

从小松经验，看中国工程机械企业未来发展的三大路径

2024 年 7 月 2 日

要点

- 我们的研究发现，面对日本本土建筑需求萎缩，小松严格控制成本、及时推进全球化战略，以及果断剥离非主业项目是其成功渡过危机的重要原因。
- 我们认为，稳固的市场地位及产品竞争力、稳健审慎的财务状况是小松长期保持信用状况稳定的重要助力。
- 结合小松经验，我们认为中国企业要在产品性能和口碑方面做更长期努力；投入更多资金和精力适应海外市场销售习惯、提升售后服务水平，并践行更稳健的财务政策。

上世纪 90 年代中后期，受泡沫经济影响，日本建筑市场急剧萎缩，工程机械需求显著下降，对小松的收入和盈利造成了显著影响。而在当前的中国，房地产市场正经历着长期而深度的调整，行业将彻底告别过往的高速增长阶段。这将为工程机械行业的供需格局带来根本性的改变。我们将在本篇文章中分析小松如何走出危机时期，并长期维持国际龙头地位和信用质量稳定，同时探讨中国工程机械企业可以从其经验中作何借鉴。

本土建筑需求崩塌，小松如何走出危机？

上世纪 90 年代，日本深陷房地产泡沫破裂泥潭，本土建筑市场急剧萎缩。当时公共领域以及私人领域同时低迷，工程机械市场很难回到增长的状态。90 年代中后期，以北美、欧洲、日本为代表的全球工程机械市场需求疲弱，市场出现了激烈的价格竞争。当时中国、东南亚、中东市场虽然经历着较快的发展，但由于这些市场体量尚小，不足以弥补小松在传统市场的颓势。受此影响，2001 财年小松出现了 810 亿日元的亏损，EBITDA 利润率降至 4.7%，EBITDA 规模缩小近一半。2001 财年，公司营运现金流从 2000 财年的 613 亿日元下降至了 151 亿日元。小松的信用质量从 1999 年开始出现了连续的下滑。

分析师

王璜

北京

+86-10 6516 6029

Huang.wang@spgchinaratings.cn

李志昂

北京

+86-10 6516 6055

Zhiang.li@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10 6516 6028

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

表1

标普全球对小松的评级

标普全球 外币长期评级	评级日期	评级行动	信用观察/ 展望调整
A	2007 年 10 月 26 日	调升 信用观察/展望调整	稳定
A-	2006 年 12 月 20 日	调升 信用观察/展望调整	稳定
BBB+	2005 年 6 月 7 日	信用观察/展望调整	正面
BBB+	2005 年 6 月 7 日	调升 信用观察/展望调整	稳定
BBB	2004 年 9 月 16 日	调升 信用观察/展望调整	稳定
BBB-	2002 年 4 月 11 日	信用观察/展望调整	稳定
BBB-	2002 年 4 月 11 日	降级 信用观察/展望调整	负面
BBB	1999 年 2 月 8 日	信用观察/展望调整	负面信用观察
BBB	1999 年 2 月 8 日	信用观察/展望调整	负面
BBB	1999 年 2 月 8 日	降级 信用观察/展望调整	稳定
A-	1989 年 4 月 19 日	信用观察/展望调整	负面信用观察
A-	1989 年 4 月 19 日	信用观察/展望调整	负面
A-	1989 年 4 月 19 日	信用观察/展望调整	稳定
A-	1989 年 4 月 19 日	降级	-
A	1976 年 6 月 30 日	初始评级	-

数据来源：CIQ。

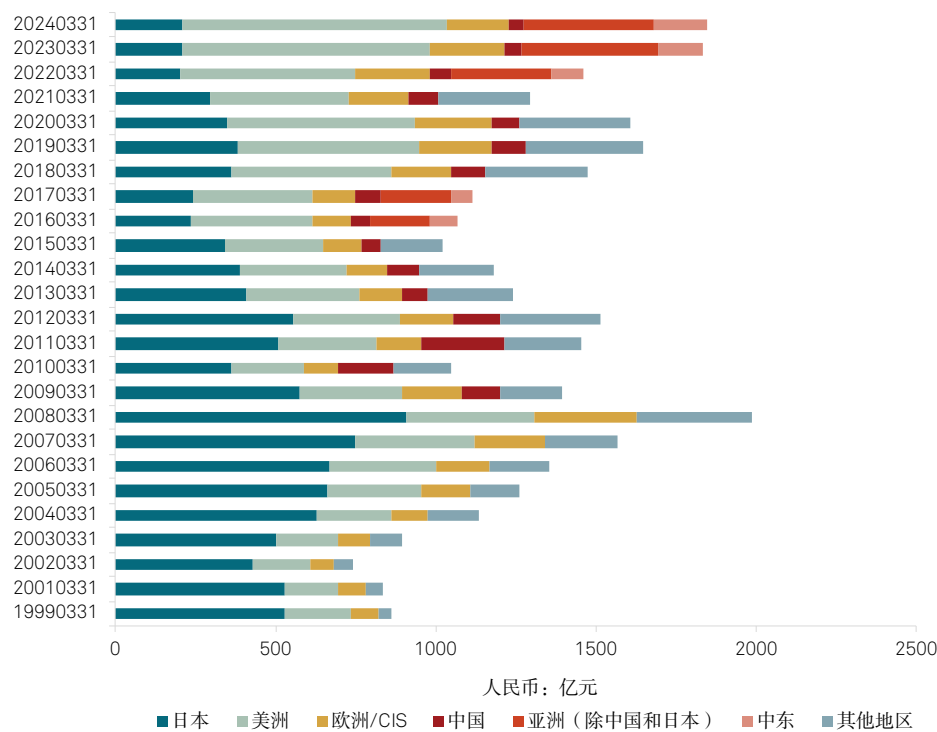
在销售承受较大压力时，小松执行非常严格的成本控制及削减政策，财务政策审慎。公司在危机时期严格践行其财务承诺，削减了很多固定成本以及销售费用管理费用成本，2000- 2003 财年全部的削减规模达到了 470 亿日元。小松的成本削减内容主要包括四个方面：1.执行提前退休计划；2.将员工转岗至子公司或分支机构，并削减其报酬；3.压缩采购成本；4. 以年折旧额去投资，展现了非常谨慎的支出计划和财务政策。

在行业萎缩期间，小松选择缩减非主业项目，专注于工程机械主业，以集中资源提升核心领域的竞争力。公司自 2001 年起开始缩减电子业务，这一举措的主要动因在于公司认为其在该领域内缺乏清晰的竞争优势，加之电子业务本身具备的资本密集型特性，导致其成为小松集团的一项沉重负担。2005 年 7 月，小松出售了子公司 Advanced Silicon Materials LLC 的全部股份，该子公司负责生产和分销用于半导体的多晶硅。2006 年 10 月，公司将其在负责晶圆业务的 Komatsu Electronic Metals Co. Ltd.的股份出售给了 SUMCO 公司。

全球化也是小松度过周期底部的重要路径之一。九十年代本土市场的疲软促使小松快速扩大其对全球市场的探索速度。在九十年代末，公司已有非常好的全球化进展，积极地搭建海外营销网络，提升产品竞争力。1998 财年，小松的海外收入占比仅为 29%，而到 2023 财年，海外收入占比已经达到 89%。我们认为，小松全球拓展的成功有两个主要驱动因素：技术产品研发和全球产业链布局。小松早在 80 年代就开始通过技术买断和合作研发等方式掌握了当时最先进的液压技术。70 年代开始，小松提出“B 计划”，意图通过强化超大型推土机竞争力来增强海外影响力。公司于 1975 年推出当时世界最大推土机，并于此后不断刷新纪录。在旗舰产品的带领下，公司声誉和市场认可度显著提升，海外收入水涨船高。1985 年广场协议签订后，借日元升值，小松在全球进行资本扩张，在发展中国家和地区投资建厂，在发达国家和地区兼并收购，这些为其后续全球布局奠定了基础。

图1

小松1998-2023财年收入区域构成演变



注：1.1998-2007财年公司合并报表收入存在抵销事项，该金额未在本图体现。2.采用历史汇率进行外币换算。
资料来源：CIQ
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

四大竞争优势支撑小松信用质量长期稳定

小松维持了长达十五年的信用质量稳定，稳坐全球龙头位置。2007 年，公司已基本走出泡沫经济和本土市场萎靡的危机。2008 年至今，公司稳坐全球工程机械第二的位置，2023 年收入规模达到约 1800 亿元人民币，市场份额在 10.4%左右。从 2004 年开始，小松的信用质量不断改善，标普全球对其进别进行了持续上调。

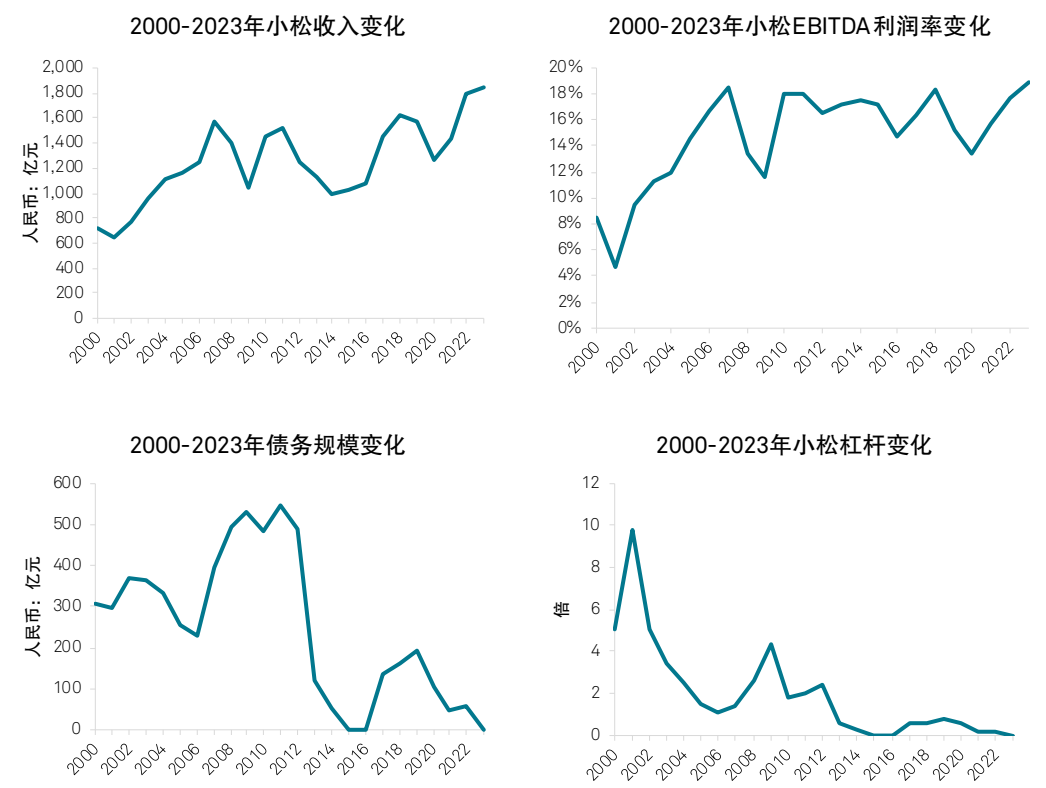
2008 年的金融海啸让危机重现，小松展示了比上一轮危机更强的抗风险能力。2008 年秋，全球金融危机开始影响北美及欧洲的工程机械销量。到了 2009 年，小松的收入同比下降了 30%以上，但公司此次应对危机的能力较上一周期有明显增强。我们认为，这主要基于以下四点原因：1）全球化的成功增强了小松抵御单一地区风险的能力。在 2008 年金融危机爆发后，尽管日本、美国及欧洲的工程机械销量下降，但中国及其他发展中国家及地区销量的增长对冲了一部分风险。2）KOMTRAX 系统在设备中的应用，使得公司能够根据收集到的开工及使用数据安排生产，提高了生产和销售效率。3）生产基地的整合，2009 年公司关闭了真冈工厂和小松工厂，并将相关生产功能转移到临港的茨城工厂和金泽工厂，将业务集约到临港工厂，这不仅提高了生产效率，还降低了路上运输成本并减轻了环境负荷。4）高附加值产品使公司保持了较强的市场地位和盈利能力。

稳固的市场地位及产品竞争力是小松长期保持信用状况稳定的重要助力。我们认为，小松将继续位居全球第二大建筑和采矿机械制造商，四大竞争优势支撑了其强劲的盈利和现金流状况。首先，小松具有开发高附加值产品的能力，这有助于提升其在市场上的竞争力。其次，小松在大部分亚洲区域拥有稳固的市场地位，这为其提供了稳定的收益来源。第三，小松拥有成熟的全球生产布局 and 分销网络，

国际化程度很高，区域多元性很强，这为其收益稳定性提供了保障。第四，小松有很强的成本管理能力，擅长进行生产和库存管理。

稳健审慎的财务政策是小松信用状况维持稳定的必要条件。除了较强的竞争优势外，公司财务政策审慎，有很强的杠杆管理能力，我们预计小松将接近净现金状态公司可以通过强劲的自由现金流来覆盖外部融资需求，从而削弱债务增长速度。我们认为，公司稳健的财务状况能够赋予其在强周期波动市场具有较好的抗风险能力。

图2



注：1.数据为标普全球调整后结果。2.小松所有年份都是财年，始于当年4月1日，在下一年的3月31日结束，下同。3.采用历史汇率进行外币换算。4.2023 年杠杆、债务、EBITDA 利润率数据为标普全球估算值。

资料来源：CIQ

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

中国工程机械企业可以从小松经验中作何借鉴？

标普信评在 2024 年 6 月 17 日发表的《工程机械挑战全球龙头，进取财务策略或埋信用隐忧--中外龙头对比之工程机械篇》中，对中国工程机械企业和包括小松在内的国际工程机械龙头在业务状况和财务风险方面的差异进行了详细的比较和分析，我们发现中外龙头企业在技术方面的差距正在缩小，以徐工集团和三一集团为代表的中国工程机械企业的全球竞争力显著提升。但是我们认为中国企业仅有价格优势不足以赢得全球市场竞争，电动化、智能化将是主要突破点。中外企业财务风险的差距明显，中国企业高杠杆和高财务波动性特征可能会埋下信用隐忧。

我们认为，当前中国正在经历的一些行业变化与上世纪 90 年代小松的危机有相似之处。上世纪 90 年中后期日本市场深陷房地产泡沫破裂泥潭，本土建筑市场急剧萎缩，对公司收入和盈利造成了显著影响。而在目前中国房地产市场经历着长期且深度的调整，行业将彻底告别过往的高速增长阶段。这将

为工程机械行业供需格局带来根本性的改变。中国工程机械企业与当年的小松一样，需要及时、成功的全球化发展平抑本土市场的需求疲弱，也需要更审慎的经营发展策略应对行业波动。

我们认为，中国企业正在复制小松的成功发展路径，缩小技术差距并积极出海。结合小松经验，我们认为有以下三点是中国工程机械企业可以借鉴的未来发展路径：1）在产品性能和口碑上做长期努力，这是取得国际市场认可度的核心。2）投入更多资金和精力，以更深度地适应当地用户的销售习惯、构建产品口碑、提高售后服务水平；通过上述方式提升自身竞争实力、构建竞争壁垒，以更好地参与国际竞争。3）采取更为审慎的财务策略。中国企业的高杠杆、高财务波动性，构成了中外龙头企业之间主要的信用差异。我们认为，对于强周期行业中的企业而言，稳健的财务政策以及良好的财务表现是保持长期全球竞争力的前提条件。

我们认为，未来中国企业在海外市场仍会面临贸易保护主义、全球经济波动以及国际龙头竞争等挑战。中国企业出海迈向国际市场之路依旧面临诸多难题。同时，我们认为在出海进程中，企业的海外产业链布局会带来较大规模的资本支出，需关注这对企业财务风险的影响。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。