

| 证券研究报告 |

# 国改持续深化，关注机械板块央国企投资机会

——机械行业央国企专题报告

2024.04.20

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

- **国企改革助推央企估值重塑。**十八届三中全会以来，国企改革深入实施，国有企业提质增效成果显著。2023年起，国资委开展新一轮国企改革深化提升行动，2024年国务院发布新“国九条”，加强对企业市值管理的指引和监管，看好机械板块央企内在价值提升与市场表现。央企投资价值愈加受到市场关注，国改背景下，可以从五点逻辑梳理机械板块央企估值模型的重塑。其中包括**基本面因素、科技创新因素、市值管理因素、整合重组因素和ESG因素**共五点逻辑。
- **从政策出发，从五点逻辑梳理机械板块央企的投资价值。**①**基本面因素**：央企是国民经济压舱石，央企相比民企更加具备逆周期性。国产化率持续提升，海外市场拓展顺利，为业绩回暖提供支撑。行业利好因素聚集，发改委推动大规模设备更新，机械行业有望回暖。②**科技创新因素**：新质生产力被密集点题，在政策引导下，机械央企有望加大研发投入强度，加快发展新质生产力。重点关注具备优质研发能力和战略新兴产业布局的机械央企。③**市值管理因素**：国资委全面推开市值管理考核，主动型市值管理有望修复央企估值水平，其中高股息策略的防御属性具有较高性价比，推荐关注高股息低估值的机械央企。④**整合重组因素**：中央多次表态支持央企通过重组优化产业结构，聚焦主业或强化战略新兴产业布局，进而提升价值实现能力。推荐关注有重组计划的机械央企。⑤**ESG因素**：国企改革与ESG概念相辅相成，机械央企践行ESG理念，在ESG估值逻辑下更易得到市场青睐。
- **投资逻辑以高股息策略为核心。**具体筛选标准为：①机械板块央企；②2024年预测股息率大于3%；③2024年、2025预期盈利增速大于10%；④近3年平均ROE大于5%。同时关注有整合重组计划，市值管理措施，股权激励计划，自主创新成果或新兴产业布局，“一带一路”布局，ESG等增长点的企业。
- **建议关注**：①**徐工机械**：工程机械老牌龙头，新兴产业拓展顺利；②**郑煤机**：煤机行业龙头，汽零板块布局新能源赛道；③**中联重科**：推进智能化转型，高机板块快速发展；④**宁波精达**：布局精密压力机与微通道设备，受益新能源车行业发展；⑤**陕鼓动力**：透平机械龙头，压缩空气储能技术领军者。⑥**山推股份**：国内推土机行业龙头，大马力产品出口盈利改善；⑦**物产金轮**：纺织梳理器材龙头，不锈钢装饰板景气可期；⑧**赢合科技**：锂电设备领先供应商，电子烟业务快速增长
- **风险提示**：政策推进不及预期；行业需求复苏不及预期；海外市场发展不及预期；相关标的业务进展不及预期；相关标的业绩不及预期；研报使用的信息存在更新不及时风险。

# 目录

## CONTENTS

- ① 国改驱动央国企提质增效
- ② 推荐机械央国企的五点逻辑
- ③ 投资策略



1

# 国改驱动央国企提质增效

领先 | 深度

## 1.1、国企改革助力央国企提质增效

- 国企改革持续深入，顶层设计落实，促进央国企提质增效。2013年以前，国企改革的重点是将央国企转型为独立的市场竞争个体，通过推行现代企业制度，增强央国企的市场竞争力。2013年十八届三中全会开启了国企改革的全面深化阶段。国务院逐步构建起国企改革“1+N”政策体系，完善央国企的功能界定，以分类改革为前提，重点发展混合所有制经济，并且通过“改革试点”、“双百行动”、“国改三年行动方案”等对顶层设计进行全面落实。至2022年，国改三年行动顺利收官，党的二十大后，中央开始筹备新一轮国企改革深化提升行动。

图表1：重要国改政策节点

2023年 6月	■ 《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》，切实发挥国有企业在建设现代化产业体系，构建新发展格局中的科技创新，产业控制，安全支撑作用。
2022年 10月	■ 《中共二十大报告》，要深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。
2020年 6月	■ 《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，中国特色现代企业制度和国资监管体制更加成熟定型，深入推进国有企业市场化经营机制改革，布局结构优化调整。
2018年 8月	■ 《国企改革“双百行动”工作方案》，落实“1+N”政策体系的综合性改革，以此打造一批国有企业改革典范，发挥示范效应，实现改革由点到面的铺开。
2015年 8月	■ 《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》，是国企改革“1+N”政策体系的纲领性文件，此后陆续出台配套方案，不断完善顶层设计。
2013年 11月	■ 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，以管资本为主加强国有资产监管，推动国有企业完善现代企业制度，进一步深化国有企业改革。

来源：国资委，中国政府网，中泰证券研究所

## 1.1、国企改革助力央国企提质增效

□ 国改深化提升行动启动，强调优化资源配置和新兴产业布局。2023年6月，中办国办联合印发《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》标志新一轮国改深化行动启动，本轮国改聚焦提高企业核心竞争力和增强核心功能。改革重点包括：1 突出央国企科技引领作用，加快发展新质生产力。2 加大整合重组力度，引导企业做强主业。3 加快战略性新兴产业布局，补短板强弱项。4 完善国资监管体制，优化央企考核机制。此外，新“国九条”强调“推动上市公司提升投资价值”，明确支持企业开展市值管理，鼓励聚焦主业，以及通过并购重组、股权激励等方式提高发展质量。

**图表2：近两年国改相关政策**

时间	机构	文件/会议	主要内容
2024年4月	国务院	《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	严格上市公司持续监管。 <b>强化上市公司现金分红监管</b> 。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。 <b>推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引</b> 。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。
2024年1月	国资委	《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》	加强重大资产评估项目管理，提高中央企业评估项目管理工作质量和效率。 <b>明确8类可以不进行资产评估的情形</b> ，既有效维护国有资产权益，又合理降低企业改革重组成本。确定5类可以进行估值的情形，规范中央企业资产评估项目管理。
2024年1月	国资委	中央企业、地方国资委考核分配工作会议	各中央企业要更加突出精准有效，推动“一企一策”考核全面实施， <b>全面推开上市公司市值管理考核</b> 。
2023年10月	国资委	《深入实施国有企业改革深化提升行动》	积极布局产业新赛道，大力培育发展新动能，促进加快形成自主可控的现代化产业体系，加大在 <b>高端装备</b> 、绿色环保等产业投资力度，在集成电路、 <b>工业母机</b> 等领域补短板强弱项。
2023年4月	国资委	《关于开展对标世界一流企业价值创造行动的通知》	到2025年，国有企业价值创造体系基本完善，部分国有重点企业 <b>价值创造能力达到世界一流水平</b> 。通过价值创造，推动国有企业高质量发展的根基更加牢固、长期价值的实现能力更加强劲、国有企业为经济社会发展作出的贡献更大。
2023年1月	国资委	中央企业负责人会议	国资委将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“ <b>一利五率</b> ”，提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。
2022年5月	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	<b>分类推进上市平台建设，形成梯次发展格局</b> 。做强做优一批，调整盘活一批，培育储备一批。

来源：国资委，中泰证券研究所

## 1.2、优化央企经营指标体系：从做大规模向提升质量转变

- 经营指标优化，“一利五率”体系更加强调经营质量提升。2023年，央企经营指标体系更新为“一利五率”。净资产收益率衡量企业权益资本的投入产出效率，用净资产收益率替换净利润指标，推动央企提升投入产出效率，改善为股东创造价值的的能力。用营业现金比率替换营业收入利润率，首次强调现金指标，要求企业关注现金流安全。研发投入持续纳入考核，新一轮国改将对央国企的创新引领作用提出更高要求。整体来看，指标优化体现了考核的侧重点由做大规模转向提升质量。

**图表3：央企经营指标及具体要求**

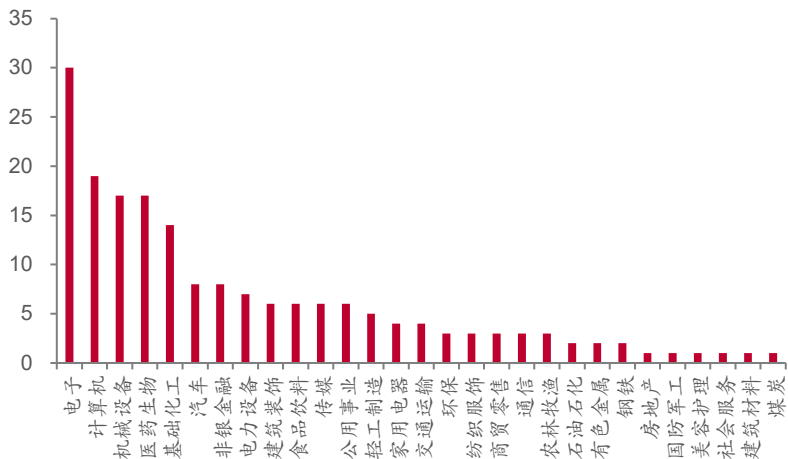
时间	指标	要点总结
2020	两利三率 净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度	<b>新增营收利润率、研发（R&amp;D）经费投入强度指标</b> ，引导企业更好实现高质量发展。2022年，中央企业全年实现净利润1.4万亿元，同比增长2.1%，平均资产负债率为64.5%，同比下降了0.5个百分点，全年研发经费投入同比增长11.3%，研发经费投入强度同比提高了0.3个百分点。
2021	两利四率 净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标	<b>新增全员劳动生产率的考核指标</b> ，考察央企每位员工在单位时间为企业创造的营业收入，要求切实提高企业运营效率。2021年，央企实现利润同比增长30.3%，净利润同比增长29.8%，营业收入利润率6.8%，全员劳动生产率人均达到69.4万元，同比增长17.5%，资产负债率保持稳定，年末资产负债率64.9%，研发经费投入同比增长16.1%。
2022	两利四率+两增一控三提高 净利润、利润总额、营业收入利润率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标	目标是利润总额和净利润增速 <b>高于国民经济增速</b> ；资产负债率要控制在65%以内；进一步提高营业收入利润率、全员劳动生产率、研发投入力度。2022年利润总额、净利润分别同比增长5.5%、5%；研发经费投入强度保持稳定，全员劳动生产率同比增长，资产负债率控制在65%以内，营业收入利润率保持在较好水平。
2023	一利五率+一增一稳四提升 净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标	用 <b>净资产收益率</b> 替换净利润指标，衡量企业权益资本的投入产出效率，反映企业 <b>为股东创造价值的的能力</b> ，用 <b>营业现金比率</b> 替换营业收入利润率指标，推动央企更加关注 <b>现金流的安全和可持续投资能力</b> 的提升。
2024	一利五率+一利稳定增长，五率持续优化 净资产收益率、利润总额、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标	目标是中央企业 <b>效益稳步提升</b> ，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善， <b>研发投入强度和科技产出效率持续提高</b> ，整体资产负债率保持稳定。

来源：公开资料，中泰证券研究所

## 1.3、市值管理纳入考核：客观评价央国企市值管理成效

- 国资委多次提及市值管理考核，有助改善央国企市场表现。**2024年1月，国资委提出将市值管理成效纳入对中央企业负责人的业绩考核，引导企业不断优化经营质量并完善主动型市值管理工作。央企此前对于市值管理缺乏主动性，估值折损较高，此后央企负责人利益与央企市值挂钩，央国企将更加注重分红、回购、增持等市值管理举措，有利于引导投资者预期，改善市场表现。
- 市值管理考核有望促进央国企估值修复，中长期提质增效。**中证红利全收益指数中，中央企业与地方国企合计占比70%，该指数选取高分红企业，其跑赢全A指数，反映高分红企业更受市场青睐。市值管理措施带动一段行情上涨，促进央国企估值修复。长期来看，市场对企业业绩的评价会反应在价格中，市值管理纳入考核的政策疏通了市场监督路径，要求央国企同时抓好经营质量和市值管理，中长期内促进内在价值和市场价格共同提升，形成良性循环，助力企业提质增效。

图表4：央国企股票回购相关动态统计（家）



图表5：中证红利全收益指数跑赢wind全A指数 (%)



来源：iFind，中泰证券研究所（注，图表根据SW2021行业分类整理，时间区间为23/1/1-24/4/19）

来源：Wind，中泰证券研究所





2

# 推荐机械央国企的五点逻辑

领先 | 深度

## 2.1、央国企投资价值初步重塑

□ 机械央国企股票池选自申万（2014）机械设备和申万（2021）机械设备分类的并集，共149家企业，这里所选标的公司属性涵盖了中央国有企业，地方国有企业和公众企业。

图表6：机械央国企票池

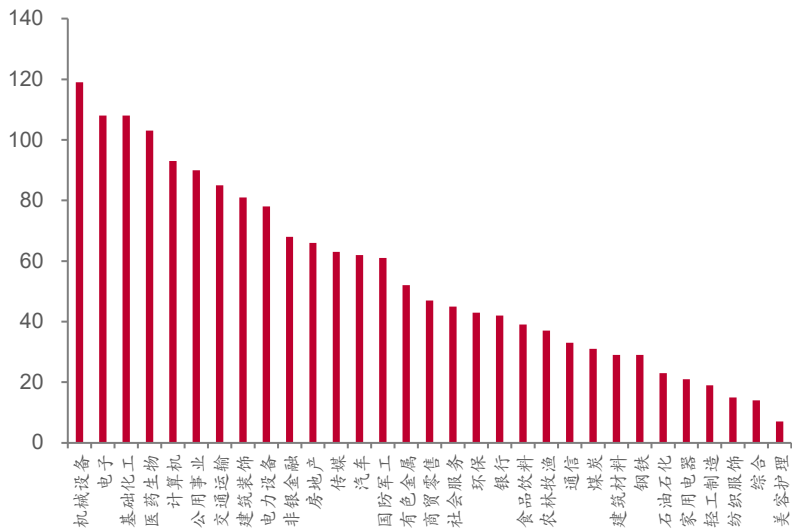
证券代码	证券简称	公司属性	证券代码	证券简称	公司属性	证券代码	证券简称	公司属性	证券代码	证券简称	公司属性
000551.SZ	创元科技	地方国有企业	835579.BJ	机科股份	中央国有企业	300011.SZ	鼎汉技术	地方国有企业	600843.SH	上工中贝	公众企业
000570.SZ	苏常农A	地方国有企业	301559.SZ	中集环科	公众企业	300024.SZ	机器人	中央国有企业	600860.SH	京城股份	地方国有企业
000880.SZ	潍柴重机	地方国有企业	301303.SZ	真兰仪表	公众企业	300091.SZ	金通灵	地方国有企业	600894.SH	广日股份	地方国有企业
000901.SZ	航天科技	中央国有企业	000008.SZ	神州高铁	中央国有企业	300097.SZ	智云股份	公众企业	600984.SH	建设机械	地方国有企业
002366.SZ	融发核电	地方国有企业	000039.SZ	中集集团	公众企业	300145.SZ	中金环境	地方国有企业	600992.SH	贵绳股份	地方国有企业
002480.SZ	新筑股份	地方国有企业	000157.SZ	中联重科	公众企业	300201.SZ	海伦哲	公众企业	601038.SH	一拖股份	中央国有企业
002564.SZ	*ST天沃	地方国有企业	000410.SZ	沈阳机床	中央国有企业	300228.SZ	富瑞特装	公众企业	601106.SH	中国一重	中央国有企业
002722.SZ	物产金轮	地方国有企业	000425.SZ	徐工机械	地方国有企业	300278.SZ	华昌达	公众企业	601177.SH	杭齿前进	地方国有企业
200570.SZ	苏常农B	地方国有企业	000528.SZ	柳工	地方国有企业	300281.SZ	金明精机	地方国有企业	601369.SH	陆鼓动力	地方国有企业
300080.SZ	易成新能	地方国有企业	000530.SZ	冰山冷热	公众企业	300370.SZ	安控科技	地方国有企业	601399.SH	国机重装	中央国有企业
300114.SZ	中航电测	中央国有企业	000595.SZ	宝塔实业	地方国有企业	300402.SZ	宝色股份	地方国有企业	601608.SH	中信重工	中央国有企业
300173.SZ	福能东方	地方国有企业	000680.SZ	山推股份	地方国有企业	300411.SZ	金盾股份	公众企业	601717.SH	郑煤机	公众企业
300210.SZ	森远股份	公众企业	000777.SZ	中核科技	中央国有企业	300486.SZ	东杰智能	地方国有企业	601766.SH	中国中车	中央国有企业
300341.SZ	麦克奥迪	地方国有企业	000811.SZ	冰轮环境	地方国有企业	300499.SZ	高澜股份	公众企业	601798.SH	蓝科高新	中央国有企业
300385.SZ	雪浪环境	地方国有企业	000837.SZ	秦川机床	地方国有企业	300540.SZ	蜀道装备	地方国有企业	603025.SH	大豪科技	地方国有企业
300410.SZ	正业科技	地方国有企业	000852.SZ	石化机械	中央国有企业	300557.SZ	理工光科	中央国有企业	603028.SH	赛福天	地方国有企业
300457.SZ	赢合科技	地方国有企业	000856.SZ	冀东装备	地方国有企业	300747.SZ	锐科激光	中央国有企业	603036.SH	如通股份	公众企业
600218.SH	金柴动力	地方国有企业	000925.SZ	众合科技	公众企业	301048.SZ	金鹰重工	中央国有企业	603088.SH	宁波精达	地方国有企业
600388.SH	龙净环保	地方国有企业	000988.SZ	华工科技	地方国有企业	600114.SH	东睦股份	公众企业	603100.SH	川仪股份	地方国有企业
600526.SH	菲达环保	地方国有企业	002021.SZ	*ST中捷	地方国有企业	600169.SH	太原重工	地方国有企业	603111.SH	康尼机电	公众企业
600841.SH	动力新科	地方国有企业	002046.SZ	国机精工	中央国有企业	600172.SH	黄河旋风	地方国有企业	603169.SH	兰石重装	地方国有企业
603318.SH	水发燃气	地方国有企业	002097.SZ	山河智能	地方国有企业	600262.SH	北方股份	中央国有企业	603698.SH	航天工程	中央国有企业
603985.SH	恒润股份	地方国有企业	002204.SZ	大连重工	地方国有企业	600302.SH	标准股份	地方国有企业	603789.SH	星昊农机	公众企业
688012.SH	中微公司	公众企业	002278.SZ	神开股份	公众企业	600320.SH	振华重工	中央国有企业	688009.SH	中国通号	中央国有企业
688037.SH	芯源微	公众企业	002282.SZ	博深股份	地方国有企业	600444.SH	国机通用	中央国有企业	688015.SH	交控科技	公众企业
900920.SH	动力B股	地方国有企业	002430.SZ	杭氧股份	地方国有企业	600495.SH	晋西车轴	中央国有企业	688128.SH	中国电研	中央国有企业
688485.SH	九州一轨	公众企业	002483.SZ	湘邦股份	地方国有企业	600499.SH	科达制造	公众企业	688165.SH	埃夫特-U	地方国有企业
200530.SZ	冰山B	公众企业	002490.SZ	山东墨龙	地方国有企业	600501.SH	航天晨光	中央国有企业	688425.SH	铁建重工	中央国有企业
900924.SH	上工B股	公众企业	002523.SZ	天桥起重	地方国有企业	600528.SH	中铁工业	中央国有企业	688569.SH	铁科轨道	中央国有企业
900925.SH	机电B股	地方国有企业	002552.SZ	宝鼎科技	地方国有企业	600558.SH	大西洋	地方国有企业	688285.SH	高铁电气	中央国有企业
900947.SH	振华B股	中央国有企业	002559.SZ	亚威股份	公众企业	600560.SH	金自天正	中央国有企业	000927.SZ	中国铁物	中央国有企业
301137.SZ	哈焊华通	中央国有企业	002598.SZ	山东章鼓	地方国有企业	600579.SH	克劳斯	中央国有企业	002445.SZ	中南文化	地方国有企业
301311.SZ	昆船智能	中央国有企业	002686.SZ	亿利达	地方国有企业	600582.SH	天地科技	中央国有企业	300466.SZ	赛摩智能	地方国有企业
834599.BJ	同力股份	公众企业	002786.SZ	银宝山新	中央国有企业	600592.SH	龙溪股份	地方国有企业	600202.SH	哈空调	地方国有企业
688570.SH	天玛智控	中央国有企业	002819.SZ	东方中科	中央国有企业	600761.SH	安徽合力	地方国有企业	600343.SH	航天动力	中央国有企业
688459.SH	哈铁科技	中央国有企业	002960.SZ	青岛消防	公众企业	600815.SH	厦工股份	地方国有企业	600783.SH	鲁信创投	地方国有企业
688187.SH	时代电气	中央国有企业	300004.SZ	南风股份	地方国有企业	600835.SH	上海机电	地方国有企业	688648.SH	中邮科技	中央国有企业
603082.SH	北自科技	中央国有企业									

来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.1、央国企投资价值初步重塑

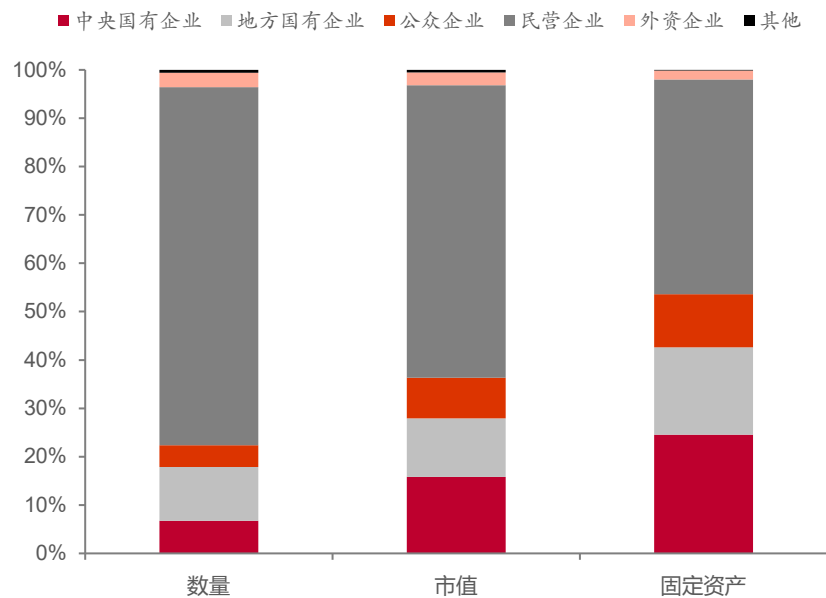
□ 机械行业中，央国企呈现数量占比小、市值占比和资产占比大的特征。机械行业上市企业共666家，中央国有企业/地方国有企业/公众企业，分别有45/74家/30家，数量合计占比22.37%，市值合计占比为34.41%，固定资产合计占比为55.68%。各行业中，机械行业的央国企数量排名第一。机械板块中，央国企相比民企呈现数量少，规模大的特征，央国企价值实现能力直接影响机械板块整体市场表现。

图表7：各行业上市企业中，机械行业央国企数量排名第一



来源：Wind，中泰证券研究所（注：表格统计范围包括中央企业、地方国有企业和公众企业）

图表8：机械行业中，央国企数量占比小，总市值和固定资产占比较大

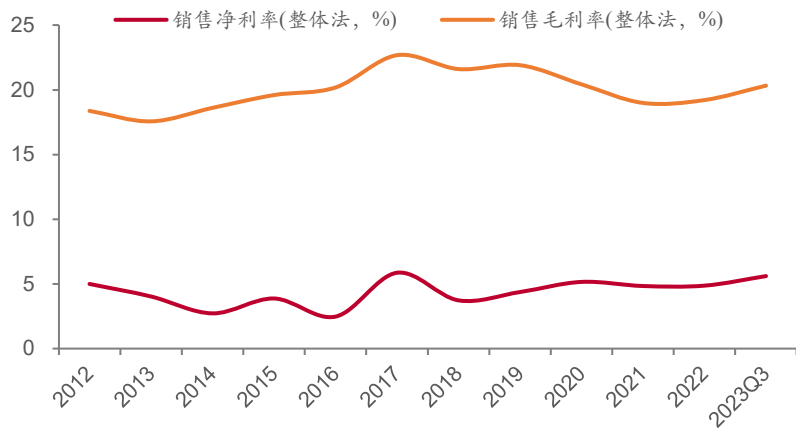


来源：Wind，中泰证券研究所，“其他”指Wind公司属性中的集体企业和其他企业

## 2.1、央企投资价值初步重塑

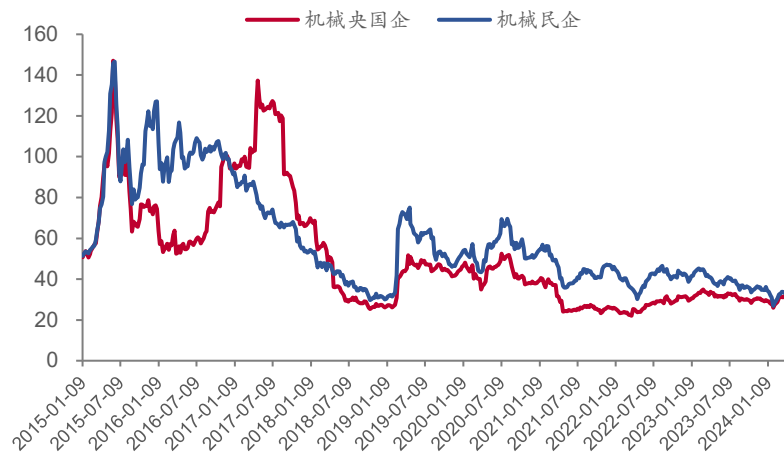
- 机械央企估值偏低，盈利能力稳定，具备估值修复潜力。**从市盈率比较来看，机械央企/机械民企业的整体市盈率分别为31.67/32.93倍，中位数分别为20.41/27.95倍，机械行业央企估值水平下滑至历史较低水平，存在较大的修复空间。央企的毛利率和净利率稳定，2023Q3的ROE（TTM，整体法）为5.12%，低于民企的8.50%，央企资产负债率较高，但杠杆未能有效转化为盈利能力，体现经营效率有待提升。政策驱动下，机械央企基本面修复和提质增效将支撑估值修复空间。
- 打破刻板印象，国改驱动央企估值模型重塑。**传统行业央企处在成熟市场，投资者对其创新性不足，效率低的印象以及投资者关系重视程度不足是其长期估值偏低的重要原因，对于此类成熟市场估值需要新模型。主动市值管理将引导央企估值修复行情，结合加强创新引领、完善市场化经营机制和整合重组等国改政策，预计推动央企估值模型重塑。

图表9：机械央企毛利率、净利率稳定



来源：Wind，泰证券研究所

图表10：机械央企与机械民企市盈率（TTM）

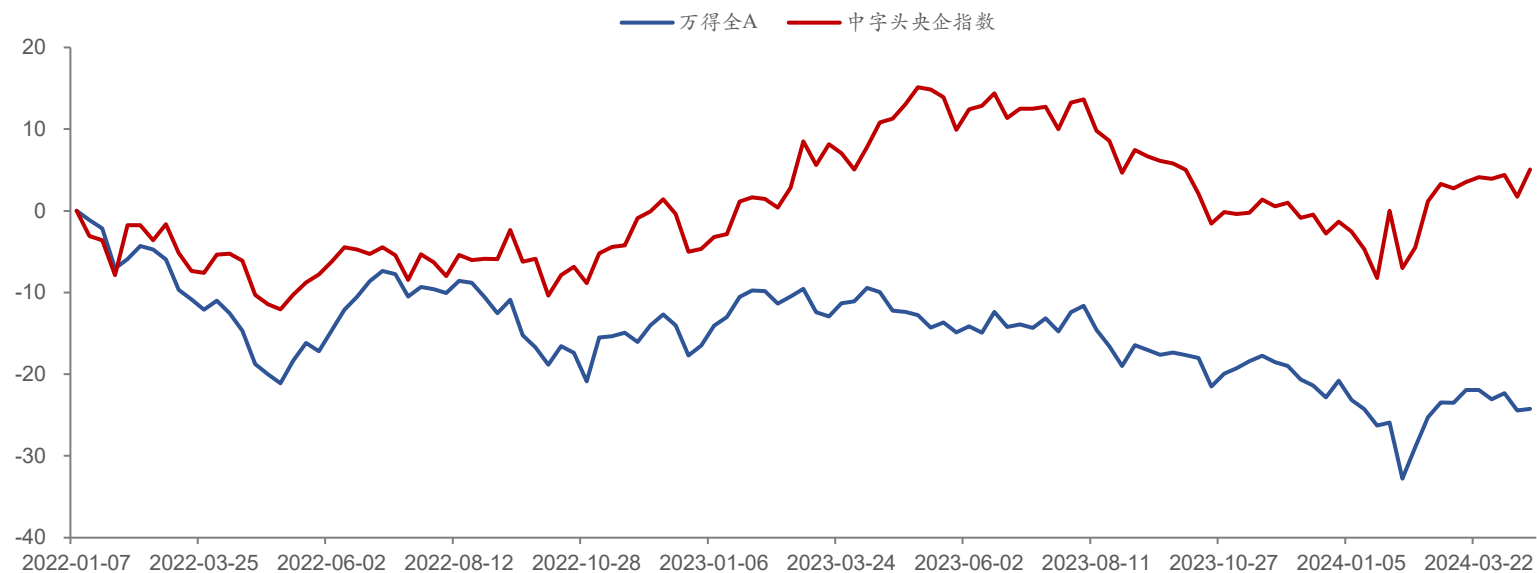


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.1、央国企投资价值初步重塑

- 中字头央企指数领跑全A指数，央国企投资价值初步凸显。2022年以来，国改政策频出，三年行动方案顺利收官，央企价值创造能力不断提升，中字头央企指数明显跑赢万得全A指数，反应出国内市场对于央国企的认可度较高。2023年8月以后，市场整体降温，但中字头央企指数仍能跑赢万得全A指数。央国企取得市值初步修复，长期估值重塑仍需要基本面支撑和估值模型的优化。

图表11：中字头央企指数跑赢同期wind全A指数 (%)

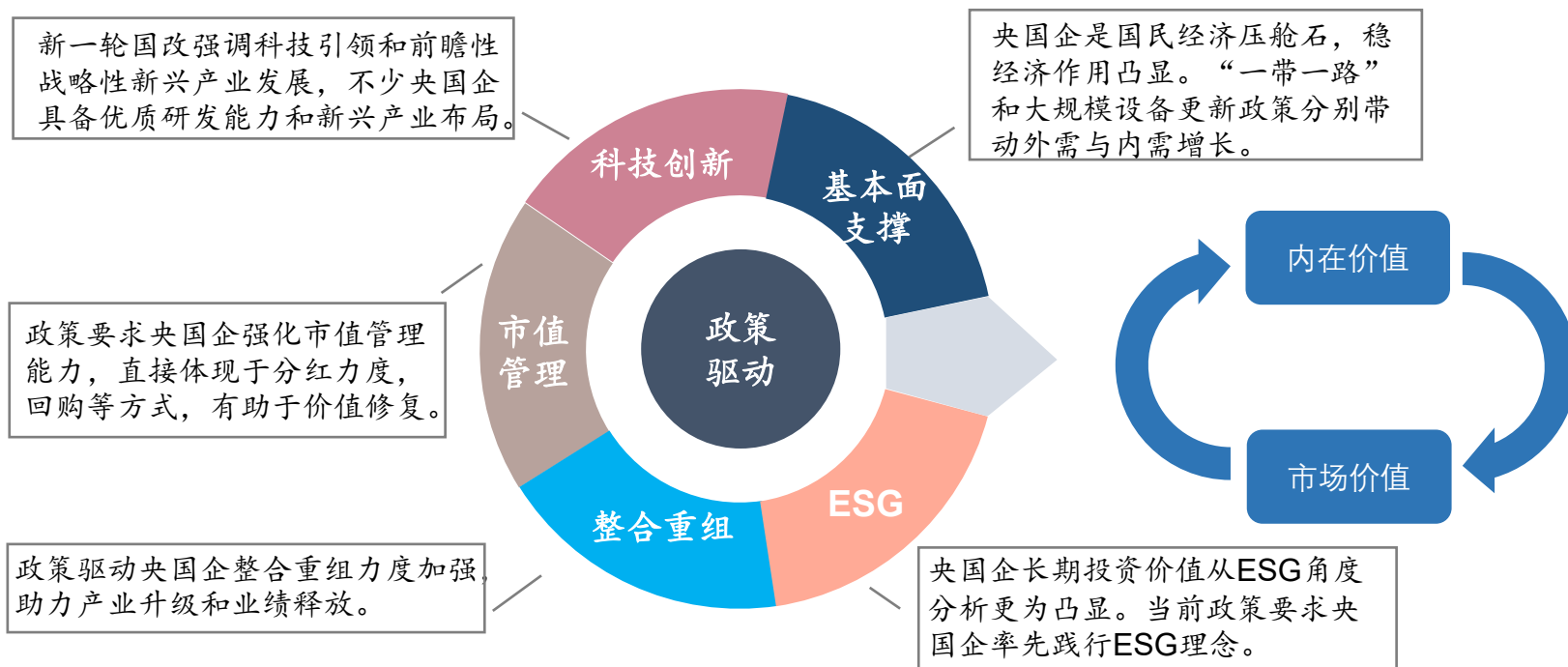


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.2、重点关注机械央国企的五点逻辑

- 机械央国企乘国改东风，从五点逻辑重审央国企投资价值。央国企已初步重塑投资价值，市场关注度不断提升。国改以来，机械央国企在提升经营质量和优化布局结构等方面成效显著，考虑机械央国企的估值模型重塑时，可以将基本面、科技创新、市值管理、整合重组和ESG共五点逻辑纳入考量。

图表12：政策驱动五条逻辑线并进，央国企内在价值提升和市场价格重塑良性循环

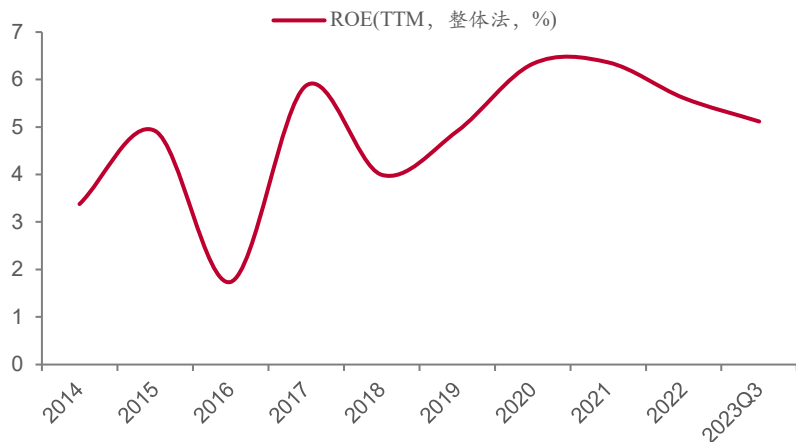


来源：中泰证券研究所

## 2.3、基本面支撑：国民经济压舱石

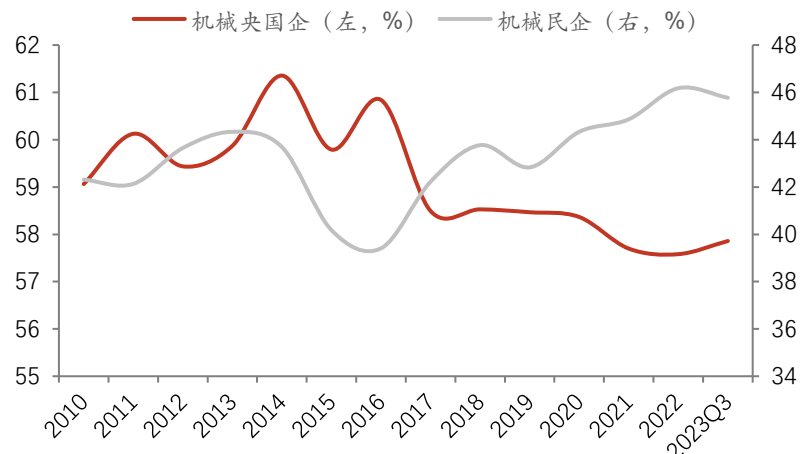
- 央国企是国民经济压舱石和稳定器。央国企作为国之重器，为国民经济平稳运行提供保障。国改以来，央国企盈利能力稳定增长，疫情期间优先复工复产，成为国民经济压舱石。央国企承担着逆周期投资提振经济的任务。将机械行业央国企与民企进行比较，可以发现，央国企的逆周期投资以保持经济平稳运行的作用凸显。
- 股权财政转型要求央国企价值创造能力进一步提升。央国企价值重塑的重要背景是国家土地财政走弱，需要从土地财政向股权财政转型，提振央国企经营效益和市值价值成为纾困方案。央国企盈利能力优化是一个长期目标，预期国改政策将持续加码，引导央国企投资价值不断提升。

图表13：机械央国企ROE表现



来源：Wind，中泰证券研究所

图表14：从资产负债率看央国企逆周期性

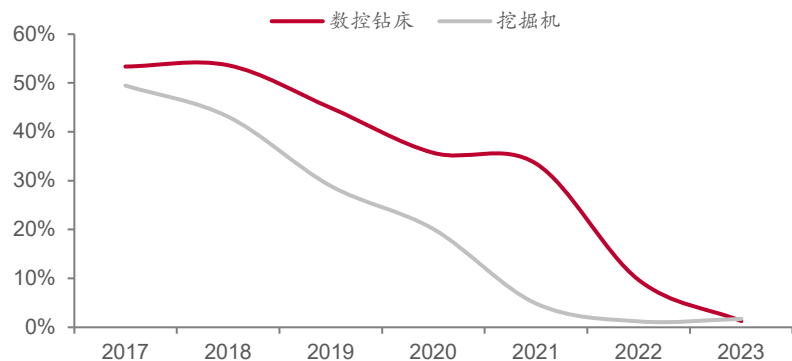


来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.3、基本面支撑：国内市场基础扎实

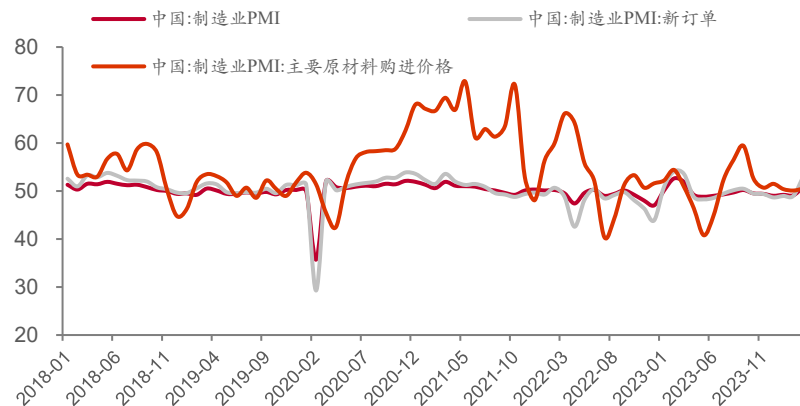
- 国内**市场基础不断夯实，国产替代成为重要增长点**。党的二十大报告明确提出，要着力提升产业链供应链韧性和安全水平，国产替代成为机械央国企重要增长点。以数控钻床/挖掘机这两个机械行业代表性产品为例，其进口占进出口总额比重逐年下降，反映国产替代成效显著。机械行业中，主要设备国产化率持续提升，中长期成长机会来自高端机床/机器人核心零部件等高端产品的国产替代。
- 发改委推动大规模设备更新，机械行业利好因素不断聚集**。降准降息，减税降费等政策组合拳有望提振市场信心。机械行业原材料价格趋稳，成本带动毛利率提升。2024年3月，国家发改委表示要推动大规模设备更新，预计2024年设备更新需求进一步扩大，具备5万亿以上的市场空间。工程机械、农业机械、工业母机、轨交设备等行业有望受益此次设备更新重大部署。

图表15：进口占进出口总额比重下降



来源：Wind，中泰证券研究所

图表16：PMI、PMI新订单、PMI原材料价格情况



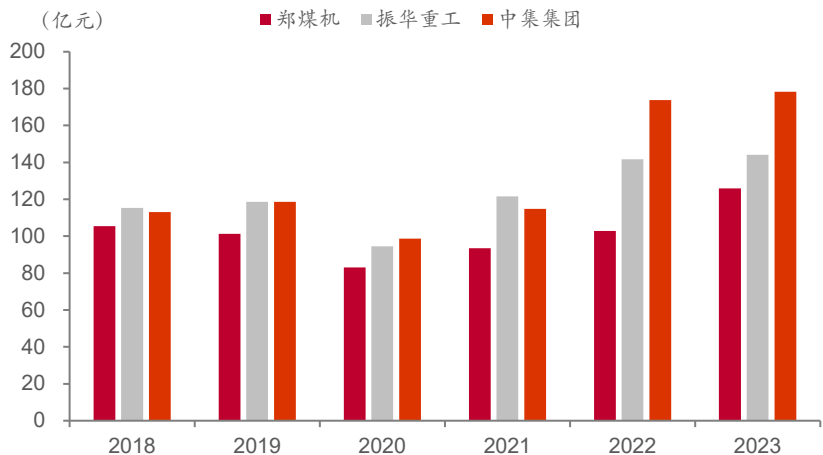
来源：Wind，中泰证券研究所



## 2.3、基本面支撑：海外市场拓展顺利

- 机械行业海外业务进入增长快车道。**技术突破和高性价比推动海外市场拓展。2021年以后，国际形势叠加国内政策激励，机械行业出口业务回暖。2023年，机械工业累计进出口总额1.09万亿美元，同比增长1.7%，其中出口7830.2亿美元，同比增长5.8%。疫情影响衰减，需求回暖，机械央国企主要企业海外业务恢复增长，预计2024年继续保持增长态势。
- “一带一路”逻辑持续演绎，带动机械央国企业绩改善。**据中国机械工业联合会统计，2023年机械工业对共建“一带一路”国家合计出口额同比增长14%，占机械工业出口总额的比重已达50%。“一带一路”带来结构性出海机会，从过去行情来看，央国企是“一带一路”建设的重要推动力量，而机械行业是主要受益板块，随着“一带一路”沿线国家基建项目增加，机械央国企出口订单随之增加，对业绩贡献不断提升。

**图表17：重点企业海外业务恢复增长态势明显**



来源：Wind，中泰证券研究所

**图表18：重点企业“一带一路”布局**

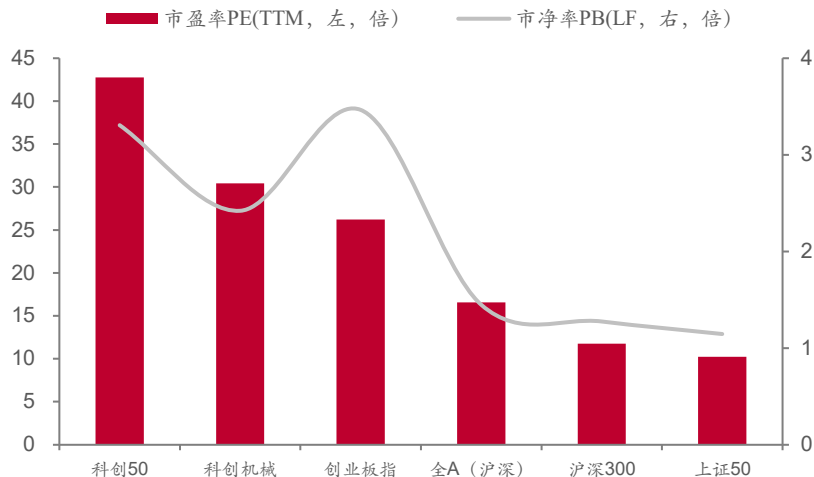
企业	产品/服务	“一带一路”布局
中联重科	工程机械/农业机械	公司是“一带一路”战略重点受益的装备制造企业，在哈萨克斯坦、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国等“一带一路”沿线国家拥有工业园或生产基地，有力推动海外本地化发展战略落地，为公司带来新的发展机遇。“一带一路”沿线地区是公司出口的主要贡献区域，而且目前的增长势头仍然比较强劲。
徐工机械	工程机械	公司在“一带一路”沿线国家布局优势明显，已在东南亚大区、印尼特区、中亚大区、非洲大区、西亚北非大区、欧洲大区、大洋洲大区共涉及60余个国家布局了完善的营销网络。
中集集团	物流服务业务	2023年，公司围绕“一带一路”泛亚铁路沿线，积极打造具有多种业态的公铁联运综合枢纽、多式联运集运中心以及保税仓储综合物流等示范项目，加大对印尼、马来西亚、越南的投资布局，新增印尼航线业务。
中国通号	轨道交通控制系统及其衍生业务	“一带一路”建设的推进，为公司海外业务创造了更好的发展机遇。公司承担的重要项目包括埃塞俄比亚的亚吉铁路、巴基斯坦的拉合尔橙线、雅万高铁泰国复线改造等，公司的国际影响力得到提升。
铁建重工	隧道掘进机/轨道交通设备/特种专业装备	公司市场布局与共建“一带一路”重点方向契合，根据区域发展和对产品的需求，制定产品针对性营销策略，努力拓展海外市场经营规模。在巩固掘进机优势领域基础上，向特种装备、轨道产品、矿山产品、绿色建材、农机等产品系列全方位拓展。

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.4、科技创新：机械央国企加快发展新质生产力

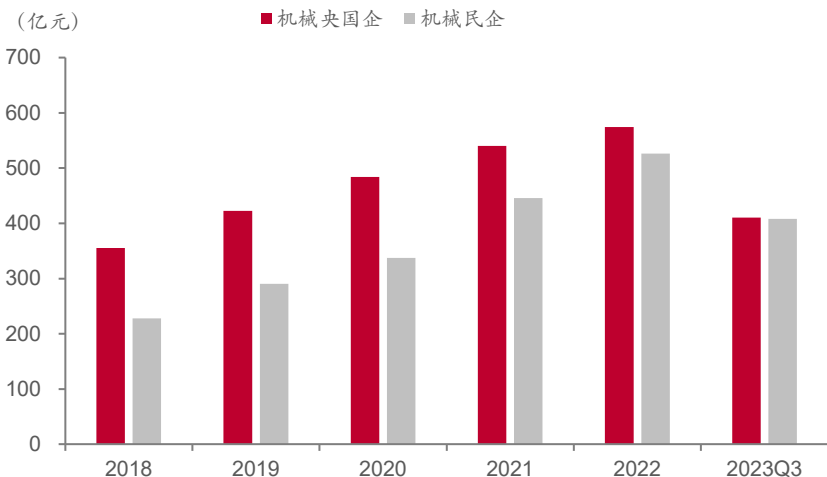
- 央国企是配合国家战略实现产业升级的主力军。2023年9月，总书记在黑龙江考察调研时首次提出要加快形成新质生产力。此后“新质生产力”在会议、文件中被频繁点题。加快发展新质生产力强调原创性、颠覆性科技创新。机械行业中，智能化，绿色化，高端化转型成为重要趋势，其中应重点关注机器人、数控机床、精密仪器仪表、电动化工程机械等产业。
- 机械行业研发费用呈现上升趋势，国企研发投入高于民企。从指数市盈率比较来看，市场往往给予创新性企业更高估值。研发投入是“一利五率”考核目标之一，能够体现央国企在自主研发，国产化提升和新兴产业布局等方面的推进力度。机械央国企研发投入持续高于民企，但当前增速不及民企，在政策引导下，央国企依托国资背景带来的资源和规模优势，将进一步加强研发力度，加快发展新质生产力。

图表19：市场给予科技板块更高估值



来源：iFind，中泰证券研究所

图表20：机械设备央国企与民企研发费用合计



来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.4、科技创新：机械央企加快发展新质生产力

- 关注具备优质研发能力和战略新兴产业布局的央企。2023年，中央企业/地方国有企业战略性新兴产业投资占投资总额比重分别达到35.2%/17.1%，工业母机、新能源汽车等重点产业链初步实现关键技术突破。国改实施以来，机械央企科技创新力度不断加强，重点企业加快布局战新产业，致力于打造新的增长曲线。

**图表21：重要企业新质生产力布局**

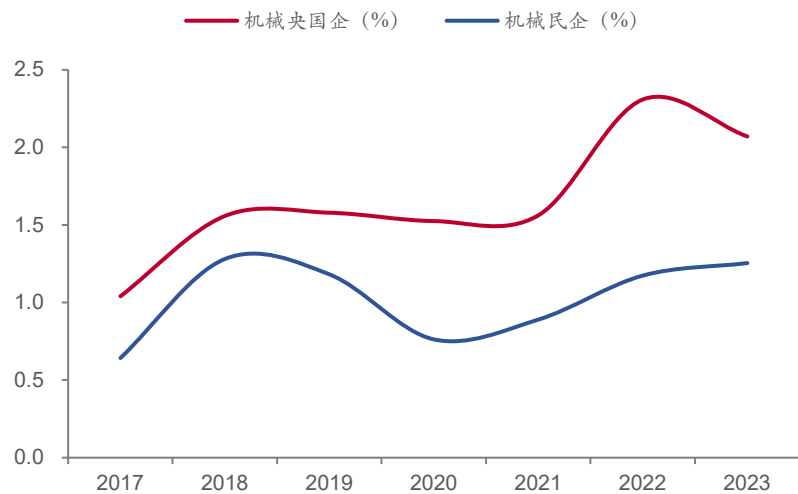
名称	关键词	新质生产力布局情况
徐工机械	战略新兴产业	公司战略新兴产业包括高空作业机械、矿业机械、应急救援产业、环卫机械、物料搬运机械、农业机械等，2023年前三季度收入为169.02亿元、同比增长30.91%，占公司营业收入23.58%、同比提升4.72个百分点。徐工积极响应国家 <b>智慧矿山战略</b> ，持续深耕 <b>矿用装备无人驾驶技术</b> 的创新研发，徐工XDE240矿用自卸车成功在神延西湾露天煤矿编组应用，成为徐工无人驾驶技术迈向成熟阶段的重要标志。
铁建重工	盾构机	工程机械行业首家科创板上市企业，主要产品包括隧道掘进机、轨交装备、特种装备等，拥有 <b>全球先进的地下工程装备和轨道交通装备制造基地</b> 。
山推股份	大马力推土机	国内推土机行业龙头，全液压推土机等产品整体技术达到国际领先， <b>超大马力机型销量超越主要进口品牌，实现国产化替代</b> ，全液压产品销量领先，推出 <b>全球首台推装机产品</b> ，填补行业空白。
秦川机床	数控机床/机器人/新兴产业布局	中国机床工具行业龙头，具备优质研发能力。主要产品包括 <b>高档数控车床、工业机器人减速器、汽车零部件、精密仪器仪表</b> 等高端产品。公司机器人关节减速器已有5大系列、23种规格、130种速比，是国内规格最全，系列最多的工业机器人关节减速器生产制造商。
中联重科	数字化/智能化/高端装备制造	<b>中联智慧产业城</b> 逐步投产，进一步提升制造效率和产品品质，同时通过采取 <b>数字化深度应用、极致降本、关键零部件自制率提升</b> 等举措，持续提升经营效益和经营质量。2024年1月21日，由中联重科自主研发的首台百吨级国产化电传动矿用自卸车ZTE210在湖南长沙荣耀下线， <b>彻底改写我国百吨级电传动自卸车核心部件长期依赖进口的局面</b> ，也标志着中联重科矿机板块正式挺进高端矿业装备市场。
安徽合力	智能化/绿色化	中国工业车辆行业龙头和新能源技术的领导者，加速推进 <b>电动化、智能化、国际化</b> 的战略布局和转型升级，陆续上市了国四动力内燃叉车、氢能源叉车、G2锂电、混动堆高机等新产品，并将AGV智能产品及车队管理系统推向全球市场。公司 <b>智能物流产业</b> 包括智能物流系统、智能车辆以及智能网联等方面。

来源：公司公告，公开资料，中泰证券研究所

## 2.5、市值管理：重点关注高股息央国企

□ 高股息、低估值策略防御属性凸显。市场震荡背景下，长期稳定的股息收益相比不确定的股价回报更受关注，其防御属性的性价比较高，高股息、低估值、盈利稳定的央国企更易获得青睐。机械央国企的市场年度股息率高于机械民企，市盈率长期低于民企，低估值趋势明显。新“国九条”提出强化上市公司现金分红监管，叠加市值管理相关政策的引导，可以预见更多央国企将会增加股息分红。

图表22：机械行业中，央国企股息率高于民企



来源：Wind，中泰证券研究所

图表23：股息率较高的机械行业央国企

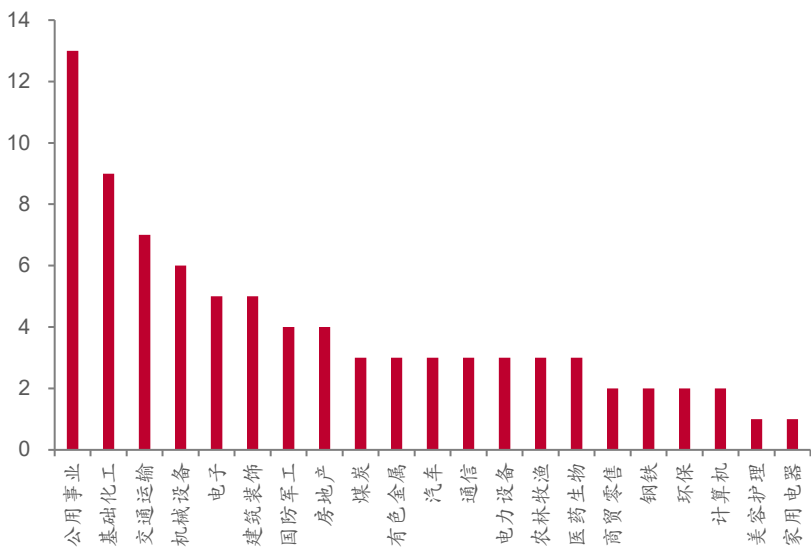
证券代码	证券简称	公司属性	所属行业	总市值(亿元)	2024年预测股息率(%)	上市以来分红率(%)
834599.BJ	同力股份	公众企业	工程机械	47	6.80	32.36
000425.SZ	徐工机械	地方国有企业	工程机械	868	5.38	21.45
601717.SH	郑煤机	公众企业	专用设备	294	5.13	34.69
000157.SZ	中联重科	公众企业	工程机械	742	4.93	45.47
603088.SH	宁波精达	地方国有企业	通用设备	32	4.44	77.32
601369.SH	陕鼓动力	地方国有企业	通用设备	167	4.20	70.08
002483.SZ	润邦股份	地方国有企业	专用设备	50	4.05	40.82
000811.SZ	冰轮环境	地方国有企业	通用设备	86	3.96	22.97
600835.SH	上海机电	地方国有企业	专用设备	122	3.73	31.70
600582.SH	天地科技	中央国有企业	专用设备	330	3.69	26.79
688009.SH	中国通号	中央国有企业	轨交设备II	580	3.48	53.48
688425.SH	铁建重工	中央国有企业	工程机械	219	3.40	30.11
600388.SH	龙净环保	地方国有企业	环保设备II	147	3.39	31.13
600499.SH	科达制造	公众企业	专用设备	195	3.38	32.30
603100.SH	川仪股份	地方国有企业	通用设备	108	3.31	28.76
600114.SH	东睦股份	公众企业	通用设备	83	3.28	58.34
600320.SH	振华重工	中央国有企业	专用设备	155	3.21	31.22
601766.SH	中国中车	中央国有企业	轨交设备II	2080	3.18	43.56
688128.SH	中国电研	中央国有企业	专用设备	76	3.04	36.39

来源：Wind（数据截止为2024年4月19日），中泰证券研究所

## 2.6、整合重组：优化产业结构布局，加快发展战新产业

开展战略性重组与专业化整合，聚焦主业与新兴产业布局并进。整合重组是优化国有资本布局结构的重要举措，有利于减少同质化竞争和聚焦主责主业。加快发展战新产业的改革任务，指明了央国企整合重组的发力方向。2023年10月，国资委在《深入实施国有企业改革深化提升行动》中指出要加快推动工业母机、装备制造等关键领域整合重组，预计机械央国企的重组进度将会进一步加快。

图表24：央国企并购重组事件数量统计



来源：公司公告，iFind，Wind，中泰证券研究所，（按照申万2021行业分类，时间范围2022年1月1日-2024年4月19日）

图表25：部分整合重组事件

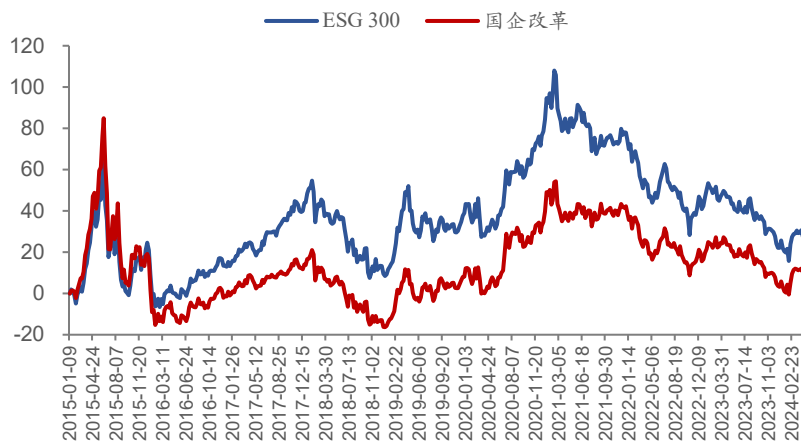
证券代码	证券名称	重组事件	公告时间
000410.SZ	沈阳机床	公司拟定增收购中捷航空航天 100% 股权、中捷友谊厂 100% 股权，天津天锻 78.45% 股权，本次交易有助于解决同业竞争，优化和丰富产品矩阵，突出高端数控机床制造能力巩固行业地位和提升核心竞争力。	2024-02-08
300540.SZ	蜀道装备	公司拟通过支付现金购买雅海能源股权，或向雅海能源新增注册资本等方式，取得雅海能源的控股权。标的公司已经在 LNG 业务领域形成产品生产、储存、销售的成熟能力，通过本次收购，公司可以快速获取 LNG 业务发展的支撑平台和重要资源，加快公司转型升级步伐。	2024-02-07
600169.SH	太原重工	太原重工股份有限公司将拥有的部分风电项目资产和负债划转给全资子公司百色市能裕新能源有限公司，将百色能裕公司 100% 股权转让给公司控股股东太原重型机械集团有限公司。公司原风电业务，盈利能力较弱，整合后，太原重工负责风电设备制造，发挥自身装备制造的优势，聚焦主责主业，太重集团负责风电建设运营业务，本次重组有利于实现资源的合理配置和利用、改善公司财务结构和抗风险能力。	2023-12-23
000039.SZ	中集集团	中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司之控股子公司集瑞联合重工有限公司拟进行战略重组。集瑞重工账面亏损持续扩大，重组后，目标公司将由奇瑞商用车主导经营，专注新能源重卡业务的培育。	2023-03-17
000530.SZ	冰山冷热	公司以支付现金方式购买松下压缩机 60% 股权、松下冷机 55% 股权。公司与标的公司的产品结构存在互补互助的空间，本次收购有助于发挥协同效应，进一步完善产业链，拓展事业布局，扩大经营规模，提升上市公司持续经营能力和盈利能力。	2022-11-14

来源：公司公告，中泰证券研究所

## 2.7、ESG理念：国企改革契合ESG理念

- ❑ **ESG理念关注长期投资价值，ESG企业市场表现亮眼。** ESG体系区别于传统投资理念，不仅仅关注财务指标，更多关注环境、社会责任和公司治理等因素带来的长期投资价值。2015年以来，ESG300指数领先国企改革指数，长期中，ESG体系更具投资价值，ESG概念有望驱动国企价值重塑。
- ❑ **国企改革契合ESG理念，ESG视角下机械央国企更具优势。** 政策驱动央国企公司治理能力提升，同时央国企是承担国家重大战略任务的主力军，尤其强调社会责任和战略意义。国有企业可持续经营能力更强，也适合于长期投资视角。从Wind的ESG评分数据来看，机械行业中，央国企的ESG评分高于民企。

图表26：长期中ESG300指数表现更好



来源：Wind，中泰证券研究所

图表27：机械行业中，央国企平均ESG评分较高

板块	ESG综合评分	E	S	G	企业数量
机械中央国有企业	6.35	3.67	4.67	5.99	42
机械地方国有企业	6.05	2.76	3.96	6.12	71
机械整体	5.96	1.97	3.93	6.15	610
机械民营企业	5.91	1.68	3.87	6.16	447

来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.7、ESG理念：机械央国企践行ESG，长期内促进估值重塑

- 央企完善ESG信息披露，践行ESG理念。2022年5月，国资委发布的《提高央企控股公司上市质量工作方案》指出央企应积极参与构建中国特色的ESG信息披露规则、ESG绩效评价和ESG投资指引。央国企在政策引领下，推广可持续发展理念，在ESG领域发挥引领作用。
- 参考ESG指标评价央国企，助力央国企价值实现。机械央国企肩负绿色转型，稳定国民经济运行，支持国家战略产业发展的任务，国改驱动央国企提升内在价值和价值实现能力。具体表现在，行业把握绿色化、智能化转型升级机遇，攻克核心关键技术，提升国产化率，国改政策指引企业优化治理能力等。随着ESG估值体系的不断完善，央国企在承担社会责任和优化企业治理等方面的价值将会反映在估值中。

图表28：国际ESG评价体系

范畴	MSCI	Wind	惠誉	富时罗素
E	气候变化	环境管理	温室气体排放与空气质量	生物多样性
	自然资本	能源与气候变化	能源管理	气候变化
	污染物与废弃物	原材料与废弃物/废气/废水	水资源管理及废水处理	污染和资源
	环境机遇	水资源	废物及有害物质处理、生态影响	水资源保障
	-	生物多样性	环境影响	-
	人力资本	雇佣	人权、社会关系	人力标准
S	产品责任	发展与培训	隐私以及数据安全	人权与社区
	利益相关方	职业健康与安全生产	劳动关系及实践	健康与安全
	社会机遇	可持续产品	员工福利	顾客责任
	-	...	社会影响	-
G	公司治理	公司治理	管理策略	税收透明度
	商业行为	商业道德	治理结构	风险管理
	-	董监高	集团结构	公司治理
	-	...	财务透明度	反腐败

来源：Wind，公开资料，中泰证券研究所



# 3

# 投资策略

领先 | 深度



## 3.1、标的筛选

- 以高股息策略为核心，具体筛选标准为：①机械板块央企国企；②2024年预测股息率大于3%；③2024年、2025预期盈利增速大于10%；④近3年平均ROE大于5%。
- 有整合重组计划，市值管理措施，股权激励计划，自主创新成果或新兴产业布局，“一带一路”布局，ESG评级等增长点的企业。

图表29：标的筛选

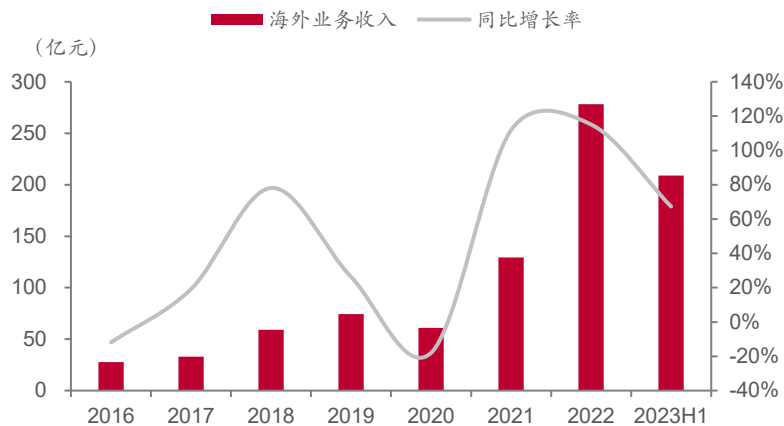
证券代码	证券简称	2024预测股息率 (%)	近三年平均 ROE(%)	预测净利润增长		增长点
				半 [年度] 2024 [单位] %	半 [年度] 2025 [单位] %	
000425.SZ	徐工机械	5.38	11.52	24.88	27.38	股权激励/海外市场/一带一路/新兴产业布局/工业领域设备更新
601717.SH	郑煤机	5.13	14.49	16.33	15.15	Wind-ESG评级: A/煤矿智能化/新能源汽车
000157.SZ	中联重科	4.93	7.15	31.51	27.88	Wind-ESG评级: A/新兴产业布局/数字化转型/一带一路/重组
603088.SH	宁波精达	4.44	19.99	37.22	24.26	精密压力机/微通道/海外市场
601369.SH	陕鼓动力	4.20	11.66	10.46	18.46	压缩空气储能/气体运营
000811.SZ	冰轮环境	3.96	9.04	22.29	20.97	股权激励
600835.SH	上海机电	3.73	7.20	11.91	26.05	智能电梯
600582.SH	天地科技	3.69	9.46	16.91	14.70	煤矿智能化
600388.SH	龙净环保	3.39	9.98	131.49	24.56	环保板块/新能源板块/回购/并购
688425.SH	铁建重工	3.40	11.26	55.32	20.57	掘进机/海外业务
601766.SH	中国中车	3.18	7.24	13.49	13.92	Wind-ESG评级: BBB/一带一路/铁路机车设备更新
603100.SH	川仪股份	3.31	15.99	15.14	17.52	精密仪器仪表
688128.SH	中国电研	3.04	12.95	26.15	21.12	检测服务

来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所（注：数据截至2024年4月19日，预测股息率采用分红比例\*2024年预测净利润/总市值计算得出，分红比例选用2020-2022年中两年平均值，或采用唯一分红年份数据，并且剔除异常值，预测净利润和预测净利润增长率来自Wind一致预期，对于未披露2023年报的公司，采用2020-2022年度数据计算平均ROE）

### 3.2、徐工机械：老牌工程机械龙头，新兴产业布局焕发生机

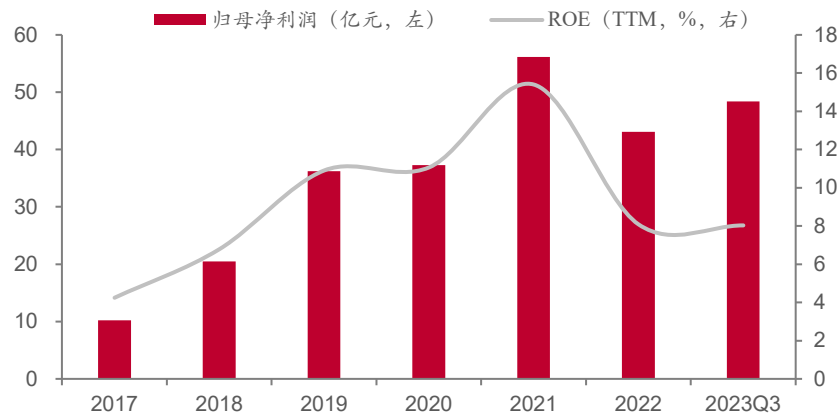
- 产品多元化布局，激励计划助力业绩增长，估值提升。公司是老牌工程机械龙头，其战略新兴产业包括高空作业机械、矿业机械、应急救援产业等。公司注重股东回报，分红率高，2023年内实施股东增持计划、回购计划和限制性股权激励。股权激励计划考核目标包括2023年/2024年/2025年的ROE分别不低于9%/9.5%/10%。未来三年当年分红比例不低于当年实现可供分配利润的30%。股权激励计划对业绩增长和估值提升带来增量。
- 新兴板块持续发力，出口业务保持较高增长。2023前三季度，公司实现营收716.70亿元，同比下降4.51%，实现归母净利润48.39亿元，同比增长3.50%。公司新兴板块持续发力，2023年前三季度收入为169.02亿元，同比增长30.91%，占公司营业收入23.58%，同比提升4.72个百分点。出口业务保持较高增长，2023年Q1-3国际化收入占比40%左右。

图表30：徐工机械海外业务收入及同比



来源：Wind，中泰证券研究所

图表31：徐工机械归母净利润及ROE

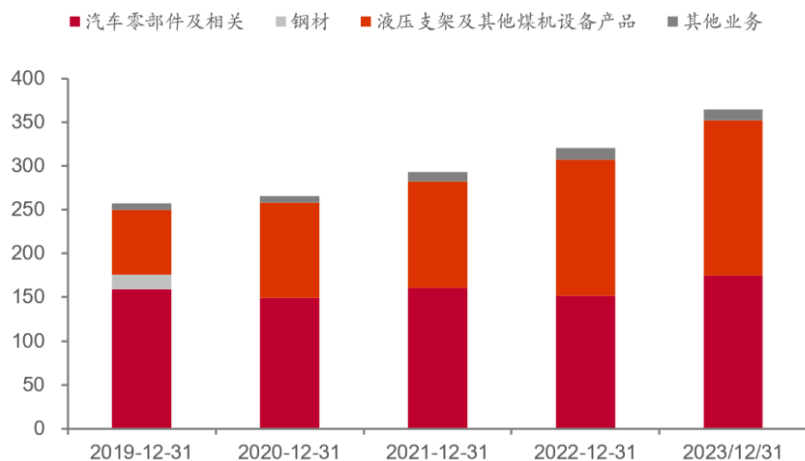


来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.3、郑煤机：煤机+汽零业务双驱动

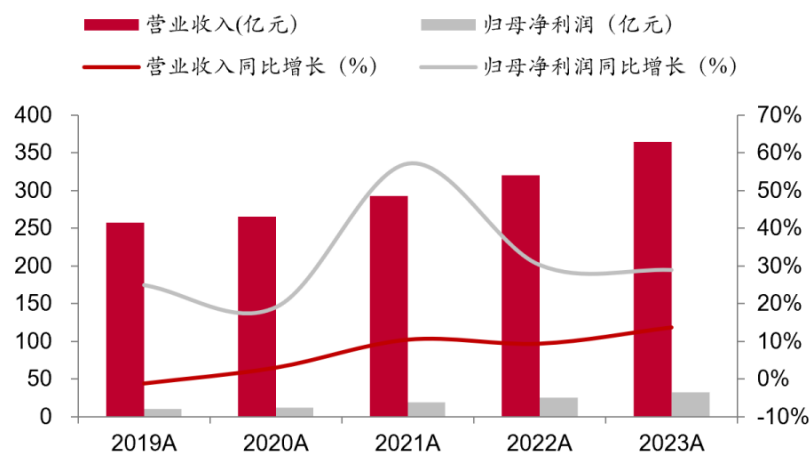
- 煤机行业龙头，汽零转型未来可期。公司是液压支架领域龙头，积极开展新兴产业布局，坚持自主研发。公司汽车零部件板块拓展顺利，积极布局新能源赛道，旗下索恩格占全球汽车电机20%的市场份额，亚新科着力研发电动车核心部件与系统总成，快速发展新能源业务，加大国际业务开拓力度。
- 煤机板块稳健增长，汽车零部件盈利修复。2023年公司经营业绩增长稳健，营收364.23亿元，同比增长13.67%；归母净利润32.74亿元，同比增长28.99%。煤机业务实现营业收入188.54亿，同比增长12.51%，实现归母净利润30.52亿，同比增长21.48%。汽车零部件板块净利润较上年同期下降7,913万元，剔除2023年度亚新科山西商誉减值准备计提及汽车零部件板块上年同期取得资产处置收益的影响，汽车零部件板块净利润较上年增加1.4亿元。预计公司汽零板块、煤机板块保持稳健增长。

图表32：郑煤机产品收入结构（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表33：郑煤机营收及归母净利润

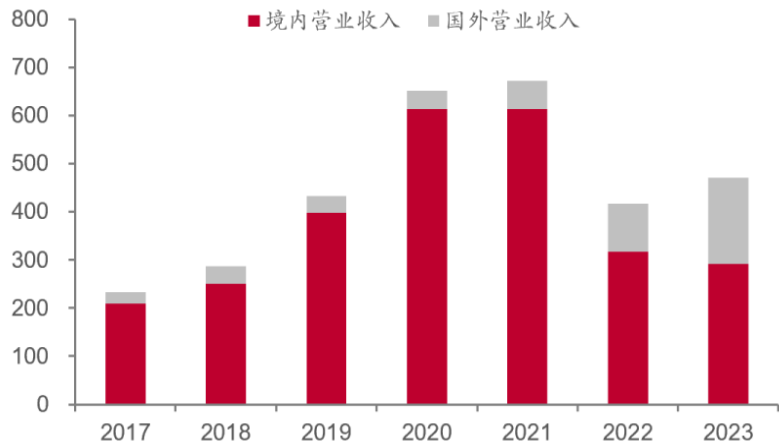


来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.4、中联重科：新兴板块动能强劲，海外业务发展进入快车道

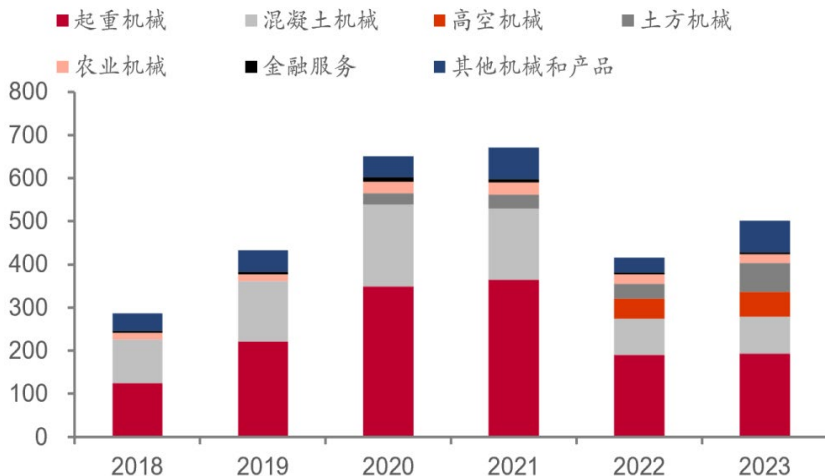
- 传统业务稳中有升，新兴产业加快发展。公司的工程起重机械、建筑起重机械、混凝土泵送机械等传统优势产业的市场地位稳中有升。新兴产业板块的高机业务加快发展，成功开发出全球最高米段行走高空作业平台ZT72J-V。子公司中联高机拟拆分重组上市，预期对估值带来积极影响。中联智慧产业城逐步投产，进一步提升制造效率和产品品质。2023年度，中联重科拟向全体股东每10股派发现金红利3.20元（含税），合计金额超过27亿元，分红率高达约80%
- 海外市场快速拓展创新高，有力支撑业绩提升。2023年公司实现营收470.75亿元，同比+13.08%；实现归母净利润35.06亿元，同比+52.04%。2023年公司海外业务实现营收179.1亿元，同比+79.2%，占比提升至38.0%，拉动公司业绩整体提升。随着公司新兴板块持续发力，数字化转型助推公司盈利能力提升。

图表34：中联重科海内外业务收入（亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表35：中联重科不同产品收入（亿元）

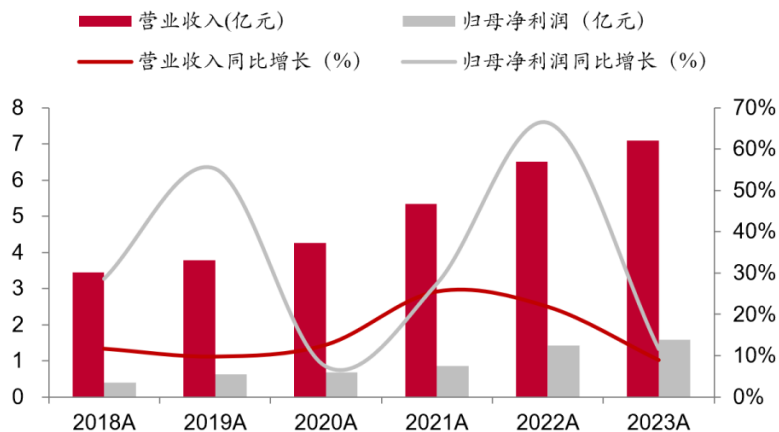


来源：公司公告，中泰证券研究所

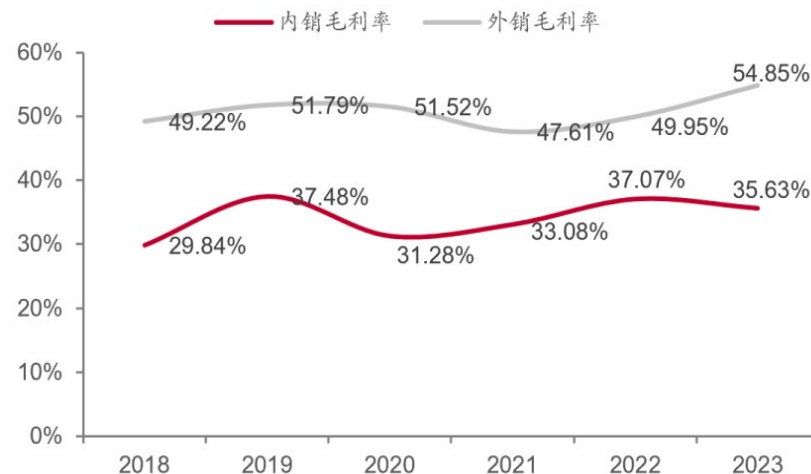
### 3.5、宁波精达：专用成形机床龙头，海外市场前景广阔

- 换热器装备起家，依托市场优势和技术积累，进军高端压力机市场。公司的传统换热器包括空调换热器和冷冻、冷链换热器。客户覆盖格力、美的、大金等国际主流空调制造商。公司注重产品研发，其推出的小U一体机，翅片存取机等自动化产线行业需求大；微通道换热器主要用于汽车热管理系统，客户覆盖比亚迪、马勒、法雷奥等；在压力机及专用成形装备领域，公司将新能源汽车驱动铁芯电机高速精密压力机、新能源电池结构件成形专用装备、汽车轻量化专用装备、氢能双极板、伺服压力机等作为主要发展方向。随着新能源车需求增加，应用于驱动电机的宽台面高速精密压力机和动力电池结构件专用成形装备等产品快速放量。
- 受益汽车板块需求增长，海外市场成长空间广阔。2023年实现营业收入7.09亿元，同比上升8.94%，归母净利润1.59亿元，同比上升11.58%。依托优势研发能力和良好的客户基础，公司产品的海外毛利率高于国内。公司海外市场拓展顺利，受益于新能源汽车渗透率的提升，公司各板块业务将保持增长趋势。

图表36：宁波精达营收、归母净利润



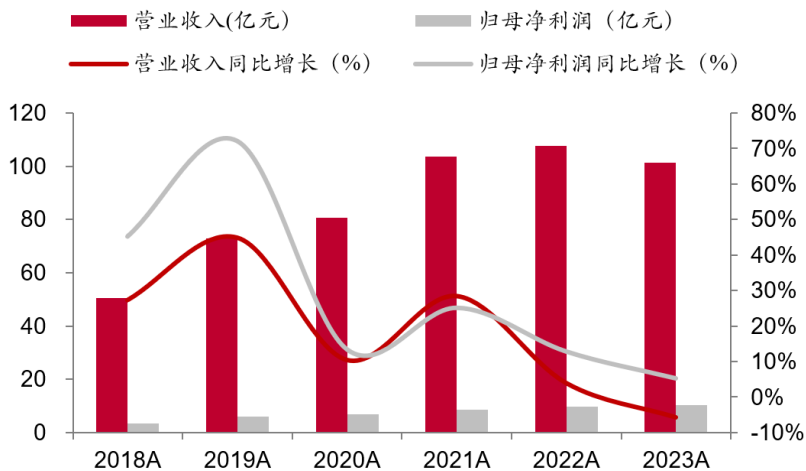
图表37：销售毛利率与净利率



### 3.6、陕鼓动力：透平机械龙头，空气储能打开第二增长极

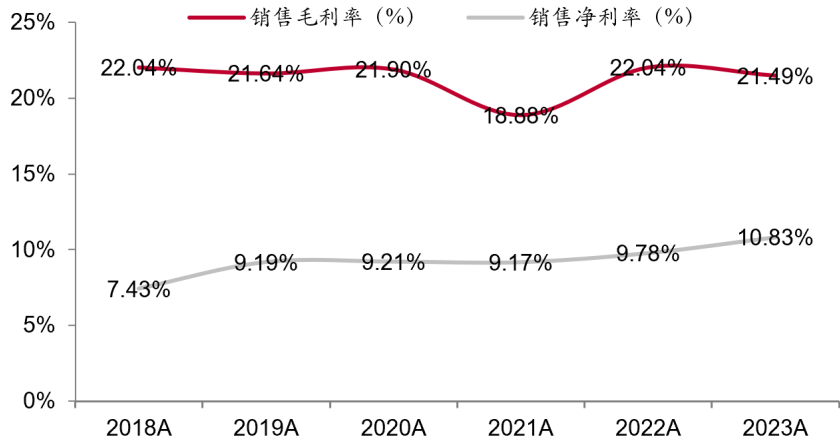
- 透平机械龙头，气体运营和压缩空气储能成为新增长点。依托传统业务中轴流压缩机、离心压缩机以及膨胀机组的技术优势，开拓压缩空气储能领域业务。公司注重产品研发，具备了10MW级到350MW级压缩空气储能压缩机组的系统技术，其全球超大型工业用轴流压缩机AV140的性能指标国际领先。由设备供应商转型为分布式能源系统解决方案提供商和服务商，气体运营和压缩空气储能成为新增长点。
- 气体运营业务规模持续增长，有望支撑业绩增长。2023年实现营收101.43亿元，同比-5.79%，实现归母10.20亿元，同比+5.36%。其中，2024Q4实现营收28.74亿元，同比+23.97%，实现归母2.94亿元，同比89.62%。公司气体运营业务规模持续增长，海外市场拓展取得积极成效，气体储能市场空间巨大，预计气体板块业绩进一步释放。

图表38：陕鼓动力营收、归母净利润



来源：Wind，中泰证券研究所

图表39：销售毛利率与净利率

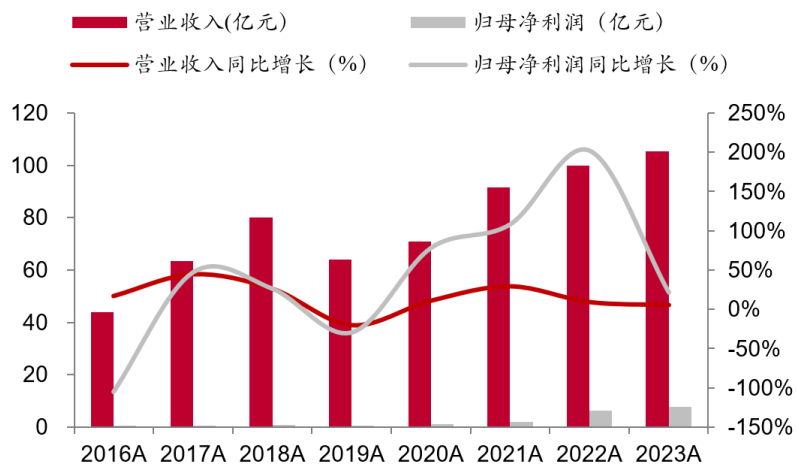


来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.7、山推股份：国内推土机行业龙头，大马力产品出口盈利改善

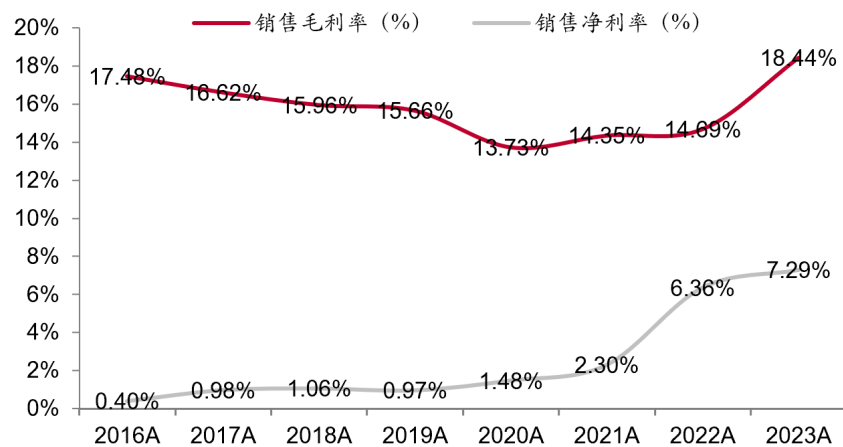
- 公司中小马力推土机一家独大，高毛利的大马力推土机替代卡特彼勒和小松。我国推土机年销量6000台左右，山推股份市占率连续多年始终保持60%以上一家独大。大马力推土机全球市场空间约1000-1757台，全球仅有卡特彼勒、小松、山推股份三家大马力推土机供应商，俄乌冲突以来，日美欧企业停止向俄罗斯供应机械产品，公司大马力产品出口高增，且毛利率较高。出口收入占比从20年的17.5%提升至23年的56%，23年公司出口毛利率24.1%显著高于内销的10.9%。2023年公司归母扣非净利润7.03亿元，同比176.5%高增。
- 隶属山东重工集团，产品型谱逐渐完善，国企改革进入业绩释放期。2022年公司通过减资和收购，进入挖掘机和装载机业务，通过齐全产品线+自身渠道+集团协同，实现产品出口高增。2020年公司发布股权激励计划，目前第二期已解锁，股权激励计划目标已实现，未来公司有望继续精益管理，保持利润率稳中向好。

图表40：山推股份营收、归母净利润



来源：Wind，中泰证券研究所

图表41：销售毛利率与净利率

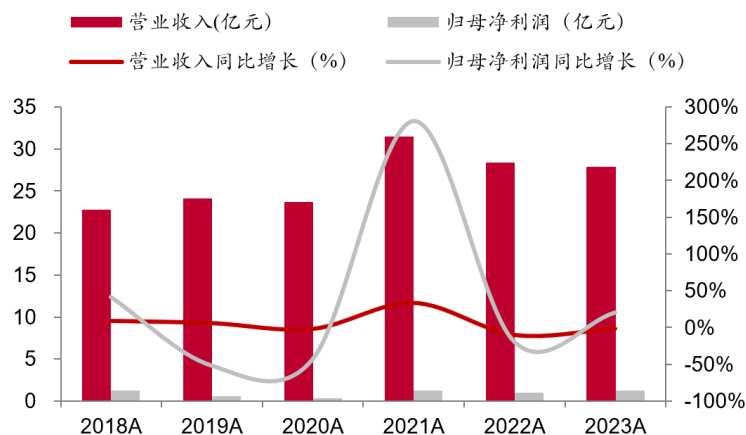


来源：Wind，中泰证券研究所

### 3.8、物产金轮：纺织梳理器材龙头，不锈钢装饰板景气可期

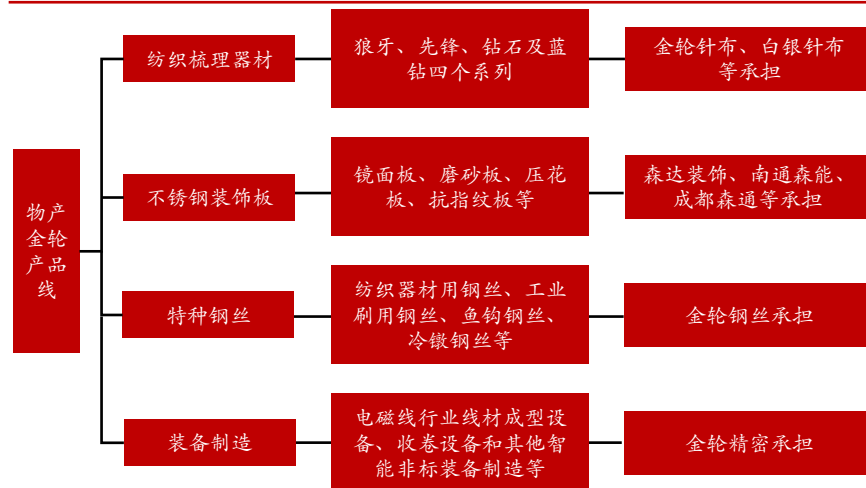
- 下游纺织行业需求提升，不锈钢产业景气复苏可期。纺织梳理器材行业集中度高，公司具备全产业链研究体系，目前国内市占率处于领先地位。下游纺织行业综合景气度维持在扩张区间，内需逐步恢复。消费者对品质要求的提高，增加了对高品质纺织产品的需求，行业高端化转型升级趋势带来新增需求。公司是国内不锈钢装饰板加工能力最齐全的厂商之一，在体量、规模、技术及客户资源等方面处于行业内优势地位。房地产行业政策频出，有望触底回升，公司不锈钢装饰板业务复苏可期。此外，公司的特种钢丝和装备制造业务服务于国家战略新兴产业，有望持续贡献弹性。
- 营收规模稳定，盈利能力稳步提升。2023年度实现营收27.89亿元，同比-1.64%，归母净利润1.26亿元，同比+20.75%。2024年第一季度营收约6.25亿元，同比增加3.64%；归母净利润约3448万元，同比增加88.7%。公司的产品结构优化叠加高端产品的需求增长，归母净利润大幅增长。

图表42：物产金轮营收、归母净利润



来源：Wind，中泰证券研究所

图表43：公司产品线



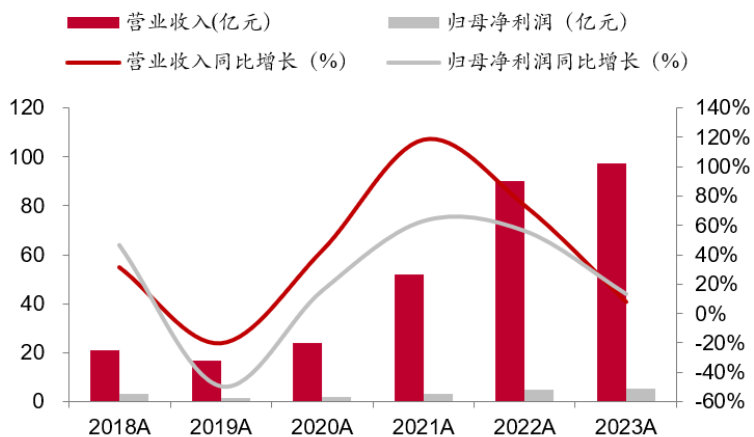
来源：陕鼓动力，中泰证券研究所



### 3.9、赢合科技：锂电设备领先供应商，电子烟业务快速增长

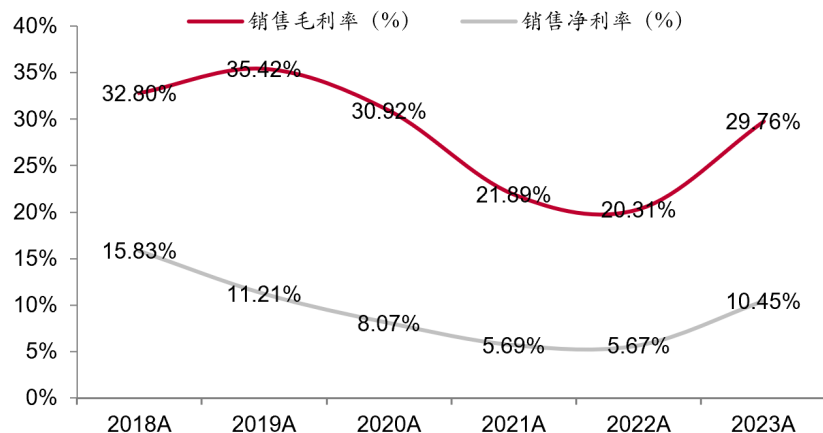
- 上海电气战略入股，上海国资委成为新的实际控制人。2020年1月15日，上海电气成为上市公司的控股股东，截止2023年底，上海电气持股比例为28.39%，上海市国有资产监督管理委员会成为公司的实际控制人，标志着公司发展进入新的阶段。公司目前主营业务包括锂电池前中道自动化设备和服务以及电子烟业务。锂电池设备业务方面，技术实力雄厚，主要客户为国内外龙头电池企业。公司电子烟业务受到海外市场消费者欢迎，欧美市场份额迅速提升。此外，公司布局固态电池，固态电池的发展拉动固态电池相关设备需求，公司生产的固态电池设备涂布机已有出货。
- 归母净利润双位数增长，电子烟业务快速发展。2023年公司实现营业收入97.5亿元，同比增长8.09%；归母净利润5.54亿元，同比增长13.62%；扣非归母净利润5.36亿元，同比增长13.96%。2023年电子烟业务营收达33.41亿元，同比+512%。

图表44：赢合科技营收、归母净利润



来源：Wind，中泰证券研究所

图表45：销售毛利率与净利率



来源：Wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- 政策推进不及预期；
- 行业需求复苏不及预期；
- 海外市场发展不及预期；
- 相关标的业务进展不及预期；
- 相关标的业绩不及预期；
- 研报使用的信息存在更新不及时风险。

# 投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上
<p>备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。</p>		

## 重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。