

广发机械“解惑”系列之六

怎样评估工程机械当前的持续性问题

核心观点:

前言: 2019年以来工程机械板块的基本特点是:需求景气度较高、企业利润快速增长,龙头企业的股价表现也是非常积极。而对于投资者而言,核心的问题是未来机会如何,这涉及到如何评估其可持续性并进行展望。在本篇报告,我们重点探讨两个问题:一是从三个维度,评价今年以来的工程机械行业的可持续性问题;二是往前展望,龙头企业投资机会如何预判。

2019年以来,工程机械的可持续性评价: **1.主要下游投资的可持续性,**根据国家统计局,1-6月房地产投资增长10.9%,商品房销售额增长5.6%;房地产投资/销售比值继续运行在历史底部区域,显示房地产投资快速回落的概率较小;根据国家统计局,1-6月基建投资同比增长4.1%,继续处于低增速、低波动水平。**2.社会保有量的可持续性,**根据工程机械协会,1-6月挖掘机内销量同比增长12.5%,如果假设2019年全年的内销量同比增长6.5%,则对应保有量同比增长4.0%,与下游的房地产、基建等大类投资是相互匹配的合理水平。**3.企业竞争发展的可持续性,**工程机械企业的应收账款、存货、资本支出等多方面显示较高谨慎度,但竞争状况导致企业的现金流和利润率状况有所差异。

往前展望,龙头企业的投资机会预判: 工程机械企业的投资机会来自于需求小幅波动时,龙头企业的市场份额扩张、利润率提升展现趋势性的上升,同时良好的现金流为分红或回购等回报方式提供支持。以挖掘机市场为例,2019年体现出显著的国内龙头品牌持续提升市场份额,并在大型挖掘机等高附加值、高利润率的细分领域体现有效扩张的态势。

投资建议: 对于工程机械行业,我们认为下游投资保持低速、低波动,社会保有量保持低速增长是最有利的环境,而企业通过产品技术提升市场份额、盈利能力是趋势性方向。我们继续重点推荐三一重工、艾迪精密、恒立液压,同时建议积极关注徐工机械、柳工等企业投资机会。

风险提示: 宏观经济波动带来工程机械需求波动较大;原材料价格上涨、行业竞争激烈导致利润率降低的风险;应收账款、存货积压带来的计提风险;贸易争端演化具有不确定性等。

行业评级
买入

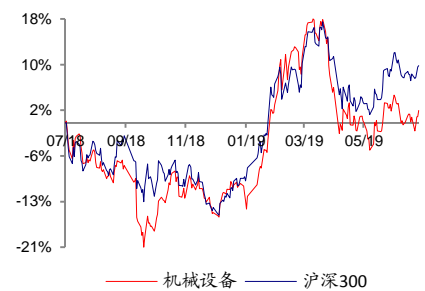
前次评级

买入

报告日期

2019-07-29

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:

刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



SFC CE No. BMW928



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



021-60750615



daichuan@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:

广发机械“解惑”系列之五: 2019-05-06

挖机增速能决定股票的买卖

方向吗?

广发机械“解惑”系列之四: 2019-04-14

金融数据与工程机械的关系

如何?

联系人:

周静 021-60750636

zhoujing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三一重工	600031	CNY	14.65	2019-07-18	买入	17.03	1.31	1.57	11.18	9.33	7.20	6.21	25.0%	23.0%
中联重科	000157	CNY	6.45	2019-04-29	买入	6.44	0.46	0.56	14.02	11.52	11.03	9.08	8.3%	9.2%
徐工机械	000425	CNY	5.07	2019-07-14	买入	5.88	0.49	0.60	10.35	8.45	6.07	5.04	13.1%	13.8%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

前言：2019 年需求减速，工程机械股价表现积极.....	5
第一部分：工程机械的可持续性评价	5
房地产链条：投资/销售比值仍在历史低位，预计投资温和放缓.....	5
基建链条：减速后呈现企稳态势，对冲相机而动	6
工程机械社会保有量：增速放缓，与下游投资相互匹配.....	7
工程机械企业：竞争仍然激烈，企业差异增大.....	8
第二部分：工程机械企业投资机会展望.....	11
投资逻辑一：具有技术支撑的盈利能力提升	11
投资逻辑二：持续可预期的市场份额提升.....	12
投资建议	13
风险提示	13

图表索引

图 1: 我国商品销售额增速与房地产开发投资增速	5
图 2: 我国商品房销售和房地产开发投资 (亿元) 及其相对比例	6
图 3: 我国基础设施建设固定资产投资及其增速	6
图 4: 我国地方本级政府性基金收入及其增速	7
图 5: 我国挖掘机 10 年保有量 (台) 增长率及其与房地产开发投资增速比较	7
图 6: 测算我国挖掘机的更新量与新增保有量 (台)	8
图 7: 工程机械上市主机企业的净利润与经营活动现金流净额 (百万元)	8
图 8: 工程机械上市主机企业 2019 年 1 季度的存货和应收账款周转天数	9
图 9: 工程机械上市主机企业的固定资产 (百万元)	9
图 10: 挖掘机内销 (不含出口) 市场主要企业的市场份额	10
图 11: 三家企业在 30 吨以上挖掘机领域的销量 (台) 和市场份额	10
图 12: 恒立液压单季度的营业收入和净利润率	11
图 13: 卡特彼勒的营业收入和修正后的 EPS	11
图 14: 三一重工的挖掘机销量与市场份额	12
图 15: 三一重工的汽车起重机销量与市场份额	12

前言：2019 年需求减速，工程机械股价表现积极

在价值成长视角下，企业利润的高质量、可持续、较快增长将带来良好投资机会。但基于特定历史背景，市场有时候存在经验简化的倾向，例如，将股价高点与需求增速进行对应。当假设前提发生变化的时候，这些简化的判断跟实际情况形成了巨大的反差。以工程机械为例，2019年以来，挖掘机销量的同比增速显著放缓至0左右，但龙头企业的股价表现却是过去4年最为积极的。其背后的核心因素是，在相对较低估值情况下，工程机械龙头企业普遍实现了较快的利润增长，多家企业预告2019年上半年利润同比达到100%或更高水平。

在本篇报告，我们重点探讨两个问题：一是今年以来，工程机械的可持续性评价，包括对于下游投资、社会保有量、企业竞争发展这三个维度；二是往前展望，龙头企业投资机会如何预判，特别是探讨企业市场份额和利润率提升的动力。

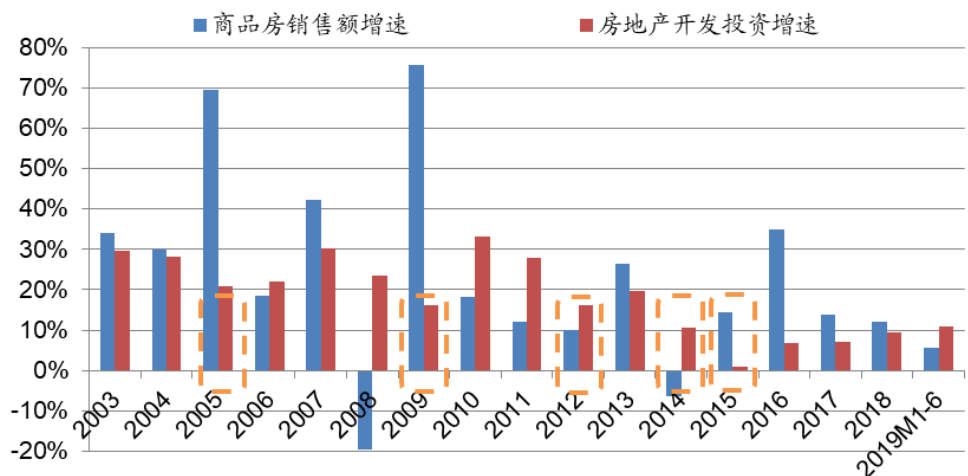
第一部分：工程机械的可持续性评价

工程机械的可持续性评价，我们的出发点是：分析下游投资是否与经济增长相互匹配，投资规模是否与资金约束相互匹配；工程机械的社会保有量是否与社会总工程量相互匹配，与相关产业相互吻合；企业的竞争发展是否仍处于较高的质量水平。

房地产链条：投资/销售比值仍在历史低位，预计投资温和放缓

根据国家统计局，2016~2018年房地产开发投资连续3年处于同比增长5~10%区间，相比以前动辄达到20%甚至更高增速的情况形成巨大反差。房地产开发投资相对商品房销售额处于相对较低比例，即使是2018年房地产投资增速9.5%，也低于当年销售额增速12.2%。根据国家统计局，2019年1-6月房地产开发投资同比增长10.9%，略高于同期商品房销售额5.6%的增幅。我们认为，房地产投资增速放缓是市场普遍预期，核心是放缓速度有多快。过去15年，2005/2009/2012/2014/2015年这五年是房地产投资增速相对上一年减速超过7个百分点的年份，如图1标出的虚线框所示。

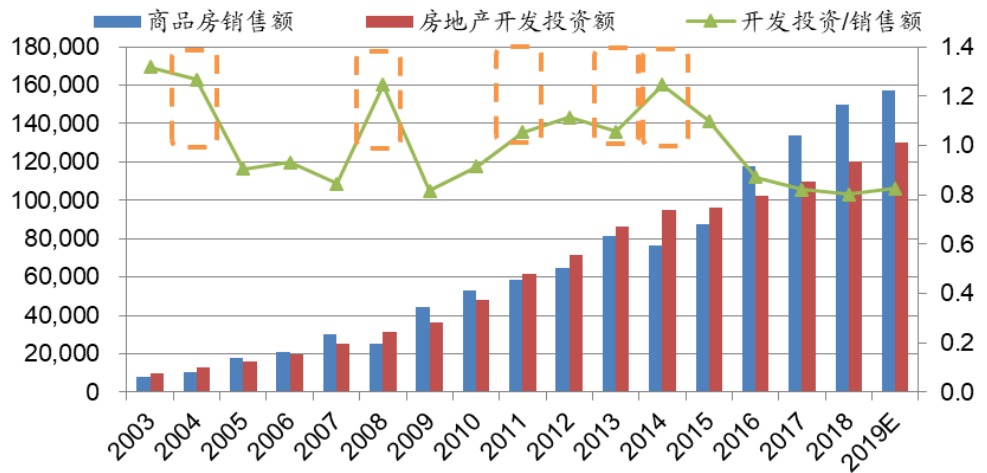
图1：我国商品销售额增速与房地产开发投资增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

如果房地产开发投资增速的快速下行，其原因可能来自于销售压力，也可能来自于资金约束。值得注意的是，前述5年有个共同特点是，前一年的房地产“投资/销售”比值均处于偏高的位置。而2017年以来，“投资/销售”比值均处于历史低位，意味着房地产开发投资增速快速回落的风险是偏低的。此外，从资金角度来看，根据国家统计局，2019年1-6月房地产开发企业到位资金8.5亿元，同比增长7.2%，其增速水平跟房地产开发投资的偏离度仍在合理范围，显示短期资金并未处于严重紧张状况。

图2：我国商品房销售和房地产开发投资（亿元）及其相对比例

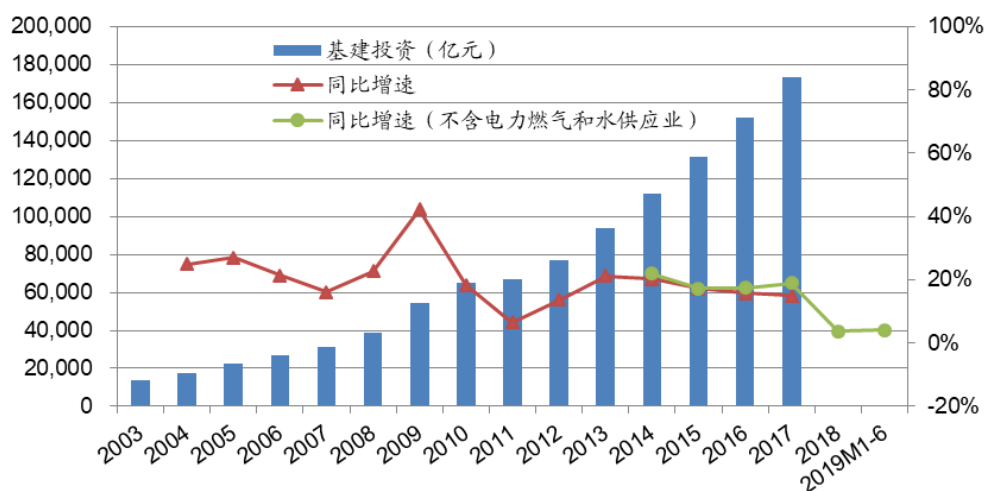


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

基建链条：减速后呈现企稳态势，对冲相机而动

2018年上半年在宏观经济降杠杆的环境中，企业通过债务融资支撑基建、环保等能力被抑制，部分企业暴露其杠杆过高的经营风险。2018年11月以来随着政策不断强调和推动解决企业融资难问题，微观的基建活动呈现回落后企稳的过程。根据国家统计局，2019年1-6月基础设施投资同比增长4.1%，增速比2018年全年提升0.3个百分点，分领域来看，公路、铁路投资恢复较为明显，公共设施管理投资仍然疲弱。

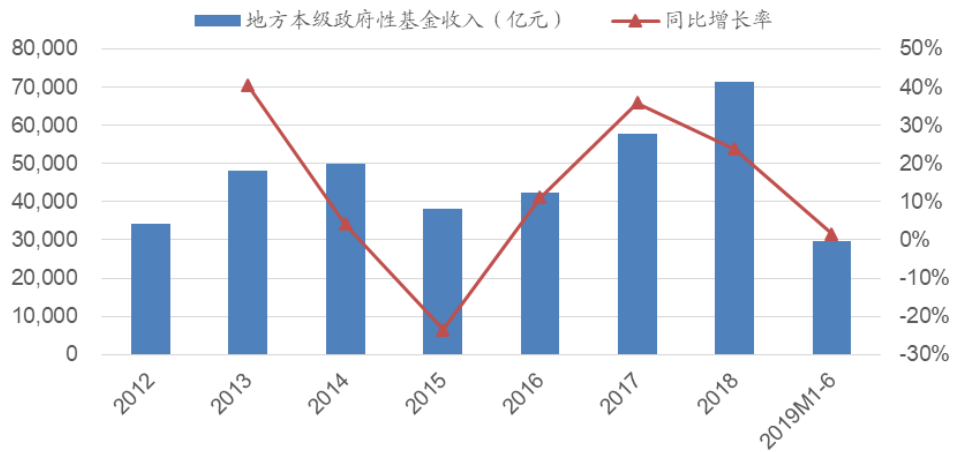
图3：我国基础设施建设固定资产投资及其增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

展望2019年下半年，我们认为基建投资仍以“稳”为主，其对冲作用要视宏观经济环境所需。如果房地产投资减速较快，或者出口部门的压力显著增大，基建有进一步向上修复的潜力，其中包括：一是中央和省级配套资金占主导的基建项目，典型的如旨在完成补短板的铁路建设、区域规划相关的高速公路、具有扶贫资金支持的农村建设；二是人口持续流入，财政有支撑的城市基建项目。

图4：我国地方本级政府性基金收入及其增速

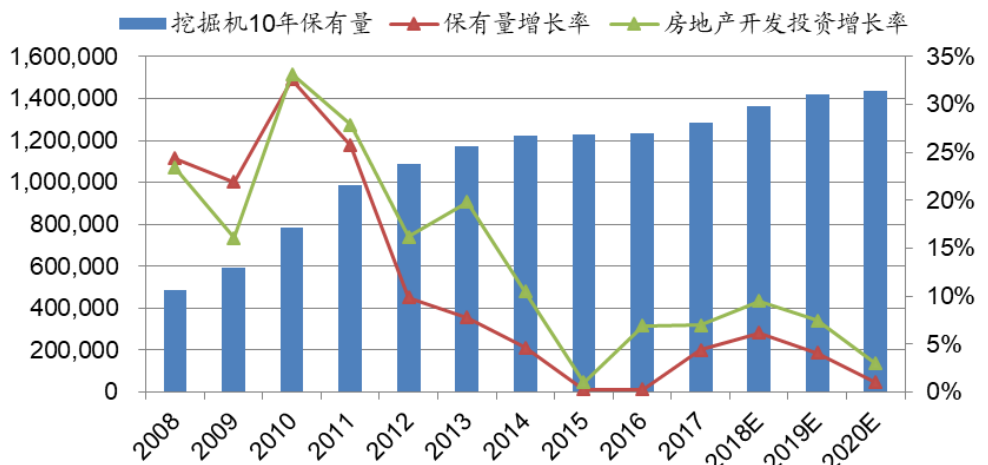


数据来源：财政部，广发证券发展研究中心

工程机械社会保有量：增速放缓，与下游投资相互匹配

工程机械的下游涵盖了基础设施建设、房地产开发、采矿采石、农村建设、制造业投资等各个领域，当工程机械的社会保有量处于与下游投资相互匹配的增速时，利用率比较稳定，用户的平均投资回收期波动小，是可持续性更强的发展状况。以挖掘机为例，我们通过历史销量与平均使用寿命，计算得到10年保有量水平，其增速水平从2008~2011年超过20%的增速，降至当前在0~10%之间的小幅波动。

图5：我国挖掘机10年保有量（台）增长率及其与房地产开发投资增速比较

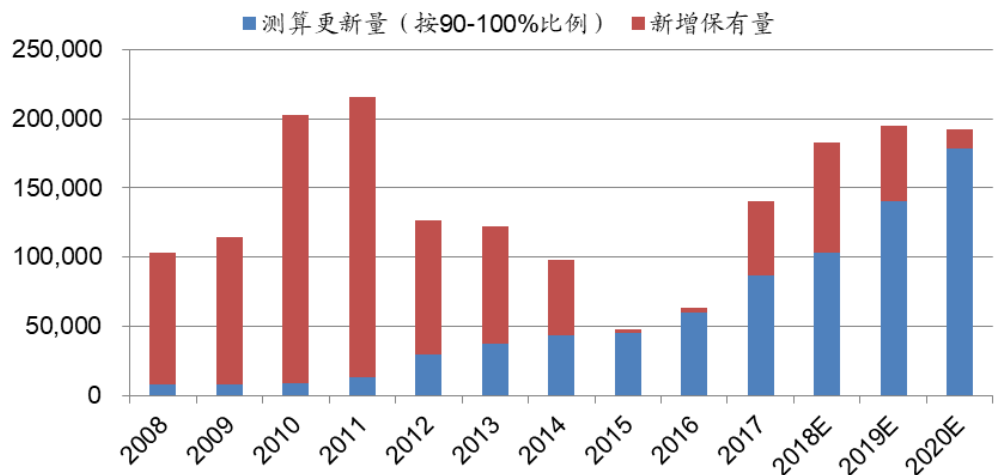


数据来源：工程机械协会，国家统计局，广发证券发展研究中心

备注：18年数据中挖掘机保有量及保有量增速为预测值；19-20年挖掘机保有量及保有量增速、房地产开发投资增速为预测值

工程机械协会统计,2019年1-6月,我国挖掘机销量达到13.7万台,同比增长14.2%;其中,内销为12.5万台,同比增长12.3%。考虑到挖掘机内销在减速过程,2季度同比仅增长0.3%,我们假设下半年内销量同比小幅回落3%,对应2019年全年内销总量达到19.5万台,同比增长6.5%,则减去更新需求后,年底保有量较年初增长4.0%,与下游的房地产、基建投资的增长属于相互匹配的合理水平。

图6: 测算我国挖掘机的更新量与新增保有量(台)

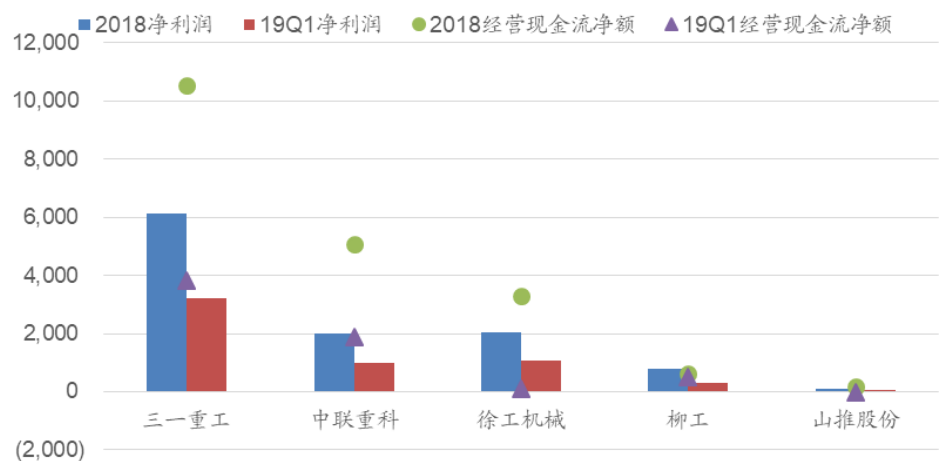


数据来源: 工程机械协会, 广发证券发展研究中心

工程机械企业: 竞争仍然激烈, 企业差异增大

作为传统行业, 工程机械行业的竞争相对激烈, 而我们从持续性的角度, 主要关注企业的竞争方式、发展模式是否具有可持续性。例如, 工程机械在2010~2011年的景气周期中, 曾大幅放松信用销售, 其负面作用在2012~2015年的下行周期严重创伤了企业的利润水平、资产状况等。2019年1季度, 工程机械协会挖机分会曾发布警示, 告诫企业理性竞争, 避免重蹈覆辙。2018年报、2019年1季报显示, 三一重工等龙头企业经营现金流净额均远大于当期净利润水平, 但企业之间有所分化。

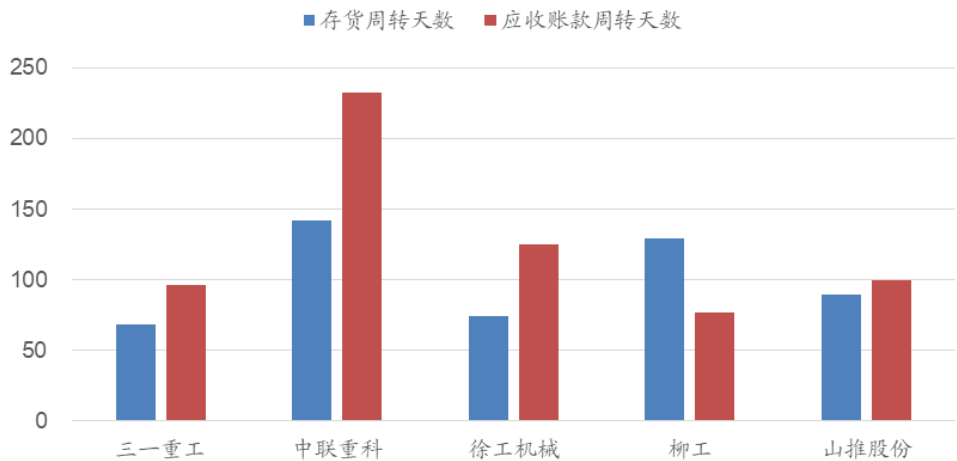
图7: 工程机械上市主机企业的净利润与经营活动现金流净额(百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从工程机械上市公司的存货、应收账款周转天数来看，整体处于相对较低水平，但企业之间分化较大。以三一重工为例，2019年1季度的存货周转天数为69天，应收账款周转天数为96天，均处于较低水平，显示对经营风险良好的控制状态。

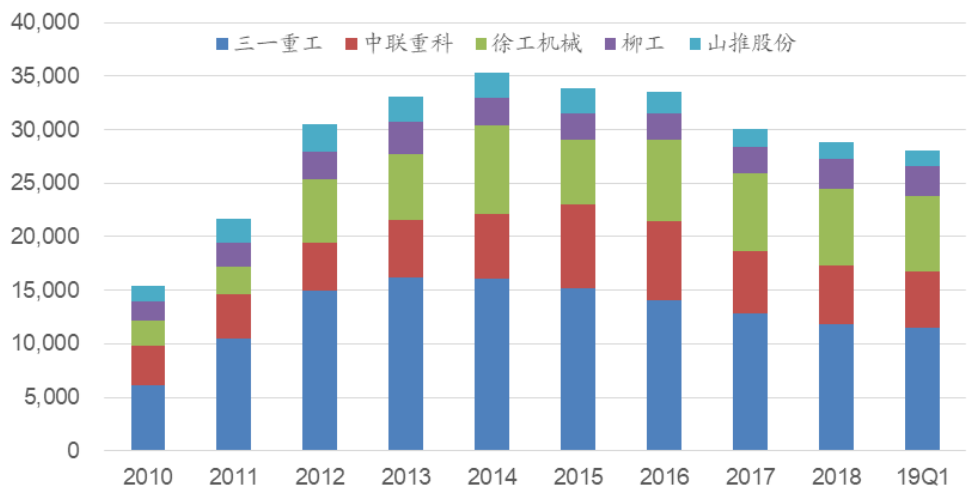
图8：工程机械上市主机企业2019年1季度的存货和应收账款周转天数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

尽管行业需求景气较好，工程机械企业并没有明显的产能扩张行为。随着折旧推进，固定资产呈现下降趋势。以三一重工为例，2019年1季度末固定资产为114.5亿元，较2013年的高点下降达到29.3%。由于工程机械企业的经营活动现金净流入金额较大，而资本支出规模很小，因此负债情况得到明显改善，工程机械企业普遍大幅偿还债务，降低有息负债水平，为未其分红或者回购行为提供良好的支持。2019年2季度，包括三一重工在内的多家工程机械公告回购股份方案开始实施。

图9：工程机械上市主机企业的固定资产（百万元）



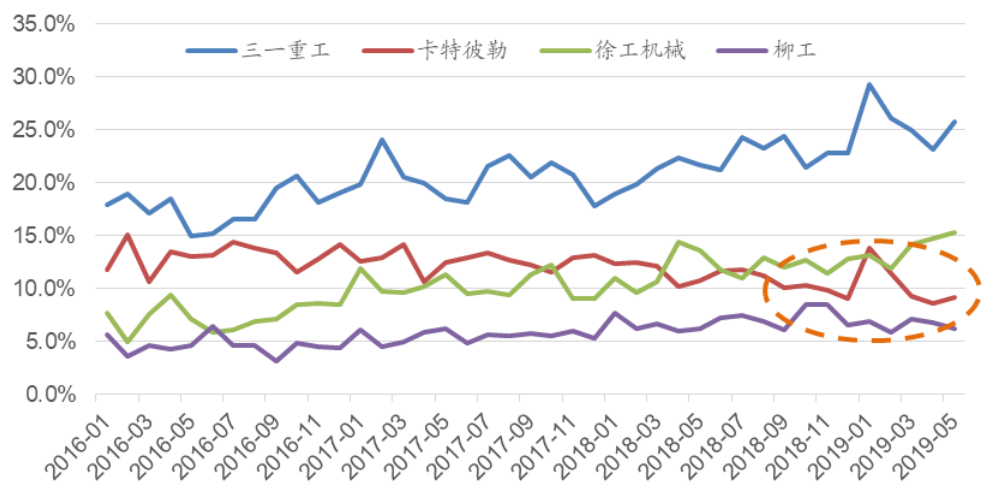
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

经营活动现金流净额、存货、应收账款、固定资产等多个财务指标，显示工程机械企业当前经营的稳健度、可持续性显著提升的，而产品发展则是更为关键的中期方向。如果我们观察细分产品的变化，这一趋势更加明显。

以挖掘机的内销市场（即不包括出口部分）为例，以三一重工为代表的国产品牌的市场份额呈现不断提升的状况，而卡特彼勒的市场份额有所下降。如果我们观察细分产品的市场份额变化，在高附加值、高技术要求的领域，优秀企业提升市场份额的可持续性更强，显示其竞争壁垒的差异。

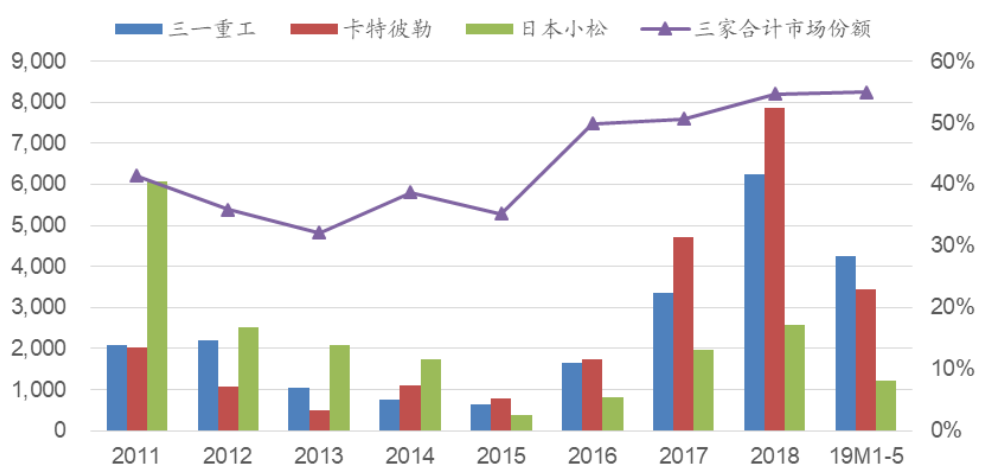
以30吨以上的大型挖掘机市场为例，三一重工在2019年以来的销量显著超过了卡特彼勒、日本小松等竞争对手。产品结构的变化，我们认为反映了企业持续的研发投入和技术升级的效果，对企业利润率提升有重要影响。

图10: 挖掘机内销（不含出口）市场主要企业的市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

图11: 三家企业在30吨以上挖掘机领域的销量（台）和市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

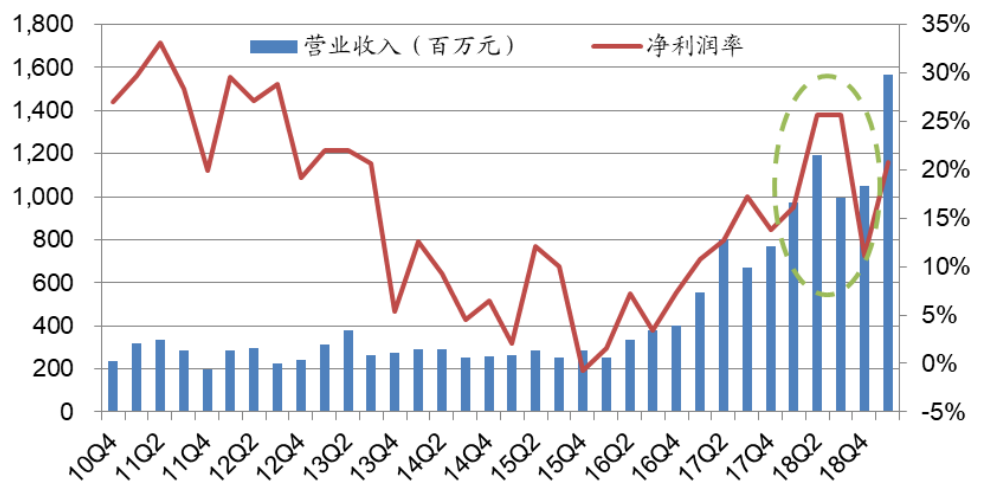
第二部分：工程机械企业投资机会展望

投资逻辑一：具有技术支撑的盈利能力提升

在工程机械领域的价值增长型投资，我们聚焦的企业收益来自于：市场份额的可预期持续提升、具有技术支撑的盈利能力提升。值得强调的是，企业的净利润率上限是随着行业竞争演化而不断评估的，某种程度上反映了竞争壁垒的不断深化。

以国内工程机械领域的重要零部件供应商—恒立液压为例，在2017年连续多个季度的净利润率单边上行，对远期价值测算具有重要影响；而从产品来看，液压泵阀从2015年以前的数百万收入，到2018年达到7亿元左右，贡献了实质市场容量。

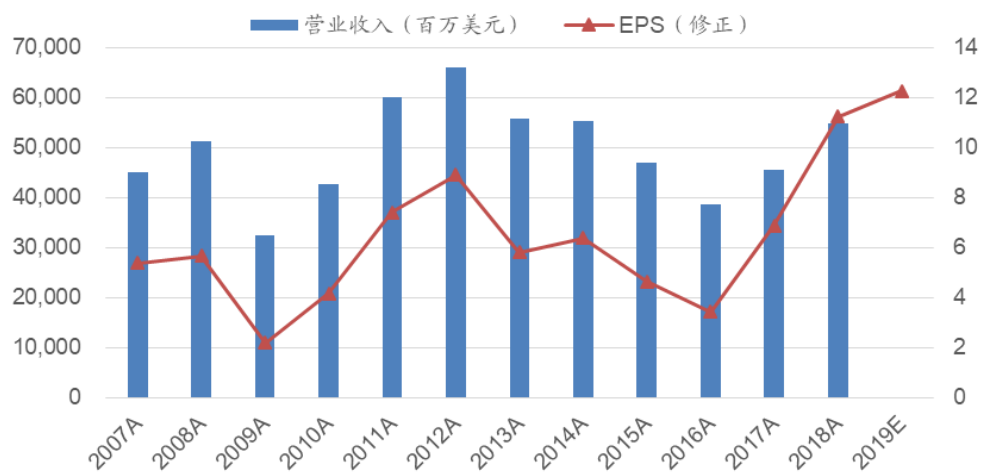
图12：恒立液压单季度的营业收入和净利润率



数据来源：恒立液压财报，广发证券发展研究中心

在海外，卡特彼勒通过在下行期缩减成本、优化产能、聚焦高附加值产品，实现了净利润率的超预期上行，其工程机械业务的营业利润率运行在18~20%水平。

图13：卡特彼勒的营业收入和修正后的EPS

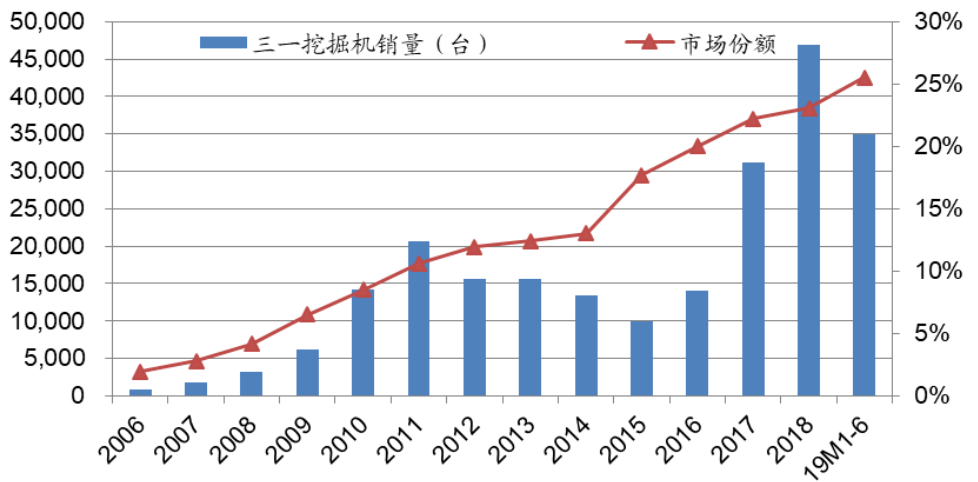


数据来源：卡特彼勒年报，广发证券发展研究中心

投资逻辑二：持续可预期的市场份额提升

随着市场成熟度提高，传统机械领域的优秀企业通过产品质量、销售渠道、售后服务等形成正向循环的份额提升。机械行业特别是主机装配厂的产能具有较大弹性，因此份额提升趋势并没有受到需求波动的影响，形成企业的向上斜率。以挖掘机市场为例，根据工程机械协会数据，三一重工的市场份额从2011年的10.6%，提升至2018年的23.1%，2019年1-6月进一步达到25.5%。值得注意的是，2019年挖掘机行业销量同比仅增长3.9%，这种小幅波动的市场环境，相当于测试了各家企业的内生性的增长能力。

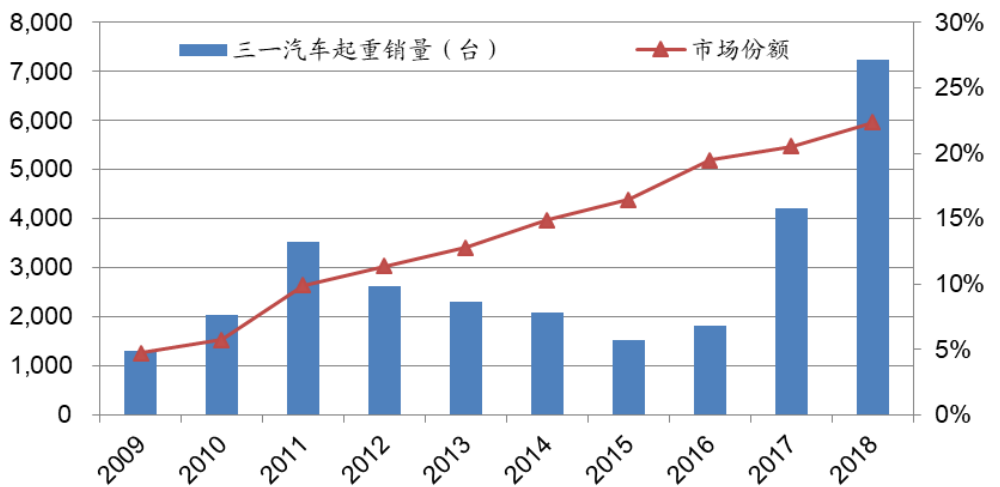
图14：三一重工的挖掘机销量与市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

在汽车起重机领域，根据工程机械协会数据，三一重工的市场份额也从2011年的9.9%，升至2018年的22.3%，而2019年以来继续保持强劲的销售势头。

图15：三一重工的汽车起重机销量与市场份额



数据来源：工程机械协会，广发证券发展研究中心

投资建议

对于工程机械行业，我们认为下游投资保持低速、低波动，社会保有量保持低速增长是最有利的环境，而企业通过产品技术提升市场份额、盈利能力是趋势性方向。我们继续重点推荐三一重工、艾迪精密、恒立液压，同时建议积极关注徐工机械、柳工等企业投资机会。

风险提示

宏观经济波动带来工程机械需求波动较大；原材料价格上涨、行业竞争激烈导致利润率降低的风险；应收账款、存货积压带来的计提风险；贸易争端演化具有不确定性等。

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，9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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。