

中国资本品行业高处不胜寒

2021年7月29日

要点速览

- 经历一段较长的上行期之后，中国周期性资本品行业将从今年下半年开始显现疲态，2022年销售量可能会下降10%-20%。
- 环保因素对行业格局变化的作用日益明显，对不同企业会带来不同的影响。
- 财务管理和扩张意欲将决定企业的信用质量走势。

中国周期性资本品行业的漫长上行期终于要结束了。需求的放缓不是唯一的挑战。环保方面的变动、原材料价格的上涨、竞争程度的增加，以及相对次要的供应链问题，都将在未来12-24个月带来考验。

标普全球评级预计，未来两年中国周期性资本品整体需求将萎缩10%-20%。但受评企业仍将相对稳固。这些企业2018-2020年营业收入平均每年增长12%，我们预计2021年平均增速将下降至6%-9%，2022年将进一步下降至0%-2%。在此期间，利润率也不太可能回升到之前的高峰水平。

投资推动下的规模扩张和多元化，使有的企业杠杆升高，也使有的企业竞争优势和财务实力增强。作为这种分化趋势的反映，过去6个月我们向上向下的评级行动都有出现。财务审慎性和产生现金流的能力，将是未来两年企业评级的主要影响因素。

表1

中国周期性资本品生产商相关评级行动一览

日期	公司	调整后	调整前
2021年6月11日	潍柴动力股份有限公司	BBB+/稳定/--	BBB/正面/--
2021年6月1日	上海电气（集团）总公司、上海电气集团股份有限公司	A-/负面观察/--	A-/稳定/--
2021年5月26日	上海电气（集团）总公司、上海电气集团股份有限公司	A-/稳定/--*	A/负面/--
2021年4月22日	新疆金风科技股份有限公司	BB+/稳定/--	BBB-/负面/--
2021年2月3日	中联重科股份有限公司	BB-/正面/--	B+/正面/--
2020年5月20日	中国中车股份有限公司	A+/稳定/--	A+/稳定/--

*非最新评级。两个评级均在2021年6月份列入负面信用观察名单（见上一行）。资料来源：标普全球评级。

主分析师

汪由之

香港
+ 852-25333548
chloe.wang
@spglobal.com

其他联系人

袁杰

香港
+ 852 2533 3542
Claire.Yuan
@spglobal.com

压力不止一重

我们认为，周期性资本品行业的下行期在几经推迟之后已经来临。从今年下半年起，下行程度将进一步加深。压力因素包括：

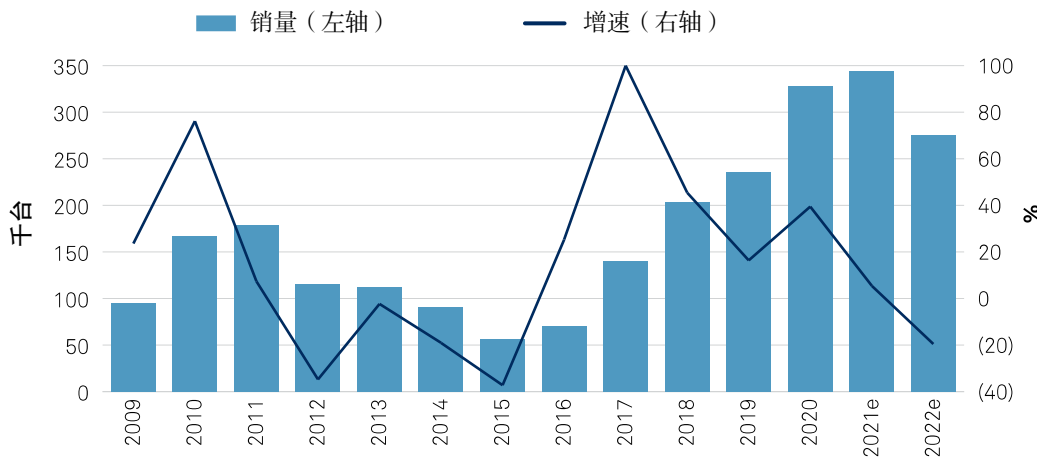
- 下游更新换代需求经历 2016 年下半年到 2021 年年初前所未有的上行期之后，渐显疲态。
- 未来几年基建和房地产行业工程活动的增长将会放缓。
- 终端客户和经销商在排放标准升级前夕下单订购旧款车型，目前渠道库存水平较高。
- 部分工程机械利用率仍有上升空间、重卡运价疲软，可能会抑制部分客户的购买欲望。

中国资本品行业上行期的强劲程度和持续时间均超出我们预期（参见 2020 年 10 月 12 日文章《中国周期性资本品行业降温在即》）。推动因素包括经济刺激带来的工程建设需求，以及政府对超载和其他乱象的治理。其他因素还有老旧高排放装备的提前淘汰，2021 年新排放标准生效之前市场抢购老款装备，以及装备的款型迭代等。

以上因素基本解释了 2016 年下半年以来的强劲销售势头。今年余威犹在，1-4 月份挖掘机和重卡销量猛增了 50%。去年疫情期间基数较低也起到了一定作用。

图1

挖掘机销量即将告别连续四年的迅猛增长



一季度挖掘机销量的强劲增长或有有助于2021年全年销量维持正增长



2022年工程机械需求可能下降10%-20%



如果房地产调控放松，那么我们的预测可能需要向上修正

e: 估计值。资料来源：中国工程机械工业协会，标普全球评级。

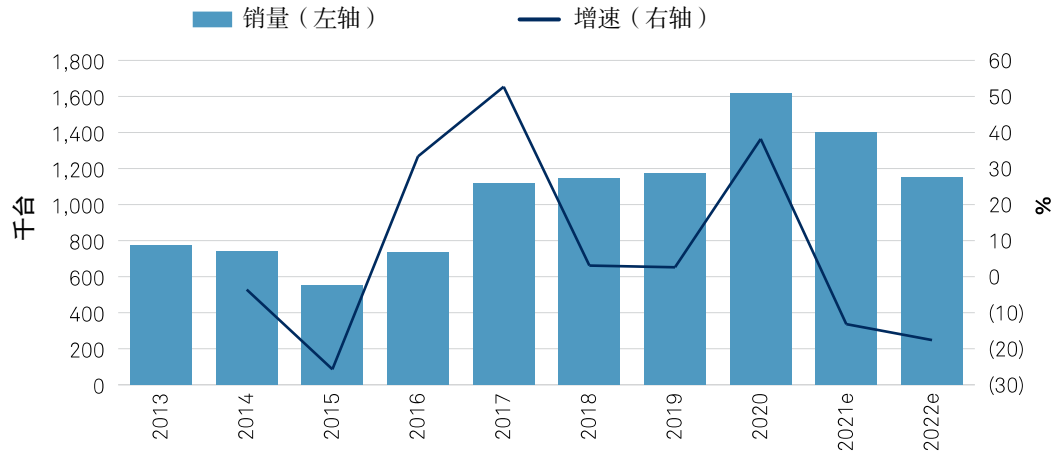
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

目前增长势头已经显现出明显的疲态：5-6 月份国内挖掘机销量同比下降 20%以上（见图 1），重卡销量也下降了 10%以上。我们预计随着新排放标准的实施，7 月份开始重卡销量将进一步下滑（见图

2)。出口的强势固然起到了一定支撑作用，但出口在中国生产商挖掘机和重卡总销量当中的占比通常不足 15%。

图2

重卡销量同样面临调整



 <p>2021年销量将从2020年160万台的历史高点下降至140万台</p>	 <p>2022年将进一步下降至110万-120万台</p>	 <p>波动风险仍然较高</p>
---	---	--

e: 估计值。资料来源：中国汽车工业协会，标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

ESG 将进一步影响行业竞争态势

对中国资本品行业多数受评发行人的信用状况而言，国内建筑工程市场一直是最主要的影响因素。我们预计环境、社会及治理（ESG）敞口将越来越明显地左右行业需求，并有可能再造行业竞争格局。去年 9 月政府提出 2030 年碳达峰、2060 年碳中和的目标，使政策的走向变得更加明朗，也使企业的调整适应变得更加紧迫。

企业要在 2021-2022 年升级重型卡车、发动机和工程机械的排放标准。这一轮升级蕴含的技术门槛，可能将高于以往企业在政策要求下做出的调整。

作为行业领导者的潍柴动力股份有限公司（潍柴动力）和中联重科股份有限公司（中联重科）拥有强大的研发能力，完全有条件适应更加严格的排放标准。随着行业的优胜劣汰，未来两三年这两家公司的竞争地位可能会进一步增强。中小型竞争对手可能将无法适应新的排放标准，进而退出潍柴动力等公司耕耘的柴油发动机市场，以中联重科等公司所在的工程机械市场。

未来三五年潍柴动力和中联重科面临的电动化风险相对少于乘用车厂商。但是，新能源化仍然是大势所趋，两家公司都需要加大研发投入来弥补短板。潍柴动力正在投资氢燃料电池、固态电池等技术，

中联重科也发布了主打型号的纯电版原型。如果主打产品的能源转型不能在未来 5-10 年探索出商业可持续的道路，那么它们的竞争地位就有可能显著削弱。

表2

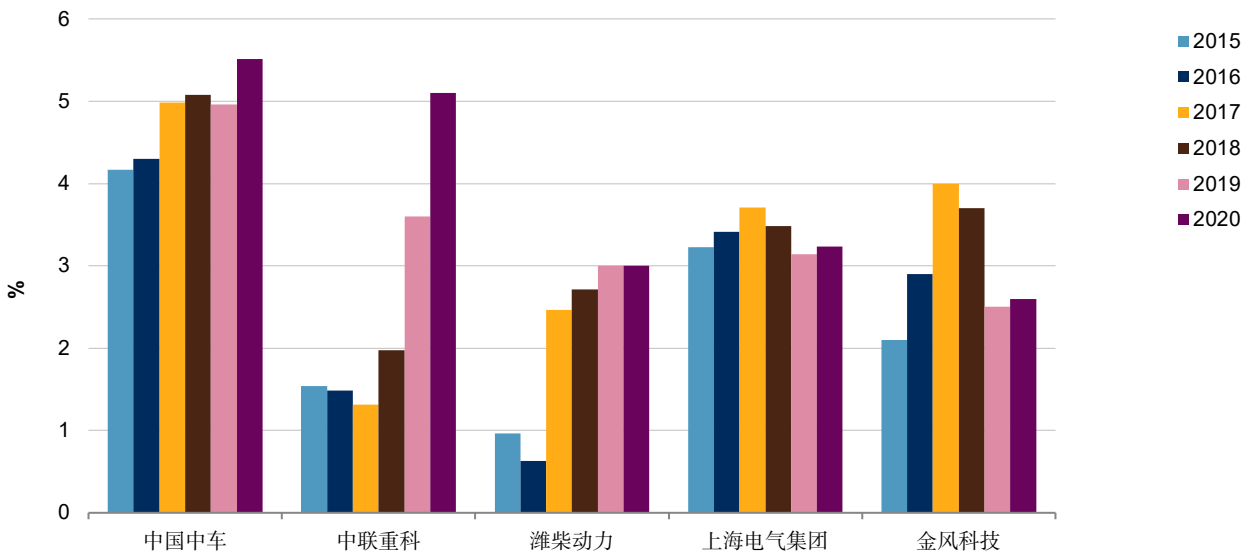
排放标准升级时间表

新排放标准	全国实施时间
重型柴油车国家第六阶段排放标准	2021 年 7 月
非道路移动机械四阶段排放标准	2022 年 12 月

资料来源：标普全球评级。

图3

多数厂商都加大了研发投入力度
研发费用占营业收入比例



注：公司全称见表 1。资料来源：标普全球评级。

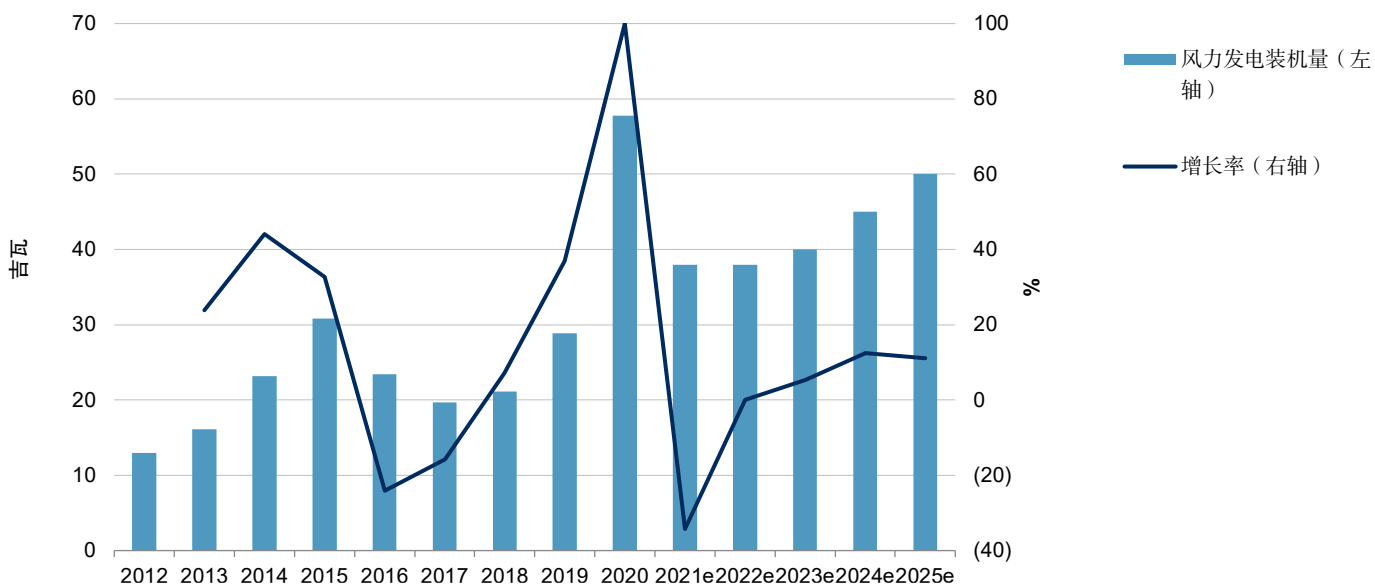
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

气候转型对新能源电力装备需求的刺激更为直接。高远的新能源目标，提升了行业的长远发展前景。但就近期而言，向平价上网（即新能源电力上网电价与火电持平）过渡的过程存在一定的不确定性。补贴退坡过程中陆上和海上风电项目的抢装，带来了风力发电机销量的激增。2019-2020 年，风电生产商新疆金风科技股份有限公司（金风科技）和上海电气（集团）总公司（上海电气集团）相关销量呈巨幅增长，中国中车股份有限公司（中国中车）主要作为零部件供应商的相关收入增幅也在一倍以上。上海电气集团风电业务 2021 年仍然拥有强劲的需求，因为该公司在海上风力发电机领域处于行业领导地位，而海上风电的补贴截止日期是在 2021 年末（陆上风电为 2020 年末）。

我们预计，随着行业对平价上网的适应，2021-2022 年新增风电装机将从 58 吉瓦的抢装峰值下降到每年 35 吉瓦-40 吉瓦的水平。2023-2025 年的年度新增装机将逐步上升至 40 吉瓦-50 吉瓦，实际装机量不排除高于这一区间。

图4

风电行业正处于平价上网过渡期



e: 估计值。资料来源：中国可再生能源学会风能专业委员会，标普全球评级。

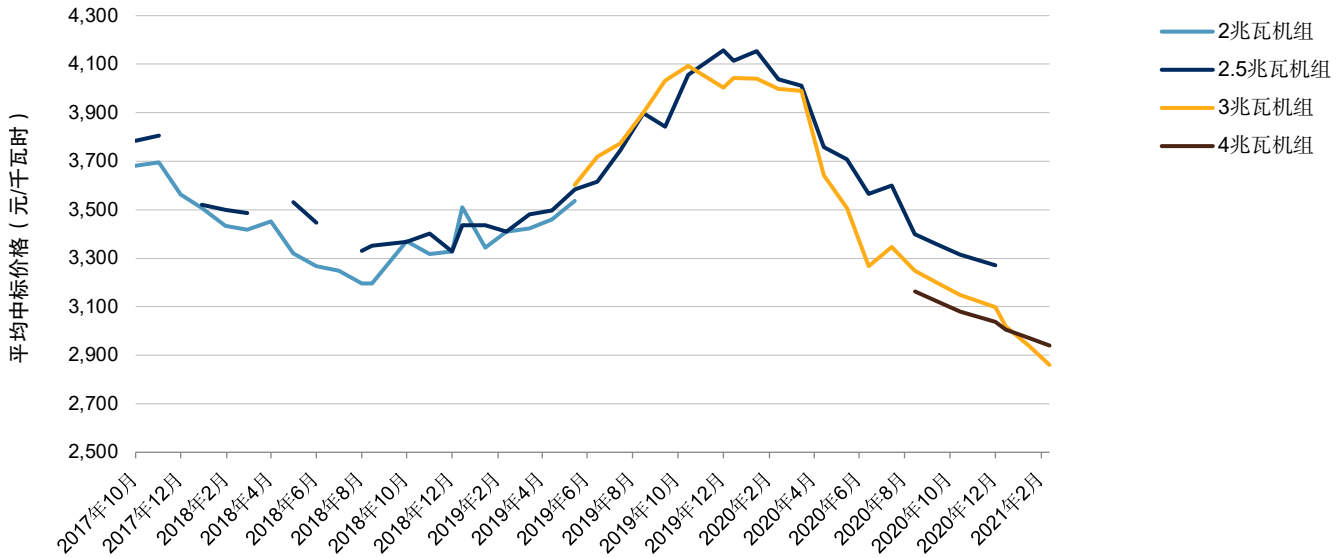
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

风电行业向平价上网过渡，对风力发电机的供应商也有深远影响。过去 18 个月，风力发电机中标价格连续下降。我们预计，在行业参与者摸索平价上网环境下可持续价格（兼顾成本与性能）的过程中，价格会继续呈现一定的波动。行业要长期良性发展，无休止的价格战终究难以为继。如果成本进一步平稳持续下降，那么我们可能会向上修正当前的装机量预测。

金风科技、上海电气集团、中国中车的研发优势和规模优势将继续帮助它们在各自的细分市场保持领导者地位。

图5

风力发电机中标价格呈波动走势



资料来源：新疆金风科技股份有限公司，标普全球评级。
 版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

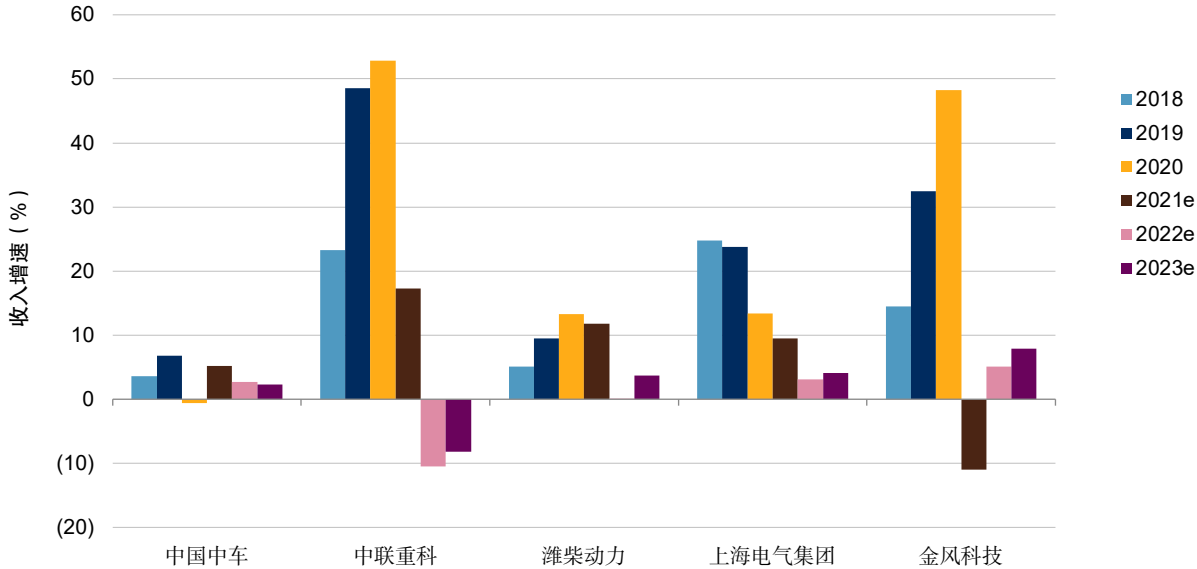
受评企业收入仍能逆势增长

作为各自细分板块的行业领导者，受评资本品生产企业应该能更好地适应下行期的到来，以及新能源电力向平价上网的过渡。抢占市场份额、进军新产品、收购其他企业，都可以支持增长。据我们的预测，2021年五家受评企业营业收入的平均增速将从2018-2020年的每年12%下降至6%-9%，2022年将进一步下降至0%-2%区间。我们的估计不包括上海电气集团股份有限公司，因为该公司已由上海电气集团并表。

这些平均数下，不同企业将呈现不同的增长轨迹。金风科技2020年基数较高，2021年收入可能会下降，2022年及以后可能将逐步发力。上海电气集团业务构成最全面，而且还在扩大，该公司2021-2022年收入在放缓的同时仍然有望维持正增长。中国中车2020年收入因为疫情冲击了铁路运量，未实现增长，今明两年有望取得5%上下的增速。

图6

资本品厂商销售增长后继乏力



注：公司全称见表 1。e：估计值。资料来源：标普全球评级。
 版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

恢复高峰盈利水平不容易

未来 24 个月受评企业恢复到疫情前高峰盈利水平的可能性不大。原材料成本的上涨、竞争程度的增加、研发投入的需要，都将压制利润率的大幅反弹。

受原材料涨价影响最大的将是毛利率较低的产品。这些产品毛利率低，往往是因为技术含量低、定价能力弱。一些低附加值机械的生产商已经开始取消折扣、降低促销力度，甚至是上调价格。但我们认为，考虑到激烈的竞争，这些企业将无法把大部分成本涨幅转嫁给终端客户。

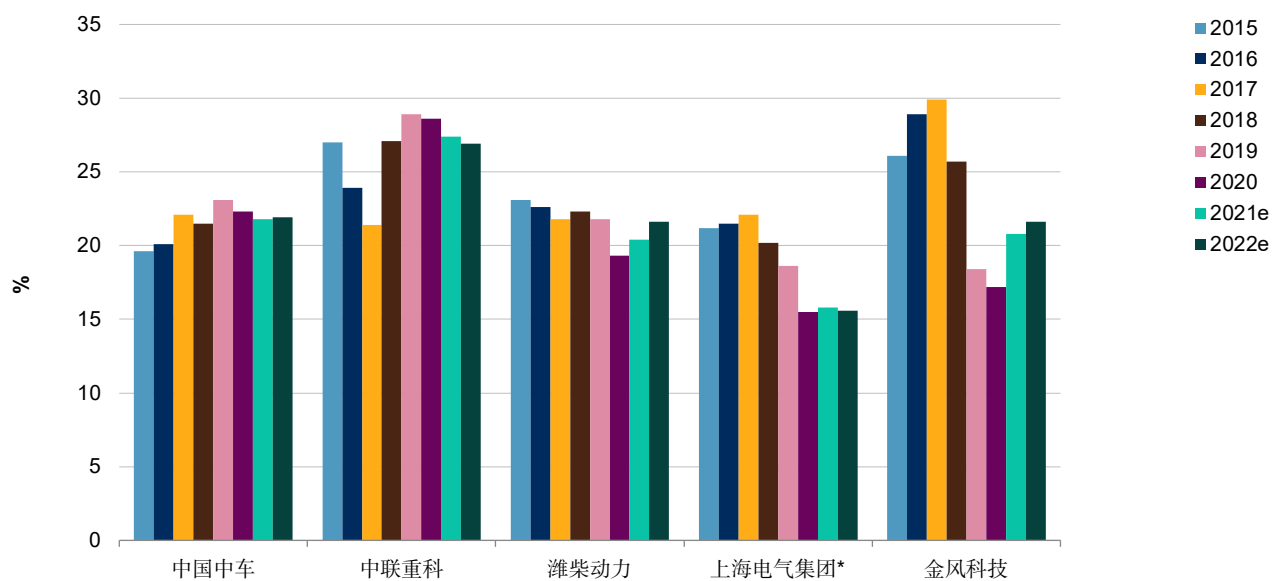
我们认为，对多数受评资本品生产企业而言，芯片短缺等供应链问题在 2021 年应该是可控的。但供应链卡壳问题的出现已不是一次两次，疫情的持续也加剧了供应链风险。很多企业都在寻求提高供应商的多元化，增强关键零部件的自主能力，加大国产化替代，以防芯片之外其他领域也出现卡壳问题。

受评企业当中：

- 中国中车和中联重科的利润率将小幅下滑，因为它们的产品对大宗商品的直接敞口更大，且 2020 年利润率较为坚挺。
- 潍柴动力卡车业务的盈利水平将会变差，但随着境外子公司凯傲集团（Kion Group AG）的复元，以及设计的进步和产品结构的完善，整体利润率应该会小幅复苏。
- 上海电气集团和金风科技 2020 年利润率的下滑程度大于行业平均，2021 年利润率更有可能随着疫情的显著后续影响逐步消退而呈现一定程度的反弹。

图7

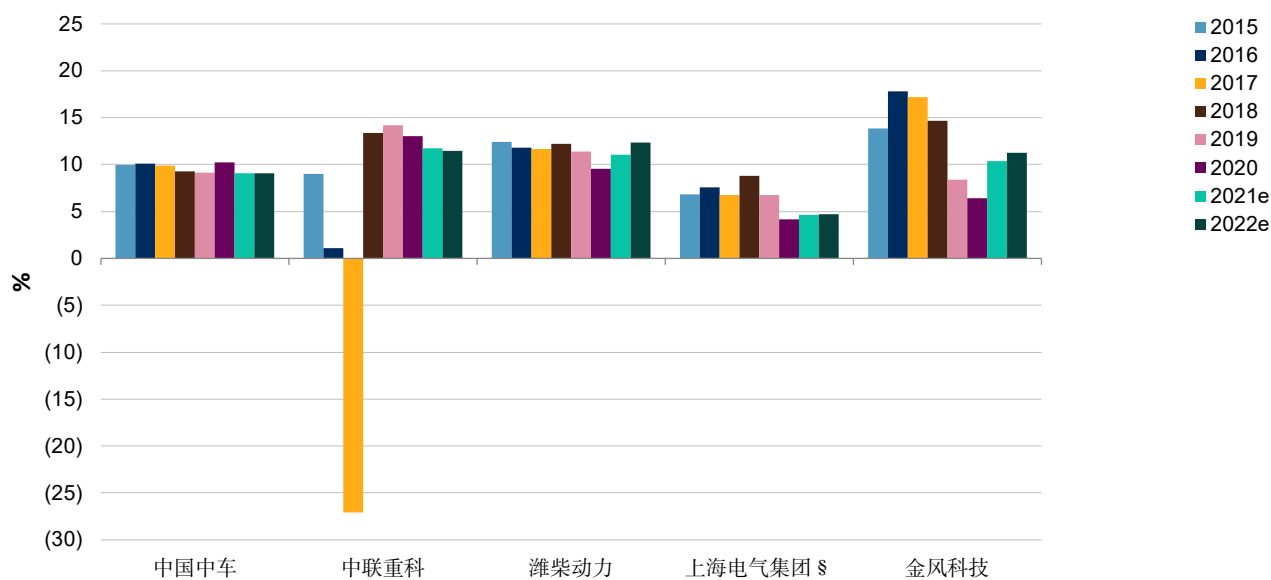
利润率的恢复任重道远（1）
报表毛利率



注：公司全称见表 1。*上海电气集团的毛利率未计入子公司上海电气通信技术有限公司可能发生的亏损。e：估计值。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

图8

利润率的恢复任重道远（2）
调整后 EBITDA 利润率*



注：公司全称见表 1。*我们的调整后 EBITDA 主要是减去了资本化研发支出，并加上了股权投资的股利收入和计入经常性损益的政府补助。§上海电气集团的利润率未计入子公司上海电气通信技术有限公司可能发生的亏损。e：估计值。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

财务审慎性仍是影响企业评级的重点因素

由于传统产品的中长期结构性增长机会不明显，近几年多数受评资本品企业都在尝试业务结构的多元化，比如增加产品种类、向下游业务延伸、进军新的行业或区域，或者是这些方式多管齐下。我们预计这些尝试将会继续进行。

有时候多元化会造成杠杆升高的副作用，而并购带来的协同效应亦非朝夕可致，执行风险倒是不低。由于战略方向和执行过程的差异，过去的多元化对企业信用状况的影响好坏不一。除多元化以外，营运资本和资本支出的管理，也将是未来 24 个月影响评级的重点因素。

数家公司近期抓住市场机会通过定向增发或子公司 IPO 融资（见表 3），将会强化自身资产负债表，充实财务缓冲。但支出节奏才会是影响债务和杠杆率变动的根本因素。

表3

资本品企业谋求股权融资

	发行载体	方法	进度	募集资金 (十亿元)
中国中车	株洲中车时代电气股份有限公司	子公司 IPO	已获批	7.8
中联重科	中联重科	定向增发	已完成	6.2
潍柴动力	潍柴动力	定向增发	已完成	13.0
潍柴动力	潍柴火炬科技股份有限公司	子公司 IPO	待批准	
上海电气集团	上海电气风电集团股份有限公司	子公司 IPO	已完成	2.9
上海电气集团	上海电气集团股份有限公司	定向增发	已撤销	5.0

注：公司全称见表 1。资料来源：标普全球评级。

我们认为潍柴动力和中国中车等公司将会维持厚实的财务缓冲。这两家公司的杠杆水平非常低，债务对 EBITDA 比率不到 1.0 倍，且过往资本支出保持谨慎。它们的业务多元化丰富了产品种类、增强了业务抗风险能力，信用影响总体正面。潍柴动力借助于强大的现金流生成能力，稳步降低了收购之后短暂升高的杠杆水平。我们认为这两家公司未来两年从事大规模举债收购活动的可能性较小，其经营性现金流应该足够覆盖资本支出和小规模的投资活动。

中联重科通过前不久的定向增发增强了财务实力，今年的业绩也有可能保持强劲。虽然我们认为该公司的信用销售管理比以往上行期间严格了许多，但在接下来行业调整期间，其财务审慎性可能会决定进一步的评级走向。

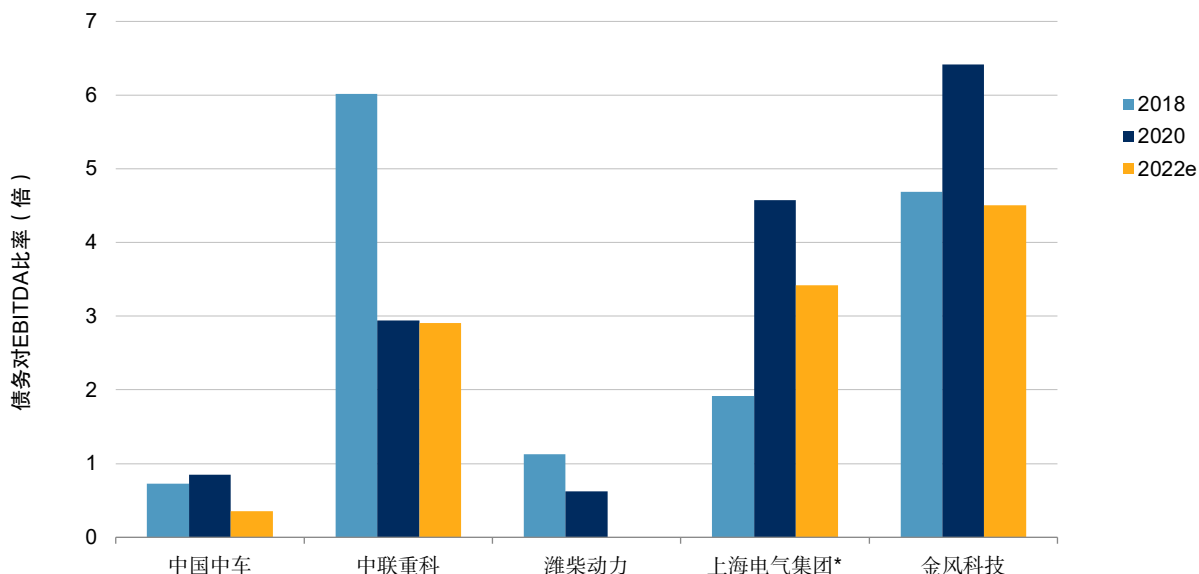
由于大力投资下游风电场业务，电力发电机组投标又存在价格压力，金风科技的杠杆水平过去几年显著升高。我们预计该公司的下游扩张将继续消耗现金，未来几年自由现金流将持续为负。通过处置部分风电场，盘活资产，并借助利润的复苏，金风科技的杠杆率或将能够维持在与当前评级相匹配的水平。

上海电气集团以收购为抓手实施业务转型，增强了规模和多样性。但投资性支出和高杠杆收购标的的并入，以及部分新子公司较弱的经营业绩，已对该公司的财务状况造成较大损伤（见图 9）。随着资产处置的继续进行和投资力度的减弱，从 2021 年开始，上海电气集团的调整后债务在经过过去几年的快速增长之后可能会有所稳定。但是，一家子公司因风险管理和内部控制不善，可能发生逾期应收账款损失，进而抵消掉集团主业的一大笔利润，打断集团的降杠杆进程。这对上海电气集团的信用状况构成了较大的风险。董事长受调查的报道也反映了可能存在的治理缺陷。

以上应对各种周期性、结构性变动的不同策略，或将造成主要指标的进一步分化。

图9

杠杆趋势正在分化



注：公司全称见表 1。*上海电气集团的比率未计入子公司上海电气通信技术有限公司可能发生的亏损。e：估计值。资料来源：标普全球评级。版权 © 2021 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

相关研究

- 得益于持续提升的业务实力和充裕的财务空间，潍柴动力评级上调至“BBB+”；展望稳定，2021 年 6 月 11 日
- 因应收账款或致亏损，上海电气集团及子公司评级被列入负面信用观察，2021 年 6 月 1 日
- 因大规模投资且利润率弱化，上海电气集团及子公司评级下调至“A-”；展望稳定，2021 年 5 月 27 日
- 因支出增加，金风科技评级下调至“BB+”；展望稳定，2021 年 4 月 22 日
- 因财务缓冲空间提升，中联重科评级上调至“BB-”；展望正面，2021 年 2 月 3 日
- 中国周期性资本品行业降温在即，2020 年 10 月 12 日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?DocumentId=48877433&From=SNP_CRS

版权© 2021，Standard & Poor's Financial Services LLC（以下统称“标普”）。版权所有。

未经标普事先书面许可，严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容（包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品）或其任何部分（以下统称“内容”），或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理（以下统称“标普各方”）并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏（无论成因），使用内容得到的结果，或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证，包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证，或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下，标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失（包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本）负责，即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析（包括评级）以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述，并非事实的陈述，或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息，但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的，监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级，标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予撤销或暂停上述认可而产生的任何责任，也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开，从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此，标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程，以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬（通常从发债人、承销商或债务人处收取）。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析：www.standardandpoors.com（免费网站），及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com（收费网站），及 www.spcapitaliq.com（收费网站），及可能通过其他渠道进行发布，包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息，请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S、S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。