

工程机械销量仍在筑底，龙头企业财务稳健性几何？

2024 年 4 月 15 日

要点

- 标普信评认为，在未来一年里，工程机械行业仍将面临销量下行压力，国内需求复苏乏力、出口政策不稳定性的相互交织，可能继续抑制行业的复苏势头。我们预计，在这种背景下，企业的盈利能力的弱化、信用销售所带来的坏账损失及担保回购问题，将成为业内企业面临的主要风险。
- 中国工程机械企业的杠杆水平与国际同业龙头相比显著偏高。鉴于工程机械企业所处的强周期行业特性，我们认为，相对较高的杠杆水平可能会使这些企业在行业周期低谷时面临相对脆弱的财务状况。
- 我们的压力测试显示，尽管头部龙头企业同样面临着杠杆相对较高的问题，但徐工集团、中联重科、三一集团、柳工集团、山推股份五家龙头企业流动性在未来一年将保持充足，能承受一定的担保回购增加及盈利波动带来的风险。

分析师

王璜

北京

+86-10 6516 6029

Huang.wang@spgchinaratings.cn

张任远

北京

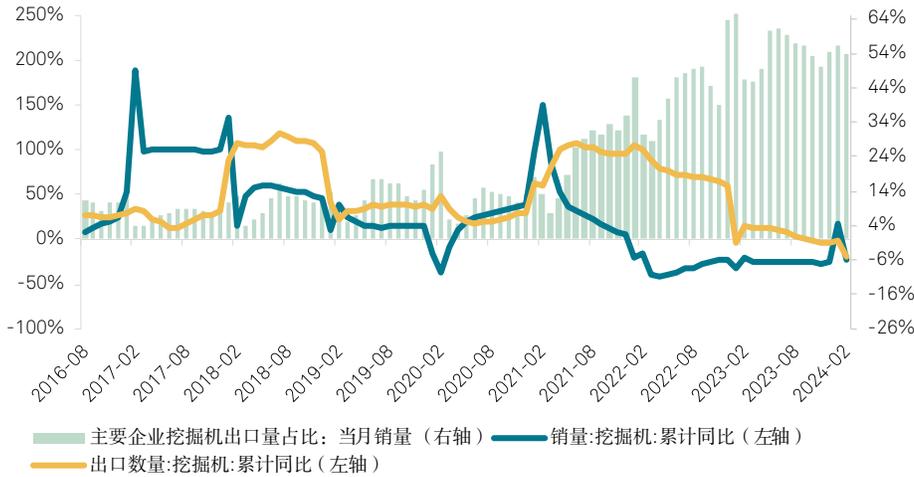
+86-10 6516 6028

Ren Yuan.zhang@spgchinaratings.cn

行业仍然处在周期低谷，中国工程机械企业的财务稳健性和流动性压力如何？2022 年以来，工程机械行业陷入了下行周期，我们预测，未来一年内，行业仍将面临销量下滑的挑战。虽然工程机械的更新周期即将重启，但房地产投资的持续萎缩仍然是产品销量回暖的主要障碍，同时出口市场也将面临政策和市场环境方面日益加剧的不确定性。国内需求复苏乏力、出口政策不稳定性的相互交织，都将会对行业企业构成持续的影响。鉴于上述市场环境，工程机械企业的财务风险和流动性压力将不可避免地面临持续波动。销量和盈利的起伏，以及在信用销售模式下可能出现的坏账损失和担保回购风险，都将成为业内企业需要重点应对的挑战。我们预计，到 2024 年，行业内企业的信用质量分化将更加显著。龙头企业受益于强大的出口和成本管理能力和较强的流动性，然而，对于处于行业中下游的企业而言，情况将更为严峻，它们可能会面临销量受到严重挤压和盈利能力弱化的挑战。

图1

挖掘机销量收缩延续，出口增速趋缓



资料来源：中国工程机械协会，Wind，标普信评。
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

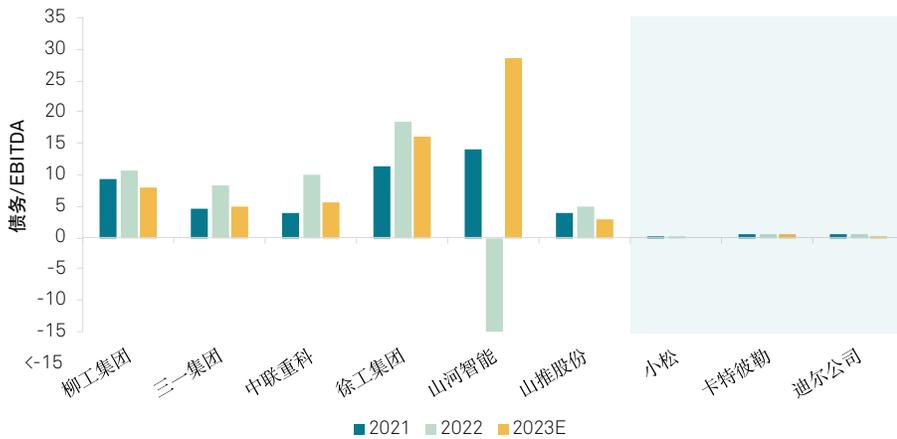
下行周期财务压力普升，杠杆显著高于海外龙头

在本轮低谷中，工程机械企业的杠杆普遍走高，这主要源于 EBITDA 的波动。下行周期中工程机械企业的 EBITDA 变化较为剧烈，这种变化一方面来自于收入波动，另一方面来自于规模效应减弱带来的平均费用的提升。

通过对比分析，我们观察到中国工程机械企业的杠杆水平普遍高于国际同业龙头。小松、卡特彼勒、迪尔公司三家国际领军企业近三年的杠杆率稳定在 0.1-0.6 范围内，这得益于它们稳健的自由现金流生成能力，使得这些企业的财务状况接近净现金状态。这种良好的财务状况使它们在强周期行业中，能够维持很强的抗风险能力。相比之下，国内工程机械企业即使在行业销量高涨的年份，其杠杆水平依然高于国际同行。

图2

2021-2023年中国工程机械企业杠杆仍在高位，高于国际龙头同业

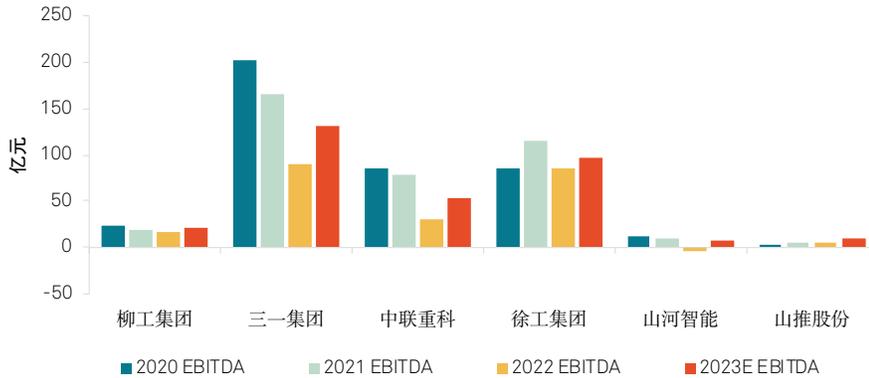


注：1.数据均为经标普信评或标普全球调整后数据；2.E表示估计值；3.小松所有年份都是财年，始于当年4月1日，在下一年的3月31日结束，下同；4.迪尔公司当期财务数据结束于10月31日，下同。5.中国企业采用25%的统一现金折减率，国际企业根据对企业访谈后的实际情况实施现金折减率，下同。

资料来源：公开资料，标普信评，CIQ
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

工程机械企业EBITDA波动是杠杆波动的主要原因



注：E表示估计值

资料来源：公开资料，标普信评

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

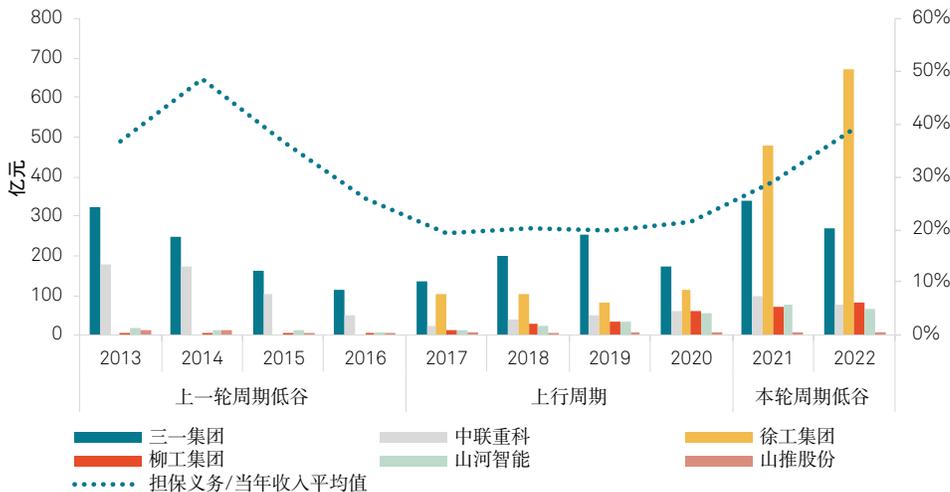
信用销售依旧，担保回购义务高企增加财务压力

我们认为，在本轮周期中，信用销售仍然是各家工程机械企业较为依赖的销售手段，大部分样本企业担保回购和坏账风险并未明显缓释。尽管工程机械企业在经历过上一周期低谷的流动性紧张局面后，已经采取了一系列措施，比如提高首付比例、加强客户信用资质审核等，以降低信用销售带来的风险。但行业整体优质客户规模有限，销售能力强、市场地位高的企业才有能力对客户进行严格筛选，因此，信用销售依赖的改善程度在很大程度上取决于企业的市场地位和销售能力。我们看到，除中联重科和三一集团的担保回购义务规模及应收账款周转天数较上一周期有一定改善外，其他工程机械企业的信用销售依赖度依然较高，行业总体的担保义务余额创新高，应收账款周转天数也在缓慢上升。

我们认为，工程机械企业对信用销售的依赖将转化为两类风险：一是应收账款回收风险，这主要是由分期付款销售模式形成的；二是对外担保回购义务风险，这主要由对按揭贷款和融资租赁的担保所引发。在行业周期低谷时，客户还款能力减弱，这两类风险都会被放大。

图4

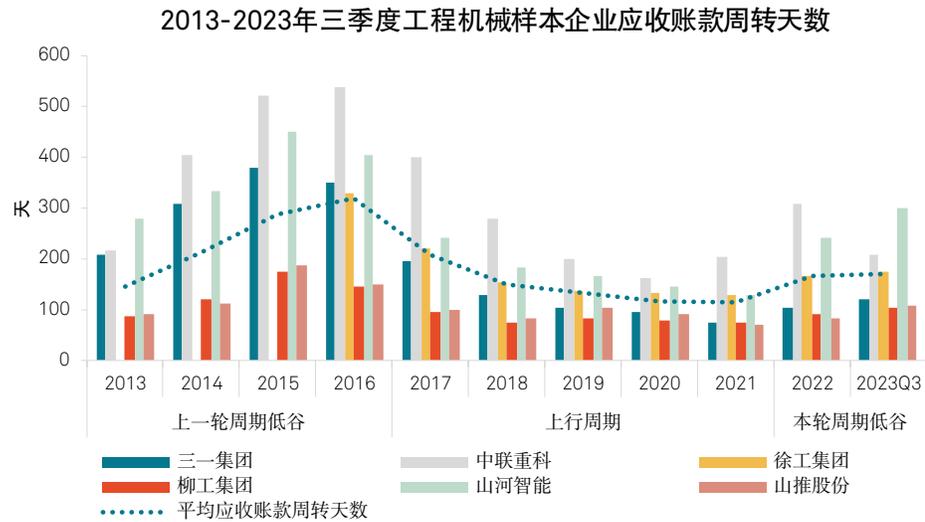
2013-2022年工程机械样本企业担保义务余额及相对规模变化



资料来源：公开资料，标普信评

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图5



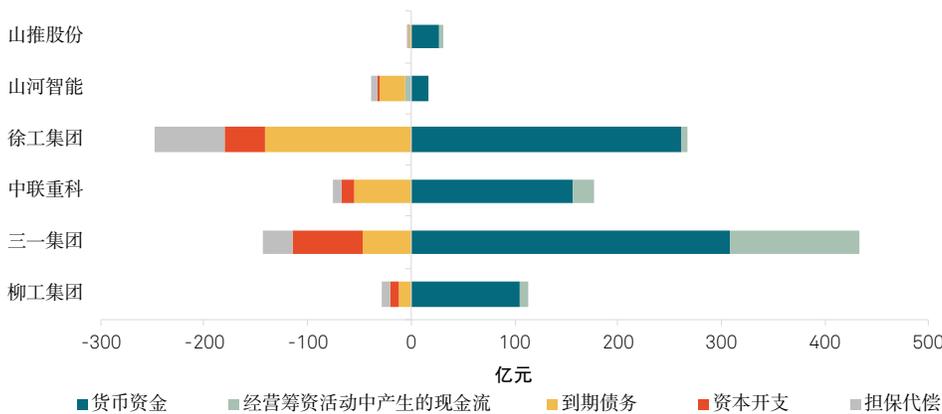
注：2013-2015年徐工集团数据未披露
资料来源：公开资料，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

压力下，我们预计大部分样本企业未来一年流动性保持充足

我们认为，工程机械企业的财务和流动性风险呈现出一定的分化态势。尽管头部龙头企业同样面临着杠杆压力，但根据我们的流动性测算，徐工集团、中联重科、三一集团、柳工集团这四家龙头企业在未来一年内仍将保持充足的流动性，山推股份虽然体量略小，但在手货币资金充足，债务规模很小，流动性压力很低。这意味着它们能够承受一定程度的担保回购增加以及盈利波动所带来的风险。但不能忽视的是，对于处于行业中下游的企业来说，它们将面临更为严峻的销量挤压和盈利弱化挑战，这些企业整体所面临的流动性压力将会有所上升，主要受到影响的企业将是那些海外竞争力较弱或是债务负担较重的企业。

图6

以2023年三季度末为基准，工程机械样本企业流动性来源与流向拆分



注：1.本图展示2023年三季度末开始一年内的企业流动性来源和使用情况；2.经营筹资活动中产生的现金流指企业经营活动产生的现金流量净额以及相应的利息支出。3.假设1：担保代偿率10%；假设2：国资控股企业短期借款可完全滚续，非国资控股企业短期借款收缩15%。
资料来源：公开资料，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们对在公开市场上市或发债的六家主要工程机械企业进行了压力分析，旨在评估在担保回购支出上升和 EBITDA 利润率显著下滑的情况下，这些企业的流动性是否仍能维持充足水平。

我们选取这两个指标作为压力测试的输入因素，考虑到当前工程机械企业面临的最大流动性不确定性主要由此而来。以三一集团为例，在上一轮周期中，该企业在行业低谷时经历了较大幅度的回购履行以及坏账损失，这导致了企业当期流动性需求的增加，进而削弱了其流动性水平。历史上，三一集团代客户垫付的逾期按揭款、逾期融资租赁款及回购款余额一度达到担保余额的 40%左右，直到 2018 年后这项余额才开始逐渐下降。该公司把已经支付的回购款计入坏账准备中，在上一轮行业低谷时，其坏账损失层达到了 7%-8%。另一个影响流动性的重要因素是 EBITDA 利润率。如果这些企业的 EBITDA 利润率进一步下滑，企业的营运现金流将由正转负，经营性现金流将出现更大规模的外流，从而增加企业的流动性支出负担。

图7

三一重工2012-2022年回购义务的履行情况及计提的坏账损失情况



资料来源：公开资料，标普信评
 版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从压力测试的结果来看，未来一年内，担保回购和盈利下滑对大部分样本企业的影响并不显著。三一集团、中联重科、柳工集团、山推股份四家企业在手货币资金相对充裕，债务集中到期风险相对较低，因此它们对上述风险具有一定的抵御能力。徐工集团企业在未来一年内到期的债务规模相对较大，可能在盈利能力显著下滑等较为极端的情况下出现资金缺口，但我们认为其通畅的再融资渠道可以有效地弥补资金需求。徐工集团作为徐州市重要的国有企业，由徐州市国资委直接持股 91%。鉴于它是徐州市最大的制造业国企之一，对当地财政的贡献程度很高，因此，我们认为该公司在政策和业务经营等方面能够得到徐州政府的支持。在极端情况下，我们也认为徐工集团有能力获得当地金融资源的支持。

部分处于行业中下游的企业，在行业筑底阶段可能会面临较大的财务与流动性压力，国有企业由于可能获得政府金融资源的调度支持，更有可能平稳渡过这一周期性低谷。以山河智能为例，根据其流动性测试结果，公司现有的货币资金规模尚不足以完全覆盖其一年内到期的非流动负债。同时，公司的现金生成能力有限，这既是因为其盈利能力相对较低，又因为其营运资金占用较大，过去三年净营运资金一直处于外流状态，从而进一步削弱了公司现金的稳健性。尽管如此，考虑到山河智能的控股股东为广州万里投资控股有限公司，实际控制人为广州市人民政府，我们认为，由于广东省金融资源丰富，广州市又具备较强的金融资源调度能力，这可能会在一定程度上缓解公司当前的流动性紧张状况。未来，我们认为需要关注山河智能在 2024 年至 2025 年间新增授信情况、盈利能力恢复情况，以及营运现金的管理情况，这些都是决定其是否能够有效应对流动性挑战的主要因素。

图8

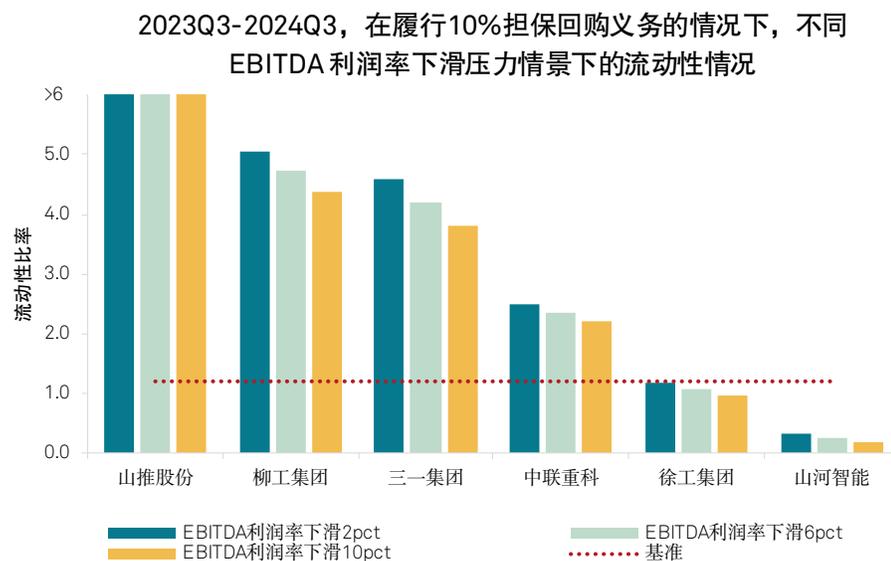
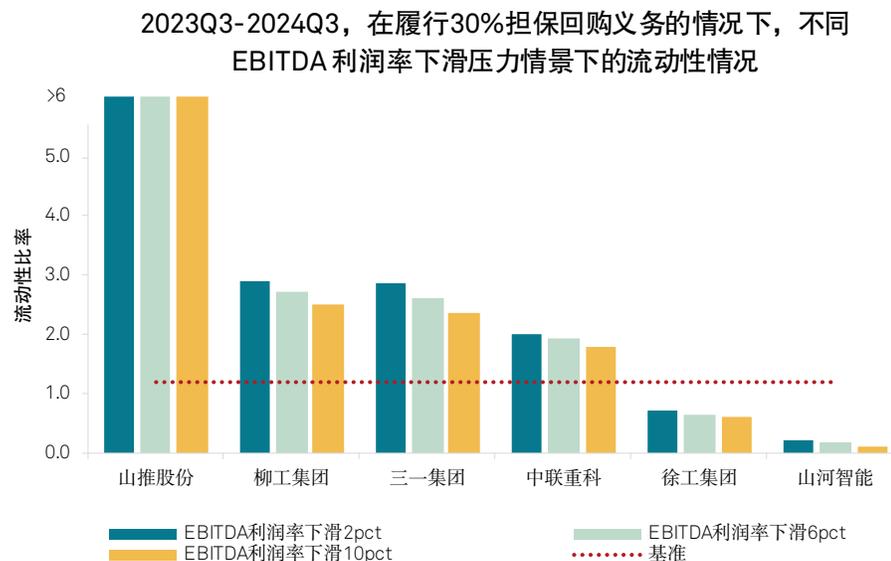


图9



注：

- 流动性比率=流动性来源/流动性支出；
- 流动性来源包含货币资金、经营活动中产生的现金流等；流动性支出包含到期债务、资本开支、担保回购支出等。
- 流动性覆盖比率>1.2 代表流动性充足
流动性比率在 1-1.2 之间，代表流动性紧张
流动性比率在 0-1 之间，代表流动性不足
- 在流动性分析中，我们有以下假设：
-企业资本开支中 20%使用自有资金出资，80%来自外部融资；
-假设国有企业短期借款可以完全滚续，非国有企业短期借款收缩 15%；
-假设企业不新增授信，旨在极端情况下，测算企业自身流动性来源对流动性支出的覆盖能力。

资料来源：公开资料，标普信评

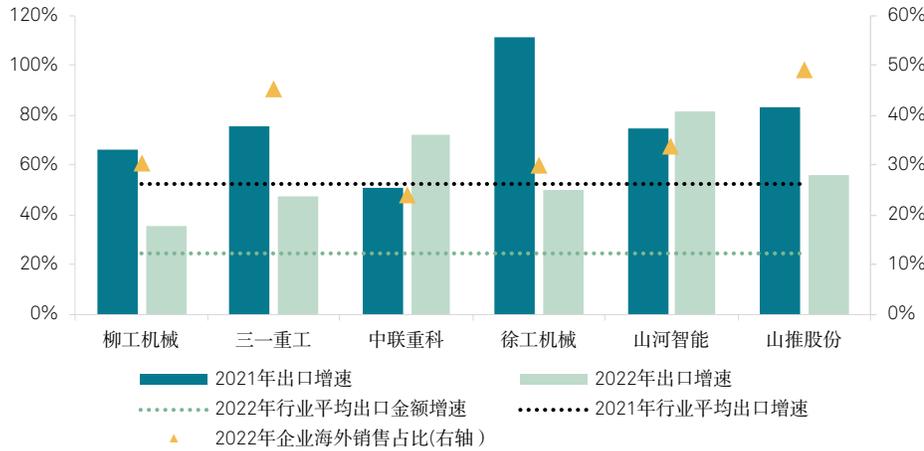
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本轮周期中，大部分样本企业的流动性比上一轮周期更为健康，有以下几个原因：

1. 在本轮周期中，样本企业的出口表现高于行业平均水平，有效地弥补了境内市场疲软的冲击。这些龙头企业凭借其更强的研发和销售能力，在出口市场上展现出了优于行业平均水平的竞争力。值得注意的是，出口工程机械产品通常拥有更高的毛利率，因此大部分龙头企业在海外市场的良好表现成功地对冲了部分内销市场下滑的影响。

图10

工程机械龙头海外销售增速高于行业平均增速，出口已成为收入重要构成部分



注：受数据可得性限制，柳工集团、三一集团、徐工集团的数据由其上市公司子代替代。

资料来源：公开资料，标普信评

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

2. 在2017年到2021年的行业上行周期，工程机械企业累积了较为充裕的货币资金，强化了他们的流动性来源。

图11

2013-2023年三季度工程机械样本企业在手货币资金规模



注：2013-2015年徐工集团数据未披露

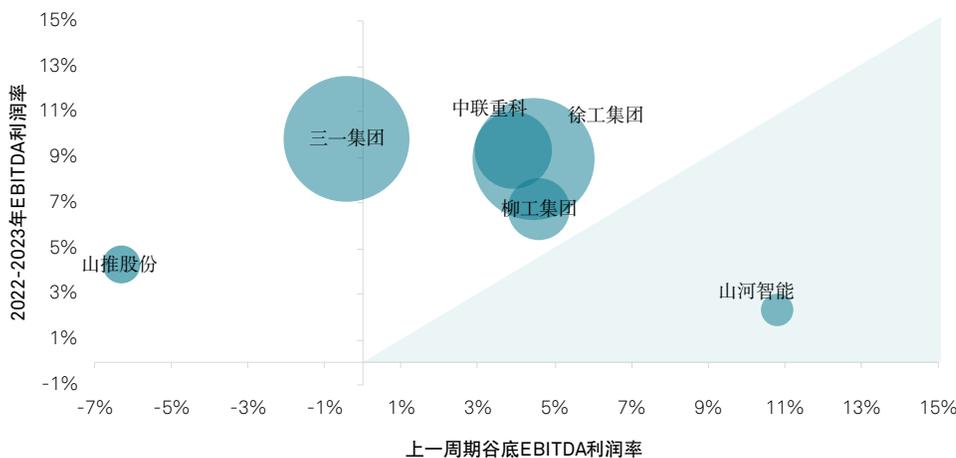
资料来源：公开资料，标普信评

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3.本轮下行周期大部分样本企业的盈利表现更为稳健。上一轮周期谷底，这些企业在销量大幅下滑背景下，管销费用率未能同步削减，使得部分企业出现 EBITDA、营运现金流为负的情况。现金流的持续外流在过去为企业增加了较大流动性压力。而在本轮周期低谷中，三一重工、中联重科、柳工集团、徐工集团以及山推股份均展现了更好的成本及管销费用管理能力，利润率表现相对上一轮周期更为稳健，2022-2023 年五家企业平均 EBITDA 利润率在 7%-8%，增加了企业的流动性来源。

图12

大部分中国工程机械样本企业盈利能力较上一周期较为稳定



注：1.数据均为经标普信评或标普全球调整后数据；2.气泡大小代表企业2022年收入大小；3.徐工集团上一低谷期数据不足，采用徐工机械数据替代。

资料来源：公开资料，标普信评，CIQ

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录：样本企业名单

公司名称	简称
广西柳工集团有限公司	柳工集团
三一集团有限公司	三一集团
中联重科股份有限公司	中联重科
徐州工程机械集团有限公司	徐工集团
山河智能装备股份有限公司	山河智能
山推工程机械股份有限公司	山推股份
三一重工股份有限公司	三一重工
徐工集团工程机械股份有限公司	徐工机械
广西柳工机械股份有限公司	柳工机械
Komatsu Ltd.	小松
Caterpillar Inc.	卡特彼勒
Deere & Co.	迪尔公司

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。