

# 工程机械事件点评：协会预警不正当竞争行为，助力成长质量提升

## ——机械行业 事件点评

2019年03月22日

看好/维持

机械

事件点评

樊艳阳	分析师	执业证书编号：S1480518060001
	fanyanyang1990@126.com	010-66554089
龙海敏	研究助理	
	longhm@dxzq.net.cn	021-25102859

### 事件：

中国工程机械工业协会挖掘机分会3月22日发布《中国挖掘机行业市场不正当竞争风险提示函》，提示行业内有部分企业盲目追求市场占有率，商务政策存在严重过度竞争倾向，低首付、零首付再现，价格战升级，一定程度影响当前挖掘机市场健康可持续发展。

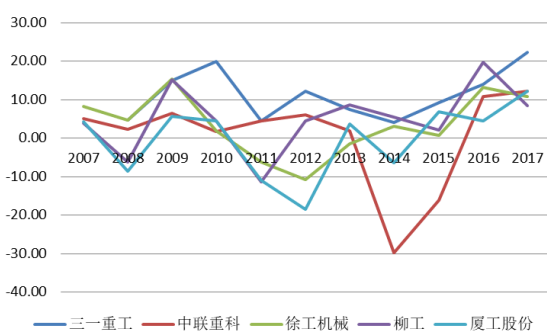
### 投资要点：

#### 1. 前车之鉴：从2009-2012年工程机械企业财务状况看恶性竞争后果

我们认为，协会在当前时点发布预警，对于规范行业秩序，扭转部分企业恶性竞争趋势，提升行业发展质量有重要意义。目前来看，经过上一轮周期洗礼，主流工程机械企业仍保持理性，质量提升、产品升级、售后服务提升是龙头企业提升市占率的主要驱动因素。

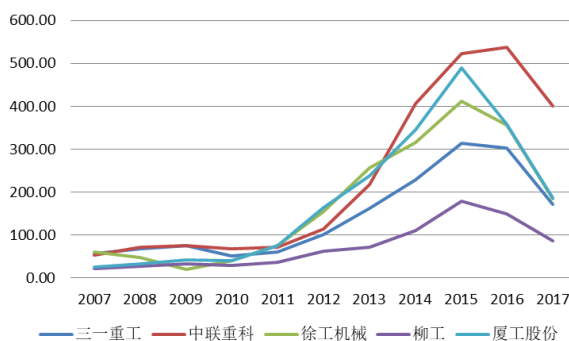
工程机械行业具备明显的周期性特征，行业景气度高企时，若不注意控制经营风险，形成的财务包袱可能需要长期消化。在2009-2012年上一轮周期顶部时，部分销售政策激进的企业付出了惨痛的代价。

图 1：主要企业经营性现金流净额/营业收入（TTM，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：主要企业应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

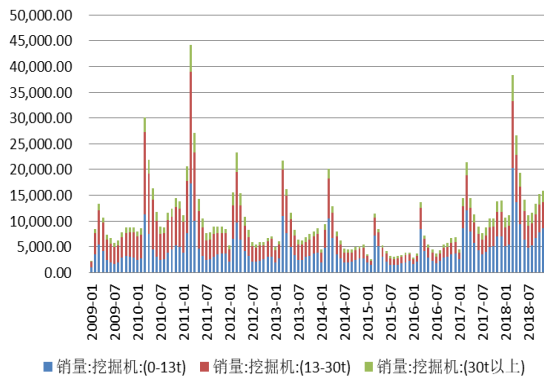
在2009到2012年挖掘机的高景气区间中，资本快速涌入，各厂家产能扩张积极，随着部分企业放款付款政策、价格战升级，形成了不同程度的财务负担。

从现金流角度来看，各企业经营性现金流净额在2011年前后均出现了不同程度的下降，销售政策相对理性的企业在之后周期下行区间内恢复较快，如三一重工。而部分企业则经历了持续若干年的现金流压力。

从应收账款周转天数来看，2011年后工程机械企业应收账款账龄快速提升，到2015年前后见顶，随着2016

年以来行业景气度回升，各企业应收账款周转天数快速下降。

图 3：主要企业挖掘机月销量及同比变动（台，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：主要企业挖掘机年销量及同比变动（台，%）



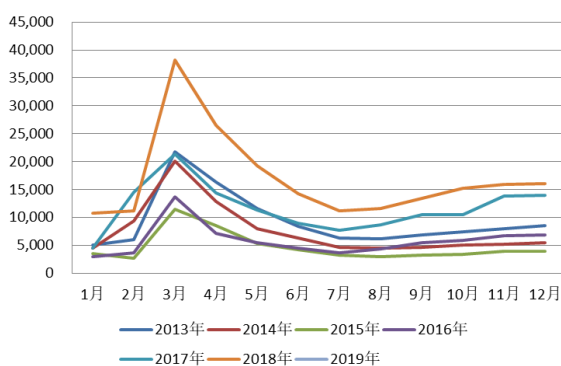
资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2、本轮挖掘机复苏持续性超出市场预期

本轮工程机械复苏自 2016 年年中开始，下游周期复苏、环保升级、存量更新多重因素叠加，复苏持续性超出市场预期。2018 年挖掘机销量创新高，超过 2011 年的 193891 台。

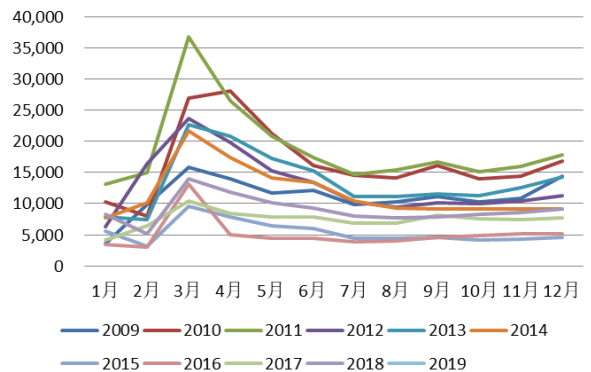
近期工程机械微观数据持续超市场预期，2019 年 1 月主要企业挖掘机销量 1.18 万台，同比增 10%。2 月份销量数据继续大增。我们认为节后开工需求提振，厂商促销，以及春节假期提前等因素是 2 月份挖掘机数据超出预期的主要原因（2019 年春节假期 2 月 10 日结束，节后工作日 14 天，2018 年春节假期 2 月 21 日结束，节后工作日 6 天）。

图 5：主要企业挖掘机销量及同比变动（台，%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

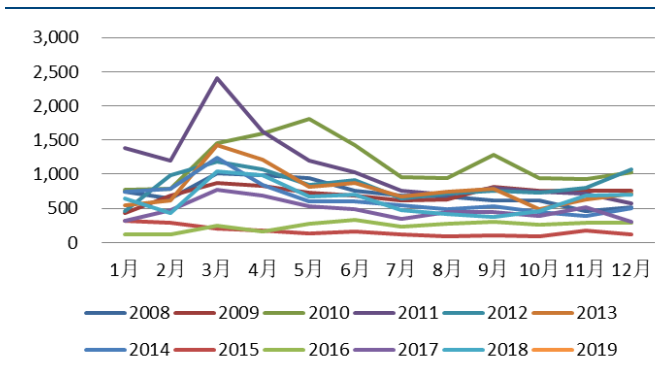
图 6：主要企业装载机销量及同比变动（台，%）



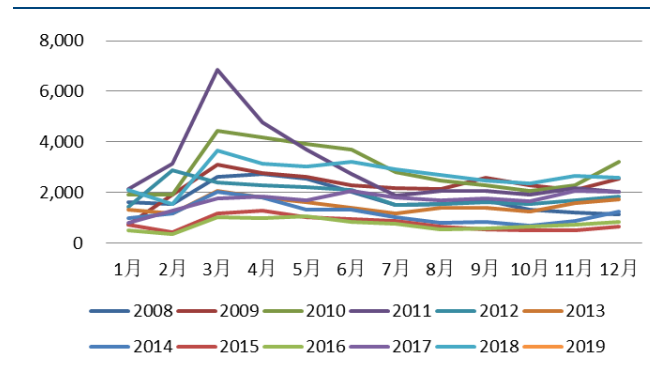
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7：主要企业推土机销量及同比变动（台，%）

图 8：主要企业起重机销量及同比变动（台，%）



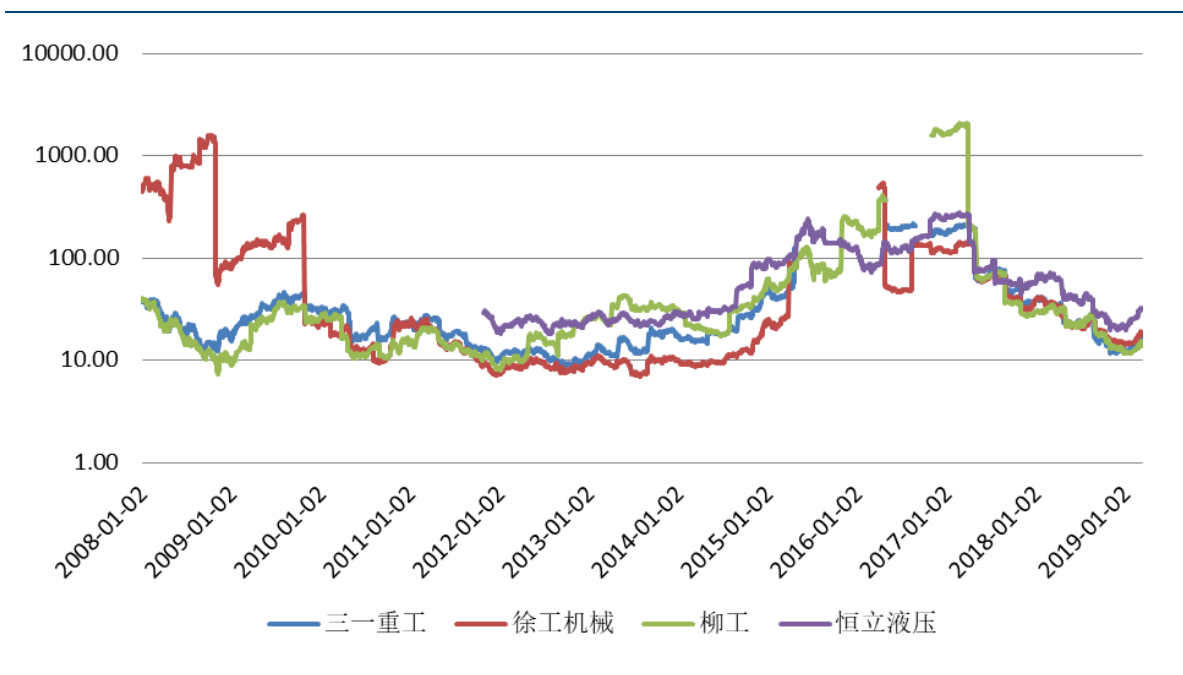
资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

近期工程机械板块表现活跃，我们认为，随着微观数据的持续超预期，前期市场悲观预期逐步修复，市场环境回暖、主流工程机械企业业绩持续兑现，也为整体板块估值提升助力。

图 9：工程机械主要上市公司估值修复明显（采用 PE(TTM)，纵轴对数形式，负值不显示）

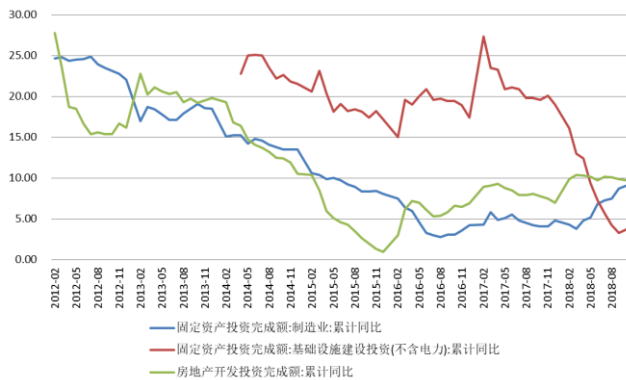


资料来源：Wind，东兴证券研究所

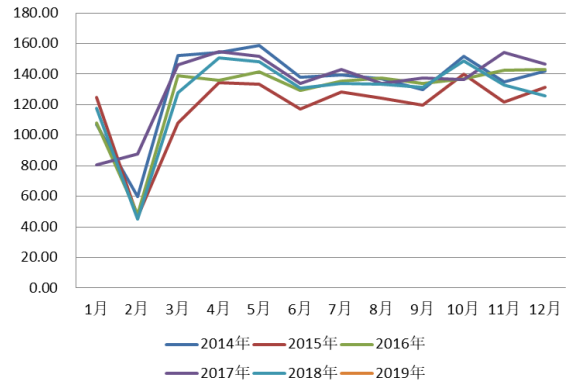
从中国地区小松挖掘机开机小时数来看，2018 年 11 月-2019 年 1 月同比增速分别为-13.63%、-14.06%、-11.63%，需要关注下游施工强度带来的边际变化。

图 10：制造业、基建、房地产固定资产投资增速（%）

图 11：小松挖掘机中国地区开机小时数



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



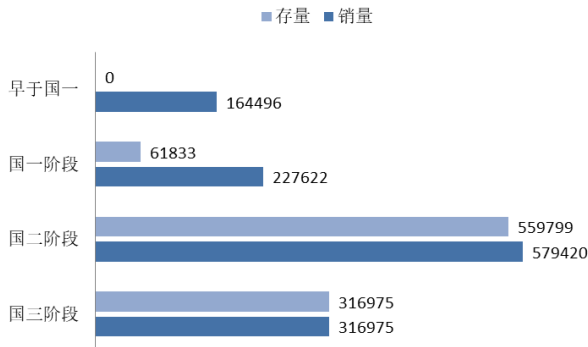
资料来源: 小松, 东兴证券研究所

我们关注基建投资的预期修复过程，从下半年以来高层表态发力基建，到近期各项目批复加快，基建投资有望成为明年总需求的有力支撑。

### 3、更新及环保升级需求托底，行业预期不悲观

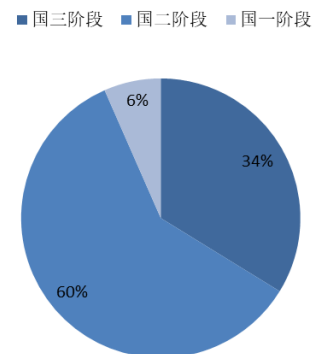
目前挖掘机的市场保有量超过 130 万台，以 8 年的更新周期计算，我们判断未来挖掘机市场的年化更新需求均值在 15 万台左右。

图 12: 不同排放阶段挖掘机销量及存量 (台)



资料来源: CCMA 挖掘机分会, 东兴证券研究所

图 13: 不同排放标准挖掘机存量占比 (%)



资料来源: CCMA 挖掘机分会, 东兴证券研究所

环保需求也一定程度催生了本轮工程机械的复苏强度。根据环保部要求，2016 年 4 月起，所有制造、进口和销售装的非道路移动机械应装用符合国三标准的柴油机。

按照生态环保部的要求，以压燃式发动机（如柴油机）为动力的非道路移动机械，控制目标要求 2020 年达到国家第四阶段排放控制水平，2025 年与世界最先进排放控制水平接轨。

### 4、投资建议：

我们关注基建预期修复以及下游需求持续性给工程机械板块带来的投资机遇，推荐三一重工、恒立液压。

### 5、风险提示：

1、基建投资复苏不及预期；2、原材料价格大幅波动；3、下游需求大幅放缓。

## 分析师简介

---

### 樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

## 研究助理简介

---

### 龙海敏

机械行业研究员，华中科技大学材料成型及控制工程学士，清华大学机械工程硕士，5年项目运营及企业管理经验，2017年加入东兴证券研究所，从事机械行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。