

高质发展盈利改善，价值重塑大浪淘金

——央国企引领专题（机械篇）

机械首席分析师：鲁佩

机械分析师：贾新龙

机械分析师：王霞举

机械分析师助理：彭星嘉



高质发展盈利改善，价值重塑大浪淘金

——机械央企专题报告

2024年11月18日

核心观点

- 机械行业央企特点:数量少但市值和营收占比大, ROE 和净利率偏低。**
机械行业央企数量占比较民营企业少但市值占比大。截至 2024/11/18, 中央和地方国企数量占比分别为 8%和 9%, 但合计总市值占比达 30%, 单个企业市值规模主要在 50-300 亿元。行业分布上, 机械行业央企以轨交装备、矿山冶金机械、能源及重型机械、工程机械、流体机械等传统行业为主。业绩表现上, 央企平均营收领先且波动相对平稳, 近 3 年营收占行业比例保持在 47-49%。但从 ROE 和净利率角度看, 央企盈利能力相对较弱。央企和民企 23 年净利率中位数分别为 1.5-3%和 4.7%, ROE 中位数为 4.5-6%和 6.8%。
- 国企改革背景梳理: 从追求规模到追求高质量发展。** 20 年 6 月, 《国企改革三年行动方案(2020-2022 年)》开始实施。22 年, 三年行动收官, 改革进入深水区。23 年以来, 国企改革更加注重高质量。23 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)》, 深入阐明了国企改革深化提升行动的基本原则和核心要求。今年 7 月召开的二十届三中全会进一步提出推动国有资本和国有企业做强做优做大。机械行业上市公司国企改革主要有混合所有制改革、股权激励、并购重组(资产注入)等模式, 通过引入战略投资者, 对核心管理层和技术人员进行激励, 以及对产业链上相关资产进行整合, 布局战新产业发展新增长极等方式, 可有效激发企业活力, 发挥协同效应, 从而提高企业效率, 推动企业高质量发展。
- 核心关注 ROE 提升, 潜力板块来自工程机械整机、船舶和轨交装备。** 我们按照 PE、PB、ROE 高低(对比行业及民营企业均值判断), 对机械板块央企进行划分: 1) **PB 高 PE 低, 且 ROE 高**, 表明可能位于周期顶部。2) **PB 低 PE 低, ROE 高且分红率高**, 则可能红利低估, **ROE 低**, 若行业预期周期向上, 则有改善预期。机械中这一类公司主要是轨交船舶和工程机械, 以及一些类工程机械的公司。3) **PB 高 PE 高**, 可能有资产注入或拓展新业务的预期。轨交设备、能源及重型设备板块, 央企更具备资金优势, 目前也主要是由央企主导。而通用自动化、其他通用/专用设备, 偏民企主导。4) **PB 低 PE 高 ROE 低**, 可能是位于周期底部, 预期困境反转, 其中大市值公司主要集中在船舶、能源及重型设备领域, 也都是央企的优势领域。进一步考虑市值大小, ROE 和估值提升预期, 并剔除部分由于刚刚扭亏为盈而导致 PE 或 PB 值异常的企业, 筛选出机械行业潜力央企聚集的三大板块: 1) **工程机械整机**: 周期向上, 降本增效, 有业绩改善预期; 2) **船舶**: 周期向上, 有业绩改善和重组预期; 3) **轨交装备**: 红利低估, 拓展新业务。
- 投资建议:** 建议关注机械行业中周期上行的工程机械整机板块及代表央企徐工机械和柳工(混改经营改善)、山推股份(新业务拓展+优质资产注入), 周期上行的船舶行业及代表央企中国重工(低估+降本增效+重组), 红利低估属性的轨交装备板块及代表央企中国中车、时代电气、中国通号(轨交业务稳健+拓展新业务)。
- 风险提示:** 国内宏观经济不及预期的风险, 政策推进程度不及预期的风险, 原材料价格上涨的风险, 出口贸易争端的风险。

机械设备行业

推荐 维持评级

分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

贾新龙

☎: 021-20257807

✉: jiaxinlong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070006

王霞举

☎: 021-68596817

✉: wangxiaju_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070007

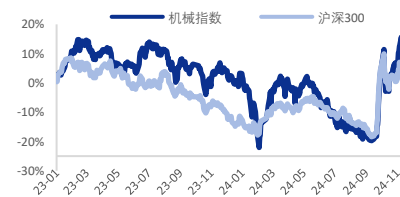
研究助理

彭星嘉

✉: pengxingjia_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-11-18



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河机械】行业深度_机械行业_中资出海专题系列研究(工程机械)_区域表现分化, 主机厂驶入产业出海快车道
- 【银河机械】行业深度_机械行业_中资出海专题系列研究(高铁篇): 中国高铁_驶向世界, 连接未来

目录

Catalog

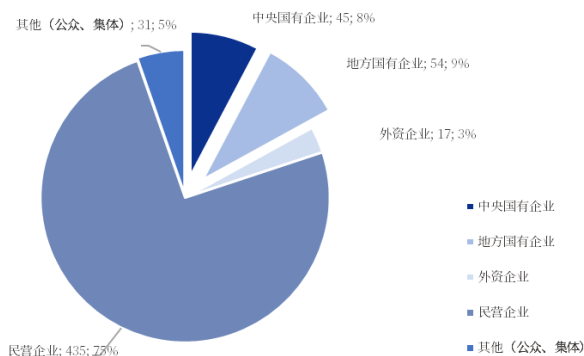
一、 机械行业央国企：国之重器，稳健经营	4
二、 新一轮国企改革：从追求规模到追求高质量发展	8
(一) 三年行动收官，国企改革进入深水区	8
(二) 国企改革的五大举措及机械行业相关案例	8
三、 如何看此轮机械行业央国企投资价值	17
四、 关注盈利改善、价值重塑的头部央国企标的	20
(一) 工程机械：周期向上+国企改革降本增效	20
(二) 船舶：周期向上+改革降本增效+重组	27
(三) 轨交：红利低估+拓展新兴业务板块	29
五、 投资建议	33
六、 风险提示	34

一、机械行业央国企：国之重器，稳健经营

1. 样本方面

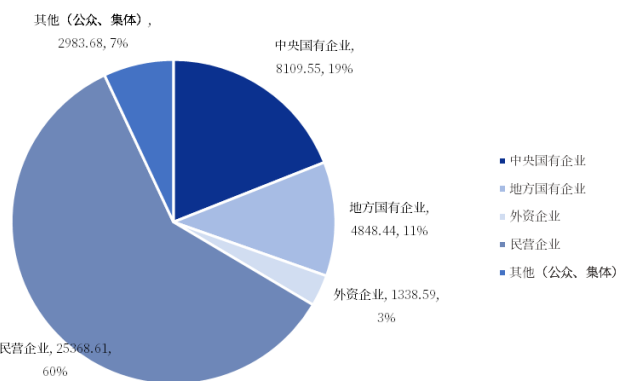
机械行业央国企数量占比较民营企业少。截至 24 年 11 月 18 日，机械行业 A 股上市公司共有 582 家（不含 ST 股）。其中，中央国有企业 55 家，占比 8%，地方国有企业 65 家，占比 9%，央国企（中国国有企业+地方国有企业）共计 120 家。

图1：机械行业各企业属性数量及占比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图2：机械行业各企业属性市值（亿元）及占比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

2. 企业数量与占行业比重方面

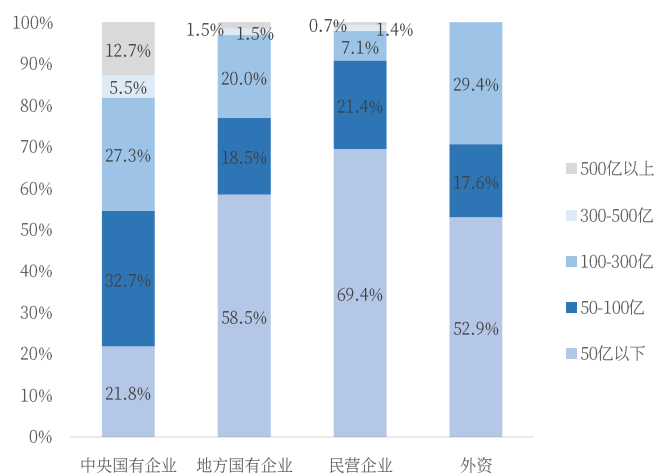
机械行业中央国企虽然数量占比少但市值占比大。央国企数量仅占机械行业企业总数的 17%，然而总市值却达到了 19103.94 亿元，占机械行业总市值的 30%，企业市值规模主要在 50 至 300 亿元。市值 50 亿元以下的央国企有 50 家，50-100 亿元的 30 家，100-500 亿元的 32 家，达到 500 亿元以上的有 8 家。此外，民营企业、外资企业上市公司数量占机械行业企业总数比例分别为 75%、3%，占机械行业总市值分别为 60%、4%，企业市值主要集中在 100 亿以下。

表1：各企业类型市值分布数量

市值	央企	国企	民营企业	外资企业
50 亿以下	12	38	302	9
50-100 亿	18	12	93	3
100-300 亿	15	13	31	5
300-500 亿	3	1	6	0
500 亿以上	7	1	3	0
合计	55	65	435	17

资料来源：wind，中国银河证券研究院

图3：各企业类型市值分布比例

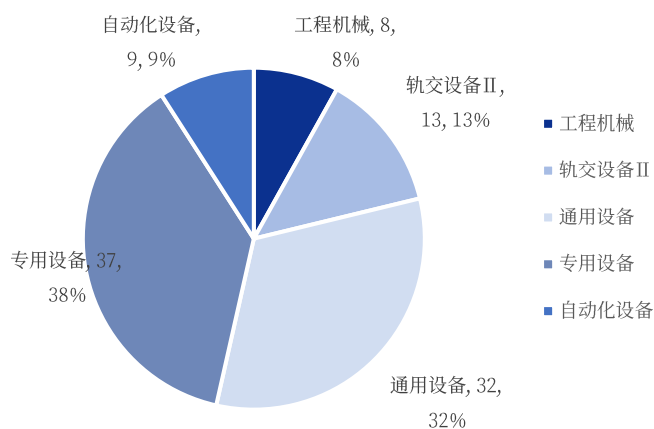


资料来源：wind，中国银河证券研究院

3. 行业分布方面

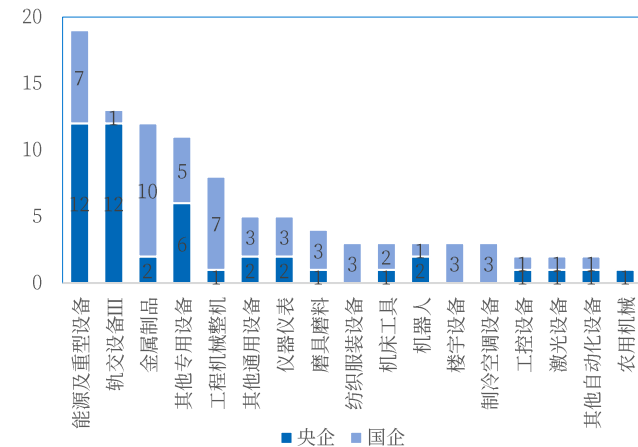
机械行业央企行业分布广泛，以轨交装备、矿山冶金设备、能源及重型装备、工程机械、流体机械等传统行业为主。机械板块行业央企背景上市的120家公司主要从事专用设备(37家)、通用设备(32家)、轨交设备II(13家)、自动化设备(9家)以及工程机械(8家)。

图4：央企行业分布



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图5：央企行业分布

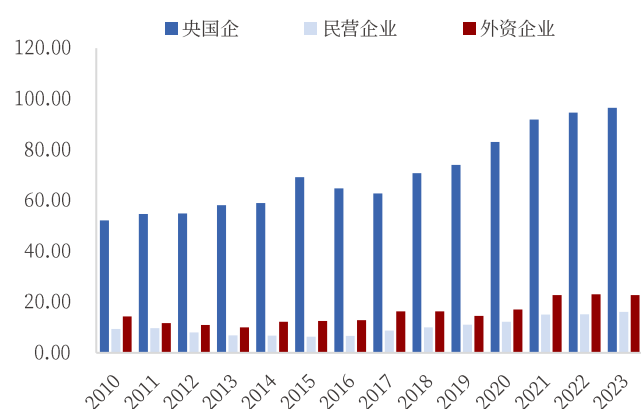


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

4. 营业收入方面

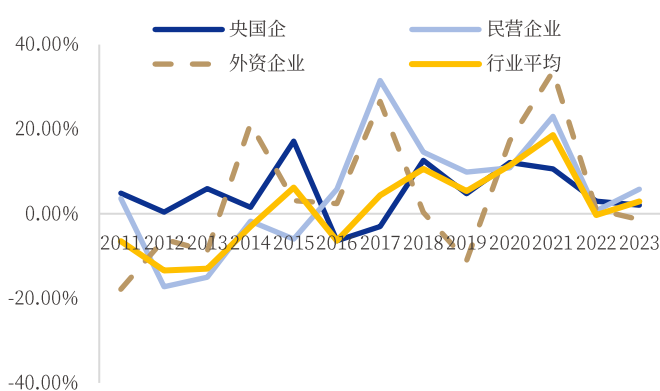
央企平均营业收入领先，平均营业收入波动幅度最平稳。从营业收入数值方面看，23年机械行业央企营业收入平均值为96.47亿元，而民营企业、外资企业仅分别为16.10亿元、22.70亿元，央企营业收入自2010年至今一直处于行业领先地位，且稳步增长。从营业收入增长方面看，外资企业营业收入振幅最大，民营企业次之，央企振幅最弱，行业波动基本与央企波动幅度一致。央企因为发展历史长，以传统行业为主，且多位于产业链下游，需求相对稳定，所以收入水平及其波动幅度对行业具有非常重大的影响。

图6：机械行业企业营业收入平均值(亿元)



资料来源：wind, 中国银河证券研究院

图7：机械行业企业营业收入平均值同比增速 (%)

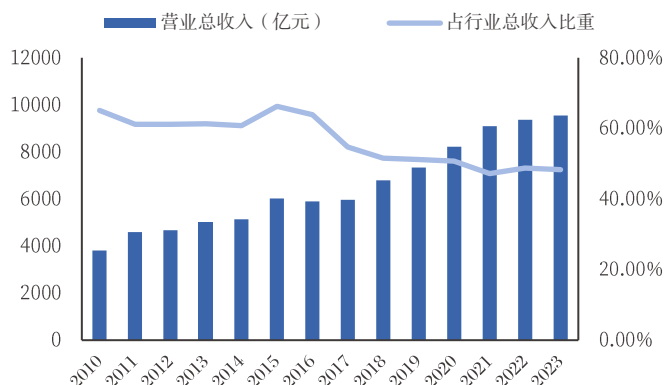


资料来源：wind, 中国银河证券研究院

机械行业央企营业收入占比高,近三年平稳保持在47%至49%之间。央企营业收入自2015年来实现稳步上升,营收增速大体为正,营业收入从2015年6016.71亿元增加至2023年9550.95亿元,对应复合增长率约5.9%;央企合计的营收在机械行业中的占比则从2015年的66.23%下

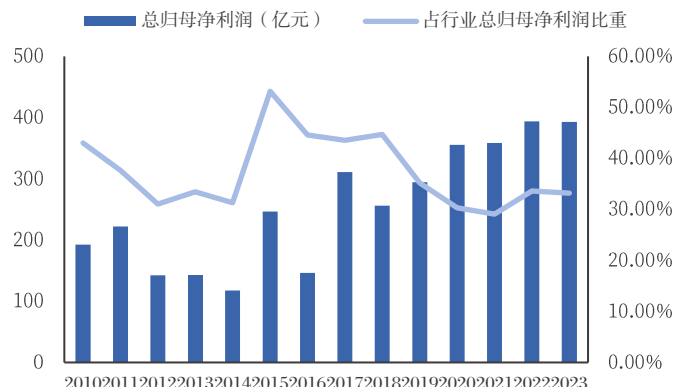
滑至 2023 年的 48.31%，2023 年央国企合计营收为 9550.95 亿元。

图8：机械行业央国企营收和占比/亿元、%



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图9：机械行业央国企归母净利润和占比/亿元、%

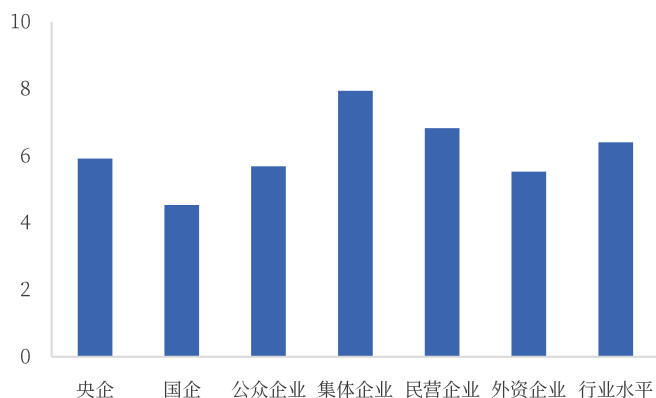


资料来源：wind，中国银河证券研究院

5. 盈利能力方面

从 ROE 和净利率的角度进行比较，央国企的盈利能力相对较弱，仍有较大提升空间。民营企业 2023 年净利率中位数为 4.71%，央企在 1.5-3% 左右，是民企的一半左右；民营企业 2023 年 ROE 中位数为 6.83%，央企在 4.5-6% 左右，也显著较低。

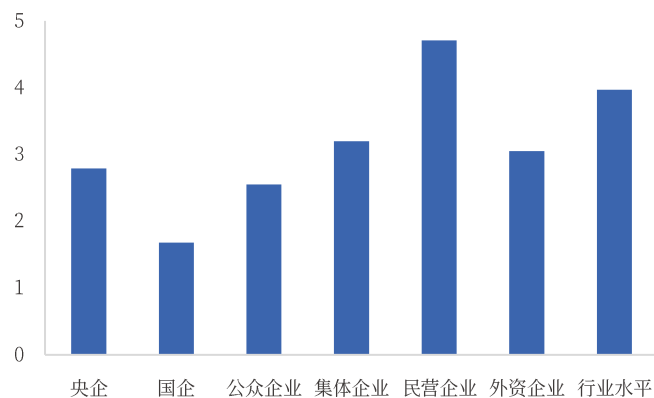
图10：ROE 中位数情况对比 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：ROE 为 2023 年数据

图11：净利率中位数对比 (%)



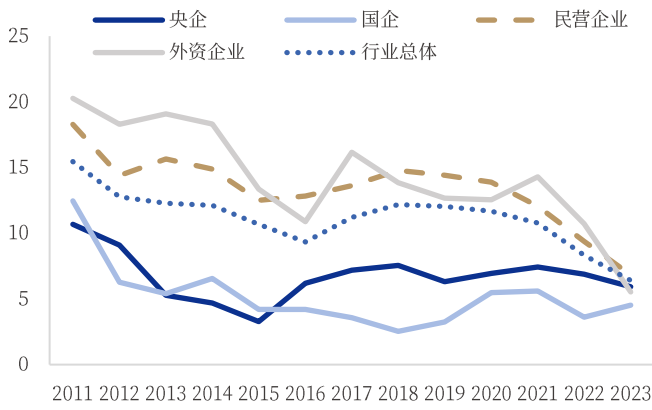
资料来源：wind，中国银河证券研究院

注：净利率为 2023 年数据

央国企综合盈利能力偏弱，ROE 波动性较小。2011 年以来，央国企 ROE 均在 3%-13% 之间波动，ROE 中枢为 8%；而民营企业在 6%-18% 之间波动，中枢为 12%；外资企业在 5%-20% 之间波动，中枢约为 12.5%。表明央国企 ROE 波动性更小。

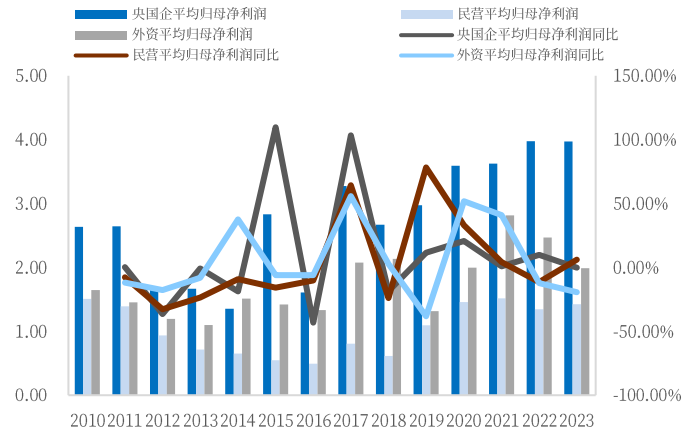
央国企归母净利润占比虽总体低于营业收入占比，平均归母净利润仍大幅高于民企和外资。央国企归母净利润从 2015 年 246.51 亿元增加至 2023 年 393.00 亿元，对应复合增长率约 6%，逐渐趋于平稳。虽然盈利率较低，但较大的收入体量驱动其归母净利润仍大幅高于民企和外资，23 年央国企、民营企业、外资企业的平均归母净利润分别为 3.97、1.43、1.99 亿元。

图12: 机械行业企业 ROE 中位数 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图13: 机械行业企业归母净利润平均值(亿元)及同比变化 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

二、新一轮国企改革：从追求规模到追求高质量发展

（一）三年行动收官，国企改革进入深水区

1978 年至今，我国国企改革历经四个阶段，有效提升了国企治理水平和经营效率。2013 年十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，强调必须毫不动摇巩固和发展公有制经济，坚持公有制主体地位，发挥国有经济主导作用，不断增强国有经济活力、控制力、影响力。2015 年，中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，是新时代全面深化国有企业改革的纲领性文件。此后，又陆续出台了一系列配套文件，形成了“1+N”顶层设计政策体系。2020 年 6 月，《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》开始实施。2022 年，国企改革三年行动收官，国企改革进入深水区。

图14: 国企改革发展历程



资料来源：光明日报，曲玉新《我国国有企业改革历程及其经验启示》，中国银河证券研究院

当前国内外形势错综复杂，一方面全球经济增长乏力，逆全球化思潮兴起，地缘政治冲突频发；另一面，我国正处于新旧增长动能转换时期，经济复苏承压，产业链自主可控亟待突破。面对国内外的战略机遇与风险挑战，央企大多分布在关系国家安全和国民经济命脉的关键领域，需进一步深化改革，以充分发挥其国家战略支撑和产业政策落实的主导作用。2023 年以来，随着国企改革三年行动收官，国资国企围绕增强核心功能、提高核心竞争力开始新一轮改革深化提升行动，加快优化国有经济布局结构，加快完善中国特色国有企业现代公司治理和健全有利于国有企业科技创新的体制机制，更加注重提升增加值、功能价值、经济增加值、战略性新兴产业收入和增加值占比、品牌价值等。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)》，深入阐明了国企改革深化提升行动的基本原则和核心要求。今年 7 月召开的二十届三中全会提出，深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进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，增强核心功能，提升核心竞争力。

（二）国企改革的五大举措及机械行业相关案例

通过对相关企业进行梳理，可以看出机械行业上市公司国企改革主要有混合所有制改革、股权激励、并购重组（资产注入）等模式，通过引入战略投资者，对核心管理层和技术人员进行激励，以及对产业链上相关资产进行整合，布局战略性新兴产业新增长极等方式，可有效激发企业活力，发挥协同效应，从而提高企业效率，推动企业高质量发展。

表2: 机械行业国企改革路径

方式	企业
混改	徐工机械、柳工、上工申贝、广日股份、中船重工、山东重工、沈机股份、石化机械、山河智能
股权激励	神州高铁、柳工、中钨高新、山推股份、中核科技、华工科技、国机精工、中国动力、天地科技、海油工程、龙溪股份、厦工股份、京城股份、陕鼓动力
并购重组（资产注入）	中集集团、中国船舶、中船重工、中国中车、天桥起重、冰轮环境、克劳斯、上海机电、秦川机床、山推股份、徐工机械、柳工

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1. 并购重组

我国上市企业并购重组政策经历了先松（2010-2015）后紧（2016-2017），再调整放松（2018年至今）的几个阶段。2020-2022年国企改革三年行动期间，有4组7家中央企业、116组347家省属国有企业以市场化的方式实施了战略性重组。2023年以来，新一轮国企改革的持续深化，二十届三中全会提出，深化国资国企改革，完善管理监督体制机制，增强各有关管理部门战略协同，推进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，增强核心功能，提升核心竞争力。今年以来新“国九条”、“并购六条”等政策陆续出台，推进央企并购重组。

表3: 上市公司并购重组相关支持政策

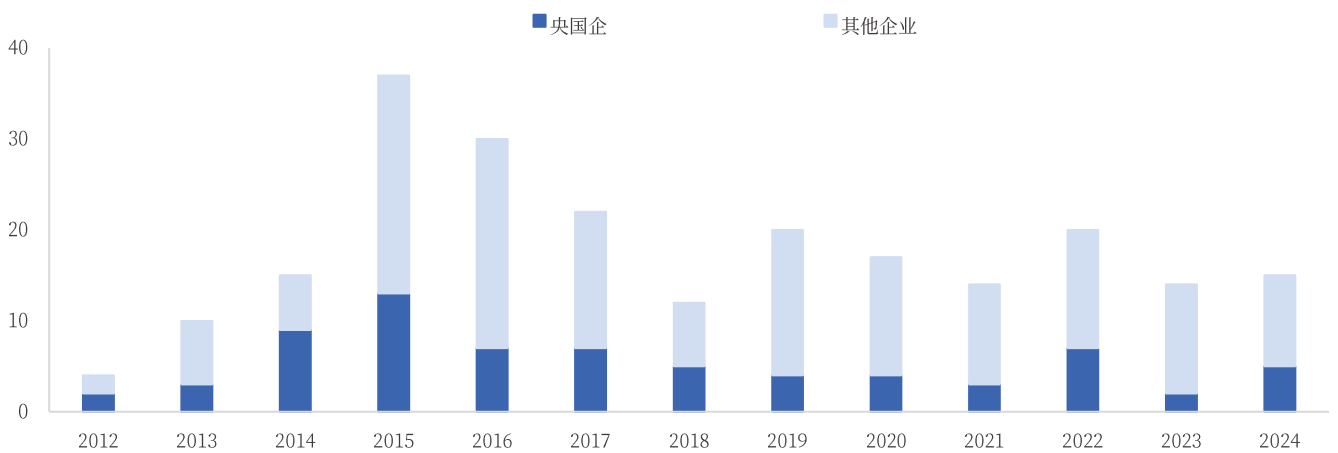
时间	政策/会议	内容
2010年9月	《国务院关于促进企业兼并重组的意见》	切实推进企业兼并重组，深化企业改革。以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作。在中央国有资本经营预算中设立专项资金，通过技改贴息、职工安置补助等方式，支持 中央企业 兼并重组。
2014年3月	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	加快推进审批制度改革，改善金融服务，落实和完善财税政策，完善土地管理和职工安置政策，加强产业政策引导、服务和管理，健全企业兼并重组的体制机制
2014年10月	《上市公司重大资产重组管理办法》	取消除借壳上市以外的重大资产重组行政审批；明确分道制审核；明确对借壳上市执行与首发上市审核同等标准，不允许在创业板借壳上市；取消向非关联第三方发行股份购买资产的发行规模的下限等
2015年8月	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	通过多种方式进一步深化改革、简政放权，大力推进上市公司并购重组
2016年7月	《国务院办公厅关于推动 中央企业 结构调整与重组的指导意见》	贯彻落实党中央、国务院关于深化国有企业改革的决策部署，进一步优化国有资本配置，促进中央企业转型升级
2016年9月	关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定	丰富重组上市认定指标、取消配套融资、延长相关股东股份锁定期等
2017年1月	中央企业 、地方国资委负责人会议	要围绕做强做优做大目标，加快深度调整重组步伐。要稳步推动企业集团层面兼并重组，加快推进钢铁、煤炭、电力业务整合，探索海外资产整合。
2019年10月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	取消重组上市认定标准中的“净利润”指标；进一步缩短“累计首次原则”计算期间；推进创业板重组上市改革；恢复重组上市配套融资等。
2020年10月	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	促进市场化并购重组。充分发挥资本市场的并购重组主渠道作用，鼓励上市公司盘活存量、提质增效、转型发展。
2021年8月	《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	鼓励通过兼并重组、资本运作、战略合作等方式整合产业资源，提升产业链竞争力和抗风险能力。

2022年5月	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	以优势上市公司为核心，通过资产重组、股权置换等多种方式，加大专业化整合力度，推动更多优质资源向上市公司汇聚，剥离非主业、非优势业务，解决同业竞争、规范关联交易，大力优化产业布局、提升运营质量，推动上市公司核心竞争力、市场影响力迈上新台阶，力争成为行业领军企业。
2023年1月	国资委新闻发布会	下阶段国资整合着力点：1) “进”：要瞄准高水平、导向性，支持推动国有资本协同合作，促进固链、补链、强链、塑链；2) “退”：持续推进央企“两非”“两资”业务退出，做好产能过剩行业整合；3) “整”：积极推动检验检测、医疗健康、装备制造、矿产资源、煤电等领域资源整合，避免重复投资和同质化竞争；4) “合”：支持中央企业按照市场化、法治化方式，加强内部资源深度融合，形成强大的合力。
2023年6月	中央企业提高上市公司质量暨并购重组工作专题会	中央企业要把握新定位、扛起新使命，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能
2023年12月	证监会支持上市公司并购重组座谈会	研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。进一步优化重组“小额快速”审核机制。支持“两创”公司并购处于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性。
2024年4月	《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》(新“国九条”)	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9月	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(“并购六条”)	提出六条主要措施促进上市公司并购重组。

资料来源：中国政府网，证监会，国资委，国务院，中国银河证券研究院

从重大重组事件数量来看，2012-2015年政策宽松期间，机械行业上市公司并购重组活跃，2015年全年披露的重大重组事件达到37件。2019年起，随着并购重组政策的再度优化放松，重组事件数量有所回升。2024年以来，在上市公司并购重组政策的推进下，截至11月15日披露的重大重组事件数量以超过去年全年，其中央企并购重组事件达到5件。

图15: 机械行业重大重组事件个数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

案例：南北车合并

中国中车前身为中国南车和中国北车。1986年，中国铁路机车车辆工业总公司（中车公司）成立，2000年中车总公司与原铁道部脱钩，分成中国北车和中国南车两家公司，两家公司的产品和业

务基本一模一样，国际业务不分伯仲，国内业务平分秋色，2011年起两公司雄踞全球轨道交通装备业的龙头，2014年两家企业的充分竞争不仅体现在价格上，也体现在自主研发能力、开拓市场能力的快速发展，拆分后两家公司各自都在沪港两地上市。2014年，在全球轨道交通行业面临高铁经济蓬勃发展契机，中国轨道交通“三网融合”存在巨大市场空间的背景下，南车北车开启合并，通过整合两家公司各具优势的销售和市场资源、产品开发和技术研发能力，打造一家大型综合性产业集团。2014年10月27日起，中国南车、中国北车 A+H 均停牌，拟公布重大事项。2015年6月中国中车挂牌成立并在 A/H 股同步上市。合并前南北车业务重合，在国际业务及订单中竞争激烈，双方盈利空间都受到挤压。改革后，企业经营效率、盈利能力都有较好提升。

表4: 中国中车国企改革方案

时间	背景	目的	具体方案
2014-2015年	全球高铁蓬勃发展，中国轨道交通“三网融合”蕴含巨大市场空间。南车、北车业务重合，竞争激烈，盈利空间受到挤压	提升业务规模，增强盈利能力，打造全球轨交龙头	技术上采取中国南车吸收合并中国北车的方式进行，即中国南车向中国北车全体 A 股换股股东发行中国南车 A 股股票、向中国北车全体 H 股换股股东发行中国南车 H 股股票，并且拟发行的 A 股股票将申请在上交所上市流通，拟发行的 H 股股票将申请在香港联交所上市流通，中国北车的 A 股股票和 H 股股票相应予以注销。换股比例为 1:1.1

资料来源：中国中车公司公告，中国银河证券研究院

2.混合所有制改革

2015年9月，国务院发布《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，提出发展混合所有制经济是深化国有企业改革的重要举措；要结合电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域改革，开展放开竞争性业务、推进混合所有制改革试点示范。

国有企业具有技术和资金实力较强、管理相对规范等独特优势，用混合所有制经济为载体来实现在国有经济布局的战略性调整，对于提升我国的经济运行效率具有深远意义。

表5: 国企混改相关支持政策

时间	政策/会议	内容
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》	积极促进国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合；到2020年，国有企业公司制改革基本完成，发展混合所有制经济取得积极进展。
2015年9月	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	发展混合所有制经济，是深化国有企业改革的重要举措。分类、分层推进国企混改；结合电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域改革，开展放开竞争性业务、推进混合所有制改革试点示范。
2016年12月	中央经济工作会议	混合所有制改革是国企改革的重要突破口，按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐。
2017年1月	央企负责人会议	深入推进公司制股份制和混合所有制改革，积极探索集团层面股权多元化改革，全面完成国有企业公司制改制，支持中央企业间、中央企业和地方国有企业间交叉持股，大力推进改制上市工作，力求包括集团层面在内的混合所有制改革有所突破。
2020年6月	《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》	积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。
2020年10月	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	支持国有企业依托资本市场开展混合所有制改革
2023年1月	中央企业负责人会议	积极稳妥分层分类深化混合所有制改革，促进国企民企协同发展，进一步发挥国有企业引领带动作用。

资料来源：中国政府网，国资委，国务院，中国银河证券研究院

案例：柳工

工程机械行业在中，龙头公司徐工机械、柳工、中联重科等均属于国企，已经在不同程度上进行了改革，并将朝着多元深化、功能性改革方向继续前进。从中联重科 1999-2010 期间进行的国企改革，到近年徐工机械和柳工启动的改革，改革重心逐渐从产权制度（如股改和改制）转向功能性改革，整体上市之外，也新增股权激励、战略伙伴合作、搭建员工持股平台、发行可转债等方式。通过改革，既能够保证国企控股，又发挥了市场化机制和战略伙伴的作用，实现了治理结构和产品结构的升级，带来企业规模效应和盈利能力提升。

表6：柳工混改方案

方式	目的	柳工	
		时间	具体方案
混改，“国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”	产业和资本协同合作，提高市场化运作效率，增强治理水平	2020	柳工有限（上市公司柳工原控股股东）进行混合所有制改革
	公司和员工利益深度绑定		引进 7 名战略投资者，其中 6 家为国家级基金或具有央企背景 引进员工持股平台

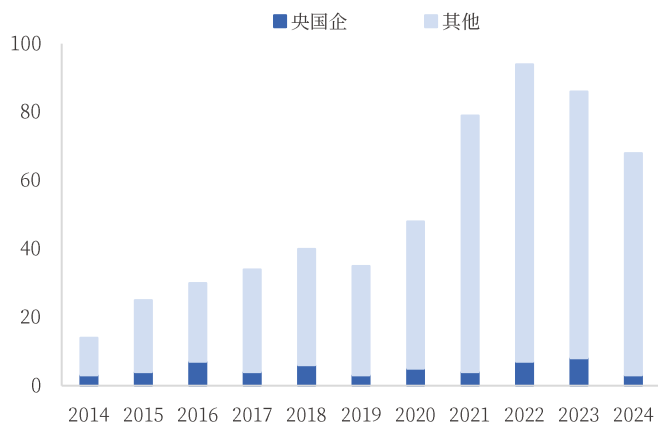
资料来源：柳工公告，Wind，中国银河证券研究院

3. 股权激励

2019 年度，监管机构连续出台多项政策，鼓励、引导国有企业探索中长期激励机制。国资委发布的《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》，进一步明确了股权激励实施的规范性要求，完善了央企实施股权激励制度。2020 年 6 月中央深改委通过《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》，推动国有企业积极统筹运用各类中长期激励政策。

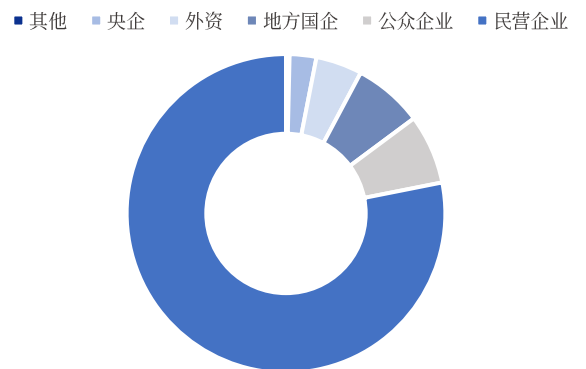
机械行业上市公司股权激励发布数量经历了 2019 年的下滑后，在 2020-2022 年间实现快速增长，自 2023 年起有所回落。从企业性质来看，进行股权激励的主体为民营企业，2014 年至今占比 78%，而央国企股权激励次数较少，2014 年至今仅进行了 54 次，占比 10%。随着国企改革的进一步深化和考核指标的持续完善，机械行业央国企股权激励力度有望加大。

图16：机械行业进行股权激励的上市公司数量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：2024 年数据截至 11 月 15 日）

图17：2014-2024 机械行业进行股权激励的上市公司性质结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：2024 年数据截至 11 月 15 日）

案例：陕鼓动力

陕鼓集团自 2016 年起积极推进混改工作，先后实施了骨干持股、限制性股票激励、超额 EVA 激励等多项机制，于 2021 年完成了外部董事占多数专项改革任务，积极推行经理层成员任期制和契约化管理，建立了“归零赛马+揭榜挂帅”的中长期激励约束机制，并与近 500 家在陕企业和科研院所等建立合作，强化协同发展。2021 年公司发布限制性股票激励计划，向 654 人授予 4,983 万股。近年来公司业绩稳健增长，2021 年营业收入历史上首次超过百亿元后连续三年保持百亿水平。

表7：陕鼓动力股权激励目标完成情况

	2021	2022	2023
归母净利润目标（亿元）	6.77	7.16	7.56
实际归母净利润（亿元）	8.58	9.68	10.20

资料来源：陕鼓动力公司公告，中国银河证券研究院

4.布局战略新兴产业

当前世界处于百年未有之大变局，新一轮科技革命和产业变革方兴未艾，发展新质生产力是中国式现代化建设的重要战略举措之一。近年来，国务院国资委陆续推出支持政策和指导意见，推进央企战新产业发展。今年 5 月，国务院国资委于开展了第二批央企原创技术策源地布局建设，在量子信息、类脑智能、生物制造等 36 个领域，支持 40 家央企布局 52 个原创技术策源地。6 月又启动了第三批央企创新联合体建设，围绕战略性新兴产业和未来产业等重点领域，在工业软件、工业母机、算力网络、新能源、先进材料、二氧化碳捕集利用等方向组织央企续建 3 个、新建 17 个创新联合体。按照国务院国资委的目标，到 2025 年，央企在战新产业收入占比要达到 35%。

近年来，央企充分发挥自身优势，将加快发展战略性新兴产业作为一项重大战略任务，加快布局和发展战略性新兴产业。2018 年至 2022 年，中央企业在战略性新兴产业领域投资规模由 0.7 万亿元增长至 1.5 万亿元，占全部投资比重由 12.8% 提升至 27%，投资规模增长 115.2%，年均增长 28%。2023 年央企在战略性新兴产业领域完成投资 2.18 万亿元、同比增长 32.1%。今年前三季度，中央企业该项投资同比增长 17.6%，占央企总投资额的近 40%。

表8：央企布局战新产业相关政策

时间	政策/会议	内容
2020 年 9 月	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	依托国有企业主业优势，优化国有经济布局 and 结构，加大战略性新兴产业投资布局力度。
2023 年 5 月	国资委召开中央企业加快发展战略性新兴产业部署会	要深刻认识集中力量、加快布局和发展战略性新兴产业，是国资央企积极落实国家战略，实现高质量发展，服务构建新发展格局的重要举措。中央企业发展战略性新兴产业，要在产业布局优化、关键核心技术、形成良好产业生态、完善激发人才创新创造活力动力的体制机制等方面不断取得新的实质性突破。
2023 年 12 月	国务院国资委中央企业负责人会议	会议强调，要坚定履行党中央赋予国资央企在新时代新征程的重大使命，坚持把高质量发展作为硬道理，深入推进布局优化和结构调整，更加注重提升战略性新兴产业收入和增加值占比。
2024 年 1 月	《工业和信息化部等七部门关于推动未来产业创新发展的实施意见》	引导领军企业前瞻谋划新赛道，通过内部创业、投资孵化等培育未来产业新主体。实施中央企业未来产业启航行动计划，加快培育未来产业新企业。
2024 年 1 月	国新办新闻发布会	将以央企产业焕新和未来产业启航“两个行动”为抓手，加快在战略性新兴产业收入和增加值占比上取得关键进展，在央企布局结构上实现战略转型。其中包括：谋划推动一批重

		大工程，遴选战新产业“百项工程”，建设一批战略性新兴产业集群，实施人工智能 AI+ 等专项行动。
2024年5月	国务院国资委党委扩大会议	推进国有企业整合重组、有序进退、提质增效，积极布局产业新赛道，因地制宜发展新质生产力，大力培育发展新动能

资料来源：国资委，工信部，中国银河证券研究院

案例：中国通号

低空经济作为战略性新兴产业，产业链长、带动性强，在医疗、气象、农业等领域都有广泛应用。据工信部下属机构赛迪顾问发布《中国低空经济发展研究报告（2024）》，2023年中国低空经济规模达5059.5亿元，增速达33.8%。乐观预计，到2026年，低空经济规模有望突破万亿元，达到10644.6亿元。传统空中交通管理以地面管制中心为核心节点，结合通信、导航、监视等基础设施，对管制范围内的用空对象进行集中式管理，而未来低空领域下智能互联航空器多自主飞行，飞行器数量多、密度大，低空空域与地形联系紧密，需避让障碍物多，气象变化随机性大，现行的空管系统难以用于低空目标，亟需构建新型空管系统。中国通号作为我国轨道交通控制系统龙头，在低空空域管理方面具备技术延伸基础。正加快发展低空经济战略性新兴产业，构建轨交装备+低空经济双赛道。

图18：低空经济产业链

上游	中游			下游
航空材料 合金材料 (钛合金、铝合金) 低空飞行器钢材 航空涂料 特种橡胶	装备制造		配套服务	低空经济+文旅 城市空游 航空展览 航拍摄影 娱乐飞行
关键零部件 芯片 锂电池	整机制造 固定翼无人机 多旋翼无人机 无人直升机 垂直起降固定翼无人机	部件制造 飞行控制 系统 主控芯片 陀螺仪	低空飞行租赁 低空飞行维修 航线维护 机体大修 航空发动机维修 航空机载设备维修	低空经济+物流 数字物流 智能配送
低空基础设施 地面保障基础设施: 起降场地 充电设施 新型基础设施: 空管系统 雷达监控 通信与导航系统	航空器制造 北斗技术 5G技术 人工智能技术	机体结构件 机身 起落架 机翼 螺旋桨	低空飞行保障 地面保障服务 检测检验服务 空中保障服务 适航审定	低空经济+交通 城市空中交通UAM 共享出行 飞行汽车
	航空器制造 军用航空器 民用航空器	动力系统 电池 电调 电机	低空飞行培训 地面保障服务 检测检验服务 空中保障服务 适航审定	低空经济+交通 农林植保 作物监测 农田测绘 渔业飞行
	地面系统 遥控监测 辅助设备 监控系统 起降系统 数据处理系统 指挥系统	飞行控制 云台 图传系统 摄像机	低空飞行培训 维修培训 飞行培训	低空经济+军管 低空巡检 救援搜索 特种作战 警务飞行
				低空经济+公共服务 应急救援 城市消防

资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

5. 股份回购

2005年证监会发布的《上市公司回购社会公众股份管理办法（试行）》，标志着我国上市公司股份回购制度的开启。2018年起，一系列政策出台完善股票回购制度，鼓励上市公司通过股票回购等方式回报投资者，增强市场活力。2023年底以来，随着央国企改革的不断深化，多项政策发布，支持股票回购等市值管理方式发展。

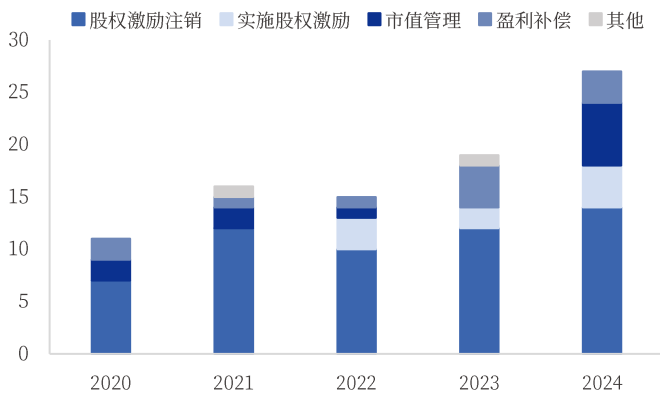
表9：2023 年底以来回购支持政策频出

时间	政策/会议	内容
2023 年 12 月	《上市公司股份回购规则》	提高回购便利度，进一步健全回购约束机制
2024 年 1 月	国新办新闻发布会	把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。
2024 年 3 月	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	提升股份回购效果和监管约束力。推动优质上市公司积极开展股份回购，引导更多公司回购注销，增强稳市效果。要求主要指数成份股公司明确股价短期大幅下跌等情形下的回购增持等应对安排。要求未增持或回购的破净公司在定期报告中说明改善公司投资价值的相关举措。上市公司以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份并注销的，回购注销金额纳入股利支付率计算。
2024 年 4 月	《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》	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。
2024 年 5 月	《关于修订〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定》	增加一条为第十三条：“上市证券公司应当牢固树立回报股东的意识，根据《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》《上市公司股份回购规则》等规定，结合公司经营管理情况，制定对股东回报的合理规划，对经营利润用于自身发展和回报股东进行合理平衡，重视提高现金分红水平，鼓励形成实施股份回购的机制性安排，积极通过一年多次分红及回购注销的方式提升股东回报、优化治理结构。”
2024 年 10 月	《中国人民银行 金融监管总局 中国证监会关于设立股票回购增持再贷款有关事宜的通知》	21 家金融机构按本通知规定向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度 3000 亿元，年利率 1.75%，期限 1 年，可视情况展期。
2024 年 11 月	《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	上市公司开展市值管理应当以提高公司质量为基础，依法依规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。

资料来源：中国政府网，证监会，深交所，国务院，中国银河证券研究院

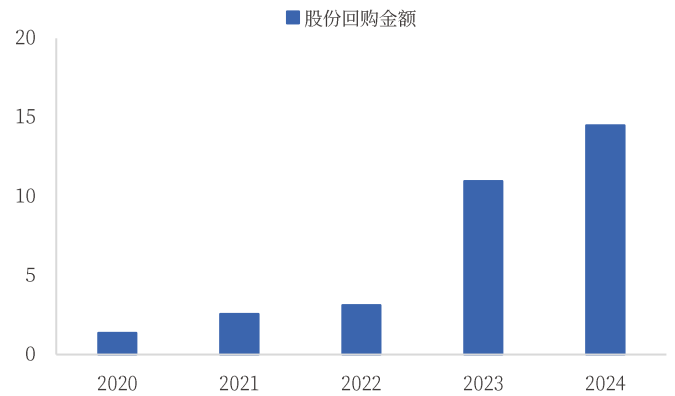
2023 年以来，机械行业央国企股票回购数量和金额增长明显，2024 年央国企以市值管理为目的的股票回购数量大幅增长，截至 2024 年 11 月 15 日，机械行业央国企已经发布股票回购预案 27 件，涉及金额 14.50 亿元，远超去年全年水平。今年 10 月，央行设立股票回购增持再贷款，鼓励中央企业发挥带头作用，规定 21 家金融机构向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的，可向中国人民银行申请再贷款。再贷款首期总额度 3000 亿元，年利率 1.75%，期限 1 年。股息率较高的央国企通过贷款回购股票，可获得额外收益，有利于进一步提升企业回购积极性。

图19: 机械行业进行股份回购的央国企数量 (按回购目的)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2024年数据截至11月15日)

图20: 机械行业央国企股份回购金额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2024年数据截至11月15日)

案例: 徐工机械

今年4月, 徐工机械发布回购公司股份方案, 基于对未来发展的信心和对公司价值的认可, 为维护广大投资者利益, 增强投资者信心, 提升公司资本市场形象, 拟以自有资金通过二级市场集中竞价方式回购公司股份, 本次回购的股份将用于减少注册资本。本次回购资金总额不超过人民币60,000万元(含), 不低于人民币30,000万元(含), 回购价格不超过人民币8.5元/股(含), 则预计本次回购股份数量约为3,529.41万股至7,058.82万股, 约占公司总股本的0.30%-0.60%。

三、如何看此轮机械行业央国企投资价值

我们按照 PE、PB、ROE 高低（对比行业均值及民营企业均值判断），对机械板块央国企进行划分，可以归纳出如下特征：

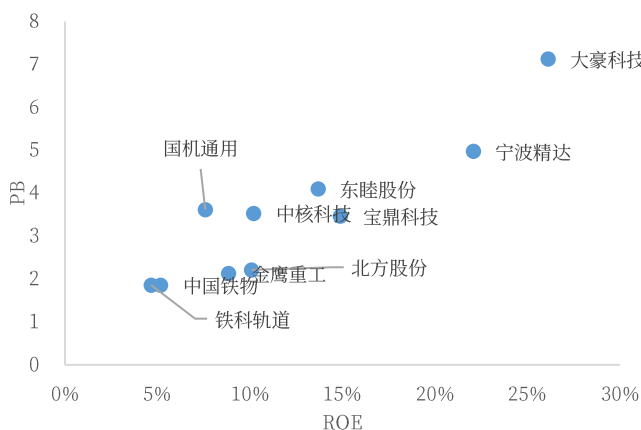
PB 高 PE 低，且 ROE 高，表明可能位于周期顶部，有估值滑落可能。 此类公司市值都不大。

PB 低 PE 低，ROE 高且分红率高，则可能红利低估，ROE 低，若行业预期周期向上，则有改善预期。 机械中这一类公司主要是轨交船舶和工程机械，以及一些类工程机械的公司。

PB 高 PE 高，可能有资产注入或拓展新业务的预期。 对于轨交设备、能源及重型设备板块，有重资产属性，央国企更具备资金优势，目前也主要是由央国企主导。而通用自动化、其他通用和专用设备公司等，近年民企逐渐上市激发市场活力，目前主要是民企主导。

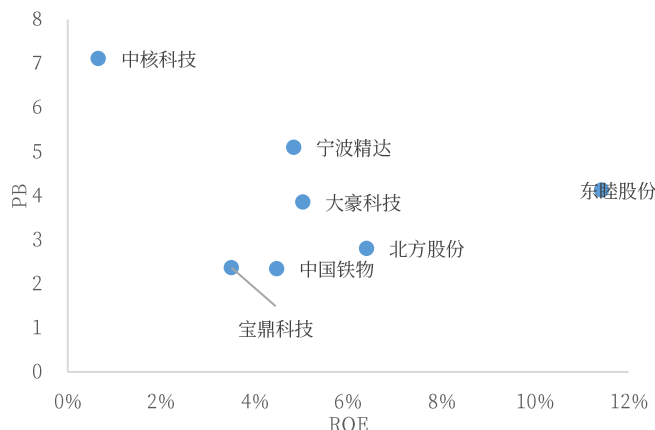
PB 低 PE 高 ROE 低，可能是位于周期底部，预期困境反转，其中大市值公司主要集中在船舶、能源及重型设备领域，也都是央企的优势领域。

图21: 高 PB 低 PE 组合



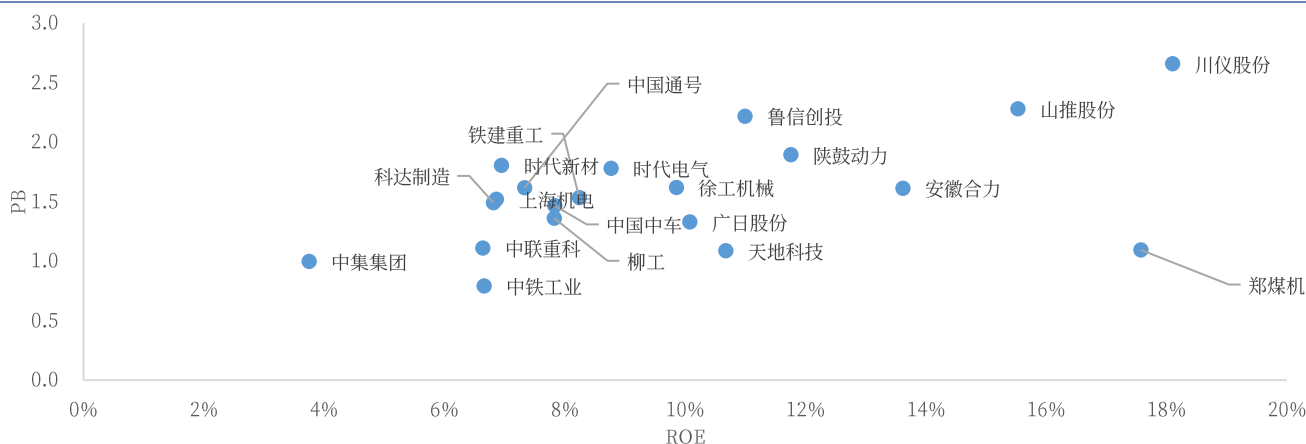
注：时间截止 2024/11/13
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22: 高 PB 高 PE 组合



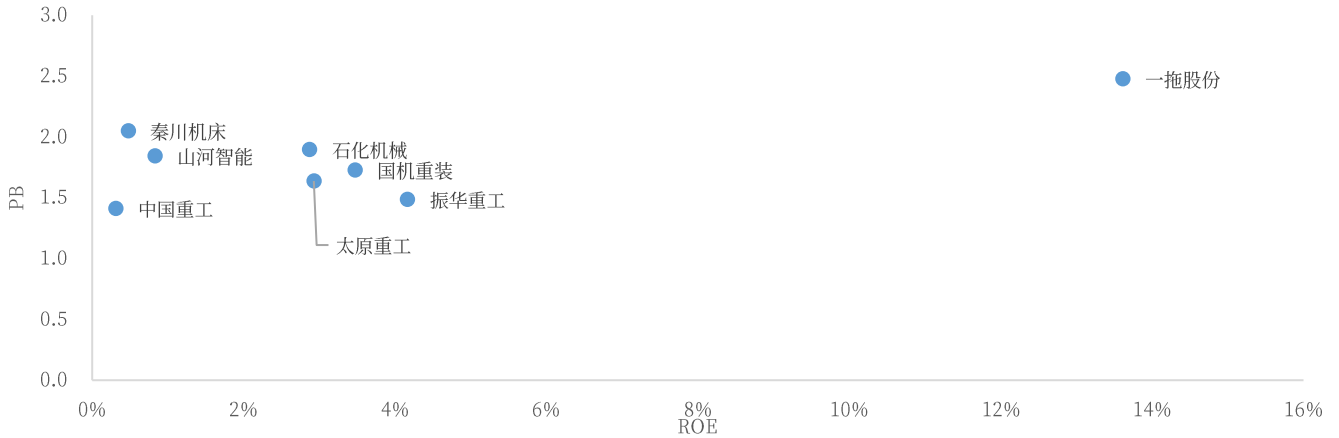
注：时间截止 2024/11/13
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23: 低 PB 低 PE 组合



注：时间截止 2024/11/13
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24: 低 PB 高 PE 组合



注: 时间截止 2024/11/13

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

接下来进一步考虑市值大小, 并剔除部分由于刚刚扭亏为盈而导致 PE 或 PB 值异常的企业, 如机器人、银宝山新、中捷资源等。可得如下表格。**建议关注机械行业中工程机械整机（周期向上, 降本增效, 有业绩改善预期）、船舶（周期向上, 有业绩改善和重组预期）、轨交装备（红利低估, 拓展新业务）板块, 另外可以适当关注能源及重型设备（周期底部回升或有重组可能性）。**

表10: 机械行业重点央企初筛表

PB&PE	ROE	代码	简称	申银万国三级行业	总市值 (亿元)	ROE - TT M	PB-TT M	PE-TT M	营业收入 (亿元)	营业收入增速 TT M	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速 TTM	18-23 行业营收 CAGR	18-23 行业利润 CAGR	行业央企营收占比
高 PB 低 PE	盈利更强	000927.SZ	中国铁物	轨交设备III	173	5%	1.9	36	407	-11%	5	-22%	5%	6%	97%
低 PB 低 PE	盈利更强	601766.SH	中国中车	轨交设备III	2396	8%	1.5	19	2438	6%	128	9%	5%	6%	97%
	盈利更强	000425.SZ	徐工机械	工程机械整机	952	10%	1.6	16	899	-1%	58	30%	9%	7%	66%
	盈利更强	688187.SH	时代电气	轨交设备III	722	9%	1.8	20	240	13%	36	17%	5%	6%	97%
	盈利更强	688009.SH	中国通号	轨交设备III	721	7%	1.6	22	333	-12%	33	-9%	5%	6%	97%
	盈利更弱	000157.SZ	中联重科	工程机械整机	633	7%	1.1	17	459	-1%	38	27%	9%	7%	66%
	盈利更弱	000039.SZ	中集集团	金属制品	467	4%	1.0	27	1617	27%	18	194%	7%	50%	66%
	盈利更弱	688425.SH	铁建重工	工程机械整机	262	8%	1.5	19	94	-3%	14	-15%	9%	7%	66%
	盈利更强	600582.SH	天地科技	能源及重型设备	261	11%	1.1	10	300	2%	26	10%	10%	20%	80%

	盈利更强	601717.SH	郑煤机	能源及重型设备	241	18%	1.1	6	370	4%	39	27%	10%	20%	80%
	盈利更弱	000528.SZ	柳工	工程机械整机	237	8%	1.4	17	293	6%	14	62%	9%	7%	66%
	盈利更强	600835.SH	上海机电	楼宇设备	203	7%	1.5	22	207	-13%	9	-11%	5%	8%	65%
	盈利更强	600528.SH	中铁工业	轨交设备III	188	7%	0.8	12	289	-5%	16	-16%	5%	6%	97%
	盈利更强	601038.SH	一拖股份	农用机械	184	14%	2.5	18	120	-4%	10	4%	11%	-175%	60%
	盈利更强	600761.SH	安徽合力	工程机械整机	165	14%	1.6	12	177	5%	14	16%	9%	7%	66%
	盈利更强	601369.SH	陕鼓动力	能源及重型设备	155	12%	1.9	16	102	6%	10	9%	10%	20%	80%
	盈利更强	000680.SZ	山推股份	工程机械整机	138	16%	2.3	15	128	17%	9	45%	9%	7%	66%
	盈利更强	600458.SH	时代新材	轨交设备III	108	7%	1.8	26	180	5%	4	-1%	5%	6%	97%
高 PB 高 PE	盈利更强	000988.SZ	华工科技	激光设备	410	11%	4.1	36	120	16%	11	14%	13%	1%	36%
	盈利更弱	601608.SH	中信重工	能源及重型设备	211	4%	2.3	53	84	-7%	4	84%	10%	20%	80%
	盈利更弱	300747.SZ	锐科激光	激光设备	127	5%	3.9	77	34	0%	2	-8%	13%	1%	36%
	盈利更弱	603698.SH	航天工程	能源及重型设备	94	6%	2.8	44	30	5%	2	23%	10%	20%	80%
低 PB 高 PE	盈利更弱	601989.SH	中国重工	航海装备III	1190	0%	1.4	453	517	7%	3	-123%	12%	-203%	95%
	/	600150.SH	中国船舶	航海装备III	1735	5%	3.5	65	814	15%	27	110%	12%	-203%	95%
	盈利更弱	601399.SH	国机重装	能源及重型设备	247	3%	1.7	50	121	10%	5	14%	10%	20%	80%
	盈利更弱	600320.SH	振华重工	能源及重型设备	226	4%	1.5	36	358	6%	6	1%	10%	20%	80%
	/	600764.SH	中国海防	航海装备III	216	4%	2.7	64	35	-4%	3	-30%	12%	-203%	95%
	盈利更弱	000837.SZ	秦川机床	机床工具	99	0%	2.1	430	38	0%	0	-85%	5%	-200%	34%
	盈利更弱	600169.SH	太原重工	能源及重型设备	84	3%	1.6	56	81	-5%	2	-33%	10%	20%	80%

注：统计时间截止 2024/11/13。PB/PE/ROE 的高低是相对于同细分行业中民企均值而言，行业划分按照申万机械三级行业。若民企刚刚扭亏，PE 异常，则不以民营企业 PE 作为比较对象，依据公司所处行业特征判断其 PE 高低，目前依据此进行调整的有中国船舶和中国海防。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、关注盈利改善、价值重塑的头部央企标的

依据杜邦分析， $ROE = \text{净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ 。因此，提升 ROE 可以通过优化企业的盈利能力、运营能力、资本结构达成。

净利率提升，可以从：（1）行业整体周期上行；（2）市场集中度和企业市占率提升，竞争格局改善；（3）产品结构优化，原材料价格下降，供应链自制率提高等提升毛利率；（3）降本增效，智能化、经营改善、股权激励等带来费用率降低；（4）并购优质资产。

运营能力提升，可以从提高应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率角度考虑。

资本结构一般波动性弱于前两者，企业可以通过提高分红率进而提高权益乘数。

提升估值中长期依旧是依赖 ROE 提升，但短期通过并购重组等方式能够拉高预期，本质上还是因为并购重组优质资产后创收和盈利能力提高。

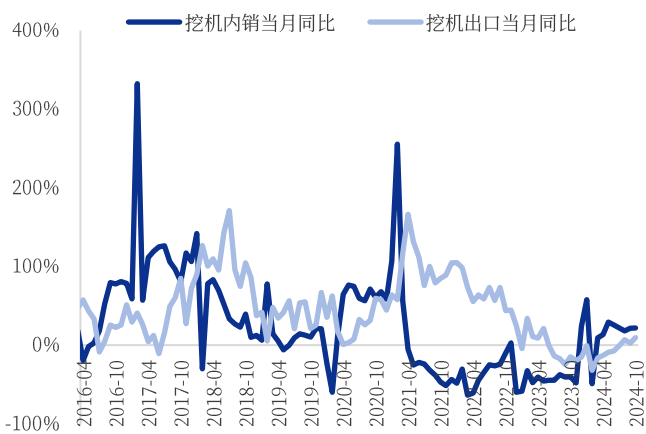
结合当前 PB/PE/ROE 水平，及对 ROE 和估值提升可能性的考量，我们梳理出了工程机械、船舶、轨交三个潜力板块，并展开介绍。

（一）工程机械：周期向上+国企改革降本增效

（1）行业整体：内需回暖确定性较强，海外新兴国家需求依旧强劲

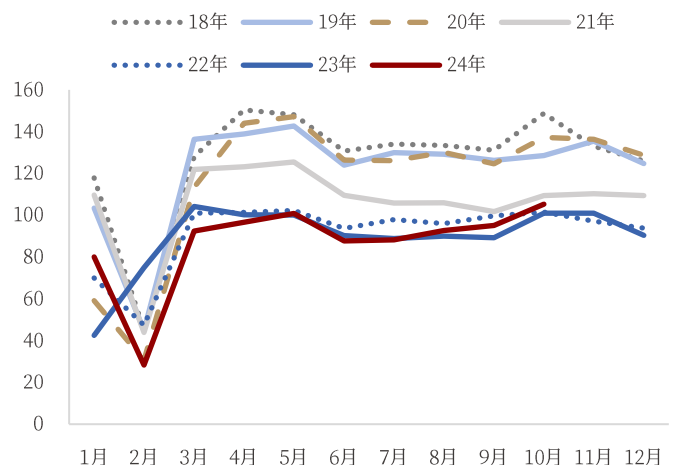
10月挖机内外销同比增速继续提高（内销/外销增速环比+0.1/+7.0pct），行业需求回暖态势良好。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2024年10月销售各类挖掘机16791台，同比增长15.1%。其中国内销量8266台，同比增长21.6%，增速环比+0.1pct；出口量8525台，同比增长9.46%，增速环比+7.0pct。2024年1-10月，共销售挖掘机164172台，同比增长0.47%；其中国内销量82211台，同比增长9.8%；出口81961台，同比下降7.41%。内销同比增速继续提高，有23年内销低基数，国内新农村建设、基建、设备更新、房地产“止跌回稳”等政策刺激的原因，外销同比增速表现向好，有部分新兴市场保持高增速，海外库存逐渐去化的原因，反映行业整体需求复苏态势良好。

图25：挖掘机月度销量 YoY



资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图26：中国小松挖掘机开机小时数（小时）

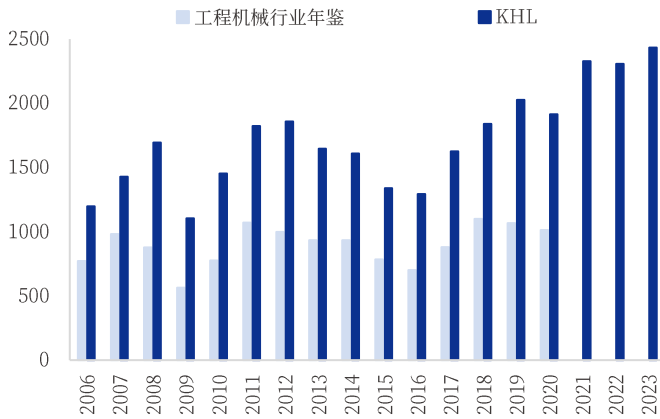


资料来源：小松官网，中国银河证券研究院

全球工程机械市场近万亿空间，周期波动。全球工程机械狭义空间参考 Off-highway（主要统计装载机、挖掘机、推土机、平地机、滑移、两头忙、自卸车、摊铺机、伸缩臂叉装车），广义空

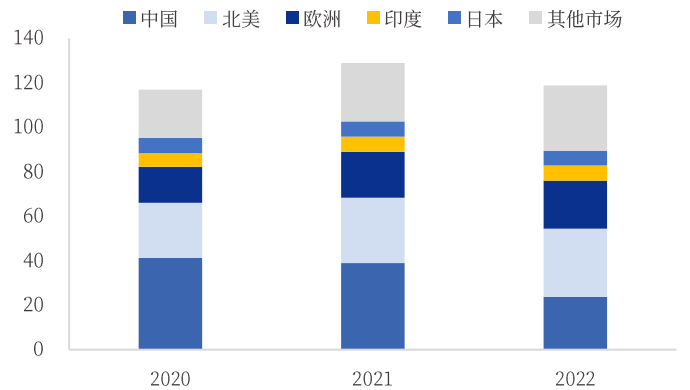
间参考 KHL（包括农机矿机、租赁、零部件等后服务市场）。据 Off-highway，22 年全球工程机械销售量 118.8 万台/+10.3%yoy，整体波动上升。据工程机械行业年鉴，20 年全球工程机械销售额 1013 亿美元。据 KHL，23 年全球工程机械销售额约 2434 亿美元/+5.6%yoy。

图27：全球工程机械销售额（亿美元）



资料来源：Wind，中国工程机械行业年鉴，KHL，中国银河证券研究院

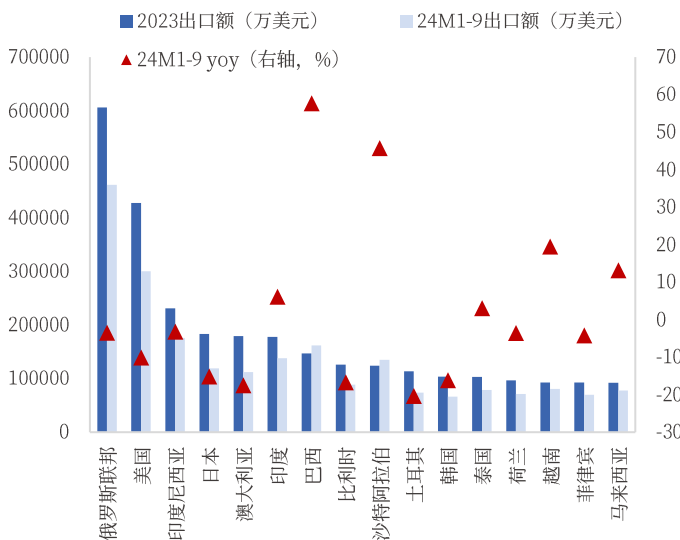
图28：全球工程机械市场销量（万台）



资料来源：Off-highway，中国银河证券研究院

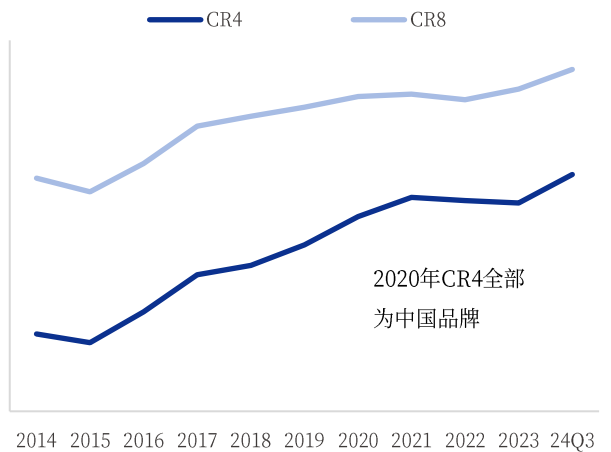
中国对南美、非洲、沙特、印度工程机械出口增速快。据中国工程机械工业协会，基于强劲的基建投资，24 年 1-9 月中国对非洲和南美洲出口维持了两位数正增长趋势，而对欧洲出口则在 23 年高基数基础上回落。分国家/地区，23 年全年和 24 年 1-9 月，俄罗斯均稳居中国工程机械出口金额榜首，24 年 1-9 月巴西、沙特阿拉伯、越南、马来西亚、印度增速较高。

图29：中国工程机械出口金额及增速（分国家/地区）



资料来源：Wind，工程机械工业协会，中国银河证券研究院

图30：国内挖掘机市场集中度变化



资料来源：工程机械工业协会挖机分会，中国银河证券研究院

1. 徐工：盈利能力持续提升，经营质量稳步提高

公司已于 2020 年完成混改，2022 年整体上市，2023 年发行新一轮股权激励计划，改革逐步多元深化和聚焦功能性。通过改革，既能够保证国企控股，又发挥了市场化机制和战略伙伴的作用，将员工利益与企业深度绑定，同时优化产品布局，实现了治理结构和产品结构的升级，提升了企业规模效应和盈利能力。

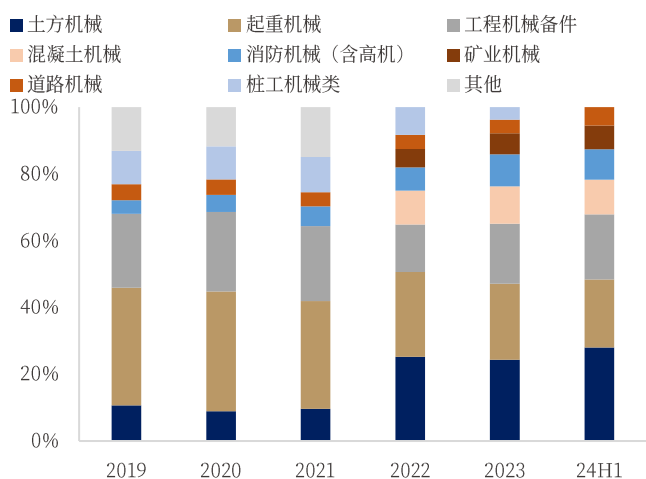
表11: 徐工改革方案

方式	目的	时间	具体方案
混改, “国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”	产业和资本协同合作, 提高市场化运作效率, 增强治理水平; 公司和员工利益深度绑定	2020	股权转让(徐工集团分别向江苏国信、建信投资、交银投资转让其持有的徐工有限股权)+引入战略投资者与员工持股平台
整体上市	完善业务结构和丰富产品线	2022	上市主体徐工机械非公开发行股份, 收购原控股股东徐工有限(吸收合并) 挖机、矿机、塔机、混凝土机械等优质资产注入上市公司, 带来毛利率改善
股权激励	公司和核心团队利益深度绑定; 进一步完善法人治理结构, 提高员工积极性	2023	授予约1.09亿股, 覆盖全体高管和中层干部, 尤其是国际化、数字化、技术营销等人才

资料来源: 徐工机械公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

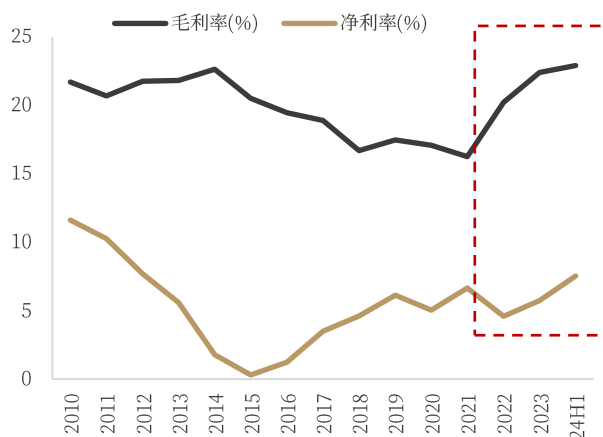
改革后徐工机械盈利能力显著改善。经过吸收合并整体上市后, 徐工机械产品结构中新增加土方、混凝土、矿业机械(2023年营收占比分别24%、11%、6%), 产品矩阵更加完善, 尤其是新添挖机、塔机等高毛利产品, 驱动徐工机械毛利率2022年提升4个百分点, 净利率也随之提高。

图31: 合并后徐工机械产品结构得到优化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32: 改革后徐工机械毛利率和净利率提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

股权激励深度绑定核心员工, 解锁条件彰显公司经营信心。2023年公司实施了股权激励计划, 首次授予对象包括管理层和核心技术/业务人员, 回购价格为3.09元/股, 首次授予1.09亿股, 约占总股本的0.92%。业绩考核目标上, 公司三个接触限售期目标分别为, 2023/2024/2025年净利润不低于53亿元/58亿元(或2年净利润累计不低于111亿元)/65亿元(或3年净利润累计不低于176亿元), 且净利润不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平。此外, 2023/2024/2025年净资产收益率不低于9%/9.5%/10%, 2023-2025年每年分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。

表12: 2023年徐工限制性股票激励计划

条目	内容
----	----

首次授予日	2023年5月5日	
激励对象	首次授予激励对象1,732人，主要针对管理层和核心技术/业务人员	
回购价格及数量	回购价格3.09元/股，共拟授予1.18亿股，首次授予1.09亿股，约占总股本0.92%，预留0.09亿股	
业绩考核目标	第一个解除限售期	①2023年度净资产收益率不低于9%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；②2023年度净利润不低于53亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；③2023年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
	第二个解除限售期	①2024年度净资产收益率不低于9.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；②2024年度净利润不低于58亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2024年净利润累计值不低于111亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；③2024年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%
	第三个解除限售期	①2025年度净资产收益率不低于10%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；②2025年度净利润不低于65亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；或2023-2025年净利润累计值不低于176亿元，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；③2025年度分红比例不低于当年实现的可供分配利润的30%。
对标企业	中联重科，三一重工，柳工，太原重工，山推股份，安徽合力，山河智能，厦工股份，润邦股份，建设机械，天桥起重，南方路机，汉马科技，铁建重工，振华重工，诺力股份，北方股份，法兰泰克	

注：上述“净利润”及“净资产收益率”均以归母净利润计算

资料来源：Wind，徐工机械公司公告，中国银河证券研究院

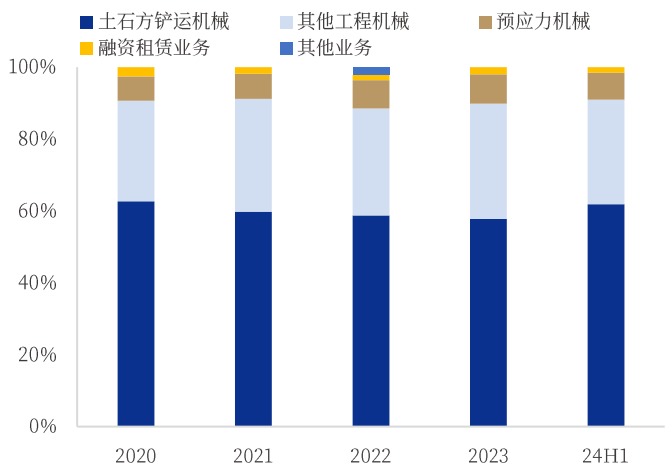
此外，公司今年4月公布回购股份方案，彰显发展信心。今年4月，徐工机械发布回购公司股份方案，拟以自有资金通过二级市场集中竞价方式回购公司股份，用于减少注册资本。本次回购资金总额不超过人民币60,000万元（含），不低于人民币30,000万元（含），回购价格不超过人民币8.5元/股（含）。预计本次回购股份数量约为3,529.41万股至7,058.82万股，约占公司总股本的0.30%-0.60%。

2. 柳工：挖机和国际化快速发展，混改持续促进盈利能力优化

柳工主要产品为土石方机械，包括装载机、挖掘机、平地机和推土机等，2023年收入占比58%，24H1进一步提升至62%。其中公司装载机产品系列完整，机型涵盖1~25吨各种规格，电动产品和“国四”产品均已经全面落地；重点产品挖掘机市占率提升明显（24H1国内市占率提升3pct），整体产品结构优化。除了土方机械，公司工程机械产品还包括起重机械、矿山机械、桩工机械、混凝土机械等。此外，公司也十分注重非工程机械业务的发展，农用机械、工业车辆、预应力机械等产品一定程度上能帮助减弱公司整体业务的周期波动属性。

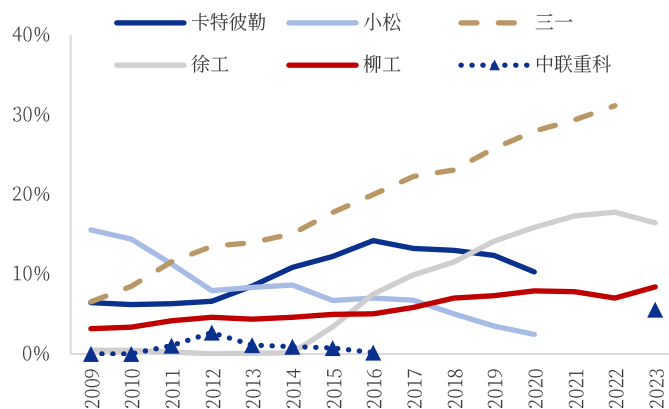
24H1公司实现了海外收入77.12亿元，同比增长18.8%，高于六大主要主机厂（三一重工、徐工机械、中联重科、柳工、山推股份、山河智能）整体海外收入增速（+13%），公司海外收入占比从19年的17.7%快速提升至24H1的48.0%，海外毛利率29.1%，环比23年增加1.36pct。

图33: 柳工收入结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图34: 各主机厂挖机产品在中国市占率 (按销量)



注: 2021 年及之后数据来自各家信评报告, 和协会挖机数据略有差异; 此处市占率为国内+出口整体口径

资料来源: Wind, 工程机械工业协会, 三一/柳工/徐工/中联信评报告, 中国银河证券研究院

混改优化股权结构, 推动决策更加科学、合理和市场化。公司 2020 年实施混改, 2022 年整体上市, 改革完成后 7 名战投股东合计持有公司 23.25% 股份, 改变了国有股权结构一股独大状态。此外, 公司持续推动董事会、监事会和高管层的市场化, 具体表现为: 2 名战投董事进入了董事会, 1 名战投监事进入了监事会。董事长辞去集团职务成为职业经理人, 经理层成员任期制和契约化管理, 激励机制赏罚分明。

整体上市驱动规模效益和各业务协同性。整体上市后, 静态而言, 净资产收益率和每股收益在短期内会有一定的下降, 但资产规模增加, 将驱动工程机械产品的规模效应逐步体现, 进而有利于提高产品毛利率; 同时, 借助上市公司平台, 欧维姆、柳工农机、柳工建机等原柳工有限子公司的融资渠道将得到拓展, 融资成本将有所下降; 此外, 整体上市能统一上市公司和被合并子公司的管理模式和激励机制, 提高合并后上市主体的管理效率。

表13: 柳工改革方案

方式	目的	时间	具体方案	
股权激励	公司和核心团队利益深度绑定	2018	首次限制性股票激励计划	
	进一步完善法人治理结构, 提高员工积极性	2023	股票期权	
混改, “国企优势+市场化机制+战略伙伴协同”	产业和资本协同合作, 提高市场化运作效率, 增强治理水平	2020	柳工有限 (上市公司柳工原控股股东) 进行混合所有制改革	引进 7 名战略投资者, 其中 6 家为国家级基金或具有央企背景
	公司和员工利益深度绑定			引进员工持股平台
整体上市	完善业务结构和丰富产品线	2022	通过向柳工有限的全体股东发行股份的方式, 吸收合并柳工有限, 柳工有限下属业务整体注入上市公司 (含混凝土、压缩机、农机等业务)	
发行可转债	补充产能, 提高研发效率, 优化资本结构, 推动“全面智能化”	2023	募集资金投入到挖掘机智慧工厂、装载机智能化改造、中原液压新工厂、前沿技术研发等项目	

资料来源: 柳工公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

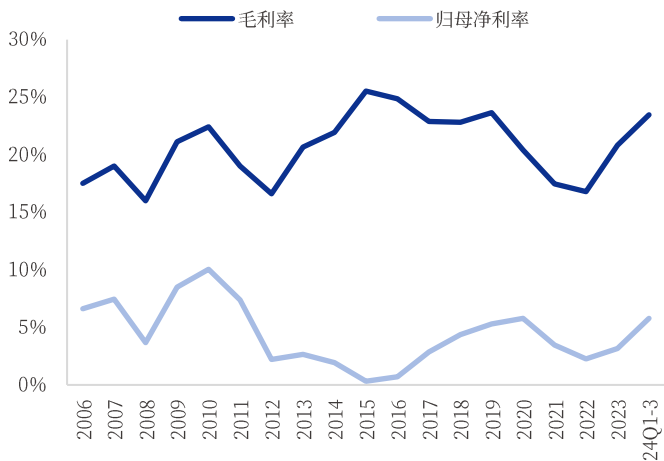
表14: 整体上市后柳工主要财务表现变化

	2021年6月30日/2021年1-6月			2020年12月31日/2020年度		
	交易前	交易后(备考)	变动率	交易前	交易后(备考)	变动率
资产总计(亿元)	351.08	424.73	20.98%	340.11	410.62	20.73%
负债合计(亿元)	228.43	263.64	15.41%	220.98	254.07	14.98%
归属于母公司所有者权益合计(亿元)	118.33	153.19	29.46%	114.57	148.55	29.66%
营业收入(亿元)	147.88	167.82	13.48%	230.03	259.79	12.94%
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	7.61	8.83	15.99%	13.31	14.56	9.36%
加权平均净资产收益率	6.62%	6.50%	-0.12个百分点	12.07%	11.55%	-0.52个百分点
基本每股收益(元/股)	0.52	0.51	-1.92%	0.9	0.85	-6.25%

资料来源: 柳工吸收合并暨关联交易报告书, 中国银河证券研究院

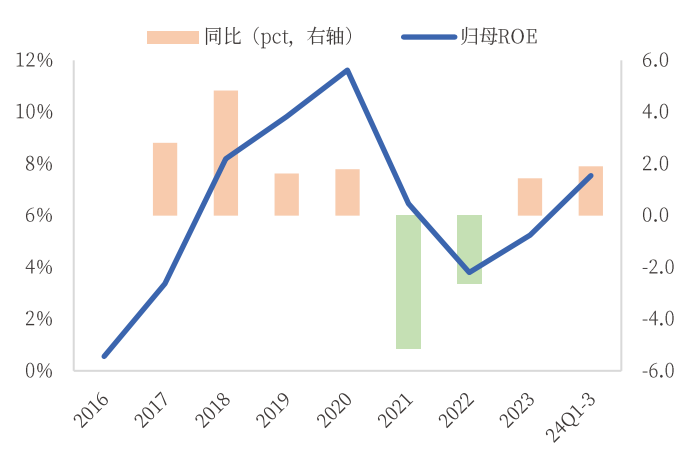
营收增速跑赢行业, 归母净利润触底回升, 盈利能力持续改善。随着在电装和挖掘机销售上的持续突破, 2023年在行业重点企业收入合计同比下滑1.12%基础上, 公司实现了4%的营收逆势增长, 24Q1-3营收增速进一步达到8.25%。利润方面, 基于混改后管理效率提升、布局电动产品和国际化拉高毛利率、智能化降本增效等原因, 23年以来公司盈利能力得到大幅提升, 毛利率同比增加4pct至20.82%, 归母净利润同比增加45%至8.68亿元, 归母净利率同比增加0.89pct至3.15%。24Q1-3公司毛利率较23年继续提升2.66pct至23.48%, 归母净利润13.21亿元, 同比增长59.8%, 归母净利率较23年继续提升2.63pct至5.78%。

图35: 柳工毛利率和归母净利率



资料来源: 柳工公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

图36: 柳工归母 ROE



资料来源: 柳工公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

3. 山推股份: 国内推土机龙头, 出海+集团资源协同+收购挖机优质资产培育新动能

山推股份是山东重工集团控股子公司, 实控人为山东国资委。山东重工集团旗下还包括了潍柴动力、德国林德液压、德国凯傲、中国重汽、雷沃重工等多个品牌。山推股份优势可以概括为: (1) **国内推土机龙头, 推土机国内市场占有率常年保持60%以上。**大马力推土机实现了国产替代和海外出口, 其毛利率高于推土机整体毛利率。(2) **产品结构优化, 土方业务逐步发力。**22年公司退出小松山推, 挖掘机竞业限制解除, 同年全资控股德工机械, 布局装载机业务。(3) **利用集团资源,**

供应链协同有效降本。公司采购集团下属公司生产的潍柴发动机和林德液压件，与行业普遍方案“康明斯发动机+川崎液压件”相比在油耗和效率上均有优化。（4）**挖机注入后盈利能力可能进一步优化。**公司挖机生产实体为山重建机，目前毛利仅包含销售部分，未来整合销售生产后挖机毛利率有望大幅提升，同时挖机可复用推土机等产品现有渠道，实现资源共享和经营效率提升。

图37: 山推股份营收和扣非归母净利润

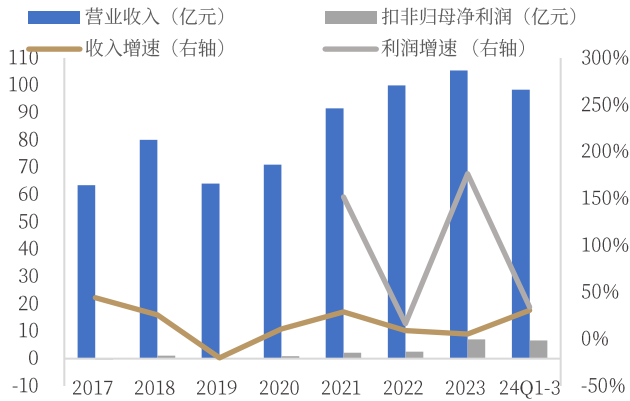
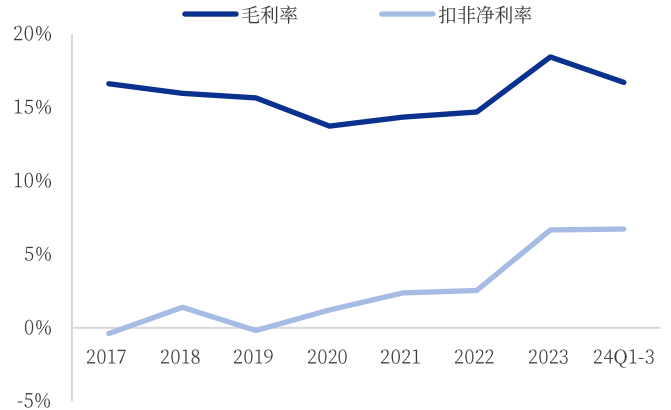


图38: 山推股份毛利率和扣非净利率



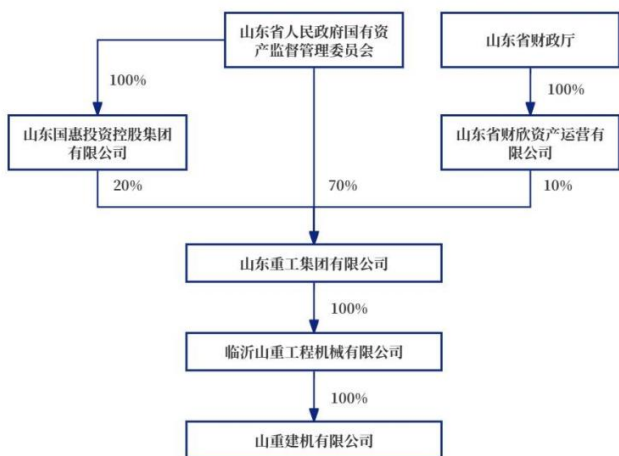
注: 22年处置小松山推及其他联营企业盈利确认投资收益3.4亿元, 占当年利润总额的48%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2024年11月12日, 山推股份发布公告, 拟支付现金购买山重工程持有的山重建机100%股权, 交易价格为184,113.27万元。本次交易完成后, 山重建机将成为山推股份的全资子公司。此次山推购入的是山重建机优质的生产线资产, 其历史债务已实现剥离, 随着国内挖机销量自3月份开始转正, 且目前行业周期上行确定性渐高, 有望在24-26年实现营收27/30/34亿元, 实现扣非归母净利润0.86/1.26/1.67亿元, 实现扣非归母净利率3.23%/4.13%/4.88%。山重工程及山重建机已在交易公告中对此利润水平进行承诺, 并设定了未达承诺的回购和补偿条款。交易完成后, 山推股份总资产规模、收入规模和ROE均有所提升, 其中归母所有者权益下降, 主要因为同一控制下企业合并时, 合并方取得的净资产账面价值与支付对价的差额调减资本公积。

图39: 山重建机股权结构



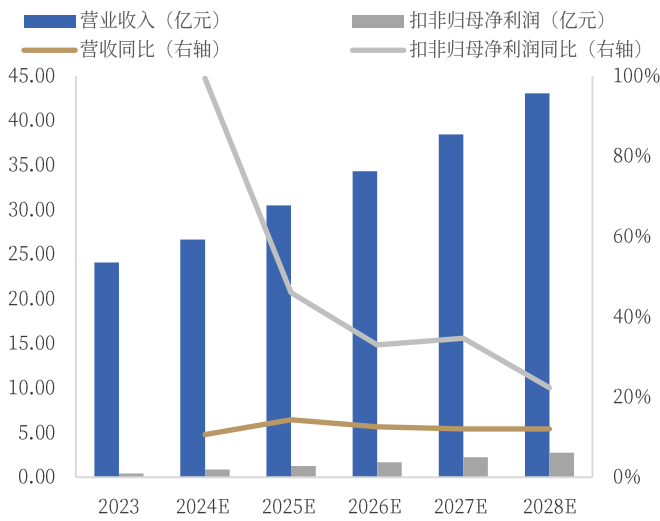
资料来源: 山推公告, 中国银河证券研究院

图40: 山重建机承诺条款

承诺	内容
业绩承诺	山重工程及山重建机对于2024-2026年扣非归母净利润承诺分别不低于0.86亿元、1.26亿元及1.67亿元, 累计不低于3.80亿元。
未达承诺的处理条款	(1) 如累积实际净利润数未达到约定的80%, 则山重工程承诺回购上市公司所持的山重建机股权, 回购价格按照本次交易全部股权收购价款以及利息总和确定, 利息按照全部股权收购价款中已支付部分金额同期银行贷款利率确定。 (2) 如累积实际净利润数达到约定的80%, 但不足100%, 则山重工程以现金方式向上市公司进行补偿。

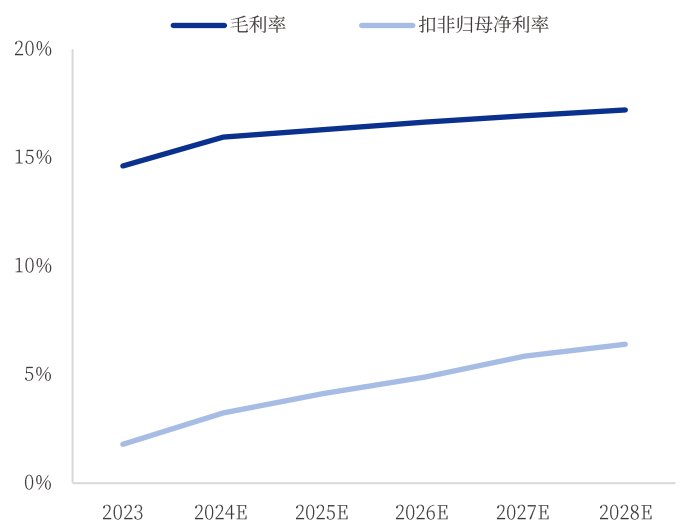
资料来源: 山推公告, 中国银河证券研究院

图41: 山重建机预计营收和扣非归母净利润



资料来源: 山推公告, 中国银河证券研究院

图42: 山重建机预计毛利率和净利率



资料来源: 山推公告, 中国银河证券研究院

表15: 交易完成前后山推股份合并报表主要财务数据变动情况

项目	2024年1-9月/2024年9月30日		2023年度/2023年12月31日	
	本次交易前	本次交易后(备考)	本次交易前	本次交易后(备考)
总资产(万元)	1,576,322	1,815,575	1,342,680	1,560,944
总负债(万元)	943,203	1,305,296	756,399	1,095,061
归属于母公司股东的所有者权益(万元)	603,522	480,683	557,100	436,702
营业收入(万元)	983,634	1,024,649	1,054,086	1,136,439
归属于母公司股东的净利润(万元)	67,418	72,482	76,542	78,330
基本每股收益(元/股)	0.45	0.48	0.51	0.52
加权平均净资产收益率(%)	11.56	15.7	14.67	18.81

资料来源: 山推公告, 中国银河证券研究院

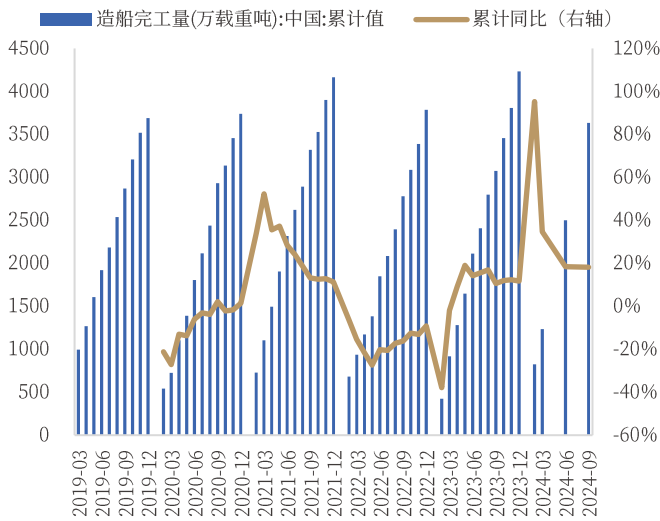
(二) 船舶: 周期向上+改革降本增效+重组

目前船舶行业处于周期上行阶段, 高船龄+运距拉长+环保政策驱动更新和新增需求释放, 而产能扩张难度较大, 供给紧张有望持续推高新船造价, 整体呈现高景气。23年按订单量计中国已经是全球第一大造船国, 当前中国船舶厂订单充足, 产能利用情况良好, 有望顺势获得亮眼业绩表现。

全球平均船龄持续升高, 同时环保减排政策促进新增需求, 而造船产能扩张困难, 供不及求驱动新船价格上涨。10月中国新船整体/干散货/集装箱/邮轮造价指数环比9月虽基本持平, 同比分别+6.6%/8.9%/3.2%/8.3%, 保持在高位区间。

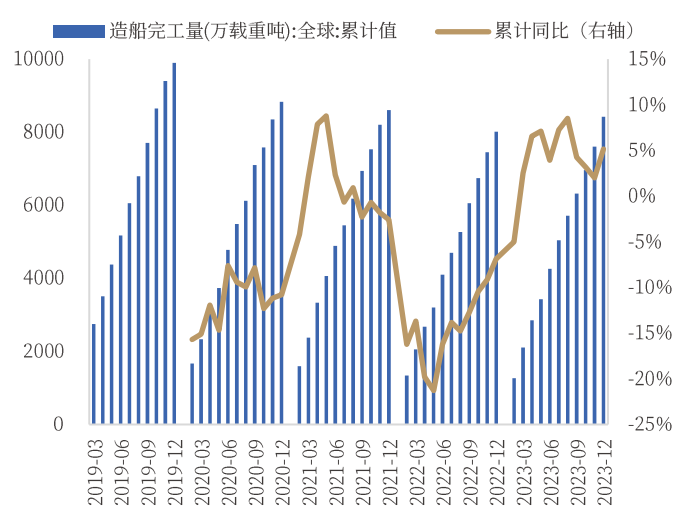
当前中国船舶厂订单充足, 产能利用情况良好。24前三季度我国造船完工3634万载重吨, 同比增长18.2%, 2023年全球市场份额达到50.2%。24前三季度中国承接新船订单8711万载重吨, 同比增长52%, 全球市场份额74.7%, 较23年末增加8.1pct; 手持船舶订单19330万载重吨, 同比增长44.3%。根据官方数据显示, 23年我国造船产能利用检测指数为894点, 同比提升130点。

图43: 中国造船完工量累计值及增速及同比增速



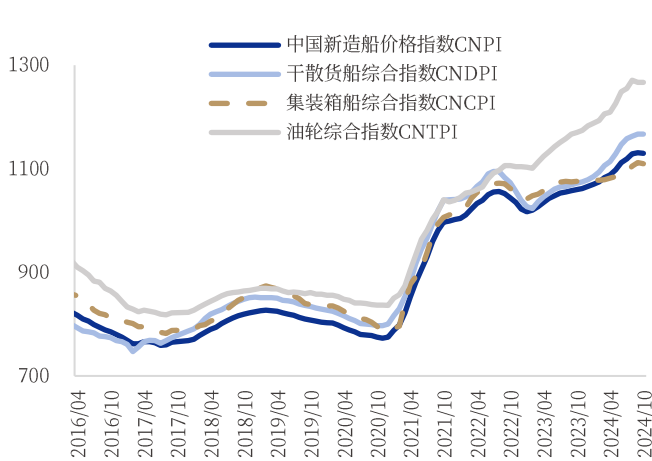
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图44: 全球造船完工量累计值及同比增速



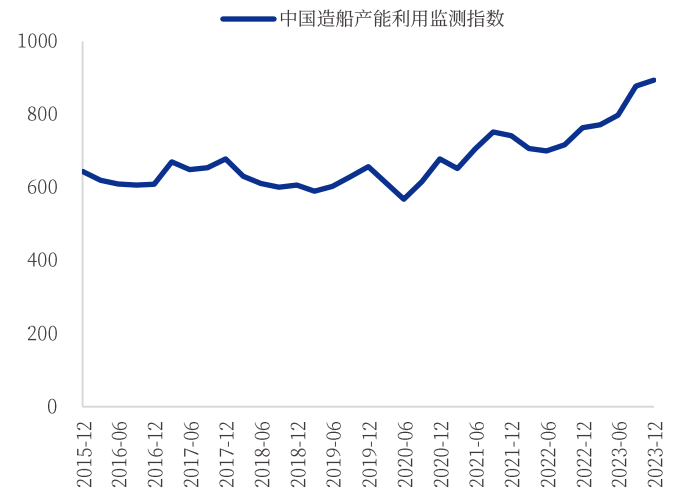
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图45: 中国新船造价指数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图46: 中国新船产能利用监测指数



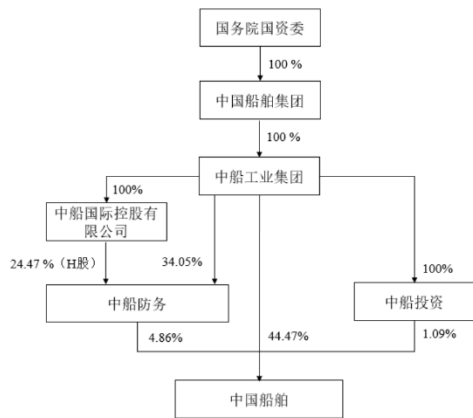
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中国重工: 中国船舶集团旗下的核心造船企业，全球领先的船舶制造企业，主要业务包括海洋运输装备（23 营收占比 30.25%）、海洋防务及海洋开发装备（23 营收占比 20.95%）、舰船配套（23 营收占比 18.88%）、舰船制造及修理改装（23 营收占比 18.37%）、战略新兴产业及其他等。公司旗下拥有大连重工、武昌船工、北海造船等知名造船基地，参与了辽宁舰、山东舰等重要舰船的建造。公司业务覆盖船舶造修全周期，形成了大型 LNG 船、万箱级集装箱船、VLCC、LR2 成品油船、好望角型散货船、超大型矿砂船等多个优势船型，并能够根据市场需求进行多种类型的船型开发制造。其中，大连造船研制的 VLCC 全球市场份额领先。

中国船舶: 中国船舶集团核心军民品主业上市公司，主要业务包括军/民用造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备等。公司旗下有江南造船（军用舰船；东方红 3 号等各类特种船舶；远望系列、

大型海监船等公务船；大型/超大型集装箱船；液化气船等）、外高桥造船（大型邮轮；好望角型散货船、纽卡斯尔型散货船、超大型矿砂船；中型/超大型集装箱船；30万吨级VLCC、油轮等）、广船国际（军辅船；公务执法船；成品油/化学品船、阿芙拉油船、超大型油船、超大型矿砂船等）、中船澄西（3.5万吨-8.5万吨系列散货船、支线箱船、MR油船三大主流船型及自卸船等特种船）四家子公司，覆盖造船业务、修船业务、海洋工程及机电设备等完整船舶行业产业链，2023年公司营收748亿元，其中江南造船、外高桥造船、中船澄西贡献比例为39%/28%/8%。

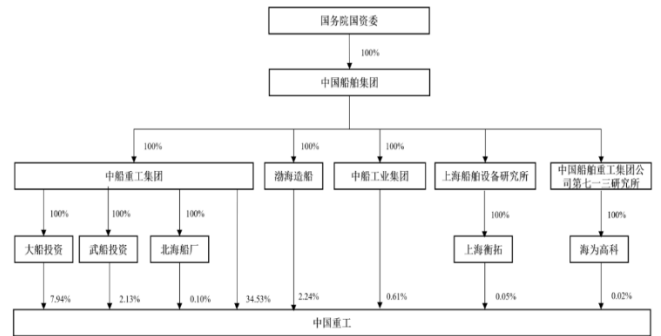
图47：中国船舶产权控制关系



注：截至2024/9/18公告签署日

资料来源：中国船舶公告，中国银河证券研究院

图48：中国重工产权控制关系



注：截至2024/9/18公告签署日

资料来源：中国船舶公告，中国银河证券研究院

24年9月3日，中国船舶、中国重工公告表示，正在筹划由中国船舶通过向公司全体股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工。此轮合并有望一定程度解决同业竞争问题，优化行业竞争格局，形成超大型船企参与国际竞争。在此背景下，行业估值有望重塑，中国重工等企业估值尚有可观的提升空间。

表16：中国船舶换股吸收合并中国重工交易预案

条目	具体内容
合并方式	中国船舶拟以发行股份方式换股吸收合并中国重工
换股价格和比例	按定价基准日前120个交易日的股票交易均价计算，中国船舶的换股价格为37.84元/股，中国重工的换股价格为5.05元/股。中国重工与中国船舶的换股比例为1:0.1335
换股数量	截至协议签署日，中国重工参与本次换股的股票为22,802,035,324股。中国船舶为本次换股吸收合并发行的股份数量合计为3,044,071,716股。
异议股东利益保护机制	中国船舶的异议股东有收购请求权，价格为为30.27元/股，即本次换股吸收合并的定价基准日前120个交易日的中国船舶股票交易均价的80%
	中国重工的异议股东有现金选择权，价格为4.04元/股，即换股吸收合并的定价基准日前120个交易日的中国重工股票交易均价的80%

资料来源：中国船舶公告，中国银河证券研究院

（三）轨交：红利低估+拓展新兴业务板块

1. 行业基本面：设备更新+客流复苏+大修周期，铁路行业景气向上

轨道交通行业是关系国计民生的基础性行业之一，也是国家产业政策重点支持的战略新兴产业。我国 2016 年《中长期铁路网规划》提出建设以“八纵八横”主通道为骨架、区域连接线衔接、城际铁路补充的高速铁路网，目前已成为高铁运营里程世界最长、商业运营速度世界最快的国家，高铁技术领跑全球。

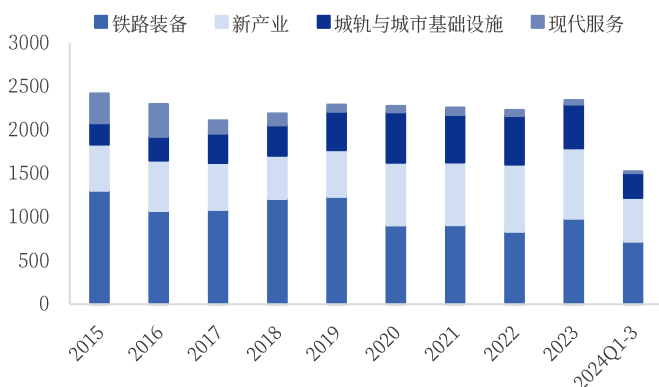
今年前三季度，全国铁路完成固定资产投资 5612 亿元、同比增长 10.3%；投产铁路新线 1820 公里，其中高铁 1210 公里。前三季度全国铁路发送旅客 33.3 亿人次，同比增长 13.5%，再创历史同期新高。高铁方面：1) 铁路客流持续复苏，疫情三年出行低迷采购量偏低，动车组补坑需求逐步释放；2) 截至 2023 年底高铁通车里程 4.5 万公里，按《新时代交通强国铁路先行规划纲要》2035 年高铁 7 万公里目标，24-35 年还需新增高铁通车里程 2.5 万公里，铁路通车里程和铁路装备需求有望维持高位；3) 铁路车辆庞大存量存在更新维保需求，按修程修制和谐号部分车型 6 年进入大修期，动车组高级修放量且未来有望维持高位，与新造需求共振向上。机车方面，新一轮大规模设备更新推动下，老旧内燃机车淘汰时间提前带动机车弹性。截至 2023 年我国铁路机车保有量为 2.24 万台，其中内燃机车保有量 7800 台，按老旧（30 年以上）约为 4000 台，27 年之前按照新车替换比例 1:2 测算，将有约 2000 台新能源机车替换需求在未来 3 年释放。预计未来 2-3 年铁路装备需求景气有望持续，带动产业链公司业绩稳健增长。

2. 中国中车：打造轨交装备+清洁能源装备发展新格局

中国中车是全球规模最大、品种最全、技术领先的轨道交通装备供应商。主要业务可分为铁路装备（机车、动车组、客车、货车、轨道工程机械）、城轨与城市基础设施（城市轨道交通车辆、城市轨道交通规划设计、城市交通工程总包）、新产业（机电业务、新兴产业业务）、现代服务（金融类业务、物流和贸易类业务等）四大板块。

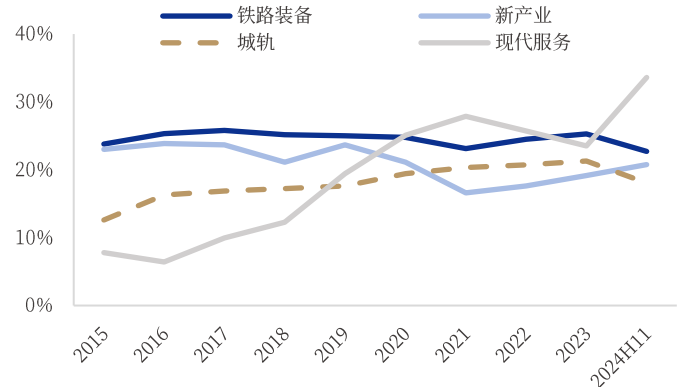
上世纪 90 年代，随着我国经济的高速发展，铁路客运和货运需求快速爆发。中国中车在全面深化改革的同时，一方面通过加强自主研发，加快产品升级换代；另一方面，加大对外开放力度，加速引进国外先进技术和资金，大力开展国际合作和进出口业务，发展与国外的合资经营、合作生产、资本运作，实现轨道交通装备技术水平从追赶到领跑的突破。目前复兴号 CR400AF/BF 型动车组在涉及的 254 项重要标准中，中国标准占 84%，并统一了零部件标准，实现了零部件可替换。搭建了不同速度等级、满足不同运用需求的复兴号系列产品。随着铁路行业景气持续复苏，2023 年以来公司铁路装备业务持续高增，2024 年前三季度铁路装备业务收入 717.65 亿元，同比+36.69%。

图49：中国中车分板块收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图50：中国中车分板块毛利率



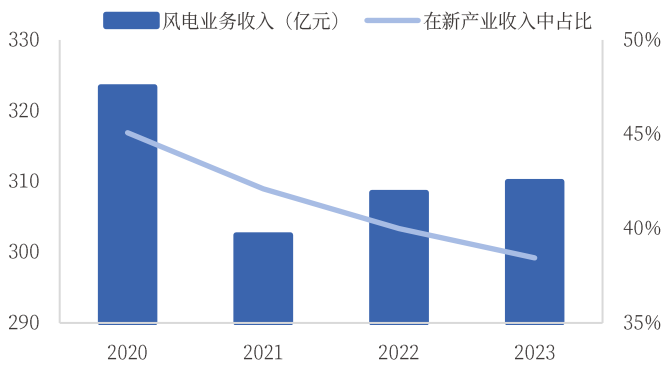
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

全球“双碳”战略推进和全球绿色能源转型不断加速背景下，中国中车构建了轨道交通装备和清洁能源装备“双赛道双集群”产业发展新格局，加快发展形成新质生产力，已形成以风电装备、

新材料等业务为重要增长极，光伏、储能、氢能、环保、工业数字、汽车电驱系统及零部件、船舶电驱动和海洋工程装备等业务为重要增长点的新兴业态。2021年，中国中车发布《战略新兴产业“十四五”发展规划》，提出实现战略新兴产业从500亿走向千亿的目标。

中国中车风电和高铁的主传动、电气总成等核心技术同源，并同时起步，公司是国内最早进入风电装备制造行业的企业之一，近三年公司风电收入规模稳定在300亿元左右。中国中车风电装备、高分子复合材料等进入国内前列，风力发电机销量排名国内第一，叶片销量排名国内第二。

图51：中国中车风电业务收入



资料来源：中国中车年报，中国银河证券研究院

图52：中国中车风电和高铁核心技术同源



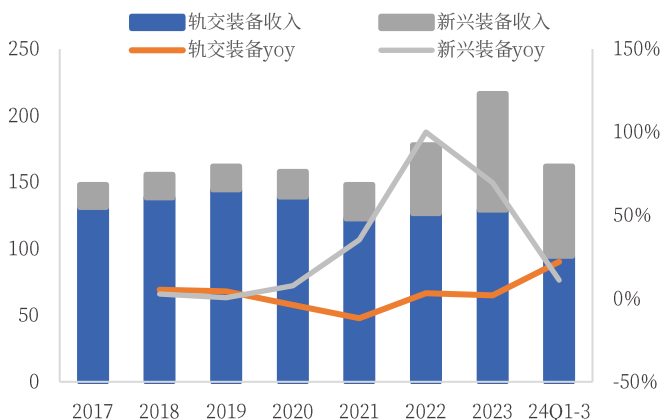
资料来源：中国中车，中国银河证券研究院

3. 时代电气：轨交+新兴装备双轮驱动

时代电气产品主要包括以轨道交通牵引变流系统为主的轨道交通电气装备、轨道工程机械、通信信号系统等。公司作为我国轨道交通行业具有领导地位的牵引变流系统供应商，现有牵引变流系统产品覆盖机车、动车、城轨领域多种车型，打破国际垄断，实现了列车核心系统的国产替代，并领跑国内市场。

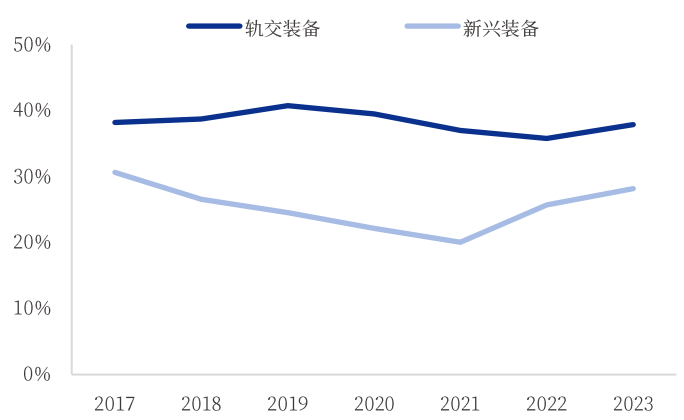
同时，公司遵循“同心多元化”战略向相关领域进行技术延伸，积极布局轨道交通以外的产业，在功率半导体器件、工业交流产品、新能源汽车电驱系统、传感器件、海工装备等领域开展业务。近年来公司新兴装备板块各项业务快速突破，17-23年CAGR超过30%，毛利率约28%，市占率领先。24H1乘用车功率模块装机量位居行业前二，市场占有率达13.4%；光伏逆变器中标8.35GW，位居国内前五；新能源汽车电驱系统国内市场排名前九；新能源汽车电控装机量稳居国内前六；传感器件稳居轨道交通领域国内市场占有率第一，在新能源汽车、风电、光伏领域位居行业前列。

图53：时代电气分板块收入（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图54：时代电气分板块毛利率



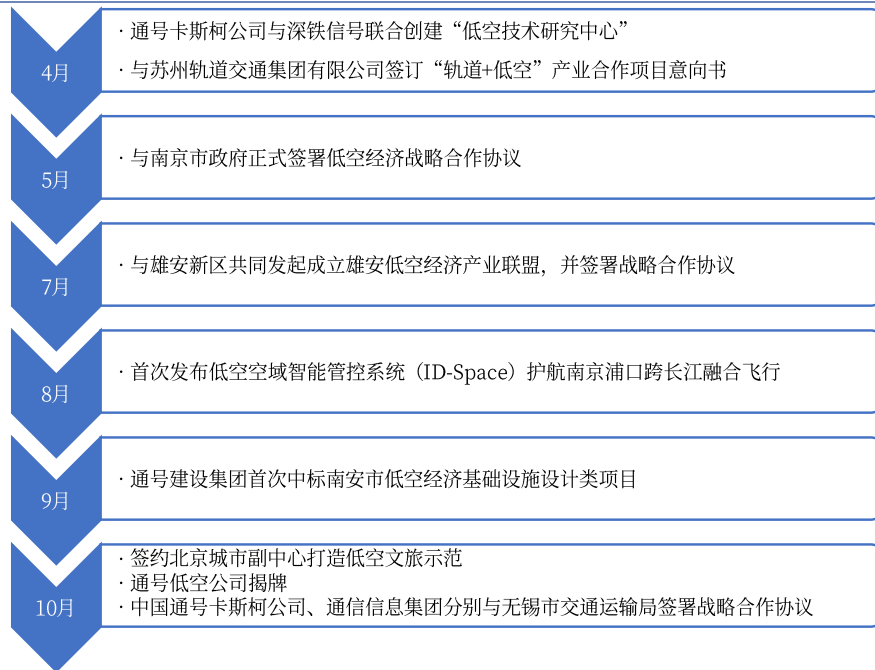
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

4.中国通号：低空经济有望打造新增长极

中国通号是全球领先的轨道交通控制系统提供商，具备轨道交通通信信号工程设计、列控系统装备、工程技术服务“三位一体”全产业链优势。公司坚持“引进消化吸收再创新”的技术路径，实现了我国高铁、地铁全套列车控制系统技术的完全自主化和产品的100%国产化，为落实“一带一路”倡议和高铁“走出去”提供核心技术支撑。公司核心自主研发成果处于世界先进水平，并大规模应用于我国轨道交通控制系统市场。

中国通号作为智能运控领域的国家队，在低空空域管理方面具备技术延伸基础，依托智能运控根技术，自主研发了低空空域智能管控系统(ID-Space)。公司紧跟国家战略性新兴产业发展规划，加快培育和发展新质生产力，积极布局低空经济新赛道，构筑轨道交通和低空经济“双赛道”发展战略。明确发展低空空域管控、无人机制造、服务运营，构建低空经济生态的“三业一态”产业格局。今年以来，通号已与合肥、苏州、无锡、北京、南安等地在低空经济领域开启合作，并中标了首个低空经济基础设施设计类项目。公司在低空经济领域业务布局不断加速，有望构筑新的增长极。

图55: 2024年中国通号低空经济重要事件



资料来源：中国通号，中国银河证券研究院

五、投资建议

我们根据当前机械板块央国企 ROE 和估值水平及相较同行业民营及其他企业高低，划分了 PB 高 PE 低 ROE 高、PB 低 PE 低 ROE 高/低、PB 高 PE 高 ROE 高/低、PB 低 PE 高 ROE 低等大类，并结合 ROE 与估值提升预期进行进一步筛选，得出结论：**建议关注机械行业中工程机械整机（周期向上，降本增效，有业绩改善预期；代表央国企：徐工机械、柳工、山推股份）、船舶（周期向上，有业绩改善和重组预期；代表央国企：中国重工）、轨交装备（红利低估，拓展新业务；代表央国企：中国中车、时代电气、中国通号）板块。**

表17: 重点板块及央国企标的投资逻辑

所属板块	板块看点	公司代码	公司名称	投资逻辑
工程机械	新农村建设/基建/设备更新/房地产“止跌回稳”，内需回暖确定性较强，海外新兴国家需求依旧强劲	000425.SZ	徐工机械	盈利能力和经营质量稳步提高
		000528.SZ	柳工	挖机和国际化快速发展，混改持续促进盈利能力优化
		000680.SZ	山推股份	国内推土机龙头，出海+集团资源协同+收购挖机优质资产培育新动能
船舶	周期上行，高船龄+运距拉长+环保政策驱动需求释放，而产能扩张难度较大，供给紧张推高船价	601989.SH	中国重工	改革降本增效+重组
轨交	设备更新+客流复苏+大修周期，铁路行业景气向上	601766.SH	中国中车	打造轨交装备+清洁能源装备发展新格局
		688187.SH	时代电气	轨交+新兴装备双轮驱动
		688009.SH	中国通号	低空经济有望打造新增长极

资料来源：中国银河证券研究院

表18: 重点标的估值表（截止2024年11月18日）

股票代码	股票名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(X)				投资评级
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000425.SZ	徐工机械	912.21	7.72	0.45	0.54	0.68	0.87	17	14	11	9	推荐
000528.SZ	柳工	230.17	11.60	0.44	0.77	1.04	1.34	27	15	11	9	推荐
000680.SZ	山推股份	135.63	9.04	0.51	0.64	0.81	0.97	18	14	11	9	未评级
601989.SH	中国重工	1137.82	4.99	-0.03	0.07	0.17	0.31	-146	72	30	16	未评级
601766.SH	中国中车	2333.22	8.13	0.41	0.47	0.52	0.57	20	17	16	14	推荐
688187.SH	时代电气	702.95	49.80	2.19	2.63	3.11	3.59	23	19	16	14	推荐

688009.SH	中国 通号	701.05	6.62	0.32	0.34	0.38	0.43	20	20	17	16	推荐
-----------	----------	--------	------	------	------	------	------	----	----	----	----	----

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

六、风险提示

1. 国内宏观经济不及预期的风险。对于机械设备类公司，即便央企存在逆周期属性，内需仍旧与国内宏观经济紧密相关，若宏观经济不及预期，可能导致下游企业资本开支意愿降低，进而影响设备企业业绩。

2. 政策推进程度不及预期的风险。大规模设备更新、新农村建设、积极的财政货币政策，以及“房地产企稳回升导向，有望拉动国内设备需求。若政策推进不及预期，则下游需求及终端资金状况均可能恶化。

3. 原材料价格上涨的风险。原材料价格上涨会影响企业降本增效进程，扰动毛利率和净利率水平，不利于企业盈利能力提升及盈利稳定性的加强。

4. 出口贸易争端的风险。贸易争端可能影响企业国际化拓展进程，也影响船舶等参与全球竞争的板块。

图表目录

图 1: 机械行业各企业属性数量及占比	4
图 2: 机械行业各企业属性市值 (亿元) 及占比	4
图 3: 各企业类型市值分布比例	4
图 4: 央国企行业分布	5
图 5: 央国企行业分布	5
图 6: 机械行业企业营业收入平均值(亿元)	5
图 7: 机械行业企业营业收入平均值同比增速 (%)	5
图 8: 机械行业央国企营收和占比/亿元、%	6
图 9: 机械行业央国企归母净利润和占比/亿元、%	6
图 10: ROE 中位数情况对比 (%)	6
图 11: 净利率中位数对比 (%)	6
图 12: 机械行业企业 ROE 中位数 (%)	7
图 13: 机械行业企业归母净利润平均值(亿元)及同比变化 (%)	7
图 14: 国企改革发展历程	8
图 15: 机械行业重大重组事件个数	10
图 16: 机械行业进行股权激励的上市公司数量	12
图 17: 2014-2024 机械行业进行股权激励的上市公司性质结构	12
图 18: 低空经济产业链	14
图 19: 机械行业进行股份回购的央国企数量 (按回购目的)	16
图 20: 机械行业央国企股份回购金额 (亿元)	16
图 21: 高 PB 低 PE 组合	17
图 22: 高 PB 高 PE 组合	17
图 23: 低 PB 低 PE 组合	17
图 24: 低 PB 高 PE 组合	18
图 25: 挖掘机月度销量 YoY	20
图 26: 中国小松挖掘机开机小时数 (小时)	20
图 27: 全球工程机械销售额 (亿美元)	21
图 28: 全球工程机械市场销量 (万台)	21
图 29: 中国工程机械出口金额及增速 (分国家/地区)	21
图 30: 国内挖掘机市场集中度变化	21
图 31: 合并后徐工机械产品结构得到优化	22
图 32: 改革后徐工机械毛利率和净利率提升	22

图 33: 柳工收入结构.....	24
图 34: 各主机厂挖机产品在中国市占率 (按销量)	24
图 35: 柳工毛利率和归母净利润.....	25
图 36: 柳工归母 ROE.....	25
图 37: 山推股份营收和扣非归母净利润.....	26
图 38: 山推股份毛利率和扣非净利率.....	26
图 39: 山重建机股权结构.....	26
图 40: 山重建机承诺条款.....	26
图 41: 山重建机预计营收和扣非归母净利润.....	27
图 42: 山重建机预计毛利率和净利率.....	27
图 43: 中国造船完工量累计值及增速及同比增速	28
图 44: 全球造船完工量累计值及同比增速.....	28
图 45: 中国新船造价指数.....	28
图 46: 中国新船产能利用监测指数.....	28
图 47: 中国船舶产权控制关系.....	29
图 48: 中国重工产权控制关系.....	29
图 49: 中国中车分板块收入 (亿元)	30
图 50: 中国中车分板块毛利率.....	30
图 51: 中国中车风电业务收入.....	31
图 52: 中国中车风电和高铁核心技术同源.....	31
图 53: 时代电气分板块收入 (亿元)	31
图 54: 时代电气分板块毛利率.....	31
图 55: 2024 年中国通号低空经济重要事件	32
表 1: 各企业类型市值分布数量	4
表 2: 机械行业国企改革路径	9
表 3: 上市公司并购重组相关支持政策	9
表 4: 中国中车国企改革方案	11
表 5: 国企混改相关支持政策	11
表 6: 柳工混改方案	12
表 7: 陕鼓动力股权激励目标完成情况	13
表 8: 央国企布局战新产业相关政策	13
表 9: 2023 年底以来回购支持政策频出.....	15
表 10: 机械行业重点央国企初筛表.....	18
表 11: 徐工改革方案.....	22
表 12: 2023 年徐工限制性股票激励计划	22

表 13: 柳工改革方案.....	24
表 14: 整体上市后柳工主要财务表现变化.....	25
表 15: 交易完成前后山推股份合并报表主要财务数据变动情况	27
表 16: 中国船舶换股吸收合并中国重工交易预案	29
表 17: 重点板块及央企企标的投资逻辑.....	33
表 18: 重点标的估值表（截止 2024 年 11 月 18 日）	33

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师。伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业10年，2021年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice最佳分析师、金翼奖等。

贾新龙，机械行业分析师。清华大学核能与新能源技术研究院核科学与技术专业博士，5年政策性金融新能源项目与高端装备制造项目经验，2022年加入银河证券研究院，从事机械行业研究。

王霞举，机械行业分析师。南开大学本科，2022年加入中国银河证券研究院，从事机械行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn