.cn
- 分析师：** 代川  
SAC 执证号：S0260517080007  
021-60750615  
daichuan@gf.com.cn
- 分析师：** 刘芷君  
SAC 执证号：S0260514030001  
SFC CE No. BMW928  
021-60750802  
liuzhijun@gf.com.cn

请注意，罗立波、代川并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

三一重工 (600031.SH) :2019，期待更稳健的三一	2019-01-03
工程机械行业国际化专题报告：“走出去”恰逢当时	2018-12-05
9月挖掘机销量点评:销量连续六个月创历史新高，龙头市场份额再提升	2018-10-11

## 目录索引

一、宏观经济背景不一样.....	4
二、行业需求位置不一样.....	6
三、企业盈利能力周期不一样 .....	8
四、投资建议与风险提示.....	9

## 图表索引

图 1: 国内存款准备金率 (左) 和中长期贷款利率 (右) .....	4
图 2: 国内 CPI 和 PPI 指数趋势 (%) .....	5
图 3: 国内全社会零售总额增速 .....	5
图 4: 挖掘机需求增速 (左) 和存款准备金率对比 .....	6
图 5: 挖掘机销量增速 2011 年需求周期和 2016 年需求周期对比 .....	7
图 6: 挖掘机需求增速 (左) 和企业中长期贷款利率对比 .....	7
图 7: 工程机械行业重点公司单季度净利润水平 (亿元) .....	8
图 8: 工程机械行业和三一重工的 ROE 水平 .....	8
图 9: 中联重科混凝土机械和起重机毛利率情况 .....	9

## 一、宏观经济背景不一样

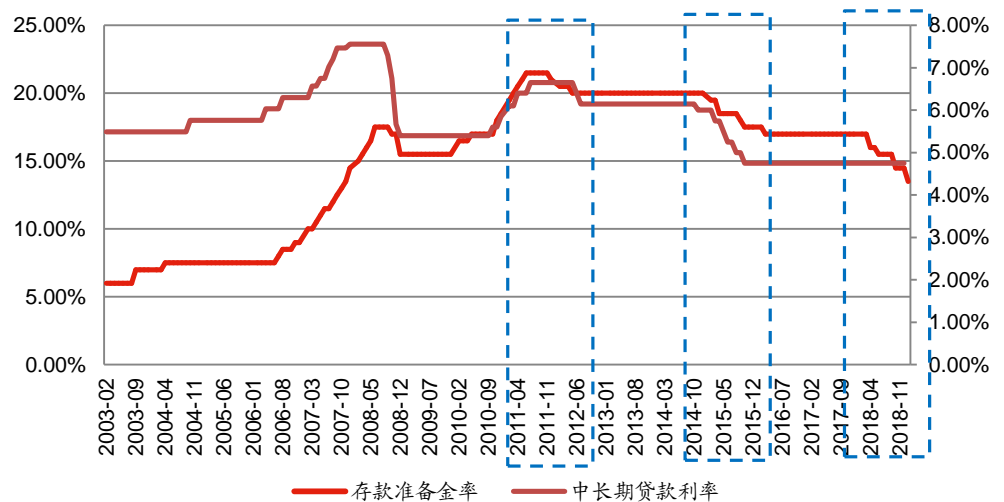
2011年以来，一共有3轮比较明显的降准周期。本次降低存款准备金率，是在2018年4月份之后，第4次降准。存款准备金率从2018年初的16%降低到2019年初的13.5%的比例。从大周期位置来看，2011年以后，国内一直处在降准周期中，一共完成了3次比较大规模高密度的降准过程。分别是：

**(1) 2011年底-2012年5月份。**这个阶段一共完成了3次降准，存款准备金率从21.5%下降到了20%，此次降准是在2011年年初密集提升存款准备金率之后非常快速的转换。实际上通过工程机械产品的需求来看，已经可以观测到工业投资品在2011年下半年逐步转向，货币政策的转向将这一趋势进行了确认。

**(2) 2014年底到2016年初。**这一阶段存款准备金率从19.5%下降到了17%，一共完成了5次连续降准的过程。这一阶段，国内工业投资品持续低迷，所以本次降准，还伴随着大规模连续降息过程，中长期贷款利率从6.15%下降到了目前的4.75%，并且本轮降息周期率先开启。这一轮降准降息周期的打开，为2016年后期的工程机械需求提供了流动性基础。

**(3) 2018年4月到现在。**目前这一阶段完成了5次降准，但尚未开启降息通道。从宏观经济环境对比来看，本轮降息和前面两轮降准降息区别较大。目前工业投资品需求还保持在比较良好的水平，但是消费性需求已经率先坍塌。

图1：国内存款准备金率（左）和中长期贷款利率（右）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

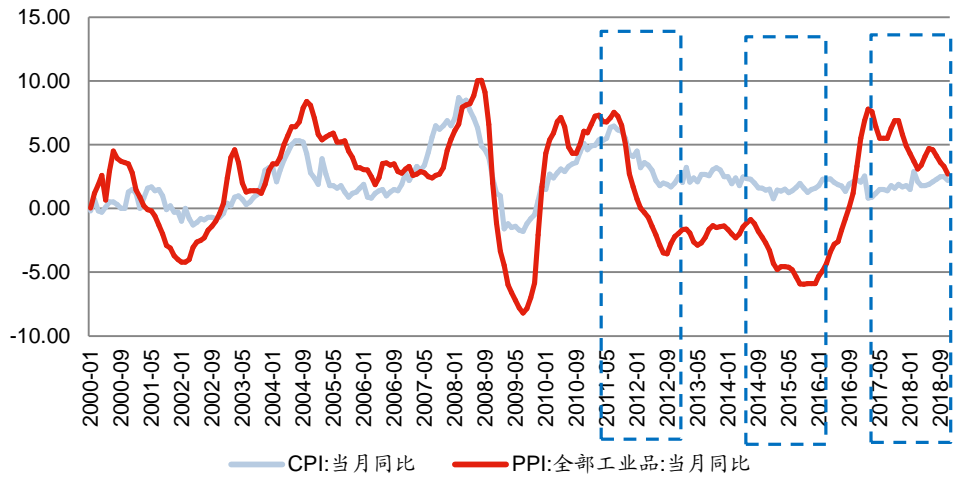
**本轮降准，在宏观层面，与前面两轮降准的最大区别在于：投资品需求和消费品需求的相对位置有所改变。我们具体阐述如下：**

本轮伴随着基建投资减速过程中，消费品需求也持续弱化。具体表现为全社会消费品零售增速持续下滑，从2018年年初的10%下降到了11月份的8.1%，在可选消费品

领域，智能手机3C产品、汽车家电消费都持续低迷。

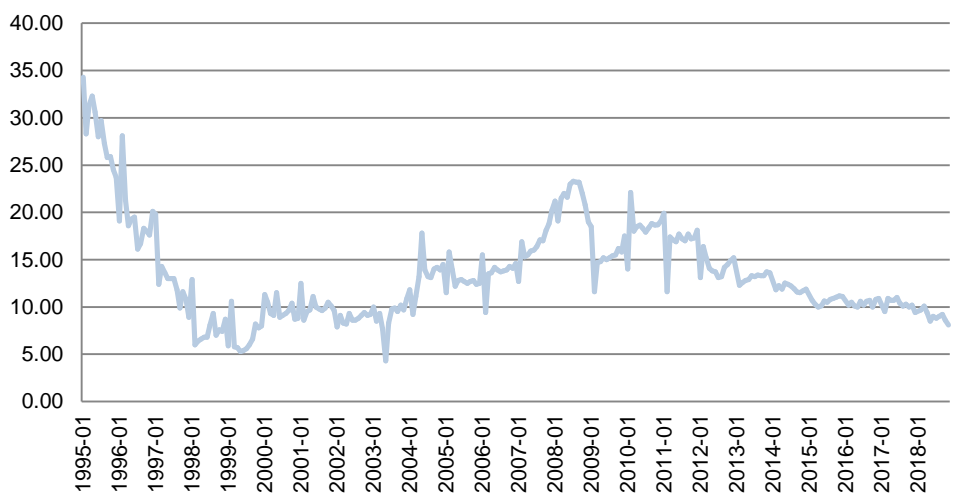
反观过去两轮：CPI持续稳定，PPI持续失速，虽然本轮PPI增速有所回落，但是2018年11月份，PPI仍然保持在2.7%左右，继续高于CPI增速。2011-2012和2014-2015年的两轮降准降息中，消费品增速基本稳定在10%以上。所以综合观测下来宏观变量中消费品需求增速持续下滑，或许是本轮降准通道打开的一个重要原因。

图2：国内CPI和PPI指数趋势（%）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图3：国内全社会零售总额增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 二、行业需求位置不一样

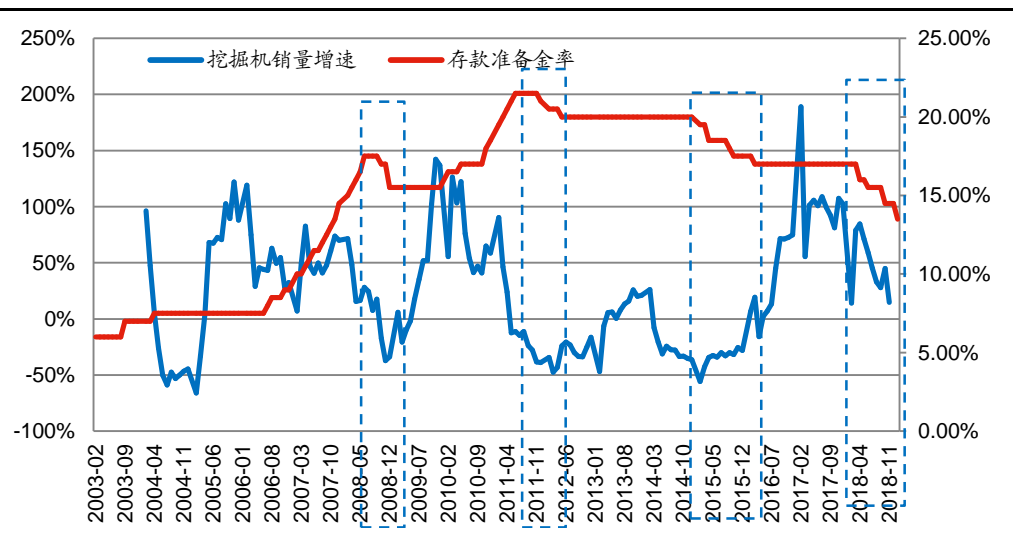
工程机械的销售链条较长，且通常是涉及大量信用信贷，因此，利率周期与挖掘机增速之前存在紧密的联系，中长期贷款通常也是我们观测挖掘机增速的良好同步指标。我们整理了过去10年之间的降准（降息）周期与挖掘机增速的关系，也为大家系统梳理挖机销量在不同利率周期中的表现，并且结合当前需求位置进行判断。

**过去的三轮降息降准周期都发生在工程机械行业需求底部。**过去10年间一共有3次明显的降准（降息）周期，分别是2008-2010年、2012到2014年、2014年到2016年，三次降息周期都伴随着多次降息降准，通常持续时间很快，3-6个月就完成多次降息。启动降息后，3-6个月挖掘机销量就会逐步见底回升。所以，过去的每次降准降息，基本都发生在行业需求下行，并且是阶段行业需求底部的时候。

特别需要指出的是后面这两次降息周期实际上中间并未间隔加息周期，从挖机销量增速来看，仅仅个别月份销量增速为正，增速最高也没有超过50%，主要原因仍然是需求较弱，仍需要更猛烈的降息，更宽松的货币环境为需求造势。在第三次降息通道开启后（2014年末到2015年初），挖掘机增速迅速见底，增速逐渐向上，2016年9月，挖机增速再次回到了50%，并且连续5个月保持在50%以上。

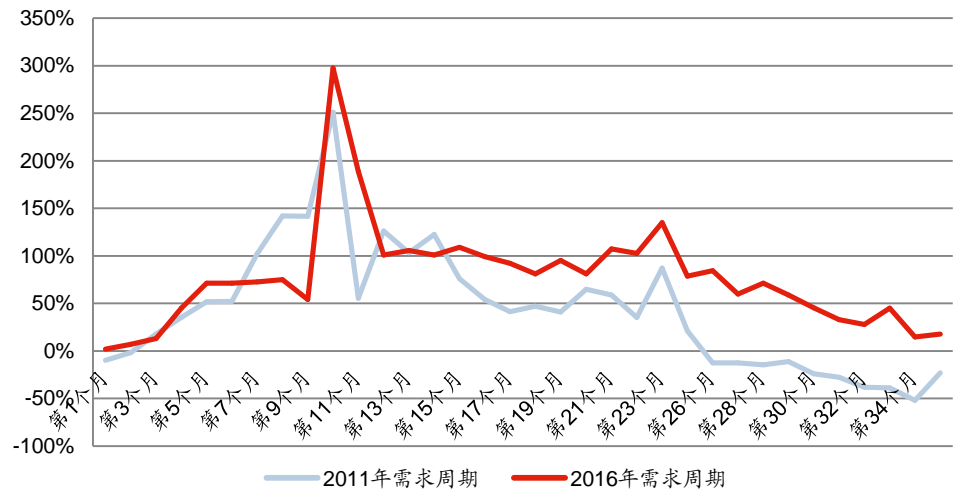
我们发现本次降准，与过去不同的是，发生的时点处在需求景气周期内。本次降准之前，工程机械需求已经连续2-3年复苏，以挖掘机为例，2016年7月份以来，需求景气已经持续了接近35个月。

图4：挖掘机需求增速（左）和存款准备金率对比



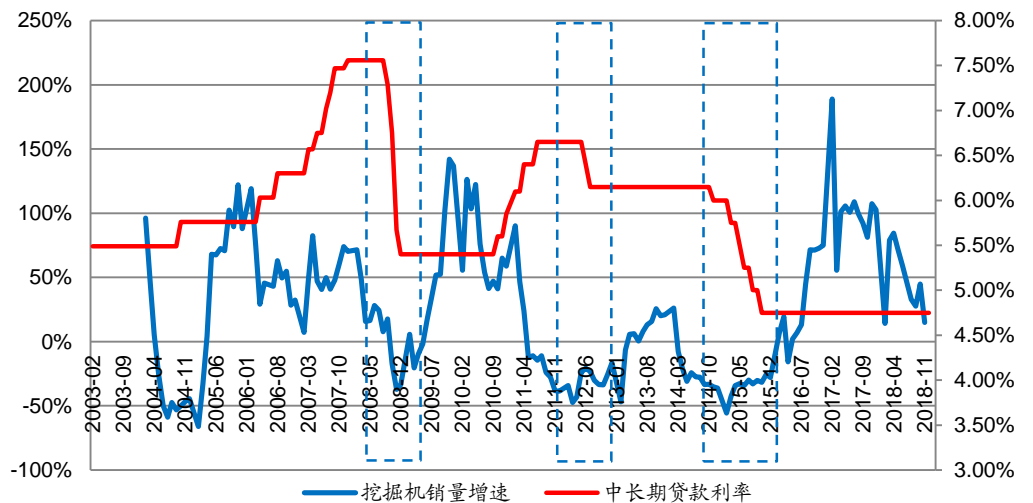
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：挖掘机销量增速2011年需求周期和2016年需求周期对比



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：挖掘机需求增速（左）和企业中长期贷款利率对比



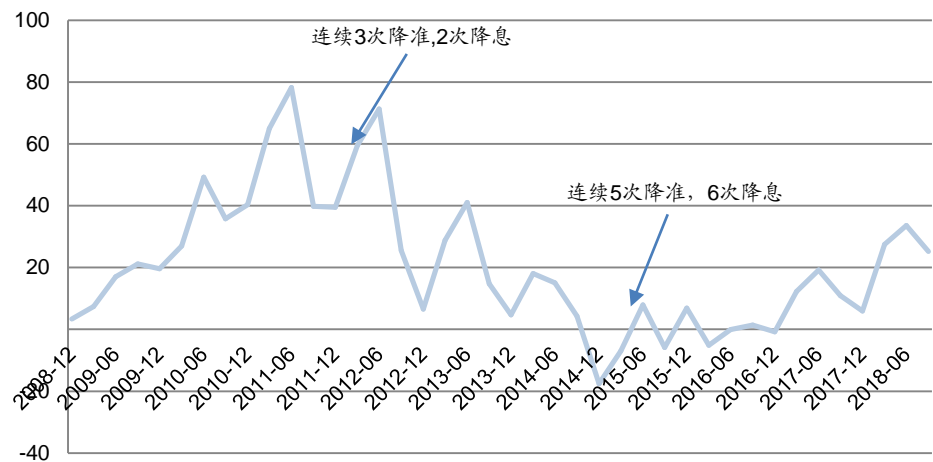
数据来源：wind，广发证券发展研究中心



### 三、企业盈利能力周期不一样

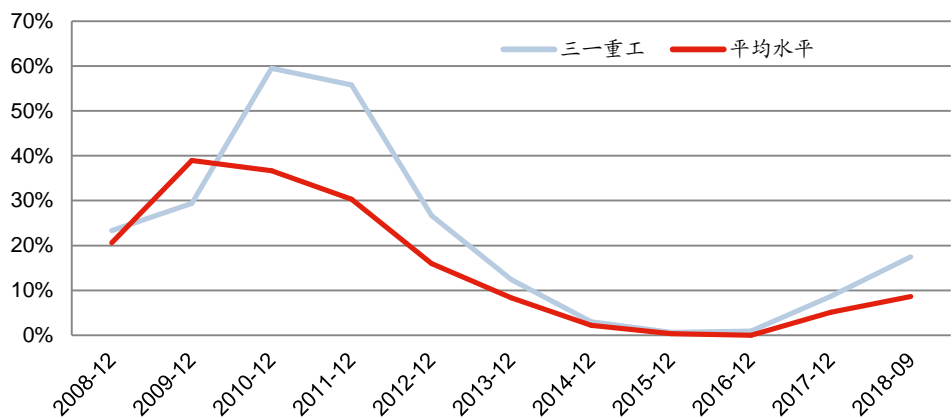
我们也可以将本次降准与企业的历史利润位置做一个锚定，发现过去的降准往往发生在企业利润下滑通道中。可以发现，我们以三一重工、中联重科、徐工等几个核心的公司为研究对象，发现过去的三轮降息降准周期中，企业的利润水平均处于相对低点的位置，2011年和2014年年底开始的连续降息降准，工程机械企业的利润水平开启了向下的趋势，并且在2015年达到历史最低水平。即便是货币政策有所宽松，但是企业已经没有了利润增长动能，所以股票表现也相对较弱。

图7：工程机械行业重点公司单季度净利润水平（亿元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图8：工程机械行业和三一重工的ROE水平



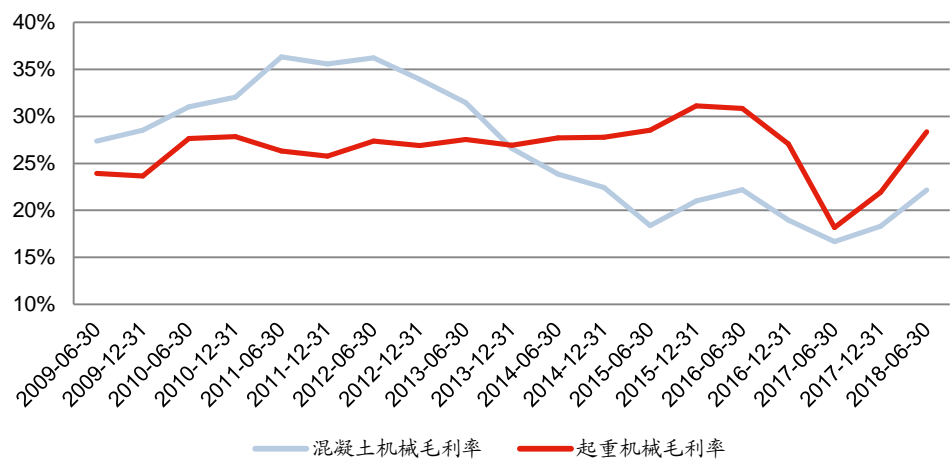
数据来源：wind，广发证券发展研究中心



反观本次降准周期，当前企业盈利能力和利润释放能力还处在上升通道中。我们以三一重工、柳工、徐工机械、中联重科等核心主机厂作为研究对象，工程机械企业ROE水平从2016年开始，逐步回升，2018年三季度末，行业平局ROE水平达到了8.6%，龙头公司三一重工已经修复至17.5%。

盈利周期与前两轮错位，核心原因在于本轮企业利润复苏启动较晚，同时后周期产品利润贡献有滞后。举例而言，中联重科传统盈利产品混凝土机械和起重机毛利率水平到2018年二季度才开始强势复苏，也跟行业过去激进销售留下的历史包袱有关，抖落包袱后，工程机械企业利润再重回增长轨道。这是与过去几轮降准降息周期比较大的区别之一。

图9：中联重科混凝土机械和起重机毛利率情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

#### 四、投资建议与风险提示

**投资建议：**工程机械企业当前需求平稳，非挖掘机产品增速依然保持较快增长，当前货币政策逐步转向友好，有利于工程机械需求继续保持稳定，企业利润释放具备时间和空间条件。我们建议持续关注行业龙头市场份额扩张、尤其是非挖掘机产品有较大利润弹性的主机厂和核心零部件企业，重点公司包括三一重工、恒立液压，其他建议关注中联重科、徐工机械、柳工、艾迪精密等。

**风险提示：**基建投资需求释放不及预期；房地产投资增速持续下滑；行业价格竞争激烈导致毛利率降低；需求下滑导致应收账款积压。

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，6年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。