

成本压力与内需不确定

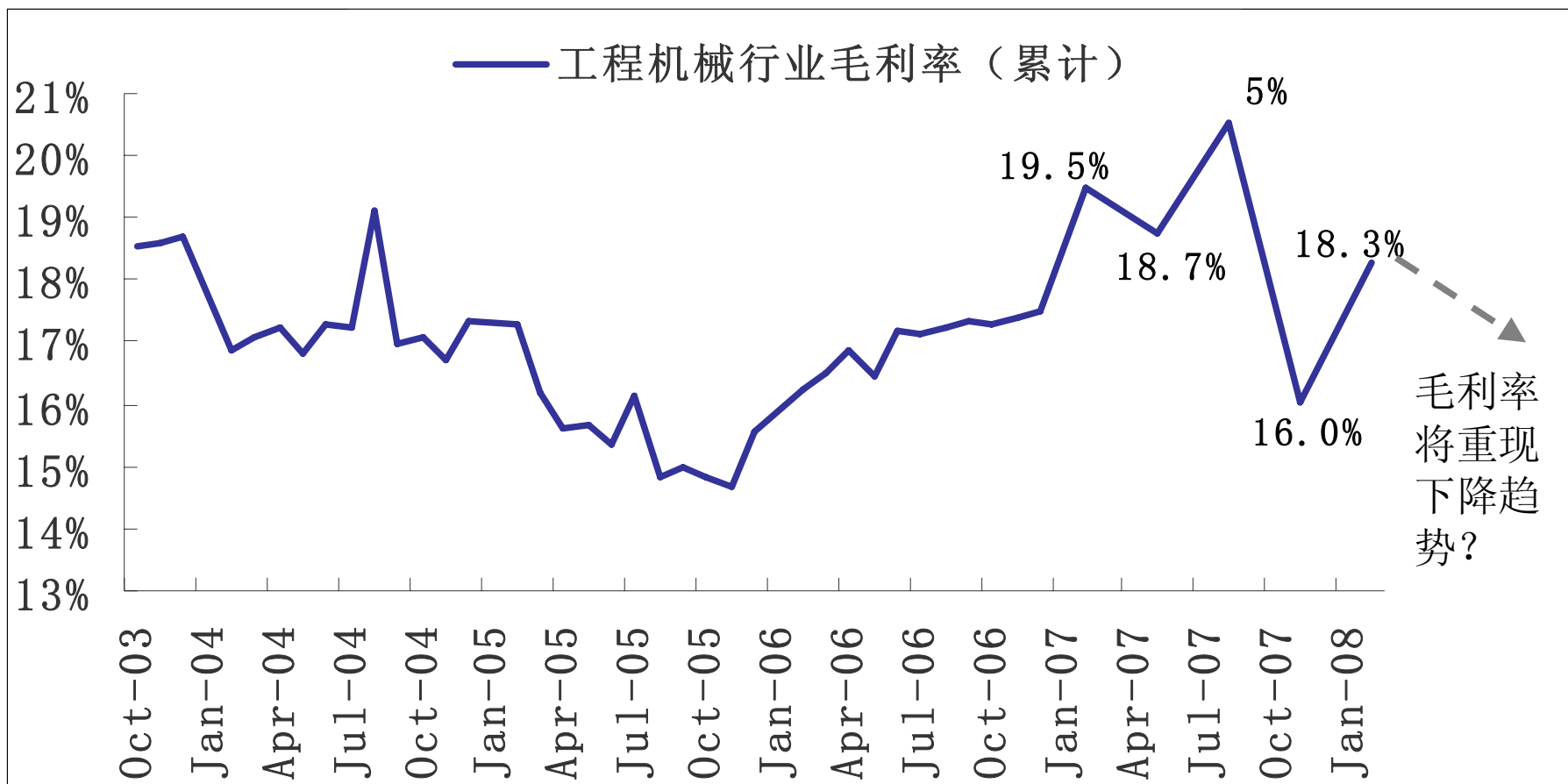
——工程机械行业投资策略

中国工程机械商贸网编辑整理
<http://www.21-sun.com>

主要观点

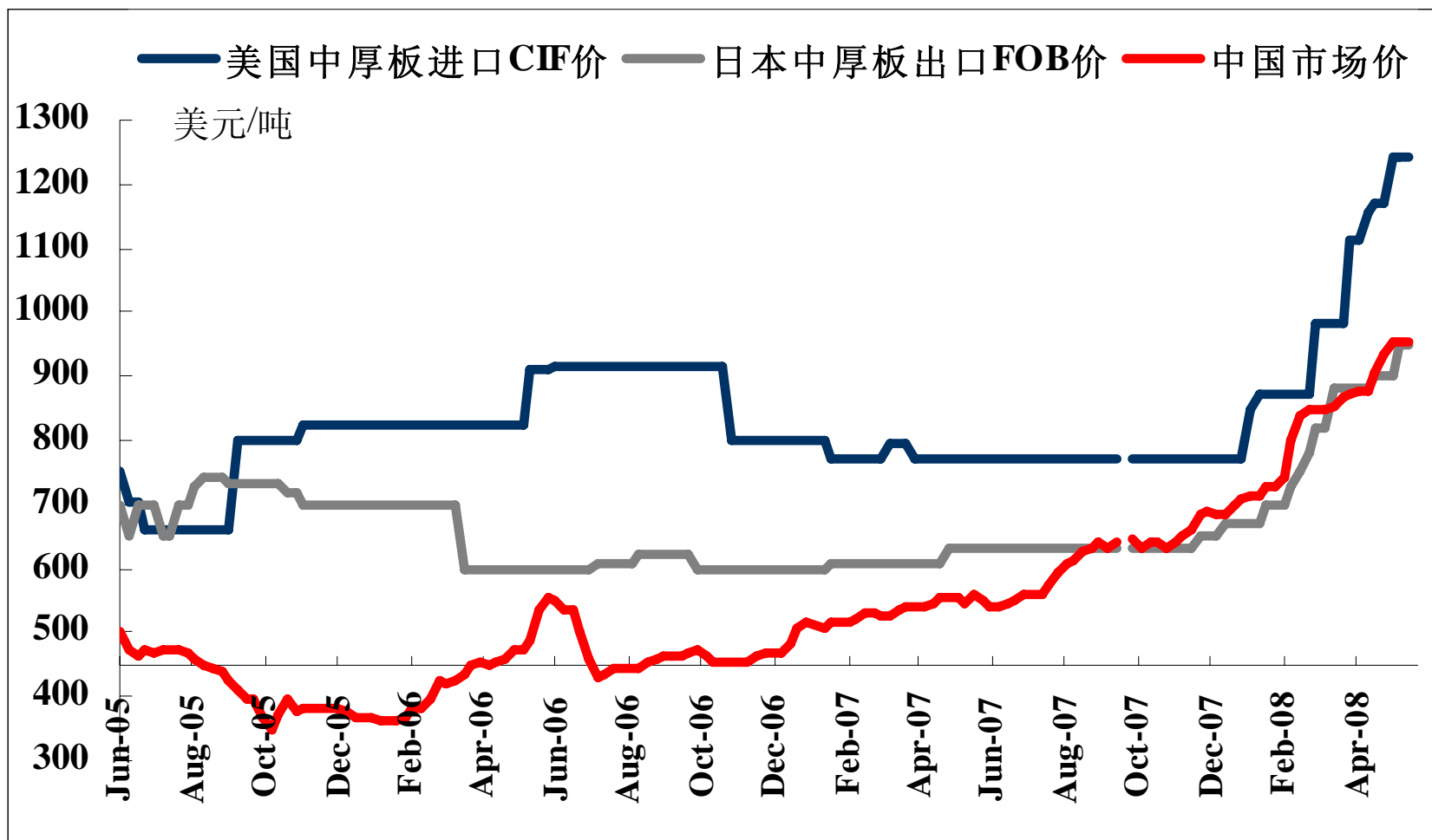
- 一、原料价格持续上涨,工程机械行业成本压力越来越大
- 二、下半年内需方面存在较多不确定性,工程机械对下游的成本转嫁能力令人担忧
- 三、出口是重要增量来源,人民币加速升值影响出口盈利能力
- 四、行业性投资机会缺乏,适当关注资产边界可能发生改变的上市公司

成本压力越来越大—行业运营状况



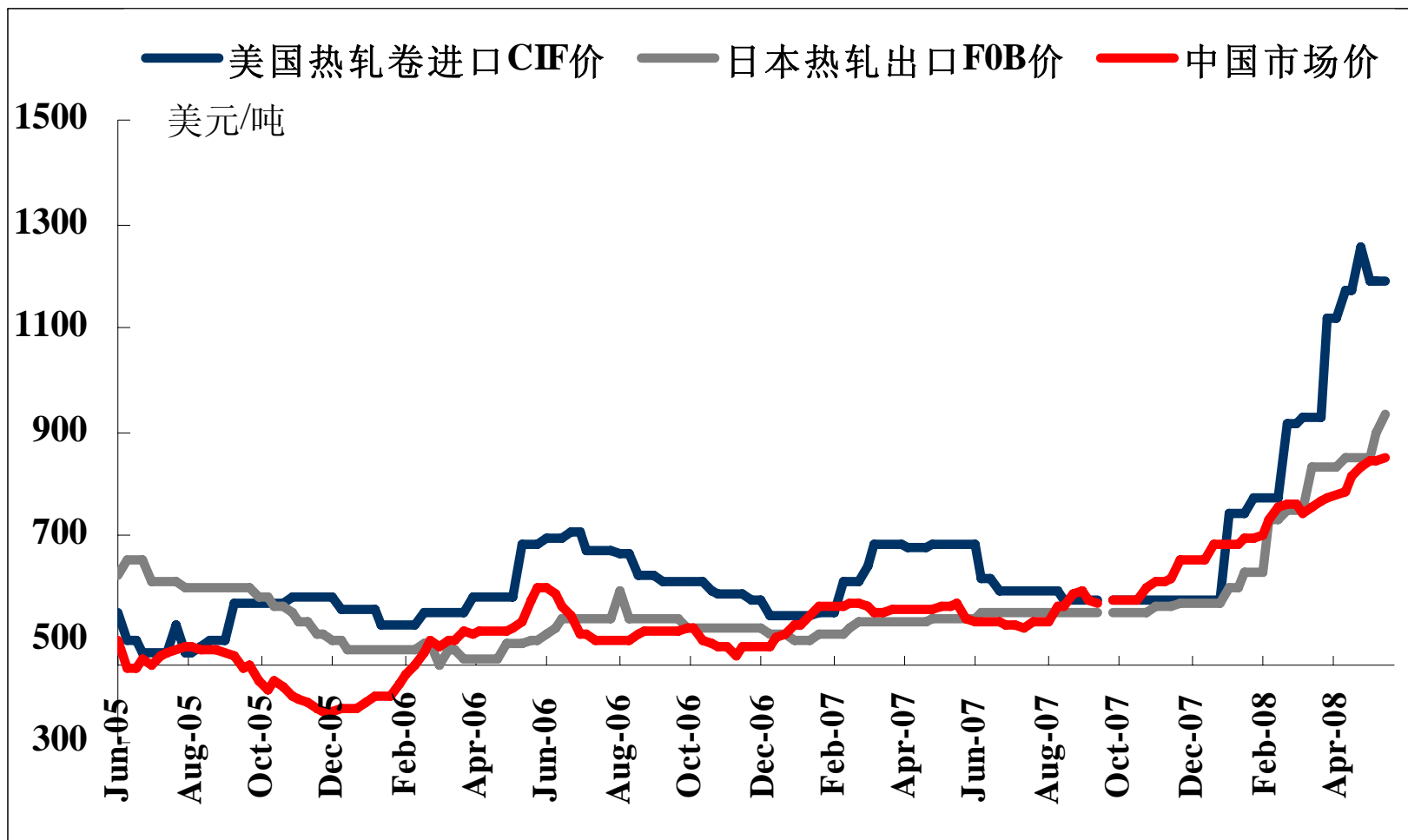
资料来源：CEIC 安信证券研究中心

成本压力越来越大—钢材价格大幅上涨（1）



资料来源: www.mysteel.com 安信证券研究中心

成本压力越来越大—钢材价格大幅上涨（2）



资料来源: www.mysteel.com 安信证券研究中心

成本压力越来越大—钢价上涨推升配件价格

- 1、直接用钢成本大幅上升；
- 2、钢价上涨推升配件价格上涨；
- 3、拥有技术优势的核心配件厂商定价能力高；
- 4、受原料库存影响，企业成本变动滞后于市场；
- 5、如果钢价出现短期内的大幅下跌，对工程机械行业短期毛利率有提升作用

整机毛利率对钢价波动的敏感性分析（1）

- 几个假设前提

- 1、假设整机行业毛利率25%；配件行业毛利率15%；
- 2、假设整机行业除直接用钢与配件外其他成本占比30%；配件直接用钢70%；
- 3、假定配件供应商提价时仅覆盖自身成本的上升；
- 4、其他条件不变
- 5、模拟结果显示的是钢价波动造成的整机毛利率的变动情况

整机毛利率对钢价波动的敏感性分析（2）

- 整机与配件的毛利率越高，受钢价上涨的影响越小
- 配件直接用钢占成本比重越大，整机行业毛利率下降越明显

整机产品直接用钢占成本支出的比重

	-3.73%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	35.00%
5.00%		-1.64%	-1.71%	-1.79%	-1.87%	-1.94%	-2.02%	-2.09%
8.00%		-2.62%	-2.74%	-2.86%	-2.98%	-3.11%	-3.23%	-3.35%
10.00%		-3.28%	-3.43%	-3.58%	-3.73%	-3.88%	-4.04%	-4.19%
12.00%		-3.93%	-4.11%	-4.30%	-4.48%	-4.66%	-4.84%	-5.02%
15.00%		-4.91%	-5.14%	-5.37%	-5.60%	-5.82%	-6.05%	-6.28%

钢材价格波动幅度

整机毛利率对钢价波动的敏感性分析（3）

- 上述的敏感性分析是基于配件企业仅覆盖成本上升的状态下进行的。而实际情形是：
 - 1、配件企业有可能在借钢价上涨攫取更多的收益；
 - 2、核心配件生产企业对整机行业具备高定价权
- 工程机械企业面临的钢价上涨带来的具体成本变动取决于企业与配件供应商的议价能力。

成本压力越来越大—进口核心配件受制于人（1）

- 1、工程机械的核心配件主要包括：液压件、传动系统、发动机、液压油缸等。
- 2、其中液压件和发动机是工程机械成本构成中最大的两项，不同机种该两项占成本比重可高达到30%-50%。

成本压力越来越大—进口核心配件受制于人（2）

1、国产件存在精度不够、密封性能不足、铸造技术水平不够，部分特殊钢材产品尚无法生产等问题。这些问题需要较长一段时间来解决

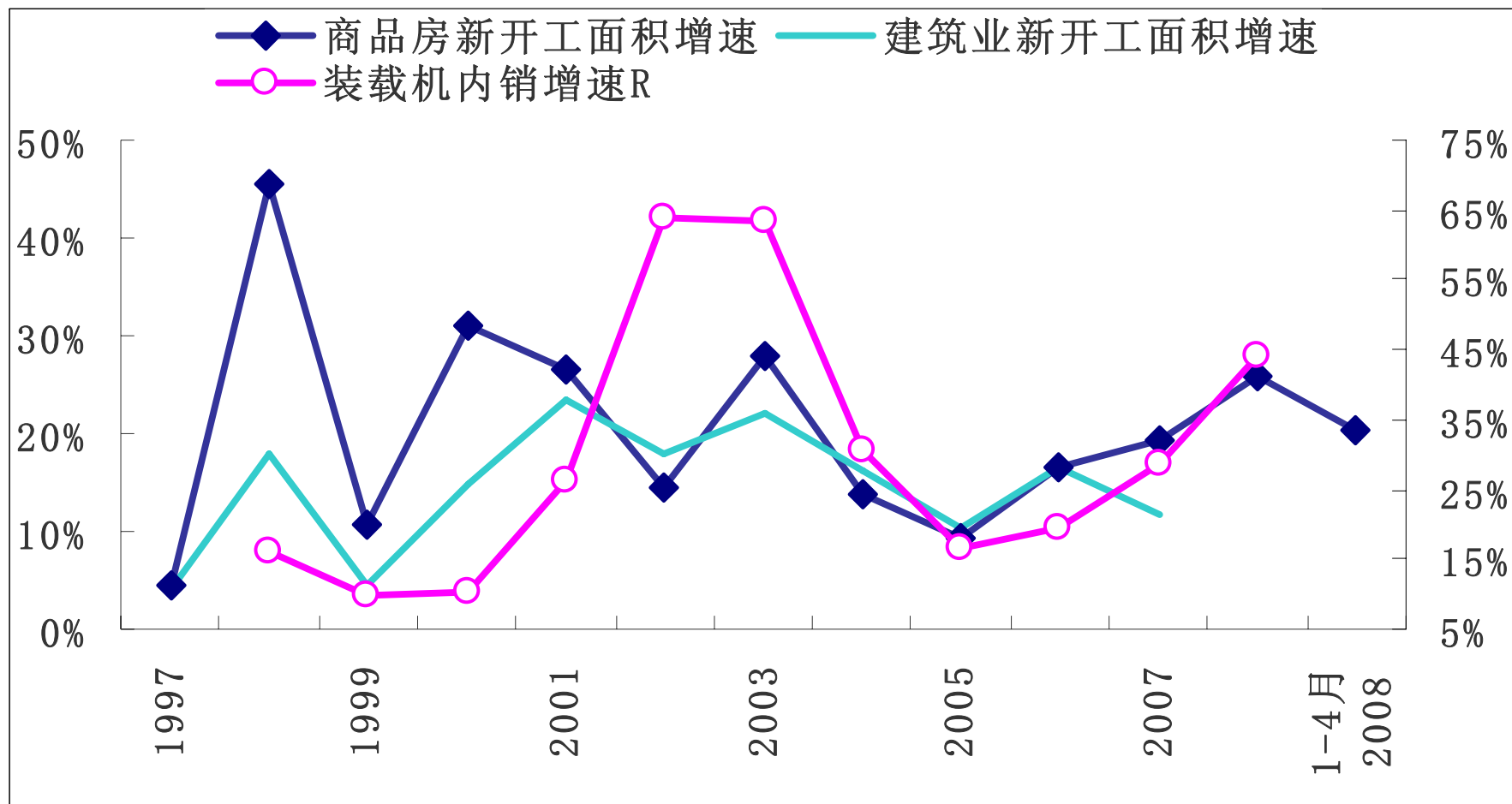
2、在此之前，中国工程机械企业不得不承受

➤核心配件供应商的高定价权

➤配件供应商的供给限制

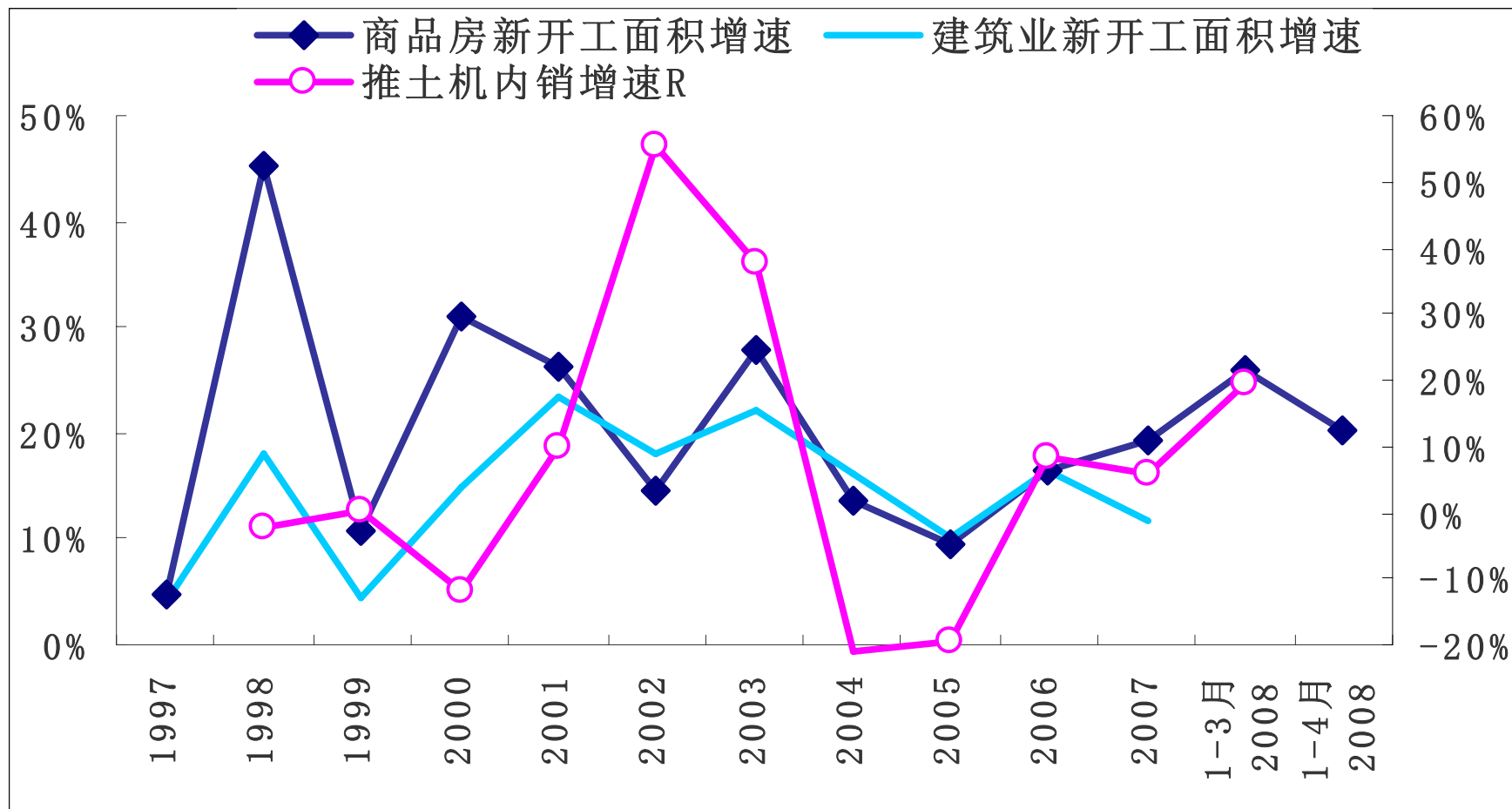
3、通过产品提价，工程机械企业可以部分的转嫁成本，但我们对后续部分产品的提价能力有所担忧。

短期内需方面面临不确定性（1）



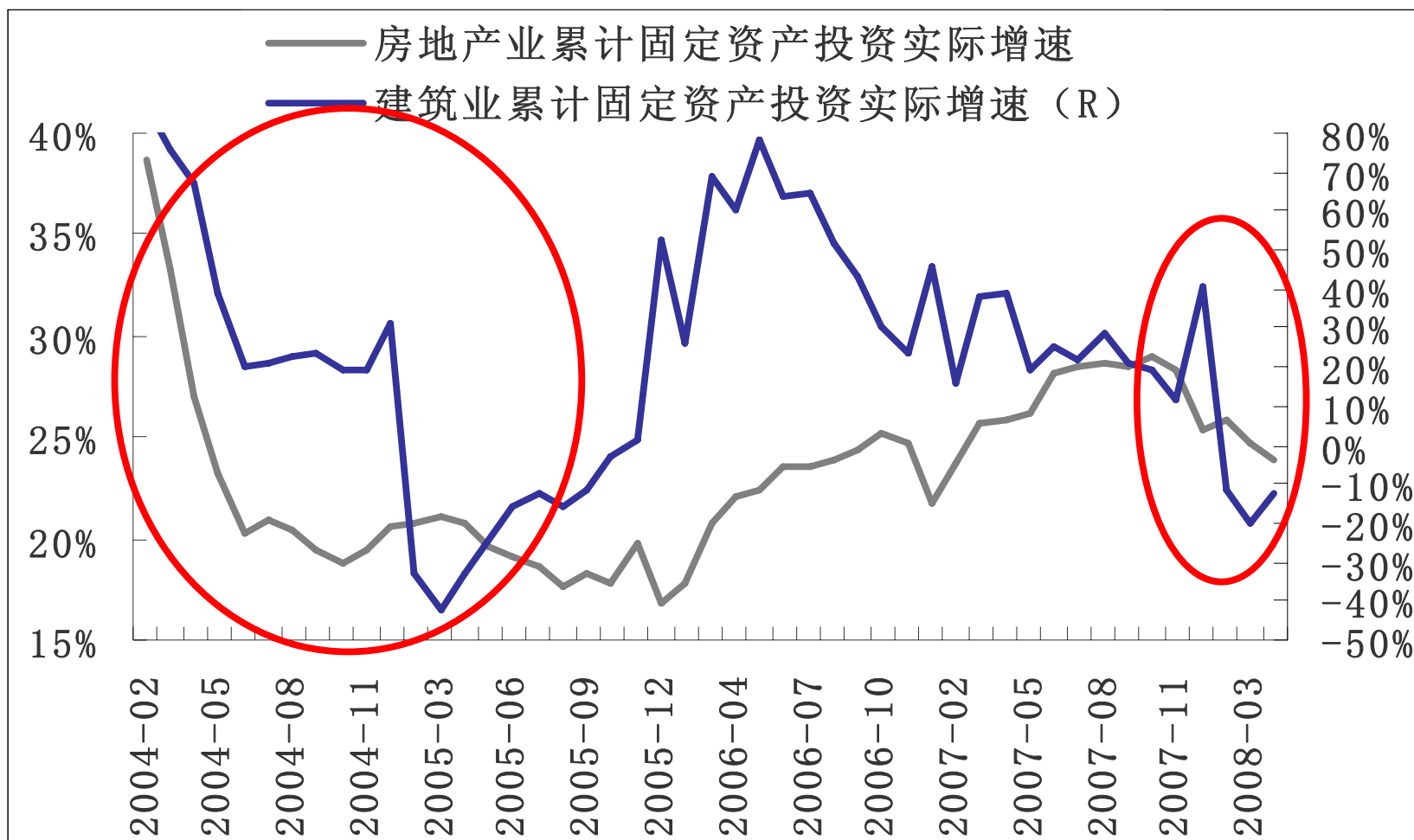
资料来源：CEIC 工程机械工业协会 安信证券研究中心

短期内需方面面临不确定性（2）



资料来源：CEIC 工程机械工业协会 安信证券研究中心

短期内需方面面临不确定性 (3)



资料来源: CEIC 安信证券研究中心

短期内需方面面临不确定性（4）

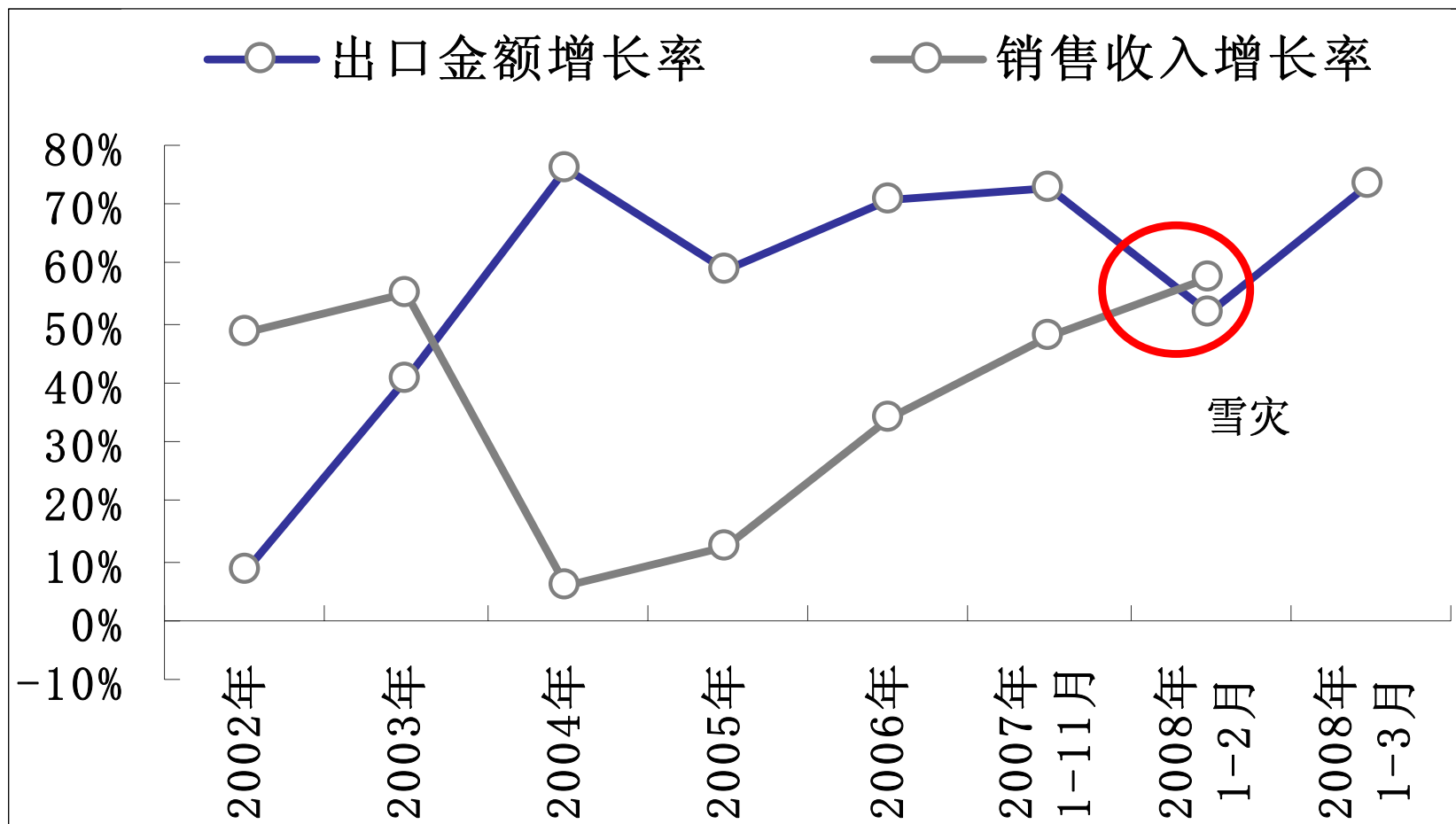
- 1、工程机械产品的国内需求同建筑业与房地产业相关性高；
- 2、目前比较担忧的是下半年房地产与建筑业固定资产投资增速持续下降，这将影响短期国内需求；
- 3、如果房地产与建筑业固定资产投资增速出现类似2004年的情况，工程机械的内需将面临严重挑战，这是比较悲观的情形；
- 4、若下游购买意愿下降，会使得工程机械提价更为困难

工程机械主要整机产品表观消费量一览

单位:台	装载机	73.5KW以上推土机	挖掘机	叉车	轮式起重机	混凝土拖泵
1997年	15705	3379	9202	16303	2738	435
1998年	17296	3158	8753	11892	2539	699
1999年	18991	3154	7437	13679	3081	349
2000年	20748	2844	9234	18809	3997	2040
2001年	26076	3162	13451	28076	4083	1766
2002年	42693	4895	22259	35843	6553	2379
2003年	69723	7084	61392	53391	10162	4101
2004年	90985	5692	49413	56574	12332	8113
2005年	105665	4444	48040	70296	10856	7468
2006年	126455	4797	73697	81750	13190	5421
2007年	150338	5406	91751	115649	NA	NA
2008 Q1	43832	1552	33739	29120	NA	NA

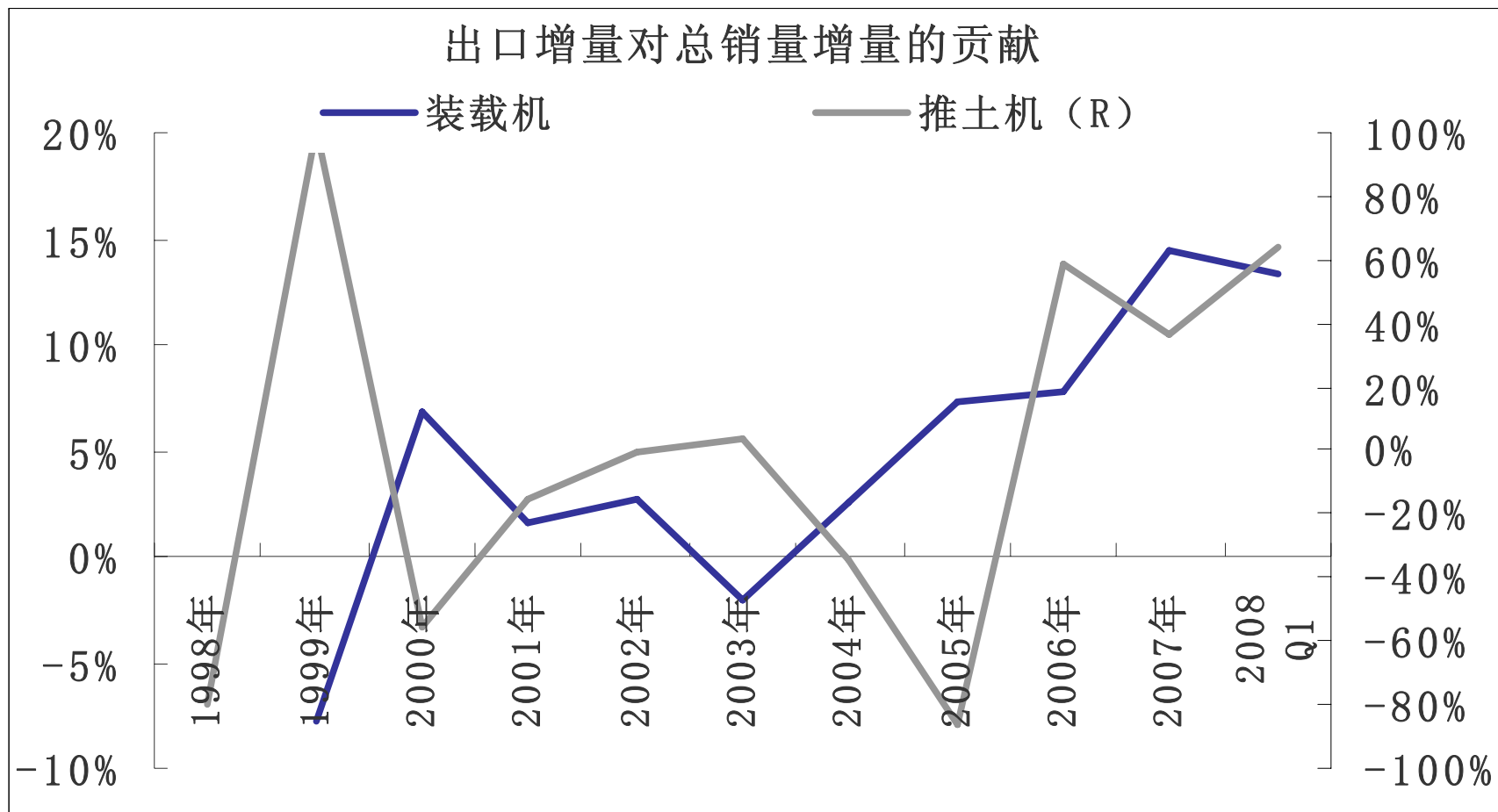
资料来源：工程机械工业协会 安信证券研究中心估算

出口大幅增长逐渐改变行业收入格局



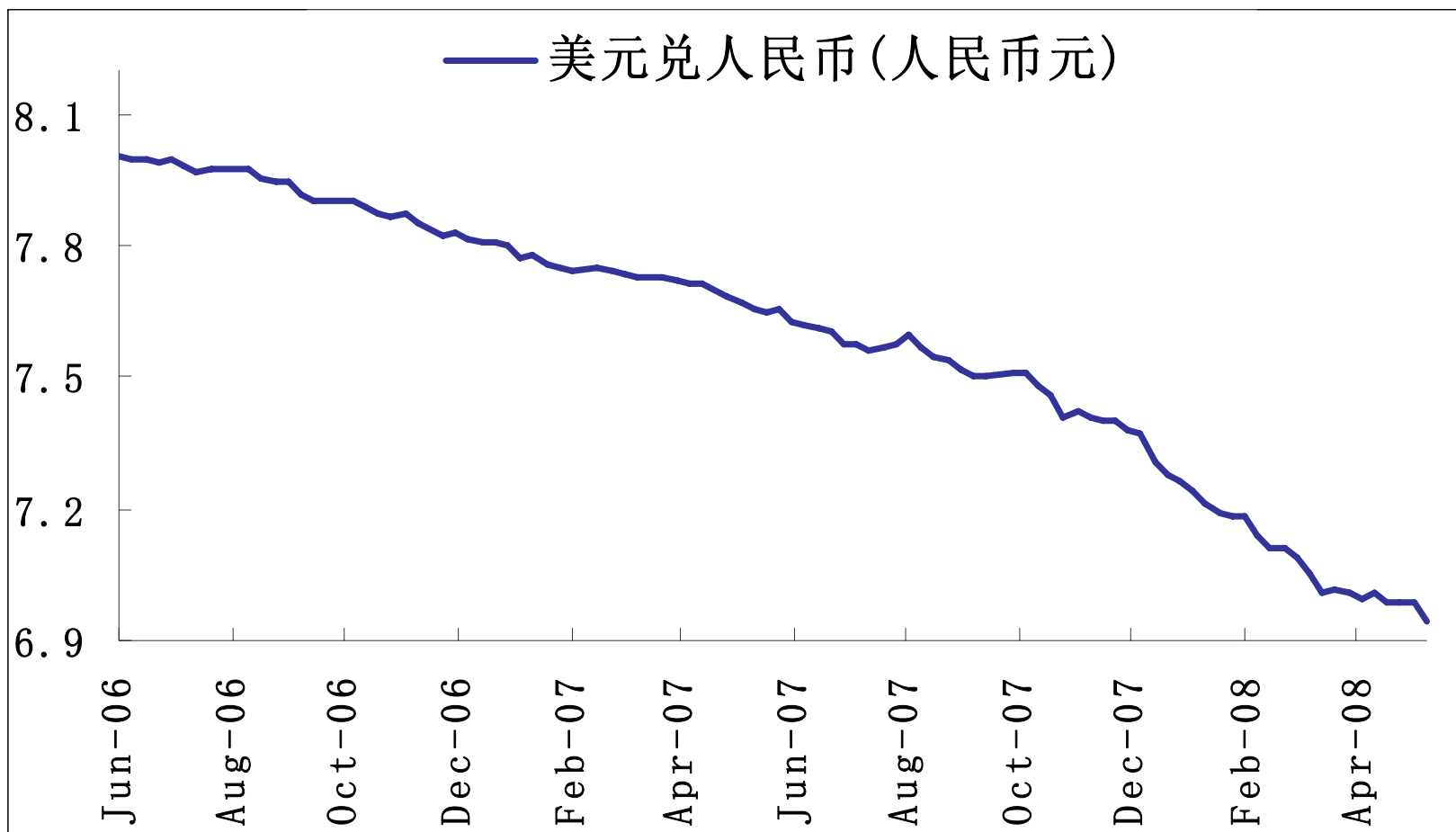
资料来源：工程机械工业协会 安信证券研究中心

出口成重要增量来源



资料来源：工程机械工业协会 安信证券研究中心

人民币加速升值影响出口盈利能力



资料来源: BLOOMBERG 安信证券研究中心

出口毛利率对人民币汇率波动的敏感性分析

主要假设条件

- 1、假定出口业务中，进口配件占成本支出的比重为40%
- 2、除人民币汇率波动外，其他条件不发生变化
- 3、模拟结果表示的是人民币汇率波动造成的出口毛利率的变动情况

出口毛利率对人民币汇率波动的敏感性分析

进口配件占成本支出的比重越高，人民币升值造成的毛利率下降幅度就越小

汇率波动幅度

	-2.10%	5.00%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%
40.00%	-1.80%	-1.44%	-1.08%	-0.72%	-0.36%	
34.00%	-1.98%	-1.58%	-1.19%	-0.79%	-0.40%	
30.00%	-2.10%	-1.68%	-1.26%	-0.84%	-0.42%	
26.00%	-2.22%	-1.78%	-1.33%	-0.89%	-0.44%	
20.00%	-2.40%	-1.92%	-1.44%	-0.96%	-0.48%	

关注资产边界可能发生改变的企业

- 钢价上涨与核心配件受制于人，成本构成“内忧外患”
- 我们对下半年的国内销售部分存在担忧
- 若下游购买意愿下降，会使得工程机械成本转嫁更为困难
- 出口的大幅上升对内需增速的下降起到平滑作用，人民币加速升值影响出口业务的盈利能力
- 短期景气程度面临下滑，行业性的投资机会缺乏，下调行业评级至“同步大市-A”
- 适当关注产品结构调整以及资产边界可能发生改变个股
- 未来行业性的投资机会将主要取决国内销售与出口的能否同时获得较高的增长

重点公司盈利预测与估值
