

推荐 (维持)

## 2020年受疫情冲击子行业将分化

2020年05月07日

### 机械行业19年报及20年1Q财报分析

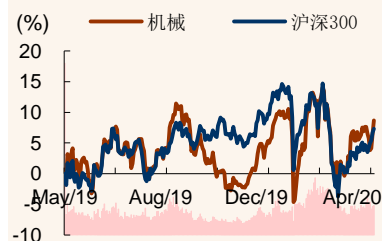
上证指数 2878

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	371	9.7
总市值 (亿元)	30457	5.1
流通市值 (亿元)	22939	4.8

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.7	8.3	1.9
相对表现	-0.3	9.5	-4.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《基金 20Q1 季报机械股持仓分析——弱周期、逆周期品种关注度提升》2020-04-27
- 2、《机械行业 2020 年 5 月报——继续推荐逆周期和弱周期品种》2020-04-27
- 3、《机械行业老旧小区改造专题——旧改方向确立, 电梯及停车设备显著受益》2020-04-06

刘荣

0755-82943203  
liur@cmschina.com.cn  
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn  
S1090518090001

研究助理 时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn

研究助理 陈铭

chenming5@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 286 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。

□ **2019 年机械行业上市公司经济效益:** 12 个细分行业 286 家上市公司 1) 收入 **13225 亿**, 同比上升 **10.56%**, 19Q1-Q4 四个季度营收增速分别为 20.67%、4.36%、10.94%、9.59%, 考虑权重和增速, 主要贡献子行业为**工程机械、重型机械和机械基础零部件**, 其中工程机械收入 3623.7 亿增加 27.55%, 重型机械收入为 924.6 亿元增长 21.43%; 机械基础零部件收入 497.1 亿元增长 17.6%。2) 净利润 **656.3 亿**, 大幅增长 **69.12%**, 主要系**工程机械和轨道交通装备**子板块的盈利增强, 且 18 年计提商誉及资产减值导致基数较低, 工程机械净利润 278.0 亿, 为所有细分行业中最高, 增速达到 74.72%。

□ **20Q1 单季行业收入 2497 亿元, 同比下滑 9.54%; 净利润 128.6 亿元, 同比下滑 28.69%。**净利润下滑幅度大于收入, 主要系疫情影响订单、生产、交付进度, 导致企业确认收入较同期下降、规模效应减弱。从绝对体量上来看, 最优秀仍是工程机械, 净利 57.7 亿元, 下降 20.85%, 属于受冲击相对较小的板块, 且由于国家逆周期政策刺激基建, 3 月国家项目加快复工已出现明显的边际改善, 预计工程机械行业全年业绩仍将稳中有增, 再创新高。

□ **盈利能力:** 19 年行业毛利率 21.78%提升 0.83pct。期间费用率略有上升, 主要系销售和研发费用率上升较多。净利率 4.96%提升 1.72pct 较为明显, 主要由于 18 年商誉计提及资产减值较多, 净利率普遍受影响导致基数低。20Q1 毛利率 20.73%下降 0.44pct, 主要由于疫情导致供应链物流受阻, 原材料成本上涨, 收入规模效应下降, 对应净利率 5.15%下降 1.38pct。

□ **重要财务指标:** 19 年存货上升 4.0%, 增速慢于收入, 20Q1 疫情导致部分行业存货积压; 20Q1 受行业收入整体下降的影响, 资产周转率放缓; 19 年应收款项占收入比重下降 5.0pct、20Q1 回升 2.3 pct; 19 年经营活动现金流同比增长 81.2%大幅改善, 20Q1 行业现金流在短期承受的压力增大, 一方面受疫情影响, 另一方面与回款季节性特点有关; 19 年资产负债率持平略有下降, 20Q1 负债率回升至 56.2%; 19 年行业整体资本开支小幅增长, 20Q1 各细分行业资本开支呈现下滑趋势, 工程机械和电梯行业逆势扩张。

□ **观点总结:** 机械行业自供给侧改革以来已复苏三年, 印证了我们 2017 年初提出的更新周期观点, 而这次疫情导致全球经济放缓是否会成为机械行业景气的分水岭? 2020 年机械各子行业分化已是必然, 重点推荐与基建或升级相关的子行业, 包括**工程机械 (基建和劳动力替代)、智能仪器仪表 (智慧城市)、普通水表 (农村建设)、电梯 (老旧小区改造)、物流自动化**, 出口相关企业外需冲击将在二季度显现。重点推荐低估值的龙头公司: **恒立液压、三一重工、宁水集团、中联重科、迈为股份、康力电梯**。

□ **风险提示:** 成本上升的影响; 海外疫情对供应链的影响; 经济放缓对需求的影响。

敬请阅读末页的重要说明

样本选择说明：我们选择了 286 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		睿能科技		晋西车轴		惠博普		快克股份		集智股份		劲拓股份
21	太原重工		永创智能		永贵电器		海默科技		星徽精密		赛象科技		先导智能
	泰尔股份		卓郎智能		康尼机电		通源石油		昌红科技		英维克		新元科技
	宝鼎科技	机床工具	*st 沈机		新筑股份		神开股份		永和智控		世嘉科技		东杰智能
	通裕重工	22	华东数控		华铁股份		应流股份		宝色股份		音飞储存		埃斯顿
	杭氧股份		华明装备		今创集团		江苏神通		金自天正		天广中茂		诚益通
	紫天科技		秦川机床		众合科技		南风股份		五洲新春		金盾股份		巨轮智能
	天沃科技		青海华鼎		中铁工业		台海核电		上海亚虹		南华仪器		华昌达
	陕鼓动力		灵志机电		思维列控		中核科技		银宝山新		中坚科技		黄河旋风
	川润股份		日发精机	船舶港口	中国船舶		纽威股份		福鞍股份		湘油泵		天奇股份
	科新机电		华中数控	11	中国重工		石化机械		康斯特		派思股份		五洋停车
	海陆重工		亚威股份		振华重工		郑煤机		苏常柴 A		天鹄股份		智能自控
	大连重工		山东威达		中船防务		天地科技		杭齿前进		新界泵业		拓斯达
	华东重机		恒锋工具		中船科技		山东矿机		申科股份		一拖股份		捷昌驱动
	鲍斯股份		海天精工		中集集团		林州重机		伟隆股份		海源复材		迈为股份
	中信重工		合锻智能		亚光科技		山东墨龙		双一科技		美亚光电		上机数控
	兰石重装		佳士科技		亚星锚链		ST 蓝科		日月股份		香山股份		罗博特科
	冀东装备		瑞凌股份		润邦股份		ST 准油		奇精机械		三德科技		捷佳伟创
	弘宇股份		锐奇股份		江龙船艇		如通股份		江苏雷利		凌霄泵业		泰禾光电
	法兰泰克		蓝英装备		潍柴重机		鞍重股份		宏盛股份		君禾股份		三丰智能
	天桥起重		上海沪工	工程机械	三一重工		梅安森		恒润股份		久吾高科		克来机电
轻工机械	杰克股份		威尔泰	20	中联重科		厚普股份		大金重工		海鸥股份		和科达
22	慈星股份		金银河		徐工机械		道森股份		百达精工		*ST 德奥		联得装备
	通润装备		今天国际		柳工		中泰股份		力星股份		大元泵业		至纯科技
	*ST 中捷		伊之密		安徽合力		创力集团	专用设备	日机密封		大丰实业		田中精机
	标准股份	制冷通风	烟台冰轮		山推股份		冀凯股份	43	聚隆科技		软控股份		长川科技
	巨星科技	13	海荣冷链		厦工股份		深冷股份		星光农机		长盛轴承		
	京城股份		大冷股份		苏美达	基础零件	华伍股份		威海广泰	电梯	康力电梯		
	达意隆		汉钟精机		山河智能	39	龙溪股份		中国应急	7	远大智能		
	斯莱克		盾安环境		河北宣工		轴研科技		光力科技		新时达		
	金轮股份		金通灵		森远股份		微光股份		双良节能		上海机电		
	横河模具		开山股份		北方股份		凯中精密		天瑞仪器		快意电梯		
	金明精机		山东章鼓		海伦哲		朗迪集团		金卡智能		沪宁股份		
	中亚股份		康盛股份		天业通联		康跃科技		三川智慧		广日股份		
	博深股份		雪人股份		恒立液压		优德精密		新天科技	智能装备	京山轻机		
	宝馨科技		隆华节能		浙江鼎力		文一科技		亿利达	34	长荣股份		
	利君股份		四方科技		诺力股份		吉鑫科技		东华测试		东方精工		
	弘亚数控		*ST 哈空		艾迪精密		川仪股份		汇金股份		智慧松德		
	法尔胜	轨道交通	中国中车		杭叉集团		巨力索具		汇中股份		智云股份		
	宁波精达	13	晋亿实业		建筑机械		襄阳轴承		科达洁能		博实股份		
	南兴股份		神州高铁		富瑞特装		宝塔实业		华宏科技		机器人		
	上工申贝		鼎汉技术	能源装备	杰瑞股份		爱司凯		蒙迈科技		赢合科技		
				29									

资料来源：招商证券

## 一、19 年行业增长放缓，但净利润大幅提升

招商机械覆盖 12 个细分行业 286 家上市公司，2019 年实现总营业收入 13225 亿元，销售收入同比上升 10.56%。自从 2017Q1 以来机械行业细分子行业依次开始回暖，2017-2019 年连续三年机械行业收入保持快速增长，增速分别为 19.91%、15.72%、10.56%。我们曾在 2017 年年初提出本轮机械行业将进入持续时间约为 2-3 年的中周期复苏，该轮中游复苏主要受房地产周期、基建周期、更新周期三重周期叠加影响。2019 年随着整体宏观经济压力较大，外部贸易条件及环境的恶化也开始在中游及机械企业层面体现，整体来看是对经济较悲观、国内外不确定性较大的一年，对应地机械行业收入增速有所放缓。分季度来看，19Q1 到 19Q4 单季收入同比变化分别为：20.67%、4.36%、10.94%、9.59%，19Q2 开始由于中美贸易摩擦加剧，工业企业对未来前景普遍较为担忧，制造业资本开支有所回落。Q3 和 Q4 单季收入虽然同比增速仍有 10% 左右，但考虑到 18 年下半年由于贸易摩擦和国内金融去杠杆等因素带来的制造业企业收入低基数，我们认为 2019 年业绩增长开始放缓。

**2019 年经济稳增长措施也愈发频繁，与基建地产相关性较高的工程机械，以及重型机械、机械基础零部件子版块收入增幅明显高于另外 9 个子版块，各板块具体表现如下：**

1) 增幅最大的为工程机械，收入增幅达到 27.55%，继续维持了高景气业绩。全年收入 3623.7 亿同比增加 27.55%，与 2018 年增速 27.13% 相当。其中整机企业的重点代表三一重工、中联重科、徐工机械、柳工、浙江鼎力收入分别增长为 35.55%、50.92%、33.25%、6.04%、39.93%，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 28.57%、41.33%。下游基建需求拉动、设备更新需求增长、人工替代效应、环保驱动等导致需求增加，2019 年全年挖掘机销量 23.57 万台，同比增长 15.9%，再创历史新高，其中国内 20.91 台，同比增长 13.4%；出口 2.67 台，同比增长 39.4%。尤其在四季度房地产和基建同时放松，宽松的货币和财政政策使得 19Q4 工程机械收入增幅达到 97.03%，较前三个单季的 91.65%、63.38%、56.44% 都要更高。2019 年三一重工完美收官，营业收入 756.7 亿元，同比增长 35.6%；归属上市公司股东的净利润 112.1 亿元，同比增长 83.2%。挖掘机械销售收入 276 亿元，同比增长 43.52%，全年销量突破 6 万台，已连续九年蝉联国内市场销量冠军，市场份额加速提升。在 19 年挖掘机行业竞争激烈的背景下，三一挖掘机毛利率仍保持高位 38.64%，体现了公司的竞争力和产业链上的强势地位。另外混凝土机械实现销售收入 232 亿元，同比增长 36.76%，稳居全球第一品牌；起重机械销售收入达 139.79 亿元，同比增长 49.55%，销售创历史新高。浙江鼎力营收 23.89 亿元，同比增长 39.93%，归上净利润 6.94 亿元，同比增长 44.46%，公司继续精益化管理，注重供产销全环节成本控制，净利率水平创新高，今年 8 月募投项目投产后臂式有望接力剪叉，继续推动鼎力业绩高速增长；恒立液压收入 54.1 亿元，同比增长 28.6%，实现归属上市公司股东净利润 12.96 亿元，同比增长 54.9%，其中挖机专用油缸销量 48.49 万只，同比增长 16.3%，保持了 50% 以上市占率第一的地位，非标重型油缸 16.58 万只，同比增长 18.1%，液压泵阀实现收入 11.61 亿元，同比增长 142.6%，19 年公司各产品毛利率均持平或提升，费用率下降明显，尤其挖机泵阀的大批量出货装机使得规模效应显现。国产液压件较核心标的，进口替代确定性强。艾迪精密收入 14.4 亿元，同比增长 41.3%，实现归属上市公司股东净利润 3.42 亿元，同比增长 52%。艾迪液压锤收入 10.2 亿元，同比增长 54.6%，液压锤销量达 2.67 万台，同比增长 66.1%，业绩驱动主要为炸药管控、劳动力替代等一系列因素，以及与主机厂越来越深度的前装供货、绑定关系。



**2) 增幅其次为重型机械，收入同比增长 21.43%。**重型机械 2019 年实现收入 924.55 亿元，其中收入权重较大的公司均取得了不错的增长：华东重机收入 136.87 亿，同比增长 37.59%；中国一重收入 131.65 亿，同比增长 25.25%；杭氧股份 81.87 亿，同比增长 3.62%；陕鼓动力 73.04 亿，同比增长 44.95%。

**3) 增幅第三的为机械基础件零部件，收入同比增长 17.59%。**机械基础件零部件 2019 年实现收入 497.14 亿，其中收入权重较大的公司包括：川仪股份收入 39.69 亿，同比增长 11.58%；星徽精密 34.91 亿，同比大幅增长 391%；日月股份收入 34.86 亿，同比增长 48.30%。其中星徽精密由于 19 年并表收购的泽宝技术，主营业务从原有的家居精密金属连接件向消费电子产品的生产和境外销售扩展，导致收入和净利润均大幅提升。

其他保持较快收入增长的细分板块还有：智能装备 539.9 亿 (+10.03%)，能源装备 902 亿 (+8.29%)，轨交设备 2743 亿 (+5.52%)，电梯 374.1 亿 (+4.82%)，专用设备 589.8 亿 (+4.34%)。收入明显下降的板块为机床工具与自动化 227.4 亿 (-15.53%)，主要原因是 18 年收入权重最大的沈阳机床在行业下行压力下破产重组，影响了正常的生产交付，收入从 18 年 50.12 亿下降为 19 年的 10.02 亿。

**2019 年机械行业实现 656.3 亿净利，同比大幅增长 69.12%，行业净利润增长贡献主要来源于工程机械和轨道交通装备子板块的盈利增强，及 2018 年商誉减值。**另外需要注意的是，18 年由于流动性问题上市公司经营环境出现恶化，按照证监会在当年发布的《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，上市公司出于谨慎性原则集中于 2018 年大幅计提可能出现的商誉减值问题，从而对净利影响极大的影响，因此净利润基数偏低。以下为净利润变动较显著的细分板块：

**1) 工程机械全年实现净利润 278.0 亿，为所有细分行业中最高，增速达到 74.72%。**其中权重最大的均为整机企业，三一重工 114.9 亿 (+82.35%)，中联重科 42.75 亿 (+118.49%)，徐工机械 36.45 亿 (+77.33%)。

**2) 轨道交通装备全年净利润 177.9 亿，**在收入增速仅 5.52%的情况下净利润增速高达 52.60%，主要原因是康尼机电在 2018 年子公司龙昕科技相关的坏账及商誉计提导致亏损 31.89 亿，拉低了轨交装备板块的基数。若去除康尼机电，轨交装备 19 年实际净利润增速为 15%。

**3) 机床工具 19 年亏损 27.35 亿，18 年同期亏损 6.88 亿，**其中主要由于 st 沈机在 18-19 年亏损 8.64 亿、31.17 亿导致。

**4) 制冷、通风设备 19 年净利润 12.64 亿，18 年则是亏损 21.42 亿，**主要由于盾安环境和康盛股份在 18 年由于计提和商誉减值原因，分别亏损 23.08 亿、12.51 亿。

**5) 专用设备 19 年净利润 49.75 亿，18 年基数仅为 0.22 亿，**主要是由于金盾股份和一拖股份商誉和存货计提导致的亏损，亏损额分别为 17.5 亿、13.7 亿。

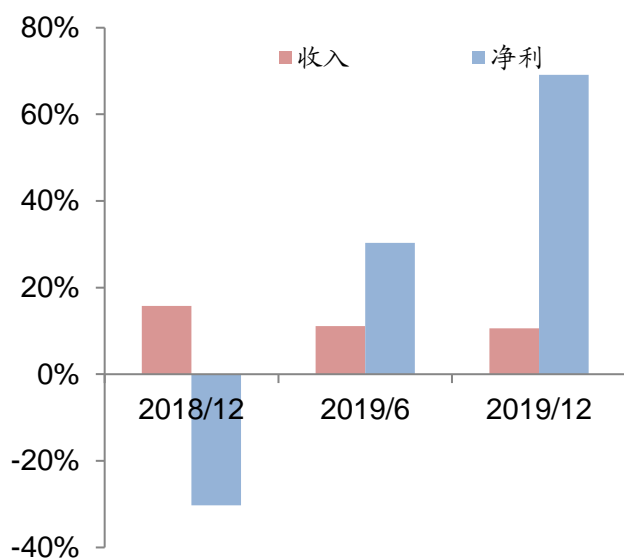
**6) 智能装备 19 年净利润 22.69 亿，18 年基数-2.96 亿，**影响最大的为东方精工和智慧松德，均是由于商誉减值导致亏损 38.8 亿和 8.34 亿。

表 1: 2019 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	924.5	759.7	22.4	44.0	28.5	26.8	6.9	1.4
轻工机械	433.2	317.6	30.4	29.9	3.0	17.0	22.5	15.8
机床工具与自动化	227.4	174.3	22.3	27.8	7.6	17.1	-24.4	-27.3
制冷、通风设备	311.7	237.7	19.9	19.1	6.3	12.0	16.1	12.6
轨交设备	2743.7	2093.4	104.8	176.2	9.9	145.3	211.8	177.9
船舶、港口机械	2057.7	1801.4	34.9	117.3	16.9	54.2	90.8	56.2
工程机械	3623.7	2819.8	220.1	99.2	28.7	103.7	331.4	278.0
能源环保装备	902.0	671.5	51.7	59.8	12.3	40.0	37.1	26.2
机械基础件零部件	497.1	369.0	36.4	31.2	6.0	21.2	22.9	18.8
专用设备	589.8	410.6	42.9	39.3	5.8	29.4	60.8	49.8
电梯	374.1	305.1	18.7	16.4	-1.7	13.8	27.4	24.3
智能装备	539.9	384.6	28.4	37.0	9.3	29.8	30.9	22.7
<b>机械行业</b>	<b>13224.9</b>	<b>10344.6</b>	<b>633.0</b>	<b>697.1</b>	<b>132.5</b>	<b>510.4</b>	<b>834.0</b>	<b>656.3</b>

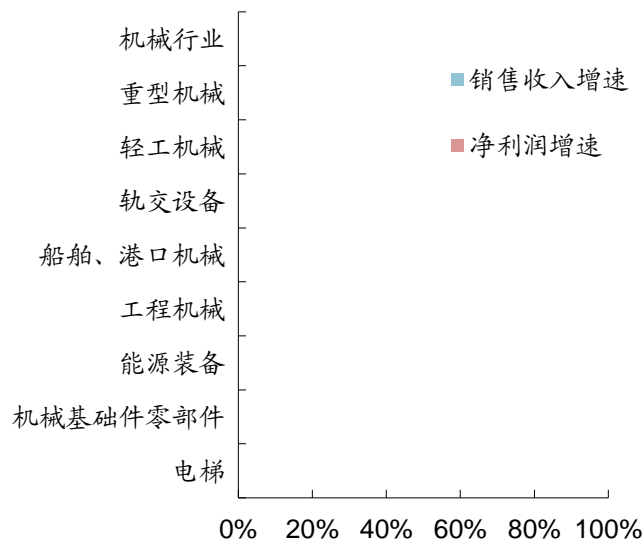
数据来源: WIND, 招商证券

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: 2019 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 (注: 已去除 18 年利润异常的子行业)

## 二、20Q1 受疫情冲击，收入净利均有下滑

2020 年一季度机械行业业绩受到疫情影响较大。2019 年 1 季度机械行业整体实现收入 2497 亿元，同比下滑 9.54%；净利润 128.6 亿元，同比下滑 28.69%。净利润下滑幅度大于收入，主要系疫情影响订单、生产、交付，企业确认收入下降，规模效应减弱。细分行业中，除机床工具与自动化外，其他 11 个子行业均实现盈利，但仅有船舶、港口机械净利润同比增长，其他 11 个细分行业净利润均明显下滑，下滑幅度最小的为专用设备 (-16.69%)，下滑最明显的是重型机械 (-79.06%)。分析净利润占机械行业权重较大的细分板块：

**1) 工程机械 Q1 收入 784.5 亿，同比下降 4.75%，净利润 57.7 亿，同比下降 20.85%。**在所有 12 个子行业中属于受冲击相对较小的板块，且由于国家逆周期政策刺激基建，加快复工拉动设备需求，3、4 月需求大幅回升超预期，预计全年工程机械行业业绩将稳中有增，再创新高。一季度三一重工收入 173 亿元，同比下降 18.9%，实现归属上市公司股东净利润 21.9 亿元，同比下降 31.9%，由于规模效应利润下降高于收入，另外抗疫成本增加以及运输成本增加也导致利润进一步缩减。虽然受疫情影响一季度挖机销量有所下滑，但自 3 月中旬开始销售景气度迅速恢复，3 月销量再创历史新高，一季度行业销量 68630 台，同比下降 8.2%，三一市占率约 28% 左右，较 2019 年继续提升，稳居行业第一。中联重科收入 90.67 亿元，同比增长 0.6%，归属于上市公司股东净利润 10.26 亿元，同比增长 2.4%，超预期；由于推出混凝土泵车新产品，市占率提升，另外大吨位汽车吊、履带吊市占率有一定提升，下降幅度小于行业水平；塔吊行业需求保持火爆，订单饱满。浙江鼎力收入 4.1 亿，同比增长 6.9%，归上净利润 1.2 亿，同比增长 20.6%，毛利率 40%，同比下滑 2.9pct，净利率 29.3%，同比提升 3pct。净利润增速高于收入，主要原因是汇兑收益导致财务费用大幅减少 1250 万，以及联营合营企业投资收益及理财产品收益同比增加 1100 万。恒立液压收入 13.7 亿元，同比下降 12.8%，归上净利润 3.47 亿元，同比增长 6.4%。恒立一季度利润增长快于收入增长，主要是汇兑收益大幅增长。得益于泵阀放量带来的盈利能力提升，一季度公司整体毛利率 37.9%，继续稳中有升。艾迪精密收入 3.82 亿元，同比增长 4.9%；实现归属上市公司股东净利润 0.86 亿元，同比下降 3.5%。尽管疫情对于 2 月销售形成较大影响，但凭借 3 月开始的旺盛订单，季度营收利润仍然维持平稳，其中较为亮眼的液压件前装收入约 1.2 亿元，同比增长 17%，同时前装占比继续提升，2020 年一季度液压件前装占比预计超 80%，行走马达已顺利实现对三一、徐工、柳工等重点主机厂的批量出货，主泵已实现对三一、临工、山重等主机厂的批量出货。3 月初以来随着工程机械市场的快速恢复以及核心零部件的进口替代，公司液压件、破碎锤订单供不应求。

**2) 船舶港口机械收入 392.3 亿，同比略降 0.02%，净利润 23.6 亿，逆势增长 136.3%。**子行业收入持平主要由于中国船舶收购了中国船舶工业集团有限公司等 20 个特定对象所持有的江南造船、广船国际、黄埔文冲、外高桥造船和中船澄西的全部或部分股权，并表收入 102.39 亿，较去年同期 46.08 亿增加了 121.6%，而调整后的实际收入增速为 3.71%。子行业净利润大幅增长则主要原因是中船防务 20Q1 实现净利润 32.2 亿(去年同期-2.1 亿)，公司出售广船国际部分股权带来 33.9 亿非经常性损益。

**3) 轨交设备收入 425.3 亿，同比下降 14.89%，净利润 13.3 亿，同比下降 60.93%。**净利润大幅下降主要是疫情影响交付下降，中国中车净利润从去年同期的 20.33 亿降至 9.72 亿，思维列控从 7.09 亿降至 1.34 亿。

**4) 机床工具与自动化收入 42.4 亿，同比下降 24.02%，净利润从去年同期亏损 2.2 亿变为亏损 0.6 亿。**子行业净利润边际改善的原因主要是 st 沈机单季收入 2.06 亿、净利润亏损 2.25 亿，较去年同期均下降了一半左右。

**总结机械行业一季度业绩，我们认为尽管行业普遍受到疫情影响，但逆周期和后周期子行业业绩略好。**好于预期的公司包括：恒立液压、浙江鼎力、中联重科、宁水集团、杰瑞股份、博实股份、豪迈科技、联得装备等优于行业的公司，另外一季度美元升值较大，部分出口企业由于汇兑收益增加，业绩也好于预期。跟踪调研了解，二季度需求较好的行业主要还是与基建或升级相关的子行业，例如工程机械（基建和劳动力替代）、智能仪器仪表（智慧城市）、普通水表（农村建设）、电梯（老旧小区改造）、物流自动化。

重点推荐低估值的龙头公司：恒立液压、三一重工、中联重科、宁水集团、迈为股份、康力电梯、杰瑞股份。

表 2：2020 年 Q1 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	182.95	-5.46%	1.52	-79.06%
轻工机械	80.07	-23.29%	3.12	-64.72%
机床工具与自动化	42.44	-24.02%	-0.57	/
制冷通风设备	54.34	-27.71%	0.59	-88.40%
轨交设备	425.31	-14.89%	13.27	-60.93%
船舶港口机械	392.34	-0.02%	23.65	136.29%
工程机械	784.51	-4.75%	57.67	-20.85%
能源环保装备	173.82	-12.27%	7.14	-38.42%
基础件零部件	101.42	-6.46%	3.41	-49.17%
其他专用设备	105.97	-19.00%	8.41	-16.69%
电梯	55.58	-22.17%	1.12	-74.92%
智能装备	98.29	-8.11%	9.24	-19.75%
<b>机械行业</b>	<b>2497.03</b>	<b>-9.54%</b>	<b>128.58</b>	<b>-28.69%</b>

资料来源：Wind，招商证券

表 3：单季度收入和净利润 (亿元)

行业分类	收入 (亿元)			净利润 (亿元)		
	3Q2019	4Q2019	1Q2020	3Q2019	4Q2019	1Q2020
重型机械	226.37	292.48	182.95	6.40	-23.72	1.52
轻工机械	107.47	112.34	80.07	7.27	-8.84	3.12
机床工具	53.18	58.58	42.44	-8.64	-11.83	-0.57
制冷通风设备	72.52	83.53	54.34	3.55	-4.15	0.59
轨交设备	696.96	880.56	425.31	49.82	49.68	13.27
船舶港机	461.29	675.52	392.34	-2.42	24.99	23.65
工程机械	783.99	1079.28	784.51	61.21	58.58	57.67
能源装备	214.28	258.74	173.82	16.61	-21.70	7.14
基础件零部件	120.70	139.21	101.42	6.73	-2.76	3.41
其他专用设备	151.45	167.05	105.97	18.60	3.48	8.41
电梯	100.86	95.80	55.58	6.54	4.27	1.12
智能装备	139.18	151.75	98.29	12.85	-11.14	9.24
<b>机械行业</b>	<b>3128.25</b>	<b>3994.84</b>	<b>2497.03</b>	<b>178.52</b>	<b>56.85</b>	<b>128.58</b>

资料来源：Wind，招商证券。

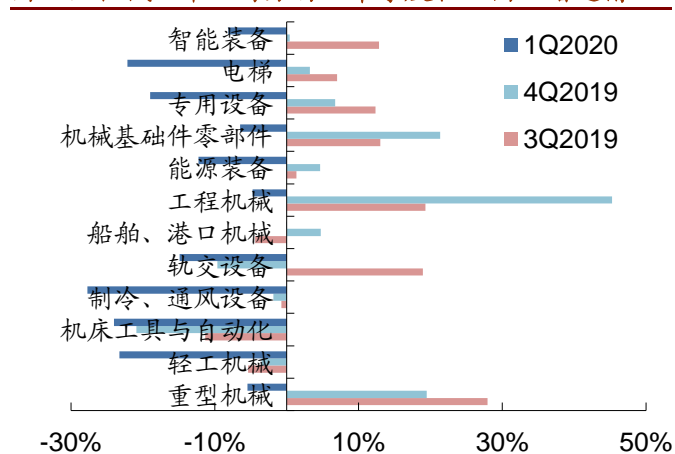


表 4：单季度季度收入和净利润增长比较

行业分类	收入同比增速			净利润同比增速		
	3Q2019	4Q2019	1Q2020	3Q2019	4Q2019	1Q2020
重型机械	-15.95%	104.92%	-79.06%	-44.47%	-470.93%	-106.42%
轻工机械	-29.02%	-362.13%	-64.72%	-15.00%	-221.55%	-135.28%
机床工具	56880.22%	17.38%	-73.45%	82.51%	36.95%	-95.18%
制冷通风设备	-0.65%	-87.25%	-88.40%	-56.32%	-217.11%	-114.31%
轨交设备	6.71%	300.74%	-60.93%	12.10%	-0.28%	-73.30%
船舶、港口机械	-115.37%	-368.57%	136.29%	-110.22%	-1133.19%	-5.36%
工程机械	56.44%	97.03%	-20.85%	-28.25%	-4.30%	-1.55%
能源装备	65.58%	97.62%	-38.42%	-13.95%	-230.61%	-132.93%
基础件零部件	-12.20%	-153.57%	-49.17%	-12.39%	-140.96%	-223.82%
其他专用设备	46.65%	-109.08%	-16.69%	16.56%	-81.28%	141.53%
电梯	-23.59%	-689.70%	-74.92%	-27.32%	-34.79%	-73.78%
智能装备	-10.72%	-75.97%	-19.75%	35.94%	-186.65%	-183.00%
<b>机械行业</b>	<b>1.26%</b>	<b>-152.02%</b>	<b>-28.69%</b>	<b>-25.08%</b>	<b>-68.15%</b>	<b>126.16%</b>

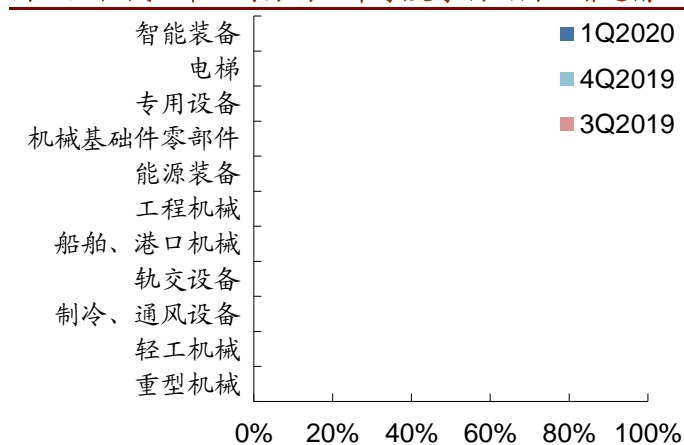
资料来源：Wind，招商证券

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、19 年综合毛利率及净利率有所提升

2019 年行业整体毛利率 21.78%，较 2018 年同比提升 0.83 个百分点，细分板块分化较明显。1) 综合毛利有所改善的包括制冷通风设备 (+3.63pct)、工程机械 (+2.66pct)、基础零部件 (+2.26pct)、专用设备 (1.84pct)、轨交设备 (0.88pct)，其中工程机械、制冷通风设备、均为重资产投入行业，在产能范围内的销量规模增长均能使得折旧费用得到摊薄，而基础零部件、专用设备、轨交装备的毛利率变化更多的是受益于上游原材料价格稳定或下降带来的毛利率修复或者拓展业务的毛利有所提升；2) 综合毛利明显下降的包括机床工具及自动化 (-4.11pct)、电梯 (-1.28pct)、智能装备 (-1.17pct)、轻工机械 (-0.89pct)、主要反映行业需求下降，竞争加剧，以电梯行业收入规模最大的上海机电为例，19 年由于原材料价格高位运行，电梯市场竞争更趋激烈且产能过剩影响，公司毛利率从 20.0% 降至 16.5%；3) 毛利率相对不明显的包括船舶港口机械



(-0.21pct)，重型机械(-0.40pct)、能源装备(+0.03pct)。

期间费用率整体略有上升，主要系销售费用率和研发费用率上升较多。2019 年整体行业期间费用率同比略微提升 0.41 个百分点，其中销售费用率提升 0.33 个百分点、研发费用增长 0.41 个百分点，管理费用率下降 0.20 个百分点、财务费用同比下降 0.13 个百分点。细分行业来看，期间费用率增长较快的包括机床工具与自动化(+7.82pct)、基础零部件(+2.43pct)、轻工机械(+1.86pct)、制冷通风设备(+1.34pct)。其他细分板块除重型机械(-1.20pct)和专用设备(-0.54pct)外，期间费用率均有小幅提升。通常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，19 年销售费用率上升反映出行业竞争有加强的趋势，并且企业对售后服务更加重视；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，2019 年由于贸易摩擦加剧等因素人民币汇率整体为贬值趋势，导致相关企业汇兑明显增加，但大部分企业均对在手货币进行优化管理购买理财产品，而理财产品收益归入非经常性损益，因而对财务费用影响较大；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。

总体净利率提升明显，主要由于 18 年商誉计提及资产减值较多，净利率普遍受影响导致基数低。2019 年行业总体净利率为 4.96%，比 2018 年提升 1.72 个百分点，其中毛利率提升贡献 0.83 个百分点，期间费用率拖累 0.41 个百分点。综合毛利提升幅度略大于期间费用率的上升，但净利率改善情况要更好，主要由于资产减值、商誉计提带来的损失较 18 年有明显下降，我们已经在第一部分进行了详细说明。

表 5：2019 年机械上市公司净利润拆解分析

行业分类	净利率		毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率		研发费用率	
	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12
重型机械	3.4%	0.2%	18.2%	17.8%	2.7%	2.4%	5.7%	4.8%	3.3%	3.1%	2.70%	2.90%
轻工机械	7.7%	3.7%	27.6%	26.7%	6.5%	7.0%	6.1%	6.9%	0.4%	0.7%	3.66%	3.93%
机床工具	-1.7%	-12.0%	27.5%	23.4%	8.3%	9.8%	8.3%	12.2%	3.8%	3.3%	4.63%	7.53%
制冷通风设备	-6.9%	4.1%	20.1%	23.7%	5.9%	6.4%	6.2%	6.1%	1.5%	2.0%	3.38%	3.86%
轨交设备	4.5%	6.5%	22.8%	23.7%	3.6%	3.8%	6.2%	6.4%	0.7%	0.4%	4.98%	5.29%
船舶港机	1.3%	2.7%	12.7%	12.5%	1.3%	1.7%	5.8%	5.7%	1.1%	0.8%	2.10%	2.63%
工程机械	5.6%	7.7%	19.8%	22.2%	5.9%	6.1%	3.0%	2.7%	0.8%	0.8%	2.29%	2.86%
能源装备	2.6%	2.9%	25.5%	25.6%	5.5%	5.7%	6.8%	6.6%	1.6%	1.4%	4.09%	4.44%
基础件零部件	6.0%	3.8%	23.5%	25.8%	5.3%	7.3%	6.3%	6.3%	1.0%	1.2%	4.01%	4.27%
其他专用设备	0.0%	8.4%	28.5%	30.4%	7.2%	7.3%	7.5%	6.7%	1.0%	1.0%	4.85%	4.99%
电梯	5.9%	6.5%	19.7%	18.5%	5.2%	5.0%	4.2%	4.4%	-0.6%	-0.5%	3.58%	3.69%
智能装备	-0.6%	4.2%	29.9%	28.8%	5.3%	5.3%	6.8%	6.9%	1.6%	1.7%	4.76%	5.52%
<b>机械行业</b>	<b>3.2%</b>	<b>5.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.8%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.5%</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.45%</b>	<b>3.86%</b>

资料来源：Wind，招商证券

## 2、20 年 1 季度单季行业盈利明显下滑

2020 年 1 季度机械行业毛利率 20.73%，同比下降 0.44 个百分点。其中毛利率下降较多的行业包括轻工机械(-2.31 pct)、电梯(-1.74 pct)、重型机械(-1.27 pct)、轨交设备(-1.13%)，另外工程机械也有小幅下降(-0.25pct)，毛利率下降主要由于疫情导致供应链物流受阻，原材料成本上涨，以及收入规模下降带来制造费用占比提升；而毛利率有所提升的细分行业包括机床工具及自动化(+1.98pct)、制冷通风设备(+1.16pct)、

能源环保设备 (+1.06pct) 以及专用设备 (+1.20pct)。

期间费用率整体均为上升趋势。20Q1 整体行业期间费用率同比提升 1.0 个百分点，其中销售费用率上升 0.16 个百分点、管理费用率上升 0.28 个百分点、财务费用率同比上升 0.16 个百分点、研发费用提升 0.45 个百分点。不同细分行业的期间费用率提升幅度不一，但基本分布在 1~2 个百分点之间。

2020 年 1 季度净利润率为 5.15%，同比下降 1.38 个百分点。其中毛利率下降拖累 0.44 个百分点，期间费用率上升拖累 1.04 个百分点。工程机械、轨道交通等权重较大的板块净利率下降幅度分别为 1.50 个百分点和 3.68 个百分点。

表 6：机械上市公司最近三季度净利率毛利率拆解分析

行业分类	净利率			毛利率		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
重型机械	2.8%	-8.1%	0.8%	16.9%	18.5%	16.1%
轻工机械	6.8%	-7.9%	3.9%	26.4%	24.4%	25.9%
机床工具	-16.2%	-20.2%	-1.3%	24.2%	19.2%	26.6%
制冷设备	4.9%	-5.0%	1.1%	23.8%	25.7%	22.5%
轨交设备	7.1%	5.6%	3.1%	23.2%	24.7%	21.7%
船舶港机	-0.5%	3.7%	6.0%	11.6%	13.6%	11.5%
工程机械	7.8%	5.4%	7.4%	21.6%	22.3%	21.5%
能源装备	7.8%	-8.4%	4.1%	26.3%	24.6%	25.5%
基础零部件	5.6%	-2.0%	3.4%	26.0%	27.2%	24.5%
其他机械	12.3%	2.1%	7.9%	31.4%	32.7%	27.6%
电梯	6.5%	4.5%	2.0%	18.3%	18.7%	16.2%
智能装备	9.2%	-7.3%	9.4%	28.7%	27.6%	31.2%
机械行业	5.7%	1.4%	5.1%	21.6%	22.0%	20.7%

资料来源：Wind，招商证券

表 7：机械上市公司最近三季度期间费用拆解分析

行业分类	销售费用率			管理费用率			财务费用率			研发费用率		
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
重型机械	2.2%	2.7%	2.5%	4.6%	4.6%	5.1%	2.8%	2.6%	3.5%	2.4%	4.7%	2.2%
轻工机械	7.0%	6.8%	7.5%	6.4%	8.2%	7.9%	-0.3%	1.3%	0.9%	3.9%	4.1%	4.4%
机床工具	10.5%	11.3%	9.5%	10.0%	20.6%	11.1%	2.4%	2.5%	2.3%	6.6%	13.0%	7.2%
制冷设备	6.7%	7.4%	6.9%	6.6%	5.6%	8.1%	1.7%	2.4%	1.6%	3.6%	5.4%	3.9%
轨交设备	3.5%	4.8%	3.4%	6.1%	6.8%	7.1%	0.4%	0.1%	2.4%	4.9%	6.5%	4.8%
船舶港机	2.0%	1.7%	2.1%	5.5%	6.0%	7.1%	0.0%	1.1%	0.8%	2.5%	3.5%	2.4%
工程机械	6.1%	6.7%	5.7%	2.8%	3.2%	2.6%	0.3%	1.4%	1.7%	3.0%	3.9%	2.5%
能源装备	5.8%	6.6%	4.9%	6.3%	7.5%	7.5%	0.6%	2.1%	1.3%	4.8%	5.6%	4.4%
基础零部件	7.9%	8.4%	7.6%	6.3%	6.7%	6.7%	0.6%	1.6%	1.1%	4.3%	4.9%	4.0%
其他机械	6.7%	9.0%	6.5%	6.6%	7.5%	7.3%	0.6%	1.4%	1.3%	4.8%	5.5%	5.4%
电梯	4.8%	5.6%	5.9%	4.0%	5.0%	5.7%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	2.9%	4.5%	3.7%
智能装备	5.1%	5.9%	4.9%	6.6%	7.0%	8.4%	1.4%	1.7%	2.4%	5.2%	6.7%	5.9%
机械行业	5%	5%	5%	5%	6%	6%	0.6%	1.2%	1.7%	3.8%	4.9%	3.5%

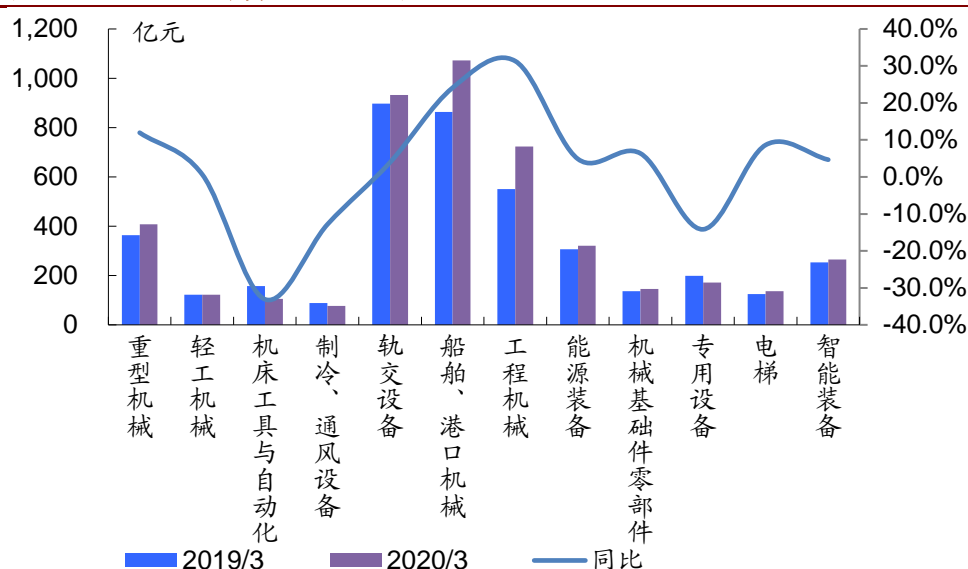
资料来源：Wind，招商证券

## 四、重要财务指标变化揭示

### 1、2019 年存货周转略降，20Q1 资产周转受疫情影响

2019 年存货增速慢于收入增速，20Q1 疫情导致部分行业存货积压，我们认为一方面疫情影响发货和交付，另一方面和零部件备货等季度性因素有关。2019 年年末机械行业上市公司存货达到 4087.3 亿元，同比上升 4.0%，远低于整体行业收入 10.56% 的增幅。其中增长较为明显的行业有工程机械（+15.5%）、轨交设备（+12.1%）、能源装备（+9.9%）、智能装备（+9.8%）；下降较为明显的行业有机床工具自动化（-38.2%）和专用设备（-19.3%）。存货通常会随着收入增加而增加，例如工程机械 19 年收入增速 27.55%、轨交设备收入增速 5.52%。但进入 2020 年 Q1 后，原本需求较为景气的工程机械受疫情冲击单季度行业销售同比下滑，存货继续增加（同比+31.3%）的同时收入有所下降（同比-4.75%），我们认为一方面疫情影响发货和交付，另一方面和零部件储备等季度性因素有关，类似的情况还出现在船舶港口机械、电梯、重型机械行业。但要注意的是今年行业将明显分化，工程机械行业从 3 月开始需求大幅回升，挖掘机销量创历史新高，并且泵车、挖掘机等出现提价。

图 5：2018-2019 存货变化示意图（亿元）



资料来源：Wind、招商证券

存货周转率继续下降。2019 年机械行业整体存货周转天数为 192.7 天，同比上升了 1.6 天，存货周转率略有下降。周转率的下降意味着企业的库存商品出现滞销，企业资金周转可能会出现困难。从分子行业来看，船舶港口的存货周转天数由 191.9 下降到 165.5 天，下降幅度最大达到 26.4 天；制冷通风存货周转天数由 146.2 天增加到 169.7 天，增加幅度最大达到 23.5 天。其他权重较大的子行业中，工程机械由 141.6 天增加至 143.7 天，小幅增加 2.1 天；轨交装备从 175.0 天增加至 177.7 天，同样为小幅增长。

表 8: 2018-2019 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)	
	2018/12	2019/12	同比	2018/12	2019/12
重型机械	406.2	401.7	-1.1%	223.9	209.9
轻工机械	122.5	123.4	0.8%	190.9	202.7
机床工具与自动化	155.7	96.3	-38.2%	261.9	257.5
制冷、通风设备	87.0	90.9	4.4%	146.2	169.7
轨交设备	726.6	814.7	12.1%	175.0	177.7
船舶、港口机械	914.3	935.3	2.3%	191.9	165.5
工程机械	535.6	618.8	15.5%	141.6	143.7
能源装备	290.9	319.7	9.9%	253.9	248.9
机械基础件零部件	134.5	144.3	7.3%	155.8	153.7
专用设备	196.9	158.9	-19.3%	185.9	165.2
电梯	124.1	125.5	1.1%	114.1	131.8
智能装备	234.9	257.9	9.8%	253.1	286.5
<b>机械行业</b>	<b>3929.3</b>	<b>4087.3</b>	<b>4.0%</b>	<b>191.2</b>	<b>192.7</b>

资料来源: Wind, 招商证券

**2020Q1 存货周转天数大幅提升**, 由 242.2 天增加至 321.2 天。由于一季度所有细分行业收入均有下滑, 而大部分细分行业的存货同比仍在增加, 因此各细分行业的存货周转均出现大幅放缓。其中较为特别的是工程机械从 209.5 天下降至 159.8 天, 主要由于统计中存在森远股份、天业通联这样的异常值, 但看权重股如三一重工、中联重工、徐工机械、浙江鼎力、恒立液压和艾迪精密, 对应的存货周转天数均有不同幅度的提升。

表 9: 20Q1 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)	
	2019/3	2020/3	同比	2019/3	2020/3
重型机械	363.8	407.3	12.0%	236.0	288.5
轻工机械	121.7	122.5	0.7%	192.6	243.3
机床工具与自动化	157.0	105.0	-33.1%	325.3	393.6
制冷、通风设备	88.2	76.9	-12.8%	169.2	211.5
轨交设备	897.0	932.3	3.9%	203.0	353.3
船舶、港口机械	863.7	1072.1	24.1%	246.9	302.9
工程机械	550.3	722.7	31.3%	209.5	159.8
能源装备	306.3	321.1	4.9%	306.9	453.0
机械基础件零部件	137.0	145.7	6.4%	171.5	211.9
专用设备	199.3	171.1	-14.2%	273.0	335.2
电梯	125.4	136.3	8.6%	191.8	258.3
智能装备	253.4	265.2	4.6%	380.8	643.5
<b>机械行业</b>	<b>4063.2</b>	<b>4478.2</b>	<b>10.2%</b>	<b>242.2</b>	<b>321.2</b>

资料来源: Wind, 招商证券

**2019 年机械行业固定资产周转率略有下降**, 总资产周转率变化不大, 固定资产周转率由 2018 年的 4.47 下降至 2019 年的 4.29, 而总资产周转率由 0.51 上升至 0.52, 整体变化不大。**20Q1 受行业收入整体下降的影响**, 固定资产周转率由 19Q1 的 0.98 下降至 0.72, 总资产周转率由 0.11 下降至 0.09, 整体周转均在放缓。



表 10: 2018-2019 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	
	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12
重型机械	4.17	4.76	0.48	0.53
轻工机械	5.58	4.60	0.61	0.56
机床工具与自动化	3.47	3.39	0.53	0.53
制冷、通风设备	4.31	4.54	0.42	0.44
轨交设备	2.53	2.82	0.40	0.43
船舶、港口机械	4.72	5.24	0.72	0.78
工程机械	3.59	3.93	0.42	0.46
能源环保装备	3.07	3.11	0.55	0.57
机械基础件零部件	4.23	3.79	0.52	0.52
专用设备	4.23	3.79	0.52	0.52
存货	6.02	5.65	0.57	0.57
智能装备	8.61	6.87	0.48	0.45
<b>机械行业</b>	<b>4.47</b>	<b>4.29</b>	<b>0.51</b>	<b>0.52</b>

资料来源: Wind, 招商证券

## 2、一季度应收款项占比提升，回款速度减慢

2019 年应收款项绝对值增加，但占收入比重下降。2019 年行业期末应收款项总体数额略有下降，同比降幅为 2.3%，但由于行业收入增长 10.56%，因此应收款项占收入比重同比下降 5.0 个百分点，其中应收款项既包括应收账款及应收票据，也包括长期应收款。细分子行业的应收款项大部分都有所下降，下降较多的为机床工具与自动化(-32.6%)，这与该细分行业收入在 2019 年有大幅下降有关。少数应收款项有增长的板块为工程机械(+15.8%)和轻工机械(+2.9%)，其中工程机械应收款项的增长主要与行业收入在 2019 年大幅增加有关，对应的应收款项收入占比依旧在下降，下降幅度为 3.5 个百分点，可以认为工程机械行业在保持快速增长的同时，应收账款回款管理比较到位。

表 11: 2018-2019 年末机械分行业应收款项变化情况 (亿元)

行业分类	2018/12			2019/12			应收款项 同比增长	应收款项占比 入比例变动
	应收账款及 应收票据	长期应 收款	应收款 项/收入	应收账款及 应收票据	长期 应收	应收款项/ 收入		
重型机械	590.2	2.0	77.8%	561.9	4.5	61.3%	-4.3%	-16.5%
轻工机械	116.1	1.2	26.4%	104.0	16.6	27.8%	2.9%	1.5%
机床工具与自动化	140.1	8.4	55.1%	86.8	13.2	44.0%	-32.6%	-11.2%
制冷、通风设备	126.3	0.8	40.7%	112.1	0.1	36.0%	-11.7%	-4.7%
轨交设备	1017.9	85.2	42.4%	958.4	115.1	39.1%	-2.7%	-3.3%
船舶、港口机械	445.9	265.3	34.4%	424.3	269.1	33.7%	-2.5%	-0.8%
工程机械	983.6	87.8	37.7%	1093.5	146.8	34.2%	15.8%	-3.5%
能源环保装备	458.3	7.6	55.9%	387.7	7.9	43.9%	-15.1%	-12.1%
机械基础零部件	189.2	1.0	45.0%	167.8	0.8	33.9%	-11.3%	-11.1%
专用设备	230.4	11.7	42.8%	202.4	12.5	36.4%	-11.2%	-6.4%
电梯	81.5	1.3	23.2%	77.2	1.0	20.9%	-5.6%	-2.3%
智能装备	244.8	9.1	51.7%	217.6	7.3	41.7%	-11.4%	-10.1%
<b>机械行业</b>	<b>4624.1</b>	<b>481.4</b>	<b>42.7%</b>	<b>4393.7</b>	<b>594.9</b>	<b>37.7%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>-5.0%</b>

资料来源: Wind, 招商证券

20Q1 由于所有细分行业收入均调头向下，应收款项同比普遍呈现下降趋势。行业整体应收款项同比下降 5.2%，较收入降幅 9.54% 要小，因此应收款项占收入比例回升了 2.3 个百分点。其中工程机械由于应收款项仍在较快增长（同比+13.3%），因此应收账款占收入比例提升幅度较大，为 7.0 个百分点。

表 12: 2019Q1-2020Q1 年末机械分行业应收款项变化情况 (亿元)

行业分类	2019/3			2020/3			应收款项 同比增长	应收款项占比 入比例变动
	应收账款及 应收票据	长期应 收款	应收款 项/收入	应收账款及 应收票据	长期 应收	应收款项/ 收入		
重型机械	604.1	2.0	78.3%	477.3	4.2	65.8%	-20.6%	-12.5%
轻工机械	128.8	1.5	31.2%	112.9	20.3	41.6%	2.3%	10.4%
机床工具与自动化	142.6	7.3	67.1%	81.6	10.4	54.2%	-38.6%	-12.8%
制冷、通风设备	128.7	0.8	43.1%	107.8	0.1	49.6%	-16.6%	6.6%
轨交设备	1095.2	85.5	59.1%	1012.0	121.0	66.6%	-4.0%	7.5%
船舶、港口机械	465.4	261.4	46.3%	478.3	256.2	46.8%	1.1%	0.5%
工程机械	1121.8	90.0	36.8%	1215.1	157.5	43.7%	13.3%	7.0%
能源环保装备	464.5	8.8	59.7%	381.4	8.2	56.0%	-17.7%	-3.7%
机械基础零部件	196.7	1.1	45.6%	159.9	1.6	39.8%	-18.4%	-5.8%
专用设备	237.6	11.9	47.7%	197.6	13.1	49.7%	-15.5%	2.0%
电梯	79.1	1.3	28.2%	75.7	1.1	34.5%	-4.5%	6.4%
智能装备	250.2	9.4	60.7%	215.3	4.7	56.0%	-15.2%	-4.7%
<b>机械行业</b>	<b>4914.6</b>	<b>480.9</b>	<b>48.9%</b>	<b>4514.9</b>	<b>598.5</b>	<b>51.2%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>2.3%</b>

资料来源: Wind, 招商证券。注: Q1 时直接用\*4 作为全年收入预测值, 由于非实际全年数据, 故仅供参考

### 3、19 年现金流大幅改善, 20Q1 现金流短暂承压

**2019 年机械行业经营性现金流大幅改善。**2019 年行业整体经营性现金流净额 1189.0 亿元, 同比大幅增加 81.2%。从增长绝对额上看, 较为突出的有: 工程机械从 18 年的 277.4 亿增加至 406.4 亿, 轨交装备从 206.4 亿增加至 258.4 亿, 船舶港口机械从 17.5 亿增加至 109.8 亿, 重型机械从 17.6 亿提升至 80.8 亿, 专用设备从 16.0 亿增加至 69.8 亿。

表 13: 2018-2019 和单季度机械分行业经营活动净现金流变化 (亿元)

行业分类	2018/12	2019/12	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
重型机械	17.6	80.8	30.3	-1.8	-0.3	15.1	67.8
轻工机械	21.3	44.4	17.9	-12.6	5.7	3.3	48.0
机床工具与自动化	24.0	23.6	17.1	-3.4	5.8	3.3	18.0
制冷、通风设备	4.9	25.9	11.9	-1.3	3.9	6.9	16.5
轨交设备	206.4	258.4	240.5	-68.4	-90.3	89.6	327.4
船舶、港口机械	17.5	109.8	-17.7	-68.8	-37.1	18.4	197.3
工程机械	277.4	406.4	110.0	77.4	109.9	73.4	145.7
能源环保装备	60.4	80.4	50.1	-11.6	15.6	24.8	51.6
机械基础件零部件	29.7	49.7	22.0	-1.7	13.1	11.0	27.4
专用设备	16.0	69.8	31.4	-2.3	9.3	7.1	54.7
电梯	8.7	11.2	13.2	-18.4	8.9	14.2	6.5
智能装备	30.6	28.6	30.6	-2.2	12.2	5.6	11.8
<b>机械行业</b>	<b>714.4</b>	<b>1189.0</b>	<b>557.3</b>	<b>-115.3</b>	<b>56.6</b>	<b>272.8</b>	<b>972.7</b>

资料来源: Wind, 招商证券

**20 年 1 季度受疫情影响经营现金流出现明显恶化。**由于行业特殊性, 1 季度通常为机械行业企业开始新年度的订单排产, 接到订单后前期需要投入较大成本进行原材料采购及生产, 收入确认往往会有数月甚至数个季度的延后, 导致经营性现金流季节变化明显, 年底为回款高峰。但 **20 年 1 季度由于疫情冲击的突发性, 行业现金流在短期承受的压力更大。**以三一重工为例, 一季度经营现金流净额-8.9 亿元, 疫情不仅导致销售收入有所下降, 同时公司还加大了对经销商及客户的支持, 帮助度过短暂时困难。实际上即便是行业内现金流最好的工程机械, 在一季度开工明显受影响的背景下, 现金流为负也是普遍现象, 预计随着开工恢复, 现金流将有明显改善。另外需要注意的是, 与现金流对

应的是通常是存货和应收账款的边际变动，前两节我们分析得出 20Q1 行业存货增加、应收款项增加，基本就决定了行业现金流趋近是必然的，当然也有季度性因素影响。

表 14：2019-2020Q1 单季度机械分行业经营活动净现金流变化（亿元）

行业分类	2019/3	2020/3	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
重型机械	-1.8	-12.3	-1.8	-0.3	15.1	67.8	-12.3
轻工机械	-12.6	-6.9	-12.6	5.7	3.3	48.0	-6.9
机床工具与自动化	-3.4	-5.4	-3.4	5.8	3.3	18.0	-5.4
制冷、通风设备	-1.3	-7.8	-1.3	3.9	6.9	16.5	-7.8
轨交设备	-68.4	-114.1	-68.4	-90.3	89.6	327.4	-114.1
船舶、港口机械	-68.8	-76.0	-68.8	-37.1	18.4	197.3	-76.0
工程机械	77.4	-61.6	77.4	109.9	73.4	145.7	-61.6
能源环保装备	-11.6	-13.5	-11.6	15.6	24.8	51.6	-13.5
机械基础件零部件	-1.7	5.2	-1.7	13.1	11.0	27.4	5.2
专用设备	-2.3	-10.4	-2.3	9.3	7.1	54.7	-10.4
电梯	-18.4	-21.3	-18.4	8.9	14.2	6.5	-21.3
智能装备	-2.2	-2.7	-2.2	12.2	5.6	11.8	-2.7
机械行业	-115.3	-326.9	-115.3	56.6	272.8	972.7	-326.9

资料来源：Wind，招商证券

#### 4、19 年资本开支小幅增长，20Q1 工程机械和电梯逆势扩张

资本开支的增减反映着各细分行业自身的前景预期。从 2017 年开始机械行业资本开支回复增长，之后的 2018 年机械行业上市公司资本支出总额为 634 亿元，同比上升 27.8%，2019 年 655.3 亿，继续小幅增长 3.8%。分子行业来看，12 子行业中工程机械资本开支增速最高（+28.8%），其次为智能装备（+18.2%）和重型机械（+15.5%）；资本开支缩减较多的为制冷通风设备（-23.7%）。

2020Q1 各细分行业资本开支呈现下滑趋势，工程机械和电梯逆势扩张。尽管行业 1 季度资本支出全年占比较其他季度要小，但 20Q1 使得机械公司资本开支意愿进一步减弱，除了工程机械（+58.6%）、电梯（+22.3%）、船舶港口机械（+11.6%）有明显提升外，其他细分板块子资本开支均持平或下降。工程机械和电梯逆势扩大资本开支，我们认为和国家推动新旧基建有紧密联系，实际上从下游需求来看，工程机械 4 月销量预计将再创历史新高，整机和部分零部件处于供不应求的状态。

表 15：2018-2020Q1 机械分行业资本支出变化情况

行业分类（亿元）	2018/12	2019/12	同比增幅	2019/3	2020/3	同比增幅
重型机械	36.0	41.6	15.5%	7.4	5.3	-29.5%
轻工机械	32.3	29.2	-9.5%	6.9	5.4	-21.0%
机床工具与自动化	21.6	20.4	-5.3%	6.7	5.4	-19.3%
制冷、通风设备	32.8	25.1	-23.7%	6.6	5.5	-16.0%
轨交设备	122.6	111.5	-9.1%	18.7	16.8	-10.2%
船舶、港口机械	113.0	122.7	8.6%	20.8	23.3	11.6%
工程机械	99.6	128.3	28.8%	18.0	28.6	58.6%
能源装备	40.5	42.6	5.1%	10.4	8.7	-16.8%
机械基础件零部件	39.9	37.1	-7.1%	8.6	7.8	-8.7%
其他专用设备	41.4	37.7	-8.9%	7.8	8.3	5.9%
电梯	6.5	5.9	-9.6%	1.7	2.1	22.3%
智能装备	45.0	53.3	18.2%	8.2	8.3	1.1%
机械行业	631.3	655.3	3.8%	121.9	125.5	2.9%

资料来源：Wind，招商证券

## 5、一季度负债率回升，长短期借款均同比增加

**2019 年资产负债率持平略有下降，20Q1 负债率回升。**2019 年行业整体资产负债率继续下行 0.1 个百分点至 55.3%，企业资产负债率的降低显示了公司债务结构的好转。其中下降明显的行业包括机床工具自动化（-9.9pct）、轻工机械（-1.9pct）、制冷通风设备（-1.9pct）、专用设备（-1.3pct）、工程机械（-0.7pct）。20Q1 负债率回升 0.9 个百分点至 56.2%，一定程度反映行业资金情况边际恶化。

**2019 年短期借款上升，长期借款下降，20Q1 长短期借款均在上升。**2019 年企业长短期借款有分化：短期借款 2260.9 亿同比增加 1.8%，长期借款 1203.3 亿同比减少 9.8%，短期+长期合计同比下降 2.6%。长期借款减少显示了公司扩充生产的需求有所减弱，短期借款增加更多是为了资金周转需求。其中，工程机械长期借款增加 4.1%，短期借款减少 0.4%，整体变化不大，借款最大的行业船舶和港口机械长期借款减少 14.1%，短期借款增加 9.0%。20Q1 机械行业整体长期借款增加 5.0%，短期增加 1.5%，同步增加。其中工程机械长期借款增加 11.4%，短期借款增加 7.2%，均高于行业平均水平。

表 16：2019 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		
	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	同比	2018/12	2019/12	同比
重型机械	65.6%	67.8%	335.6	368.9	9.9%	133.7	118.4	-4.1%
轻工机械	42.9%	41.1%	69.9	81.8	16.9%	46.2	23.3	20.0%
机床工具与自动化	58.2%	48.3%	153.6	49.0	-68.1%	30.2	35.7	159.6%
制冷、通风设备	54.1%	52.2%	67.2	72.2	7.3%	36.9	44.2	35.5%
轨交设备	55.4%	55.8%	138.8	179.7	29.5%	26.1	47.1	-54.9%
船舶、港口机械	61.8%	61.7%	533.7	581.6	9.0%	742.7	637.9	3.7%
工程机械	57.2%	56.5%	411.4	409.8	-0.4%	176.5	183.8	-1.0%
能源环保装备	47.8%	48.1%	162.1	174.9	7.9%	63.8	41.0	-7.2%
机械基础件零部件	42.3%	43.3%	90.5	98.5	8.8%	16.2	17.2	0.6%
专用设备	40.3%	39.0%	123.7	104.6	-15.4%	27.9	18.1	21.4%
电梯	50.6%	50.1%	14.2	10.8	-24.0%	0.0	0.0	-
智能装备	46.0%	46.5%	120.4	129.2	7.3%	34.1	36.7	40.7%
<b>机械行业</b>	<b>55.4%</b>	<b>55.3%</b>	<b>2221.2</b>	<b>2260.9</b>	<b>1.8%</b>	<b>1334.2</b>	<b>1203.3</b>	<b>2.4%</b>

资料来源：Wind，招商证券

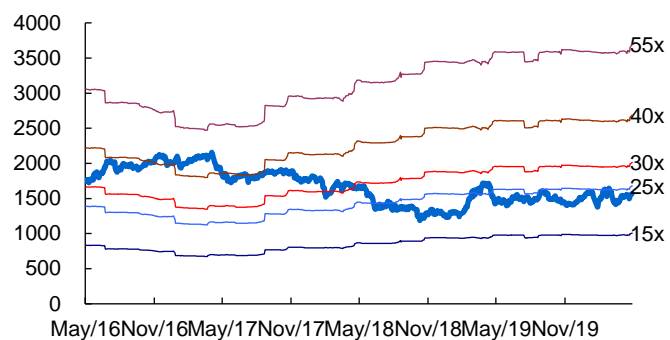
表 17：2020 年 Q1 机械上市公司资产负债率比较

行业分类	资产负债率		短期借款			长期借款		
	2018/12	2019/12	2018/12	2019/12	同比	2018/12	2019/12	同比
重型机械	66.2%	68.3%	347.2	374.4	7.8%	137.3	136.9	-0.3%
轻工机械	40.7%	40.0%	77.2	79.8	3.4%	28.4	26.6	-6.5%
机床工具与自动化	57.6%	50.1%	156.5	58.8	-62.4%	24.2	39.7	64.2%
制冷、通风设备	53.3%	52.1%	60.4	74.5	23.3%	44.2	43.4	-2.0%
轨交设备	56.5%	56.7%	246.3	213.7	-13.2%	24.3	55.6	128.7%
船舶、港口机械	60.5%	62.4%	552.6	638.0	15.5%	658.1	676.5	2.8%
工程机械	57.6%	58.6%	470.0	504.0	7.2%	162.5	180.9	11.4%
能源环保装备	48.2%	47.3%	173.2	191.4	10.5%	57.8	42.8	-26.0%
机械基础件零部件	41.4%	43.3%	93.6	99.4	6.2%	17.0	20.0	17.9%
专用设备	40.1%	39.5%	133.3	99.2	-25.6%	27.1	19.0	-30.1%
电梯	48.9%	49.1%	10.6	11.4	7.8%	0.0	0.0	-
智能装备	46.4%	47.0%	130.8	144.2	10.2%	35.2	35.4	0.7%
<b>机械行业</b>	<b>55.3%</b>	<b>56.2%</b>	<b>2451.7</b>	<b>2488.7</b>	<b>1.5%</b>	<b>1216.2</b>	<b>1276.8</b>	<b>5.0%</b>

资料来源：Wind，招商证券

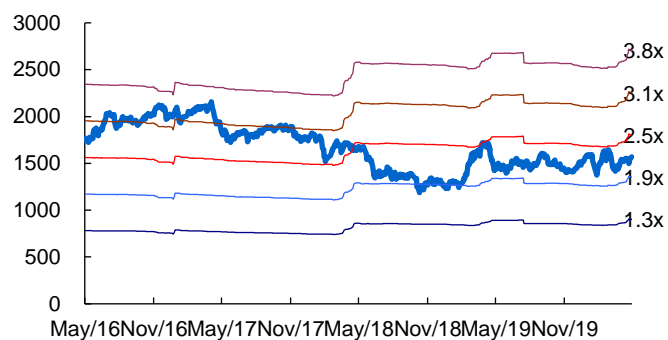


图 6: 机械行业历史 PE Band



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。

## 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。