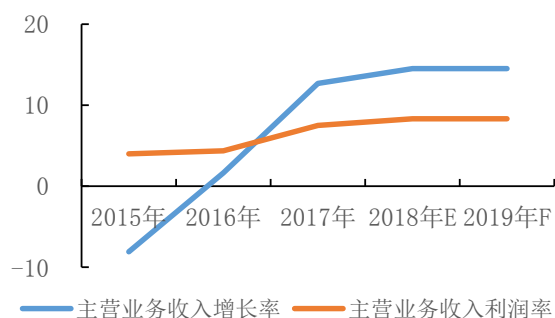




工程机械行业 2019 年信用风险展望

栉风沐雨 乘胜追击

行业营业收入增速及利润率走势图 (单位:%)

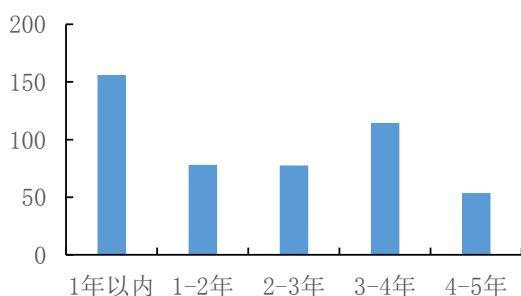


需求: 预计 2019 年以政府主导的基建投资增速大概率提升,设备更新换代需求仍将保持高水平,工程机械设备有望保持高销售量。

政策: 基建投资政策的出台及环保要求趋严将有利于工程机械行业发展。

行业经营: 预计 2019 年工程机械行业继续保持高质量发展,稳中有升。

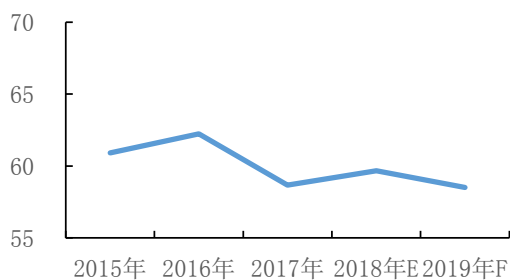
2018 年 12 月末存续债期限结构 (单位: 亿元)



债务负担: 工程机械行业发行债券的期限结构具有明显的短期化特征,一年内到期债券规模较大,短期偿债压力较大。

信用质量: 工程机械行业发债企业较为集中,预计 2019 年整体信用风险仍将保持较低水平。

样本企业总体资产负债率 (单位: %)



作者

大公工程机械行业小组

负责人: 刘银玲 程春晓

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com

概要

2018 年，受益于经济回暖、产品更新换代、出口增加等多种因素影响，工程机械行业继续保持高质量发展，主要发债企业收入及利润同比大幅增长，信用水平稳中有升，行业主要产品销量保持大幅上涨。此外，2018 年 8 月生态环境部发布《非道路移动机械污染防治技术政策》，2018 年 10 月国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，进一步激发对工程机械设备的更新换代及新增需求，有利于工程机械行业的未来发展。但工程机械行业仍存在应收账款及存货压力大，债务压力大且发行债券具有明显短期化特点等问题，易对流动性产生不利影响。

预计 2019 年，工程机械行业整体信用水平将保持稳定，行业有望继续保持高质量发展。从需求端分析，受益于基建补短板政策的出台，预计 2019 年政府主导的基建投资将会提升，对工程机械设备的新增需求将会增加，同时，环保要求趋严和设备替换高峰期的延续将使工程机械设备的更新换代需求维持在较高水平。整体来看，2019 年工程机械设备有望保持高销售量。信用水平方面，在行业景气度较高的情况下，工程机械发债企业经营预计会稳中有升，信用水平将保持稳定。但由于大部分企业债务压力仍较大，且新发债券仍以短期债券为主，将对企业流动性形成压力，发债企业需要关注扩大规模与平衡债务压力的关系。

从需求端来看,2019年房地产市场整体运行预计继续承压或者趋于稳定,但基建投资增速将会提升,工程机械行业新增需求将趋稳或者提升。

工程机械广泛应用于国防、交通、农林水利、工业与民用建筑、城市建设等领域,是国民经济的基础性行业,其发展与社会固定资产投资高度相关,呈现明显的“顺周期”。受益于经济回暖、产品更新换代、出口增长等多种因素叠加影响,2016年下半年以来工程机械表现超越国内宏观经济,行业实现连续高增长。以挖掘机为例,2016年之前国内挖掘机销售量月累计增速低于固定资产、房地产开发及基建投资增速,且部分时段为负增长;2016年下半年以来,挖掘机销量增速与固定资产投资等指标增速趋势出现逆转,固定资产投资等指标增速处于相对平稳或者下滑状态,而挖掘机销量的月累计增速持续处于高水平,2017年及2018年1~11月,国内挖掘机销量同比增速分别为77.2%和50.4%。整体来看,工程机械为强周期行业,预计未来几年基建投资将会增加且工程机械设备正处于更新换代高峰期,大量的新增和更新需求将使工程机械行业处于稳定或者向好状态。

从需求端来看,工程机械下游领域众多,但主要为房地产和基建,两者占总需求的比重约为70%。房地产方面,2018年以来我国楼市调控依然从严,需求端在继续深化调控的同时,更加注重强化市场监管,坚决遏制投机炒房,供给端则加大结构调整,大力发展住房租赁市场、共有产权住房等保障性安居住房。中央政策层面,2018年3月两会政府工作报告进一步强调“房子是用来住的,不是用来炒的”定位;2018年7月末中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述:下决心解决好房地产市场问题,坚持因城施策,促进供求平衡,合理引导预期,整治市场秩序,坚决遏制房价上涨,加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制;2018年10月末新华社发文表态:中央遏制房价上涨的决心不会变,不允许调控半途而废。住建部亦多次强调坚持房地产调控不放松,并实施棚改安置政策调整等措施。与此同

时，住房租赁市场加快发展，房地产税方案初步形成，住房制度改革和长效机制建设相关政策得到进一步落实和细化。在一系列调控下，房地产销量增速持续下滑，2018年1~11月商品房累计销售面积同比增长1.4%，增速同比下降6.5个百分点；全国楼市整体降温，2018年以来全国房价增速放缓，且自四季度以来进入下跌通道；房地产投资增速虽仍处于较高水平，但四季度以来增速持续收窄。与此同时，截至2018年11月末，商品房待销售面积同比下降11.7%，库存得到较大消化。从政策趋势来看，2019年国家对于房地产市场的调控将持续，行业整体运行继续承压或趋于稳定，房屋销售面积增速有望继续下降，价格趋于稳定，但存在下探空间，投资增速承压。

基础设施建设方面，2013年以来，我国基础设施投资增速连续多年下滑，尤其2018年增速下滑严重，前11个月投资增速仅为3.7%，同比下滑近12个百分点，主要是受PPP清理、监管趋严、地方政府资金来源收紧等因素影响。但2018年下半年以来，基建补短板成为“稳增长”的热词，国务院常务会议多次部署推进基建补短板并出台一系列措施。2018年10月31日，国务院发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》进一步细化基建补短板工作，并明确9大重点投资领域及10项政策措施，其中项目管控措施3条，资金支持措施6条，包括政府及金融机构资金支持、推进PPP项目、调动民间投资积极性等内容。政府债券是基建资金的主要来源之一，为拉升基建投资，2018年下半年地方政府债发行明显加速，此外，十三届全国人大常委会第七次会议将会审议“授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案”，有望加速地方政府债券的发行进度。综合来看，预计2019年全国基建投资增速将会提升。

工程机械保有量与基建及地产投资高度相关，与项目开工量直接相关。2019年，全国房地产市场整体运行预计继续承压或趋于稳定，而基建投资增速大概率提升，以房地产及基建为主要下游市场的工程机械行业新增需求预计将趋稳或者提升。

环保要求趋严叠加设备替换高峰期，预计2019年工程机械设备更新换代需求将维持在较高水平。

国家环保政策趋严加速工程机械的更新换代。我国非道路机械第二、三阶段排放标准已于2009年10月1日、2016年4月1日先后实施。2018年以来，我国环保政策持续趋严，国务院先后发布《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》和《关于打赢蓝天保卫战三年行动计划》，在非道路机械方面，以上文件从污染防治技术和治理等方面提出了具体要求。在此背景下，生态环境部于2018年8月发布了《非道路移动机械污染防治技术政策》，明确提出了新生产非道路移动机械污染排放达标的的时间表，工程机械国四排放标准将于2020年进入实施阶段。国四排放实施时间的确定必将迎来国三标准产品的大量更新换代潮。

工程机械保有量巨大，未来需求进入更新时代。工程机械的使用寿命一般在10年左右，受2008年“四万亿投资”拉动影响，2009~2011年工程机械销售量快速增长且绝对额较大，预计2019~2021年工程机械将迎来替换高峰期。截至2017年末，我国工程机械保有量在690~750万台，虽然近年来下游投资增速放缓，设备总保有量的增速回落，但考虑到存量设备处于替换高峰期，未来三年工程机械有望保持高销售量。

随着“一带一路”战略的持续推进，工程机械企业在海外市场的竞争力有望持续提升，但受中美贸易摩擦影响，2019年工程机械海外市场存在不确定性。

中国工程机械出口产品主要为起重机、装载机、挖掘机等。近年来，受益于全球经济的回暖，国际工程机械市场也呈现较好的增长态势，特别是新兴经济体工程机械市场需求增幅较大。受此影响，2018年以来，我国挖掘机、装载机等主要产品出口量同比持续高速增长，超过预期。此外，“一带一路”建设持续推进，国内工程机械企业的

国际市场影响力日益提高，合作领域不断扩大，对挖掘机等工程机械产品出口产生持续增长的拉动效应。

但 2018 年以来，中美贸易摩擦，加征关税等行为，对出口占比较高的企业形成压力，未来仍有可能对工程机械行业出口造成负面影响。

预计2019年工程机械行业继续保持高质量发展，但面临的债务压力及流动性压力仍较大。

2017 年，工程机械行业实现营业收入 5,403 亿元，同比增长 12.7%，利润总额更是实现数倍增长，主要产品销售量同比增长约 45%。2018 年工程机械市场的销售热度依旧不减，从主要产品的销售数据看，大部分产品仍保持大幅上涨。2018 年 1~8 月，工程机械主要产品销量同比增长 32.8%，其中挖掘机同比增长 56.2%，装载机同比增长 28%、推土机同比增长 32.2%，平地机同比增长 26%。在下游新增需求及更新替换需求的支撑下，预计 2019 年工程机械设备的市场需求稳中有升，工程机械行业将继续保持高速发展。

表 1 2018 年 1~9 月工程机械存续债券发债企业主要财务指标 (单位: 亿元、%、天)

企业名称	总资产	资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流	存货周转天数	应收帐款周转天数
三一重工股份有限公司	697.37	55.10	410.77	31.16	61.37	87.32	84.79	127.22
三一集团有限公司	1,185.89	60.27	461.23	30.89	57.69	74.82	113.31	137.90
广西柳工集团有限公司	316.60	64.61	162.61	22.79	11.62	-8.29	122.13	72.51
徐工集团工程机械有限公司	932.01	68.43	433.90	19.36	15.39	12.64	126.84	143.30
徐工集团工程机械股份有限公司	586.28	52.51	340.76	17.92	16.73	19.21	93.89	128.79
中联重科股份有限公司	869.05	56.15	210.35	26.37	15.85	30.54	153.68	286.32

数据来源: Wind, 大公整理

从重点发债企业看，三一重工、三一集团、柳工集团、徐工集团、徐工机械和中联重科等企业是国内工程机械行业的龙头企业和重点发债企业，在诸如混凝土机械、挖掘机、起重机等多种产品的市场占有率位居行业前列。从公开披露的财务数据看，以上企业在 2018 年

继续保持较好增长，6家重点发债企业2016年以来均呈现资产规模逐年增长、营业收入及利润总额持续大幅提升、毛利率稳定、存货及应收账款周转效率逐年提升等特点，盈利能力大幅提升。但发债企业仍普遍存在应收账款及存货周转天数较长问题。

从现金流获取能力看，受益于工程机械行业景气度提升，样本企业收入规模扩大及资产周转效率提升，部分企业经营性现金流有较大改善。其中，三一重工、三一集团及中联重科经营活动产生的净现金流在2017年及2018年前三季度均保持大规模净流入状态，且2018年前三季度净流入规模均达到了同期历史最好水平，分别为87.32亿元、74.82亿元和30.54亿元，同比分别增长27%、29.29%和178.06%；徐工机械2018年前三季度经营性净现金流同比略有下滑，但仍处于较好水平。由于经营性应收项目增加、存货增加等原因，徐工集团及柳工集团2018年前三季度经营性净现金流同比出现较大幅度下滑。

从债务压力看，2016年以来，样本企业中三一重工及三一集团资产负债率稳中有降，其他4家的资产负债率相对稳定。根据2018年9月末数据，样本企业中3家企业资产负债率在60%以上，处于较高水平，高负债率是行业快速发展或者景气度下降时期，企业进行大量信用销售的结果。在行业景气改善的大环境下，行业企业已通过降低信用销售占比、强化管控等方式优化资产结构，从样本企业数据看，6家企业的应收账款及存货周转效率自2016年以来逐年提升，将有利于加快资金周转，降低资金占用。未来，随着资产结构的持续优化，样本企业债务压力有望降低。

2019年工程机械行业到期债券规模较大，发债企业存在一定的集中兑付压力，且近年来新发债券以短期及超短期融资券为主，易增加流动性风险。

截至2018年12月末，我国工程机械行业存续债券余额为479.54亿元，较2017年末增长11.39%，存续债券共23只。按存续余额类型分，中期票据占比最高为38.58%、公司债占比23.77%、短期融资

券占比 13.76%、可交换债及可转换债占比 23.89%。从存续期限看，全部在 5 年以内，其中于 2019 年到期债券余额为 156 亿元，占比为 32.53%，2020~2023 年到期债券分别为 78 亿元、77.5 亿元、114.54 亿元和 53.5 亿元，合计占比 67.47%。综合来看，工程机械行业发债企业在 2019 年存在一定的集中兑付压力。

从新发债情况来看，2018 年工程机械行业共新发行 11 只债券，发债规模为共 136 亿元，发行主体共 4 个，新发债企业的集中度很高，其中徐工集团工程机械有限公司发行 5 只债券共计 72 亿元，且均为超短期及短期融资券。从债券类型看，新发债券中短期及超短期占比最高为 52.94%，公司债、私募债和中票票据占比分别为 29.41%、10.29 和 7.35%。由于工程机械行业存在以销定产、在制品占用资金规模大，应收账款回收周期较长的特点，以短期债券为主的融资结构可能会导致资产负债期限结构不匹配，增加流动性风险。

工程机械行业发债企业较为集中，预计2019年整体信用水平将保持稳定，信用风险偏低。

工程机械行业发债企业较为集中。截至 2018 年末，工程机械行业中存在公开发行业债券的企业共 6 家，其中 3 家企业主体级别为 AAA，3 家企业主体级别 AA+。2018 年以来发债企业信用级别主要集中在 AA+~AAA，信用资质普遍较高，且级别整体较为稳定。

表 2 2018 年以来工程机械行业发债企业的主体级别及展望调整情况

企业名称	级别调整日期	评级机构	调整前		调整后	
			级别	展望	级别	展望
三一重工股份有限公司	2018-06-14	联合信用	AA	稳定	AA+	稳定

数据来源: Wind, 大公整理, 截至 2018 年 12 月 31 日

此外，由于工程机械行业景气度回升，2017 年以来三一重工主要产品销售规模明显扩大，盈利能力提升，经营性现金流大幅改善等原因，主体级别由 AA 上调为 AA+。整体来看，近年来由于工程机械行业景气度大幅改善，行业企业经营效益亦同步提升，发债企业信用级别稳中有升。

2019 年，工程机械下游房地产市场运行预计承压或者趋稳，但基建市场投资大概率提升，对工程机械的新增需求预计会有增长。同时，由于环保要求趋严以及设备替换高峰的持续，工程机械更新换代需求仍将旺盛。此外，发债企业基本为行业领先企业，具有规模大、市场竞争力强、盈利能力强等特点，在行业景气度较高的情况下，经营大概率稳中有升。综合来看，2019 年工程机械行业预计会保持高质量发展，样本企业信用水平将保持稳定，信用风险偏低。