

工程机械“赌”明天

中债资信 张双双 马小明

截至2013年4月底,中债资信监测的10家上市及发债工程机械企业均披露了2012年年度财务报告和2013年1季度财务报告。除1季度行业回暖程度略弱于预期外,2012年整体行业市场销量数据以及样本企业营运、现金流和偿债指标等方面的表现均基本符合之前的预判。

★工程机械整体弱复苏——

工程机械行业在经历2009年至2011年上半年的快速发展之后进入消化库存阶段,2012年行业景气度下降明显,主要工程机械产品市场需求萎缩,2013年1季度虽部分产品销量跌幅有所收窄,但仍未现明显改观,整体复苏相对较弱。

分产品看,挖掘机和装载机作为土方机械主要类型产品,市场趋势相似,销量增速分别由2011年的6.92%和13.96%降至2012年的-35.03%和-29.46%,2013年1季度,二者销量增幅仍为负,分别为-25.47%和-18.75%,但降幅已呈一定收窄。起重机受下游交通、水利等基建投资建设增速放缓影响,销量增速由2011年的0.89%降至2012年的-35.02%,2013年1季度降幅小幅缩窄至-32.09%。混凝土机械2012年销量增速虽有下降,但整体跌幅仅2%左右,不过其2013年1季度销量跌幅继续扩大。

随着年内后续季度基建投资的回暖,中债资信维持2013年工程机械整体弱复苏的判断,但各产品领域存在一定分化。

2013年整体房地产开发投资将面临一定下降压力。受此影响,下游需求中房地产领域占比相对较高的混凝土机械未来短期内将一定程度上承压,再考虑到工程缩减后期传导效应,未来混凝土机械复苏力度较弱。

基建投资方面,下游铁路投资在2012年4季度提速,2013年1季度亦实现增长;公路投资呈现一定的弱势好转;水利建设2012年及2013年1季度投资增速小幅上升。作为工程机械销量先导指标的基建投资,年内后续几个季度整体或将保持此弱势回暖的态势,从而增大后续对挖掘机、起重机等工程机械产品的需求,这些产品2013年的销量有望实现正增长。

此外,2012年及2013年1季度采矿业固定资产投资增速较2011年分别大幅下滑9.41个百分点和18.45个百分点。由于装载机产品下游需求中采矿业占比最大,因此,采矿业投资增速的大幅降低将使得装载机产品短期内实现好转的难度较大,再考虑到挖掘机对装载机的逐步替代效应,未来装载机市场仍存在一定压力。

★盈利能力或将企稳回升——

尽管工程机械企业通过较多的信用销售促进收入,但仍难掩2011年中拐点以来市场整体下滑的趋势。中债资信选取的10家样本企业2012年全年营业收入总额和利润总额分别同比下降9.96%和30.57%,为近年来首次负增长,基本符合市场预期。2013年1季度全行业样本企业营业收入和利润总额分别下降25.55%和53.55%,跌幅有所扩大。

2012年末样本企业存货总额为416.90亿元,同比增长5.42%,2013年1季度末存货总额进一步增至历史新高450.15亿元,除受行业景气度下滑影响外,亦与去年末对今年春季市场复苏预期过高有关。存货净资产占比虽受2012年净资产增加影响小幅下探至45%,但2013年1季度末随即回升至48%,整体来看库存压力仍较大。

样本企业利润降幅持续高于收入降幅反映了行业盈利的弱化。2012年及2013年1季度,虽然行业营业毛利率相对稳定,分别为19.61%和21.04%,但样本企业平均EBIT利润率下降明显,行业内主要企业在规模优势难以发挥的情况下销售费用、财务费用等费用控制难度加大,样本企业销售费用和管理费用占比较高。

整体来看,2013年随着工程机械行业弱复苏,主要企业收入、利润规模有望实现同比正增长,但由于混凝土机械存在一定复苏压力,且以混凝土机械为主业的一三重工和中联重科在样本企业中所占比重较大,故预计2013年样本企业总收入和利润规模或保持基本稳定。未来几个季度,在企业收紧销售政策的情况下,行业整体盈利能力或将呈现一定企稳回升。

2012年工程机械行业
整体市场需求萎缩明显,10家样本企业年报显示,行业收入规模大幅下滑,整体库存压力较大,期间费用控制难度加大导致盈利能力下降,应收账款仍为企业面临的主要问题。整体看,2013年1季度样本企业数据未见改善。但随着年内后续季度市场的弱势复苏,行业全年收入和盈利规模有望恢复增长,财务杠杆或将基本稳定,偿债指标略有改善。

★应收账款仍为主要问题——

2010年至2011年间,行业信用销售的“疯狂扩张”使工程机械企业应收账款增幅快速提高,经营活动现金流量净额持续流出。2012年下半年开始,三一重工等代表企业的风险控制战略调整,加之考虑到行业年末集中加强收款的惯例,样本企业年末应收账款总额环比当年3季度末下降11.50%。同时,2012年4季度经营活动现金流大为改善,全年净现金流近两年来首次转正。但由于应收账款增速仍快于营业收入增速,2012年行业平均应收账款周转率继续下滑至3.44次,处历史低位,应收账款仍为行业内面临的主要问题。

2013年1季度末,样本企业应收账款增速降至31.16%。而由于行业首季销售未见改善,且加大原材料、零部件采购以备旺季,当期经营活动净现金流为-77.35亿元,流出规模仍较大,改善状态未能持续。未来随着行业库存消化及市场弱势复苏,年内后续季度现金流表现或将实现弱改善,且在企业仍以修复资产负债表为主的背景下,应收账款增速大幅反弹式回升的概率不大。

工程机械企业因银行承兑汇票、银行按揭及融资租赁方式销售机械设备而承担的回购义务规模逐年增加,2012年末回购担保余额增至565.61亿元。根据样本企业年报披露,2012年发生实际回购的总规模为25.95亿元,主要企业发生回购占



比(当年实际发生回购规模/年初存量回购义务规模)基本均在7%以下,或有风险发生概率低于之前市场预期,但整体发生回购占比仍因市场需求萎缩而由上年的4.36%上升至5.12%,客户发生逾期或违约的概率同比增大。

2012年6月末,样本企业全部债务规模一度高达近950亿元,但至2013年1季度末降至912.50亿元,预计随着后续投资支出需求的降低,全部债务规模大幅上涨的概率不大。样本企业2012年末资产负债率和全部债务资本化比率分别同比小幅升至54.93%和42.57%,但环比已有下降,2013年1季度末二指标在小范围内波动,未来企业财务杠杆将总体保持稳定。

近年来,工程机械主要企业不断通过长期债务置换短期债务优化债务结构,2012年末和2013年1季度末样本企业平均短期债务与长期债务的比值已分别降至1.26倍和1.10倍。

短期偿债能力方面,从行业整体来看,现金类资产对短期债务覆盖程度高,短期资金压力不大;长期偿债能力方面,随着样本企业全部债务规模的上升以及盈利能力相对下降,2012年整体长期偿债能力较2011年呈明显弱化。预计随着年内后续季度市场的弱势复苏,2013年全年营业收入和盈利规模有望恢复增长,财务杠杆或将基本稳定,偿债指标略有改善。



毋意 毋必 毋固 毋我

吴益生

“毋意、毋必、毋固、毋我”出自《论语》,说的是孔子行事,不以私意妄自揣测将来的事情。意,指人自己的私意,与“道”相对。时不常地萌发些不合规矩的想法,是人之常情,可若不加克制,这些想法就会自我强化,揣测也就成了“必”然要发生的事。时间长了,想法就会“固”化为成见,甚至成为一种思维和行为方式(“我”)。这就是孔子提出要禁绝“意必固我”的原因。从更深的层面来看,这其实说的是要克服人性中普遍存在的弱点——总以为自己可以预测未来。对于投资者来说,这也是必须铭记的道理。

投资大师彼得·林奇说,做股票投资要具备很多个人素质:耐心、自信、忍耐……但至关重要的是能够抵抗内心中的弱点。在绝大多数的投资者心中,都隐藏着一种自信,觉得自己拥有一种预测股票价格的“超能力”。实际上,市场就如人的情绪,变化无常。在投资者信心满满的时候,市场经常会出乎意料地掉头向下,而在哀鸿遍野之时,市场往往悄然大幅攀升。今年以来

的A股表现即是如此,每次大盘冲上2300点,就有很多人站出来展示对光明前景的信心,可往往事与愿违。

从长期来看,市场的波动有规律可循,但在短期,却往往是不理性的。若投资者抱着自己的“超能力”不放,非要以“意”来揣测涨跌,甚至以为牛市或者熊市“必”然会持续,则往往会碰得头破血流。可尽管他们的这种自信屡屡被现实撞得粉碎,仍有一些人会像电视上天天喋喋不休的“股评家”一样,执著地预测还未出现的行情,坚持做我。还有一些人则从经验中吸取了“教训”,始终告诫自己要避免历史重演,可下一次的情况却永远不会和上次的一模一样。

“意必固我”,说得通俗点就是“跟着感觉走”——适用于艺术创作,却不适用于投资。投资需要约束自己多去研究公司的基本面,多去关注波动中个股价格是否合理,而尽量避免去作“先知”。正如彼得·林奇说的,只要公司的基本面没有什么根本的变化,就一直持有你手中的股票。

私募基金分手简单

好买基金研究中心

私募分家让人耳目一新,不过,吃螃蟹的已经不止一个。捉摸不定的市场成就了不少明星基金经理,但短期的胜利或许不足以在资本市场上站稳脚跟。基于对自己财富的负责,投资者也不可盲目追星。

公募、券商跳私募的例子投资者大都司空见惯,可私募分家却让人耳目一新。日前,私募界大佬重阳投资的总裁莫泰山,离开重阳投资自立门户,成立了自己的私募基金公司——博道投资。

不过,莫泰山并不是第一个吃螃蟹的人。2011年初粤财合赢基金经理刘鹰便离开合赢,成立了上善御富资产管理有限公司,并且将合赢管理的产品改名为春天1号带入新公司;2012年合赢另外一位投资经理曾昭雄于同年3月离开合赢,在深圳组建了明耀投资管理有限公司;新价值的唐雪来也独立门户,成立了自己的财富成长;金中和的邓继军成立了泰达鼎晟。

越来越多的私募基金出现分家现象,私募基金经理的分家会对业绩产生什么样的影响?根据好买研究中心统计,刘鹰管理的春天1号成立于2010年8月,在分家前,春天1号2010年至2011年年初在纳入统计的452只产品中排101名,2011年的业绩排名业内前1/2属于中上游,跌幅14.09%,2012年业绩处于下游。刘鹰目前管理7只私募产品,截至5月3日的最新净值,春天1号今年以来取得12.66%的收益,在905只产品中排名205。随着私募行业的不断崛起,越来越多的私募产品将陆续被投资者关注及接受,刘鹰认为私募长期发展的机会已来临,所以离开合赢,给自己更大的平台和机会。分家后,刘鹰的业绩除2012年排名落后外,其余2年表现都稳定在中上游,显示出其业绩管理水平一定的稳定性。

刘鹰曾经的同事曾昭雄目前在明耀投资管理着4只产品,历史最长的是明耀精选1期,成立于2009年6月,是曾昭雄从合赢离开带走的产品之一。明耀精选1期在2010年取得8.76%的正收益,2011年亏损11.38%,排名前1/2;分家后明耀精选1期在2012年取得0.84%的收益位于排名后1/2,今年以来明耀1期取得17.82%的涨幅,在统计的905只产品中排名86位。分家后明耀精选1期的业绩在2012年出现下滑,但在2013年又回到比较靠前的位置,随着投研团队的逐渐成熟,未来明耀的业绩值得期待。

而唐雪来曾是著名私募新价值投

资有限公司的投资总监,同时也是新价值1期的基金经理,唐雪来管理的产品2008年在73只产品中排名第52,跌幅52.45%;2009年是私募界榜眼,取得了156.66%的收益。2010年6月,唐雪来带着各种耀眼的光环离开新价值,成立了自己的财富成长,第一支产品一周内便募集了3000万元,目前管理着6只产品,其中管理时间最长的财富成长1期成立于2010年7月,2011年跌幅20.12%,2012年跌幅11.93%,成立以来跌幅15.49%,在业内排名落后。

金中和投资公司的首席执行官曾军与邓继军是校友,邓继军管理的金中和西鼎在2008年取得20.08%的正收益,同年沪深300跌幅65.95%,相对收益86.03%,是传统股票类私募产品的状元,这使得邓继军在2008年一举成名;而在2009年,股市走出大幅反弹,沪深300涨幅96.7%,而同年金中和西鼎涨幅36.7%。邓继军于2010年春节前后离开金中和,如今,邓继军管理着2只产品,时间最长的泰达鼎晟1期成立于2011年11月。从业绩走势来看,邓继军的风控能力把握得比较好,业绩与分家前相一致,表现稳健。从分家前2008年的排名第一和2009年的排名后1/4,到如今2012年纳入统计的756只产品中排名504,今年以来在纳入统计的905只产品中排名486。分家后,邓继军管理的产品业绩表现属于中游水平,虽然没有2008年那么抢眼,但连续2年都表现稳健,稳健投资者可以适当关注。

私募的分家,大佬们的悲欢离合除了因为投资理念的不一致外,也可能是背后股权激励的变化导致人心的涣散。私募界最重要的是人,好的产品、业绩得益于人的管理,而由人经营出来的业绩可谓是三十年河东三十年河西,市场的这种捉摸不定、变幻无常成就了不少大佬,为投资者创造了巨量的财富增值,同时也淘汰了一些曾经风光一时的产品及基金经理,短期的胜利在资本市场上是站不住脚的,投资者不可盲目追星,即使在明星基金经理自立门户之时也要关注其以前产品的业绩,辨别其投资风格及风险管理能力,对自己的财富认真负责。

