

# Caterpillar Inc. (CAT US)

## 積極去化積壓訂單，估 2024 年營運放緩

市場分析師一致目標價 (12 個月)：  
US\$ 328.74

收盤價 (2024/04/05)：US\$ 379.30  
隱含漲幅：-13.3%

### 營收組成 (4Q23：2023 年 10~12 月)

能源與運輸 43%、營建 36%、資源 17%與金融服務 4%。

### 交易資料表

市值 US\$ 189,422百萬元

本益比 17.9 倍

### 簡明損益表 (US\$百萬元)

Non-GAAP	2022	2023	2024F	2025F
營業收入	59,427	67,060	65,970	68,132
稅後純益	7,339	10,890	10,437	10,712
調整後EPS(美元)	13.84	21.21	21.21	22.27
營收YoY(%)	17%	13%	-2%	3%
調整後EPS YoY(%)	28%	53%	0%	5%

資料來源：Bloomberg

### 元大觀點

- ◆ 4Q23 營收優於市場預期 3%，有利因素為產品均價年增 6%，抵消銷量衰退 4%之影響，及營收占比 45%之能源營業額年增 12%。
- ◆ 訂單能見度低，積極去化通路庫存，以 Backlog 支撐營運。
- ◆ OECD 估 2024、2025 年全球 GDP 分別為 2.9%、3.0%，去化積壓訂單與產品均價調漲幅度低於 2023 年，估 2024 年調整後 EPS 年持平。

### 4Q23 營收優於市場預期 3%，受惠能源營業額年增 12%

4Q23 營收 170.7 億美元，季增 2%、年增 3%，優於市場預期 3%，有利因素為產品組合價格年增 6%，抵消銷量衰退 4%之影響，及營收占比 45%之能源營業額年增 12%；營業利益 32.26 億美元，季減 8%、年增 15%，優於市場預估 4%，營益率 18.9%，季減 1.6 個百分點、年增 1.9 個百分點，產品組合佳抵消較高的管銷和研發費用。純益 26.52 億美元，季減 6%、年增 32%，稀釋後 EPS 5.23 美元，季減 5%、年增 35%，優於市場預估 11%。2023 年全年營收 670.6 億美元，年增 13%，稅後純益 108.9 億美元，年增 48%，調整後 EPS 21.21 美元，年增 53%。

### 積極去化通路庫存

4Q23 所有地區經銷商庫存減少 9 億美元，其中庫存去化最高的是機械產品，減少約 14 億美元，以建築相關挖土機降幅最大；巴西與智利因利率走跌，買氣回籠，拉丁美洲庫存金額下降，其次為歐洲/中東/非洲地區年減 18%。經銷通路積極去化庫存，4Q23 Backlog 金額 275 億美元，季減 2%、年減 10%，預期將以 Backlog 支撐營運，預期 2024 年變化不大。

### 訂單能見度低，估 2024 年營運放緩

OECD 上調 2024 年全球經濟成長預測至 2.9%，較前次上調 0.2 個百分點，主要反映美國經濟展望好轉，抵消歐元區成長疲弱，但仍低於 2023 年全球經濟成長 3.1%，預估 2025 年全球 GDP 約在 3%；OECD 預估美國今年 GDP 2.1%，高於前次預估值 0.6 個百分點，估歐元區今年 GDP 0.6%(調降 0.3 個百分點)，中國地區因房市與消費者信心疲弱，今、明年 GDP 分別為 4.7%、4.2%。Caterpillar 營運展望僅能源應用中之再生能源與資料中心，及公部門基礎建設需求較強，其餘訂單能見度不高，且產品價格調漲幅度低於 2023 年和積極去化積壓訂單，市場估 2024 年營收 659.7 億美元，年減 2%，營益率 20.6%，年增 0.1 個百分點，調整後 EPS 21.21 美元，年持平；預期 2024 年下半年進入降息循環後，及庫存調整至合理水準，估 2025 年營收 681.32 億美元，年增 3%，調整後稅後純益 107.12 億美元，年增 3%，調整後 EPS 22.27 美元，年增 5%，回復穩定增長。市場認為庫存調整恐有拉長疑慮，營收、獲利具下調風險，維持 hold 評等。

張佩雯

winnie.chang@yuanta.com

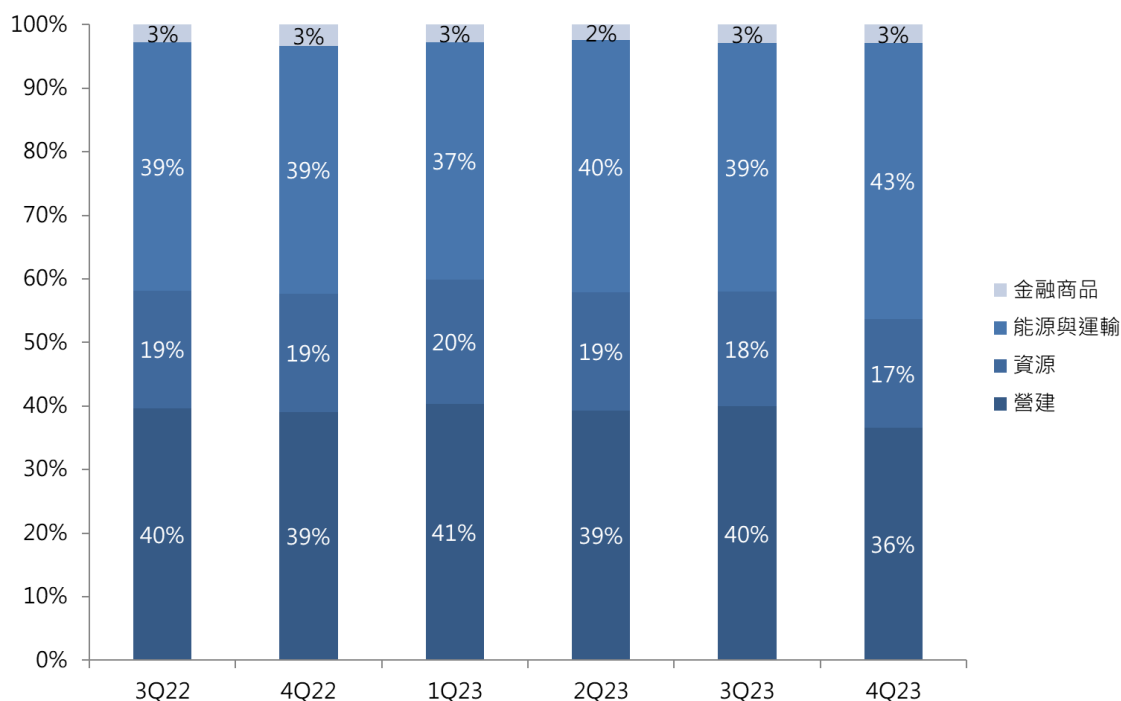
### Caterpillar 為世界領先的重型建築和採礦機具設備業者

Caterpillar Inc. (CAT US) 成立於 1925 年，為全球最大的建築和採礦設備、柴油和天然氣發動機及工業氣體渦輪機製造商之一。主要營業項目分為營建產業、資源工業、能源和運輸，與提供融資與金融產品之金融業務等四項。

依營業項目分述如下：

- 1) 營建產業(Construction Industries)：主要用在基礎建設和建築施工中使用的機械設備。
- 2) 資源工業(Resources Industries)：主要應用在採礦、大型建築、採石場和綜合及工廠使用之重型機具設備，為世界各地露天和地下採礦作業開發和製造高生產效率設備，同時為發動機提供液壓系統、電子設備和軟體，設備可用於提取和運輸銅、鐵礦石、煤炭、油砂、黃金和其他礦物和礦石，及應用於建築之重型機具產品。
- 3) 能源與運輸(Energy & Transportation, E&T)：主要以應用在石油和天然氣，發電，船舶，鐵路和工業應用等，產品和服務組合包含發動機、渦輪機、零碳排等機械設備、服務與整體解決方案。
- 4) 金融產品(Financial Products)：主要為顧客和經銷商提供公司機械和引擎、太陽能燃氣渦輪機，其他設備和船舶等方面的金融服務及信貸服務

圖 1：產品營收比重



資料來源：公司資料、元大投顧

## 營運摘要

### 4Q23 營收優於市場預期 3%，受惠能源營業額年增 12%

4Q23 營收 170.7 億美元，季增 2%、年增 3%，優於市場預期 3%，產品組合佳 ASP 年增 6%，抵消銷量衰退 4%之影響，及營收占比 45%之能源營業額年增 12%；營業利益 32.26 億美元，季減 8%、年增 15%，優於市場預估 4%，營益率 18.9%，季減 1.6 個百分點、年增 1.9 個百分點，產品組合佳抵消較高的管銷和研發費用。純益 26.52 億美元，季減 6%、年增 32%，調整後 EPS 5.23 美元，季減 5%、年增 35%，優於市場預估 11%。2023 年全年營收 670.6 億美元，年增 13%，包含 230 億美元的服務收入(年增 5%)，稅後純益 108.9 億美元，年增 48%，調整後 EPS 21.21 美元，年增 53%；FCF 100 億美元，超過先前指引 20 億美元。

圖 2：2023 年第 4 季財報摘要(2023 年 10 月~12 月，Non-GAAP)

百萬美元	4Q23	3Q23	4Q232	季增率	年增率	市場預估	差異
營業收入	17,070	16,810	16,597	2%	3%	16,529	3%
營業利益	3,226	3,495	2,814	-8%	15%	3,101	4%
稅後純益	2,652	2,830	2,011	-6%	32%	2,371	12%
調整後 EPS (美元)	5.23	5.52	3.86	-5%	35%	4.73	11%
	4Q23	3Q23	4Q232	百分點	百分點	市場預估	百分點
營益率	18.9%	20.5%	17.0%	-1.6	1.9	18.8%	0.1

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

圖 3：2023 年第財報摘要(2023 年 1 月~12 月，Non-GAAP)

百萬美元	2023	2022	年增	市場預估	差異
營業收入	67,060	59,427	13%	67,785	-1%
營業利益	13,746	9,128	51%	12,914	6%
稅後純益	10,890	7,339	48%	9,929	10%
調整後 EPS (美元)	21.21	13.84	53%	19.79	7%
	2023	2022	百分點	市場預估	百分點
營益率	20.5%	15.4%	5.1	19.1%	1.4

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

### 4Q23 石油與天然氣、發電營業額分別年增 23%與 29%，增速分居第 1、2 位

4Q23 應用領域中，1) 以能源與運輸(E&T) 76.69 億美元，季增 12%、年增 12%，季增與年增幅度居所有類別之冠，營益率 18.5%，也是所有類別中營益率維持季增與年增趨勢，其中來自資料中心電力系統設備(大型往復式引擎) 需求帶動 Power Generation (發電產品)營業額年增 29%，其次為大型引擎、太陽能所需渦輪機和油井所需的氣體壓縮機帶動 Oil and Gas 營業額年增 23%。2) 金融服務營業額年增 15%，受惠於高利率，以北美地區資產平均獲利較高，及 Cat Financial 的信用損失準備金減少所賜(4Q23 逾期準備金比率 1.79%，季減 0.17、年減 0.1 個百分點)。3) 營建、資源工業營業額分別年減 5%、6%，因通路商持續調節庫存，抵銷平均單價高之有利因素，其中營建僅北美地區年增 4%，南美、歐洲等營收年衰退 25%、18%影響較大。

圖 4：能源與運輸營收年增 12%，主要增長動能

單位：百萬美元

營業額	4Q23	3Q23	4Q22	季增	年增
營建	6,519	6,999	6,845	-7%	-5%
資源工業	3,242	3,351	3,436	-3%	-6%
能源與運輸	7,669	6,859	6,823	12%	12%
金融服務	833	822	726	1%	15%
營業利益	4Q23	3Q23	4Q22	季增	年增
營建	1,535	1,847	1,488	-17%	3%
資源工業	600	730	605	-18%	-1%
能源與運輸	1,429	1,181	1,177	21%	21%
金融服務	188	221	189	-15%	-1%
營益率	4Q23	3Q23	4Q22	百分點	百分點
營建	23.5%	26.4%	21.7%	-2.9	1.9
資源工業	18.5%	21.8%	17.6%	-3.3	0.9
能源與運輸	18.6%	17.2%	17.3%	1.4	1.3
金融服務	22.6%	26.9%	26.0%	-4.3	3.4

資料來源：公司資料、元大投顧

圖 5：能源與運輸類別中以發電相關營業額年增 29%，成長幅度最高

單位：百萬美元

	Fourth Quarter 2023	Fourth Quarter 2022	\$ Change	% Change
Oil and Gas	\$ 2,247	\$ 1,827	\$ 420	23%
Power Generation	1,835	1,422	413	29%
Industrial	1,078	1,131	(53)	(5%)
Transportation	1,428	1,288	140	11%
External Sales	6,588	5,668	920	16%
Inter-segment	1,081	1,155	(74)	(6%)
Total Sales	\$ 7,669	\$ 6,823	\$ 846	12%

資料來源：公司資料、元大投顧

## 積極去化通路庫存

4Q23 所有地區經銷商庫存減少 9 億美元，其中機械產品庫存金額下降 14 億美元，去化速度較快，以建築相關挖土機降幅最大；拉美地區因巴西和智利率率走低，庫存金額下降 25%，其次為歐洲/中東/非洲地區年減 18%。4Q23 Backlog 金額 275 億美元，季減 2%、年減 10%，管理層表示積極去化通路庫存，以 Backlog 支撐營運，預期 2024 年變化不大。

圖 6：Backlog 金額 275 億美元，持續走低

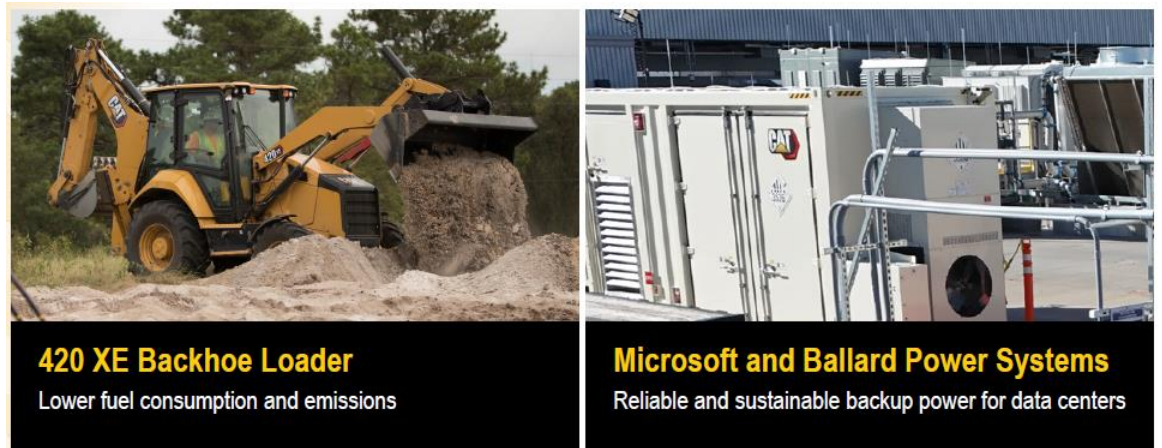
百萬美元	4Q23	3Q23	4Q22	季增率	年增率
庫存金額	16,565	17,580	16,270	-6%	2%
Backlog	27,500	28,100	30,400	-2%	-10%

資料來源：公司資料、元大投顧

## 投入低碳排產品生產與跨入氢能整合系統發展

投入減少碳排和油耗產品，如近期在 420XE Backhoe Loader(反鏟裝載機)配備 CAT 3.6 引擎，燃油消耗量減少 10%，廢氣排放量減少 10%；其次，宣布與微軟和巴拉德電力系統(Ballard Power Systems) 合作，利用大型氫燃料電池(large-format hydrogen fuel cells) 為資料中心提供可靠和持續備用電源的可行性系統整合方案，由 Caterpillar 提供整體系統整合、電力電子和微電網控制之氢能解決方案。

圖 7: 低碳排產品與氢能整合系統



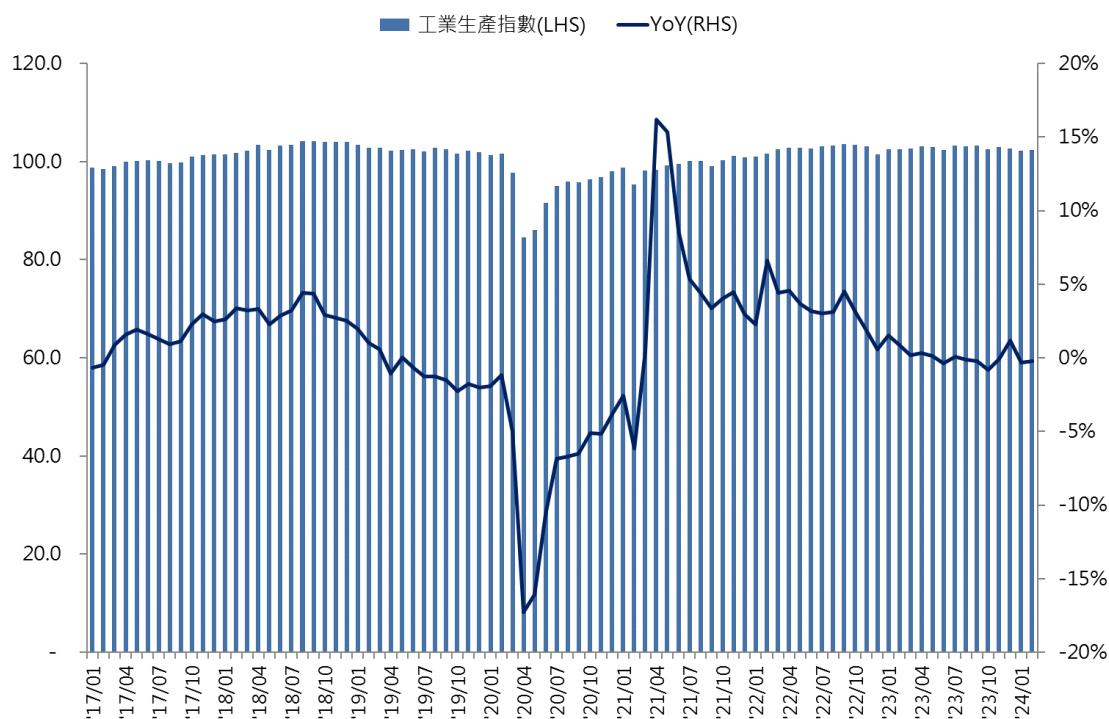
資料來源：公司資料、元大投顧

## 產業概況

### 2024 年 2 月工業生產指數 102.33 點，低於 2023 年下半年

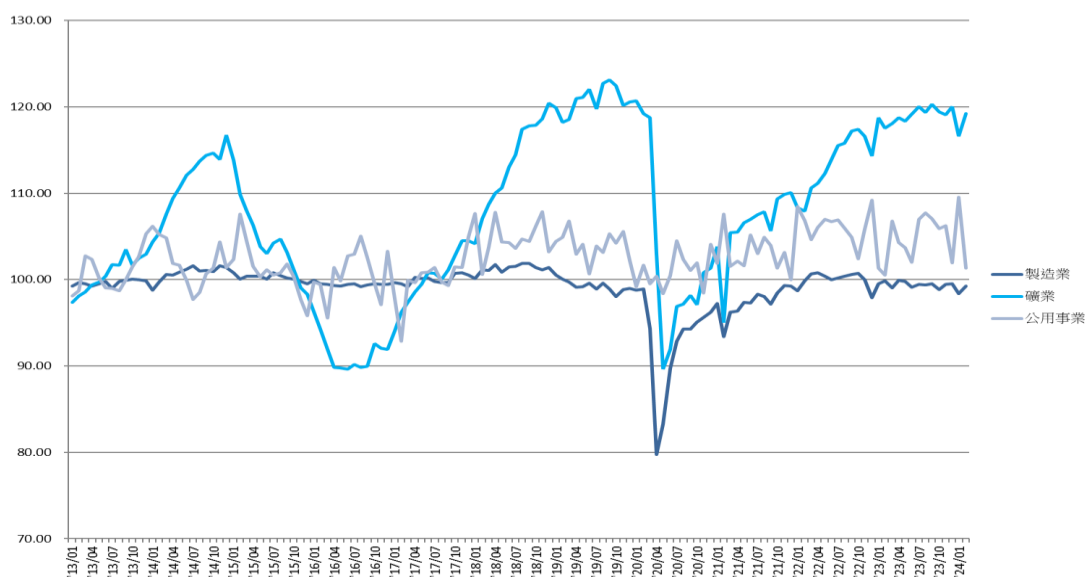
2024 年 2 月美國工業生產指數 102.33 點，月增 0.1%，優於市場預估月持平，年減 0.23%，連續年增 0.25%，扭轉連續 2 個月衰退；2 月製造業生產指數月增 0.8%，高於市場預期的 0.3%，公用事業生產月減 7.5%，主因 1 月天氣因素下滑後反彈成長 2.2%。2024 年 2 月美國工業生產指數低於 2023 年下半年，及因訂單、出貨量和就業疲軟，顯示美國工業生產較為低迷。

圖 8：2024 年 2 月美國工業生產指數 102.33 點，月增 0.10%、年減 0.23%



資料來源：Federal Reserve System、FRED、元大投顧

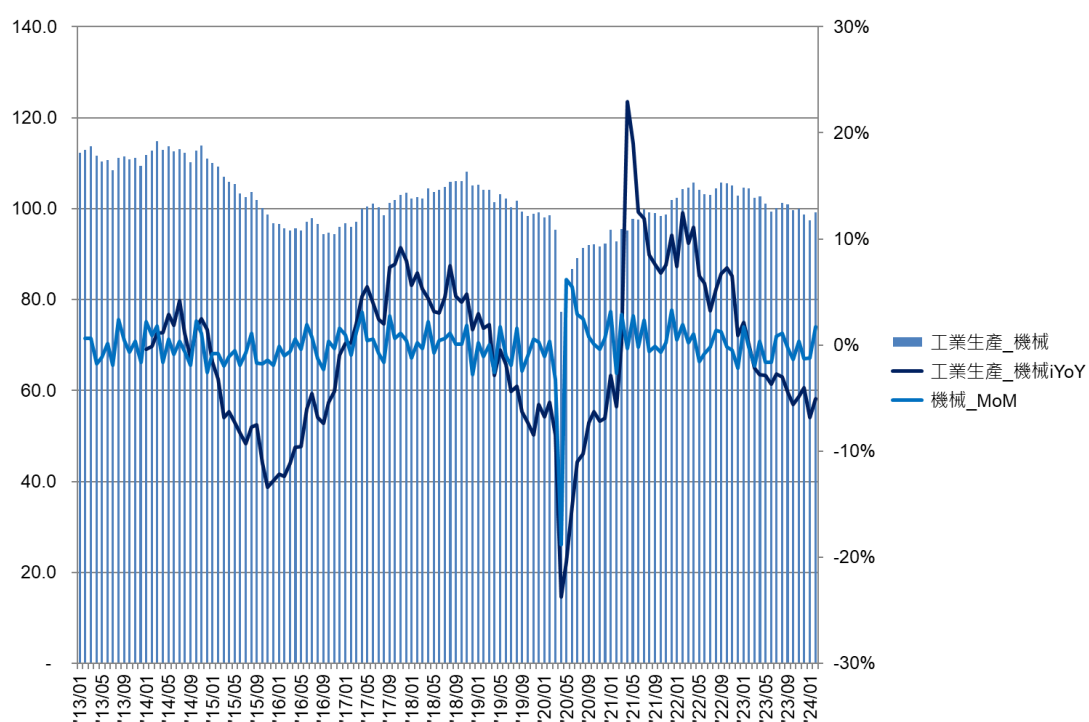
圖 9：2024 年前二月公用事業增速較為平穩



資料來源：Federal Reserve System、FRED、元大投顧

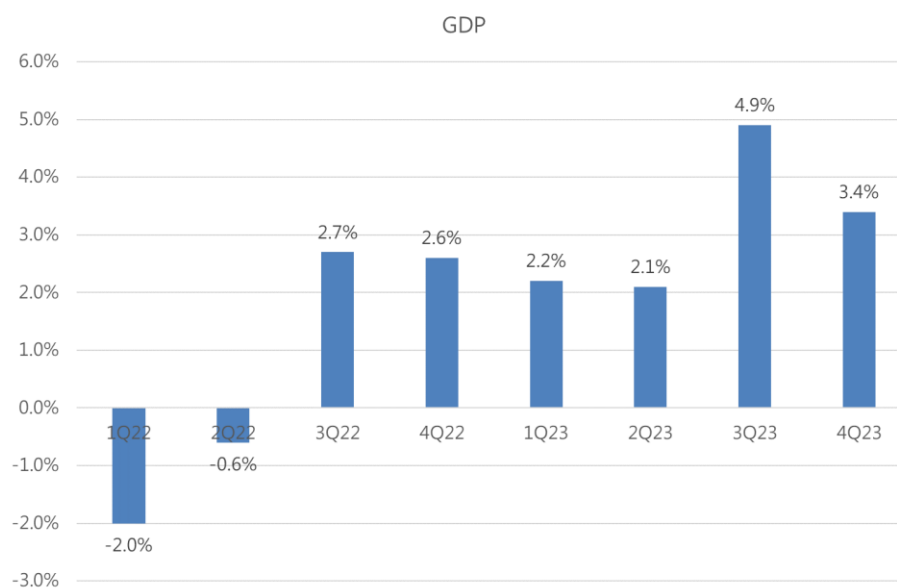


圖 10: 機械指數 99.12 點，低於 2022、2023 年



資料來源：Federal Reserve System、FRED、元大投顧

圖 11：美國 GDP 過去四季年化增長率均超過 2%



資料來源：US Bureau of Economic Analysis、treadingeconomics.com、元大投顧

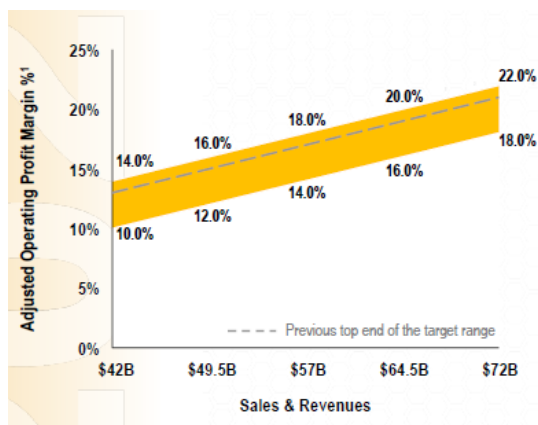
## 營運展望與獲利預估

### 去化積壓訂單，估 2024 年營運放緩

展望 2024 年，1) 2024 年建築應用在美國地區以公部門基礎建設及非住宅類需求較強，營收占比 10% 之中國大陸地區 10 噸以上挖土機需求降低，建築應用別 2024 年營業額恐持平。2) 資源工業 2023 年採礦、採石場和重型大型挖掘機(off-highway 和 articulated truck) 需求強勁，因基期高，預估 2024 年出貨量將低於 2023 年水準。3) 能源與運輸方面需求較強，包含太陽能渦輪機仍有大量 backlog、資料中心對往復式引擎發電需求仍強，運輸客戶升級老化船隊，預計船舶機械將略有增長等。4) 因產品往低碳排、自動化(含 AI 功能)、替代能源、數位化、電氣化等趨勢發展，預計 2024 年資本支出約 20~25 億美元，低於 2023 年 30.92 億美元。5) 因營運效率提升，2023 年調整後營益率略超過先前營運指引上緣，管理層上調調整後營益率區間至 18.0%~22%(上緣調高 1 個百分點)。

市場預估 2024 年能源與公部門基礎建設需求較強，然產品價格調漲不易，估 2024 年營收 659.7 億美元，年減 2%，仰賴去化積壓訂單支撐營運，營益率 20.6%，年增 0.1 個百分點，調整後 EPS 21.21 美元，年持平；預期 2024 年下半年進入降息循環後，及庫存調整至合理水準，估 2025 年營收 681.32 億美元，年增 3%，調整後稅後純益 107.12 億美元，年增 3%，調整後 EPS 22.27 美元，年增 5%，回復穩定增長。

圖 12:調整後營益率 18%~22%，上調上緣 1 個百分點



資料來源：公司資料、元大投顧

圖 13：2024、2025 年市場預估(Non-GAAP)

百萬美元	2024F	2025F	2024F YoY	2025F YoY	2024F 前次	差異
營業收入	65,970	68,132	-2%	3%	70,564	-7%
營業利益	13,587	13,978	-1%	3%	13,435	1%
稅後純益	10,437	10,712	-4%	3%	10,277	2%
調整後 EPS(美元)	21.21	22.27	0%	5%	20.73	2%
			百分點	百分點		百分點
營益率	20.6%	20.5%	0.1	-0.1	19.0%	1.6

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧



## 同業比較

圖 14：同業比較

	Caterpillar (CAT)	Deere & Company (DE)	Eaton Corp. (ETN)
市值(百萬美元)	189,422	112,496	124,656
營收(百萬美元)	67,060	61,251	23,196
純益(百萬美元)	10,335	10,166	3,218
EPS(過去四季)(美元)	21.21	34.34	9.11
PE(過去四季)	17.28	11.96	34.32
PE(未來四季)	17.16	14.93	30.67
P/B	9.52	5.16	6.58
ROE	56.99%	44.60%	20.05%
5 年營收成長率	22.55%	63.95%	7.34%
5 年純益成長率	89.04%	268.80%	69.20%

資料來源：Barchart、元大投顧

## • 券商評等

圖 15：券商目標價

券商	評等	目標價
Zacks	outperform	388
TD Cowen	buy	338
HSBC	hold	330
Deutsche Bank	hold	308
Bernstein	market perform	276

資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 16: 個股股價(黑線)與美國 S&P500 指數(藍色)走勢



資料來源：Barchart、元大投顧

# 附錄 A：重要披露事項

## 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

## 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

## 總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名  
元大證券投資顧問股份有限公司  
台灣臺北市 106 敦化南路二段  
65 號 10 樓、71 號 10 樓