

000680.SZ

买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 6.66

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.5	(2.8)	(23.2)	30.3
相对深圳成指	46.0	1.1	(10.1)	52.8

发行股数(百万)	1,500.33
流通股(百万)	1,308.00
总市值(人民币 百万)	9,992.18
3个月日均交易额(人民币 百万)	203.23
主要股东	
山东重工集团有限公司	24.29

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年9月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：工程机械

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

证券分析师：曹鸿生

(8621)20328513

hongsheng.cao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070002

山推股份

海外出口+挖掘机发力，国产推土机龙头再启航

公司是国内推土机龙头供应商，推土机国内市场占有率连续多年始终保持60%以上，随着公司大马力推土机打破海外垄断实现国产替代和海外出口，以及公司发力挖掘机业务，有望进一步打开成长空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

支撑评级的要点

- 历史悠久的国产推土机龙头制造商，历经周期不断成长。**公司前身是成立于1952年的烟台机器厂，是国内最早从事推土机生产的7家骨干企业之一，自1979年引进小松D85推土机技术，消化吸收之后，逐步成长成为国内推土机龙头制造商，推土机国内市场占有率连续多年始终保持60%以上，并于1997年1月在深交所挂牌上市。公司通过多方位的产品布局，已经具备了推土机、道路机械、装载机、挖掘机等一系列工程机械产品的制造体系。自1997年上市至2023年，营收复合增速为12.88%，归母净利润复合增速为10.83%，历经工程机械多轮周期不断成长。
- 依托山东重工集团协同，公司产品竞争力提升显著。**公司目前为山东重工集团控股子公司，实际控制人为山东省国资委。山东重工集团旗下包括潍柴动力、德国林德液压、德国凯傲、中国重汽、雷沃重工等国内外著名品牌。公司在集团强大的资本、技术、人才支持及渠道协同支持下，不断强化资源与业务协同，利用集团黄金产业链竞争优势实现动力总成、液压力件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，进一步提升资源配置的广度与深度，通过强化各方的全方位协同，融合创新，发挥“1+1>2”的集合效应，实现了集团内部的优势互补，极大的提升了公司的核心竞争力。
- 坚定执行海外发展战略，海外收入持续快速增长。**公司经过多年的海外市场布局和深耕，通过不断完善营销网络、升级服务政策、优化人力资源配置等措施，公司已经形成了完善的海外营销和服务体系，产品远销海外160多个国家和地区，主要的销售区域有欧亚区、非洲、东南亚等。受全球局部战争、贸易摩擦带来的窗口期、矿山类大宗产品价格持续稳定等因素影响，自2021年起公司海外营收占比稳步提升，2023年海外营业收入再创历史新高，全年海外出口收入58.78亿元，同比增长33.73%，出口收入占比达到了55.77%；2024年上半年实现海外营收36.25亿元，同比44.41%，继续保持快速增长态势。
- 大马力推土机实现国产替代和海外出口，发力挖掘机有望打造第二成长曲线。**长期以来高端大马力推土机产品基本上被国外制造商主导，山推股份研制的大马力推土机产品成功打破了国外公司的技术封锁，实现了国产替代和海外出口，未来随着公司附加值较高的大马力推土机的销量逐步增加，有望促进公司盈利能力的提升。另外，公司发布公告称启动了筹划收购关联方山重建机有限公司股权事宜，山重建机历史悠久，是国内唯一拥有动控总成核心技术的挖掘机生产企业，未来山推股份的挖掘机业务有望依托推土机等产品销售渠道及山东重工集团平台优势和供应链优势，打造成为公司的第二成长曲线。

估值

- 我们预计公司2024-2026年营业收入为137.12/160.90/181.32亿元，归母净利润9.80/12.88/14.68亿元，EPS为0.65/0.86/0.98元，对应PE为10.2/7.8/6.8倍，公司作为国内推土机龙头制造商，随着公司大马力推土机打破海外垄断实现国产替代和海外出口，以及公司发力挖掘机业务，有望进一步打开成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 国内工程机械需求回暖不及预期的风险；海外市场拓展不及预期；行业竞争加剧的风险。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
增长率(%)	9.1	5.4	30.1	17.3	12.7
EBITDA(人民币 百万)	331	781	1,204	1,637	1,887
归母净利润(人民币 百万)	632	765	980	1,288	1,468
增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.42	0.51	0.65	0.86	0.98
市盈率(倍)	15.8	13.1	10.2	7.8	6.8
市净率(倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(倍)	13.3	6.3	5.9	3.9	2.9
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
股息率(%)	1.8	3.0	2.9	3.8	4.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

山推股份：国内推土机龙头制造商，穿越周期不断成长	5
历史悠久的国产推土机龙头制造商，产品谱系齐全覆盖多种品类	5
山东重工集团权属子公司，集团协同效应显著提升公司产品竞争力	7
财务分析：历经周期不断成长，经营质量不断提升	9
国内市场：推土机国内一枝独秀，主机+零部件协同发展	13
推土机技术壁垒较高，国内竞争格局优异山推一枝独秀	13
基建托底+设备更新换代，有望助力推土机需求企稳	17
不断完善产品布局，同步深耕核心零配件协同主机占领发展高地	19
海外市场：大马力推土机打破海外垄断，挖机有望打造第二成长曲线 .	23
矿山+海外基建需求维持高位，大马力推土机打破海外垄断	23
挖掘机销量快速增长，有望注入山重建机优质资产打造第二成长曲线	27
依托产品布局及集团产业链、渠道协同优势，海外市场宏图大展	30
盈利预测及投资建议	33
风险提示	34

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 山推股份发展历程.....	5
图表 2. 山推股份主要产品.....	5
图表 3. 山推股份各业务收入占比情况.....	6
图表 4. 山推股份海外收入占比.....	6
图表 5. 山推股份股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	7
图表 6. 山东重工集团产权结构.....	7
图表 7. 山东重工集团的黄金产业链竞争优势.....	8
图表 8. 山推股份 2023 年重大关联交易情况.....	8
图表 9. 山推股份营业收入情况.....	9
图表 10. 山推股份归母净利润情况.....	9
图表 11. 山推股份毛利率情况.....	9
图表 12. 山推股份期间费用率情况.....	10
图表 13. 山推股份净利率情况.....	10
图表 14. 山推股份期间现金流情况.....	10
图表 15. 山推股份营运能力情况.....	10
图表 16. 山推股份研发支出情况.....	11
图表 17. 山推股份人均创收情况.....	11
图表 18. 山推股份人均创利情况.....	11
图表 19. 山推股份应收账款账龄结构情况（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	12
图表 20. 山推股份应收账款风险小于其他主机厂商（截至 2023 年底）.....	12
图表 21. 推土机的主要下游应用.....	13
图表 22. 推土机的分类.....	14
图表 23. 中国推土机销量情况.....	15
图表 24. 中国不同马力推土机的销量占比情况.....	15
图表 25. 国内引进的推土机机型.....	16
图表 26. 我国进口推土机情况（单位：台）.....	16
图表 27. 中国不同马力推土机的销量占比情况.....	16
图表 28. 全液压推土机传动系统示意图.....	17
图表 29. 推土机行业呈现寡头竞争格局.....	17
图表 30. 不同工程机械产品的出口单价情况（单位：美元/台）.....	17
图表 31. 国内基建固定资产投资完成额增速情况.....	18
图表 32. 万亿特别国债重点建设方向.....	18
图表 33. 我国水利建设完成投资.....	18
图表 34. 国内推土机保有量.....	19

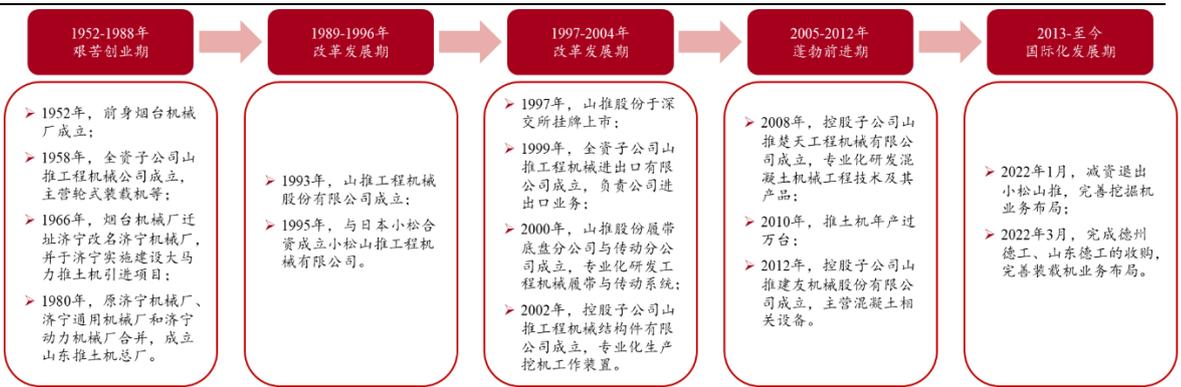
图表 35. 山推股份 LE60-X3 纯电装载机	20
图表 36. 山推股份 SR36-G 单钢轮压路机	20
图表 37. 山推“四轮一带”产品	21
图表 38. 山推股份配件销售业务收入情况	21
图表 39. 全球履带底盘零部件市场规模情况	21
图表 40. 山推股份国内服务网点分布情况	22
图表 41. 山推“e 路行”APP	22
图表 42. 全球推土机市场销售额	23
图表 43. 2022 年全球推土机主要地区占比情况	23
图表 44. 中国推土机销量情况	24
图表 45. 中国推土机主要出口国家情况 (单位: 台)	24
图表 46. LME 铜现货结算价情况	25
图表 47. 黄金现货价格情况	25
图表 48. 全球前三十大矿业公司资本开支情况	25
图表 49. 部分“一带一路”国家基建规划	26
图表 50. 山推 SD90-C5 大马力推土机服务于国内某大型煤矿	26
图表 51. 山推 2020 年非公开发行募集资金用途	27
图表 52. 山推大马力推土机毛利率显著高于其他产品 (%)	27
图表 53. 山推股份商业产品销售收入情况	27
图表 54. 山重建机的发展历程	28
图表 55. 山重建机 SE980LC 挖掘机产品	28
图表 56. 山重建机挖掘机销量情况	28
图表 57. 中国挖机销量情况	29
图表 58. 挖机出口销量情况	29
图表 59. 山推股份与小松的合资公司情况	30
图表 60. 各公司主要产品型号覆盖情况	31
图表 61. 采用“黄金内核”的设备更加省油高效	31
图表 62. 山推股份全球经销商分布情况	32
图表 63. 中国重汽全球布局情况	32
图表 64. 山推股份盈利预测	33
图表 65. 山推股份与可比上市公司估值比较	33
利润表(人民币 百万)	35
现金流量表(人民币 百万)	35
财务指标	35
资产负债表(人民币 百万)	35

山推股份：国内推土机龙头制造商，穿越周期不断成长

历史悠久的国产推土机龙头制造商，产品谱系齐全覆盖多种品类

深耕工程机械制造七十二载，成就国产推土机龙头制造商。山推工程机械股份有限公司历史悠久，前身是成立于1952年的烟台机器厂，1966年烟台机器厂迁址济宁市改名济宁机器厂，1980年济宁机器厂、济宁通用机械厂和济宁动力机械厂三家企业合并组建山东推土机总厂，1993年成立山推工程机械股份有限公司，并于1997年1月在深交所挂牌上市。公司是国内最早从事推土机生产的7家骨干企业之一，自1979年引进小松的推土机技术之后，通过自身消化吸收，逐步成长成为国内推土机龙头制造商，推土机国内市场占有率连续多年始终保持60%以上，并且已经具备了推土机、道路机械、装载机、挖掘机等一系列工程机械产品的制造体系。

图表 1. 山推股份发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

产品谱系逐步丰富，覆盖多种工程机械品类。经过多年的研发和技术积累，目前公司的产品覆盖推土机系列、道路机械系列、混凝土机械系列、装载机系列、挖掘机系列等十多类主机产品和底盘件、传动部件、结构件等工程机械配套件，已经形成了1万台推土机、6000台道路机械、500台混凝土搅拌站、15万条履带总成、100万件工程机械“四轮”、8万台套液力变矩器、2万台套变速箱的年生产能力。此外，公司还能针对矿山、道路、港口、采石等施工场景，为客户提供最优的智慧施工技术解决方案，实现设备规格和数量的最佳匹配，实现资源利用最大化，从而降低运营成本，提高施工效率。

图表 2. 山推股份主要产品



资料来源：公司官网，中银证券

工程机械主机产品贡献主要营收。从公司的收入结构来看，工程机械主机产品为公司主要的收入来源，2023 年营收占比为 64.18%；配件销售业务为公司第二大业务板块，2023 年营收占比为 26.08%；其他业务，主要包括技术服务费、材料销售、外购零部件销售、外购代销以及租赁等带来的收入，近几年占比为 10%左右。

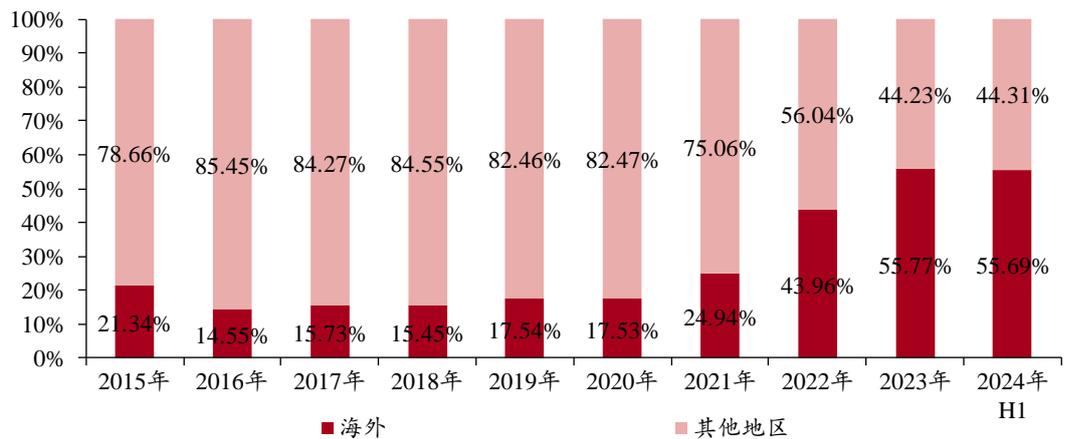
图表 3. 山推股份各业务收入占比情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

持续深耕海外市场，海外收入占比显著提升。经过多年的海外市场布局，公司现已发展了 140 余家海外代理商、10 个海外子公司、32 家海外办事处和服务站，形成完善的海外营销渠道，产品远销海外 160 多个国家和地区，主要的销售区域有欧亚区、非洲、东南亚等。受全球局部战争、贸易摩擦带来的窗口期、矿山类大宗产品价格持续稳定等因素影响，自 2021 年起公司海外营收占比稳步提升，2023 年海外营业收入再创历史新高，全年海外出口收入 58.78 亿元，同比增长 33.73%，出口收入占比达到了 55.77%；2024 年上半年实现海外营收 36.25 亿元，同比 44.41%，继续保持快速增长态势。根据公司 2023 年年报发布的 2024 年经营目标，海外收入的占比将进一步提升，全年营业收入目标为 140 亿元，其中海外收入 85 亿元，占比超过 60%。

图表 4. 山推股份海外收入占比

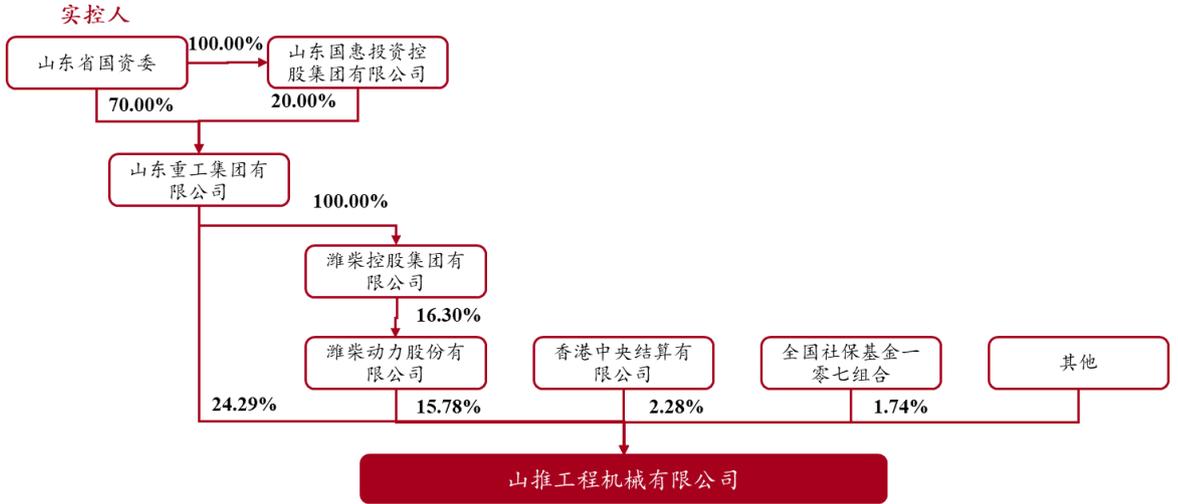


资料来源：同花顺 iFind，中银证券

山东重工集团权属子公司，集团协同效应显著提升公司产品竞争力

山推股份是山东重工集团权属子公司，实际控制人为山东省国资委。山推股份是一家国有股份制上市公司，公司控股股东为山东重工集团有限公司，截至2024年6月30日，山重集团直接持有公司24.29%的股份，同时通过潍柴动力间接持有公司2.57%的股份。山东省国资委通过直接和间接共持有山东重工集团90%的股权，为公司实际控制人。

图表 5. 山推股份股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

山东重工集团是中国领先、在全球具有重要影响力的工业装备跨国集团。山东重工集团总部位于山东济南，拥有潍柴动力、中国重汽、陕汽重卡、潍柴雷沃智慧农业、山推股份、中通客车、法士特变速器、汉德车桥以及意大利法拉帝、德国凯傲集团、德国林德液压、美国德马泰克、美国 PSI、法国博杜安、加拿大巴拉德等国内外知名品牌。主营业务涵盖动力系统、商用车、农业装备、工程机械、智慧物流、海洋交通装备等六大板块。集团产品销往全球 150 多个国家和地区，其中重型发动机、重型变速器、重型卡车销量全球第一，工业叉车、豪华游艇全球领先，农业装备、推土机等销量中国第一。

图表 6. 山东重工集团产权结构



资料来源：山东重工集团官网，中银证券

图表 7. 山东重工集团的黄金产业链竞争优势



资料来源：山东重工集团官网，中银证券

利用重工集团的“黄金产业链”，充分发挥强大的集团协同优势。山东重工集团为巩固发挥整车整机龙头的地位，把做强做大工程机械板块作为集团的重要发展战略之一。山推股份在集团强大的资本、技术、人才支持及渠道协同支持下，不断强化资源与业务协同，利用集团黄金产业链竞争优势实现动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，进一步提升资源配置的广度与深度，通过强化各方的全方位协同，融合创新，发挥“1+1>2”的集合效应，实现了集团内部的优势互补，极大的提升了公司的核心竞争力。

图表 8. 山推股份 2023 年重大关联交易情况

关联交易方	关联交易类型	关联交易内容	关联交易金额(万元)	占同类交易金额的比例 (%)
潍柴控股集团有限公司及其关联方	采购产品和接受劳务	采购零部件、整机整车等	88,864.32	10.34
山重建机有限公司及其关联方	采购产品和接受劳务	采购挖掘机等	136,974.48	15.93
中国重型汽车集团有限公司及其关联方	采购产品和接受劳务	采购零部件、整车等	14,572.75	1.70
潍柴控股集团有限公司及其关联方	销售产品和提供劳务	销售零部件、整机等	39,677.71	3.76
山重建机有限公司及其关联方	销售产品和提供劳务	销售零部件等	21,501.80	2.04
山重融资租赁有限公司	销售产品和提供劳务	销售整机等	3,715.39	0.35
中国重型汽车集团有限公司及其关联方	销售产品和提供劳务	销售整机等	4,706.49	0.45

资料来源：公司 2023 年年报，中银证券

凭借强大的集团支持和产品优势，公司参与多个重大项目建设。2023 年公司推土机、压路机、装载机、混凝土机械、搅拌站等多种设备参与了西香高速公路项目、津潍高铁项目、利威高速公路项目、深汕高铁项目、西海岸瓦韩路西延工程项目、中材国际尼日利亚矿山项目、中国土木坦桑尼亚公路项目、中国交建马来西亚东海岸铁路项目、重庆博赛圭亚那矿山项目、中铁十八局几内亚矿山项目等国内外重大工程项目建设。

财务分析：历经周期不断成长，经营质量不断提升

公司业绩随工程机械行业呈周期波动。由于工程机械行业具有明显的周期性，公司的发展过程中，受行业周期性的影响较为明显。随着 2016 年以来的地产、基建需求回升，工程机械行业逐步回暖，公司营业收入由 2015 年的低点 37.71 亿元上升到 2021 年 91.71 亿元，年均复合增长率 15.97%，归母净利润由 2015 年-8.76 亿元上升到 2021 年的 1.63 亿元。

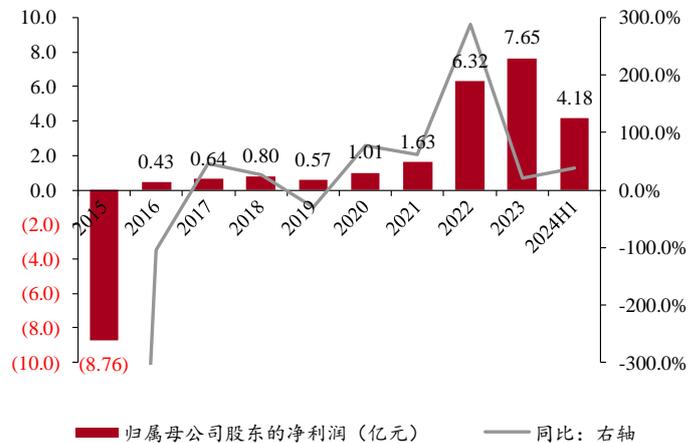
产品多元化及海外市场机遇，助力公司实现逆势增长。尽管 2022 年以来，国内市场需求放缓，叠加非道路机械国四排放标准切换后市场存在一定的接受过程等因素的影响，工程机械行业进入了新一轮的下行周期，主要产品销售台量均出现较大幅度下滑，但是公司凭借着产品的多元发展和海外市场的机遇，22 年和 23 年业绩均实现逆势增长。其中，2022 年实现营业收入 99.98 亿元，同比增长 9.02%，实现归母净利润 6.32 亿元，同比增长 288.55%，增长较多的原因主要是公司减资退出小松山推，全年确认处置小松山推及其他联营企业盈利的投资收益 3.40 亿元，实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 16.52%；2023 年以来公司业绩仍然保持增长态势，2024 年上半年公司实现营收 65.08 亿元，同比增长 33.81%，实现归母净利润 4.18 亿元，同比增长 38.49%。

图表 9. 山推股份营业收入情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 10. 山推股份归母净利润情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

产品结构优化及海外收入占比提升，公司整体毛利率有所提升。2016-2021 年公司整体毛利率较为稳定，2022 年随着公司大马力推土机成功出口，海外毛利率显著提升，因此得益于海外收入占比的提升以及产品结构的优化，公司整体毛利率有所提升，2023 年公司整体毛利率为 18.44%，同比提升 3.75pct。

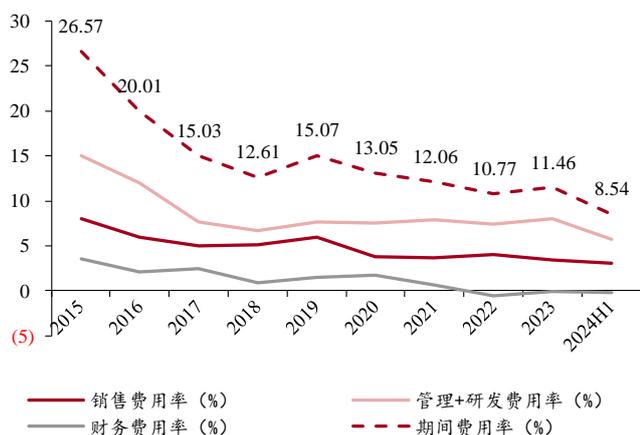
图表 11. 山推股份毛利率情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

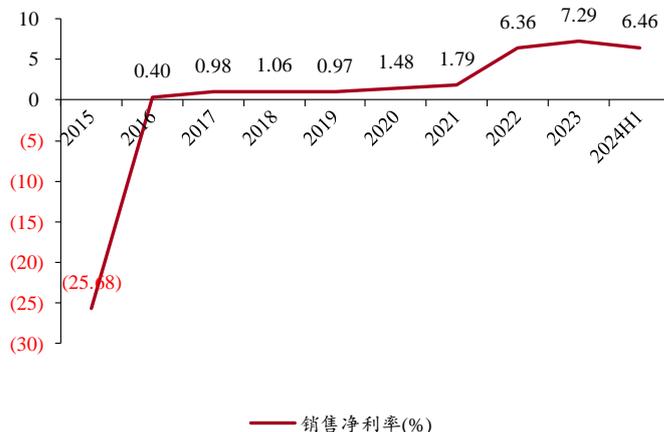
期间费用率下行，盈利能力不断增强。公司一直以来不断深化降本增效工作，深耕内部管理、费用节流管控，期间费用率自2015年以来保持下降趋势，从2015年的26.57%下降至2023年的11.46%，降本成效明显，2024年上半年期间费用率为8.54%，同比下降2.05pct，继续维持下降趋势。在毛利率提升、期间费用率下行的驱动下，公司净利率稳步提高，2023年公司净利率为7.29%，同比增加0.93pct。

图表 12. 山推股份期间费用率情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

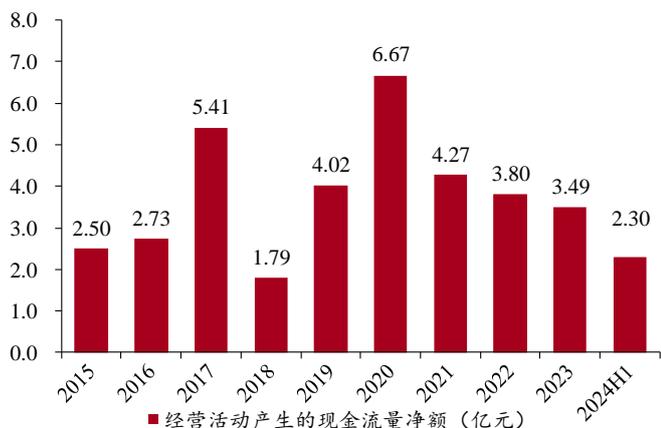
图表 13. 山推股份净利率情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

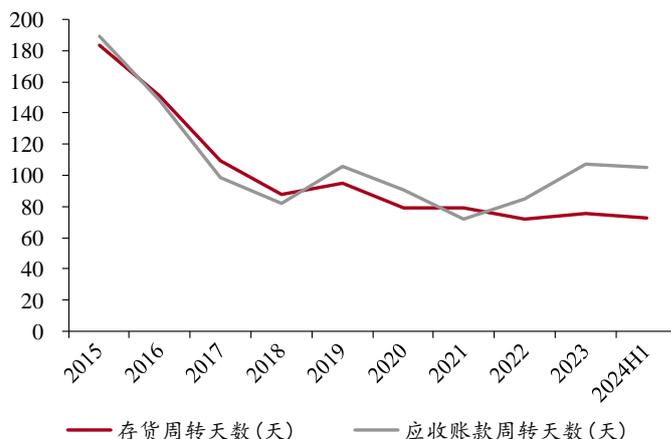
现金流情况良好，营运能力不断提升。在上一轮工程机械下行周期中，公司为了减少两金占用，严格控制采购量，近几年以来现金流情况保持良好，2015至2021年经营活动产生的现金流净额均超过当年归母净利润，盈利质量较高，2022年至今经营活动产生的现金流净额均较归母净利润有所降低，主要是因为采购付款增加所致。公司存货和应收账款周转天数逐步下降，2015年至2023年，公司应收账款周转天数由189天下降至107天，存货周转天数由183天下降至75天，营运能力不断提升。

图表 14. 山推股份期间现金流情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

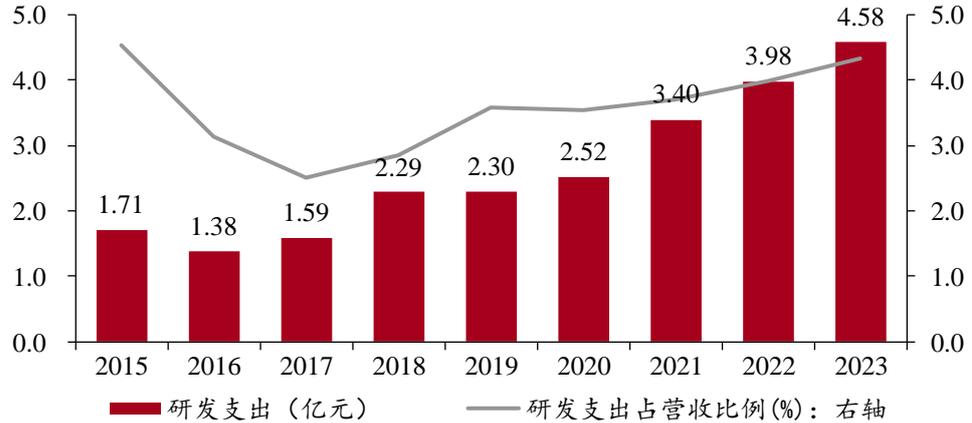
图表 15. 山推股份营运能力情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

保持研发投入力度，技术创新引领市场。从 2016 年到 2022 年，公司投入持续递增，从 2016 年的 1.38 亿元增长到 2023 年的 4.58 亿元，年平均增长率为 18.66%，同时研发支出占营收比例也持续提升。通过不断地研发投入和产品研发，公司的 SD60、SD90 等系列超大马力机型填补技术空白实现国产化替代，并且推出了纯电推土机 DE26、纯电装载机 LE60、纯电挖掘机 EE225 等新能源产品完善产品谱系，整体技术达到国际先进水平，其中纯电推土机为国际领先水平。

图表 16. 山推股份研发支出情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

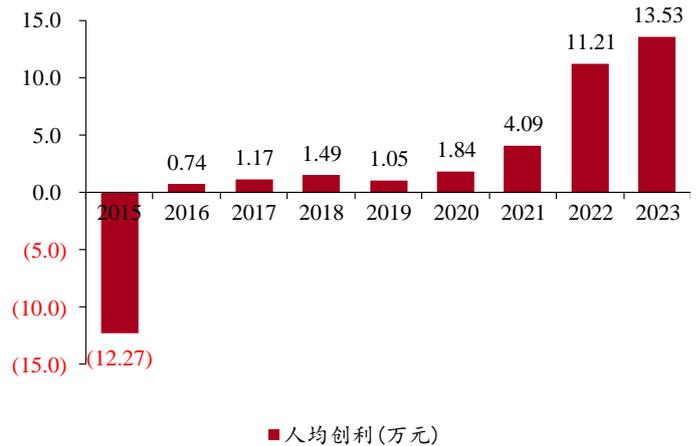
国企改革初见成效，人均创收、人均创利不断提升。公司不断推进改革措施，提升公司运营质量与盈利能力，销售方面，全面推动产品销售结构调整；费用管控方面，以精准预算为抓手，实行动态费用管控；全力推进设计、采购、工艺降本协同效应，提升增效空间；提升生产线自动化水平、工时优化等工作，进一步提升综合生产效率；管理方面，深化改革、简政提效、激发组织与人员活力。随着改革措施的不断深入，公司人均创收、人均创利不断提升。

图表 17. 山推股份人均创收情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

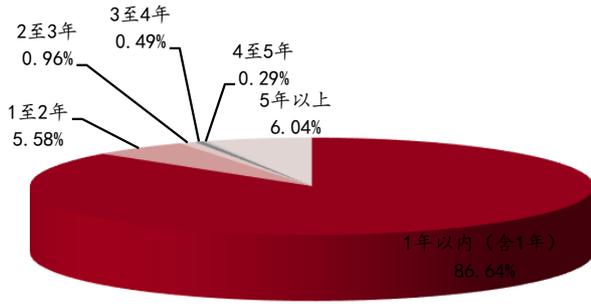
图表 18. 山推股份人均创利情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

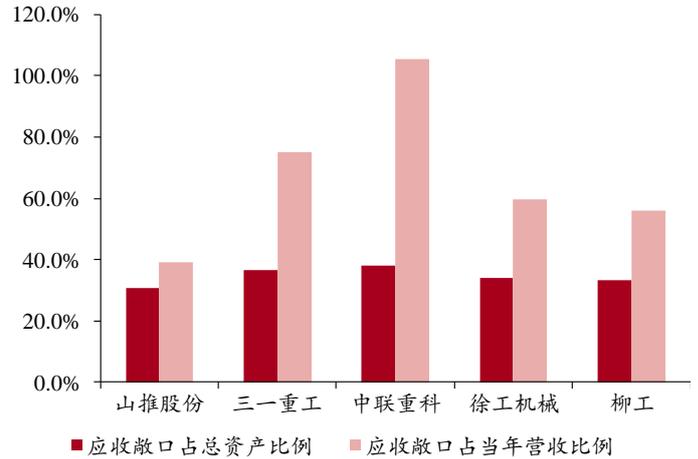
应收账款账龄结构较为健康，应收款风险明显小于其他主机厂。自 2015 年以来，为了防止出现信用风险，公司严控信用销售模式，从 2024 年 6 月 30 日的应收账款账龄结构来看，公司 1 年以内的应收账款为 41.87 亿元，占比 86.64%，3 年以上应收账款为 3.22 亿元，占比 6.83%，账龄结构较为健康。截至 2023 年底，山推股份的应收敞口占总资产的 30.84%，占当年营收的 39.28%，若与其他主机厂横向比较，山推股份的应收账款风险明显较小。

图表 19. 山推股份应收账款账龄结构情况（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：山推股份 2024 年年中报，中银证券

图表 20. 山推股份应收账款风险小于其他主机厂商（截至 2023 年底）



注：各公司的应收敞口为应收票据及应收账款、长期应收款、应收款项融资、其他应收款、发放贷款和垫款、一年内到期的非流动资产之和；资料来源：同花顺 iFind，中银证券

国内市场：推土机国内一枝独秀，主机+零部件协同发展

推土机技术壁垒较高，国内竞争格局优异山推一枝独秀

推土机是铲土运输机械中最常用的作业机械之一，基建、矿山等为主要的应用场景。推土机是工程机械中最有代表性的机种之一，它可利用推土板对土壤、煤和石块等物料进行切削和推运，具有良好的越野性能和强大的牵引力，被广泛应用于矿山、水利、道路、建筑、港口等工程施工中，还可用于平整场地、堆集松散材料、清除作业地段内的障碍物等。根据冯鉴等在《对国产推土机现状和发展的几点思考》中的描述显示，土石方工程的工作量 25-30%是由推土机完成的。

图表 21. 推土机的主要下游应用



资料来源：山推股份官网，中银证券

推土机具有多种类型，按发动机功率可以分小、中、大马力推土机。推土机可按功率等级、行走装置、推土板安装方式、传动方式、用途等进行分类，其中最主要的分类方式是发动机功率，尽管各个品牌对于推土机马力的分类有所差异，但是普遍认为 320 马力以下的为中小马力推土机，320 马力以上的为大马力推土机。中小马力推土机主要的用途为一般的土方作业，而大马力推土机主要用于大型露天煤矿、铁矿、铜矿以及石灰石矿等矿山场景。

图表 22. 推土机的分类

分类方式	类型	特点
发动机功率	小型推土机	功率在 75kw 以下, 生产率低, 用于小面积或零星土方作业场地。
	中型推土机	功率在 75-239kw, 用于一般土方作业。
	大型推土机	功率在 239kw 以上, 生产率高, 用于坚硬土质或深度冻土的大型土方工程。
行走方式	履带式推土机	牵引力大, 接地比压小, 爬坡能力强, 适应恶劣工作环境, 作业性能优越。
	轮胎式推土机	行驶速度快, 机动性好, 作业循环时间短, 转移方便迅速, 不损坏地面, 特别适合城市建设和道路维修工程中使用。
推土板安装方式	固定式铲刀推土机	推土机的推土铲刀与主机纵向轴线固定为直角, 也称直铲式推土机, 结构简单, 但只能正对前进方向推土, 作业灵活性差, 仅用于中小型推土机。
	回转式铲刀推土机	推土机的推土铲刀在水平面内能回转一定角度, 与主机纵向轴线可以安装成固定直角或非直角, 也称为角铲式推土机。这种推土机作业范围较广, 便于向一侧移土和开挖边沟。
传动方式	机械式传动推土机	采用机械式传动的推土机, 制造简单, 传动效率高, 结构可靠, 维修方便, 但操作费力, 传动装置对负荷的自适应性差, 容易引起发动机熄火, 降低作业效率, 已较少采用。
	液力机械传动式推土机	采用液力变矩器与动力换挡变速器组合传动装置, 具有自适应无级变速变扭、自动适应外负荷变化的能力, 发动机不易熄火, 可负载换挡, 换挡次数少, 操纵轻便, 作业效率高, 是现代大中型推土机多采用的传动形式。
	全液压传动式推土机	由液压马达驱动, 驱动力直接传递到行走机构, 因为没有主离合器、变速器、驱动桥等传动部件, 结构紧凑, 整机质量轻, 操纵简单, 可实现原地转向, 但制造成本较高, 耐用度和可靠性较差, 目前只在中等功率的推土机上。
	电传动式推土机	将柴油机输出的机械能先转化成电能, 通过电缆驱动电动机, 进而驱动车行走装置和工作装置, 结构紧凑, 总体布置方便, 操纵灵活。可实现无级变速和整机原地转向。但整机质量大、制造成本高, 目前只在少数大功率轮胎式推土机上应用。
用途	普通型推土机	通用性好, 广泛用于各类土石方工程施工作业。
	专用型推土机	专用性强, 只适用于特殊环境下的施工, 包括浮体推土机、水陆两用推土机、深水推土机、湿地推土机、爆破推土机、低噪声推土机、军用高速推土机等。

资料来源: 中国建设机械职业教育网, 中银证券

国内推土机销量受基建投资影响, 具有明显的周期性。由于推土机的主要应用下游来自基建和矿山, 需求受国家固定资产和基础建设投资规模的影响较大, 因此国内推土机销量呈现出明显的周期性。回顾推土机行业的周期, 大致可以分为四个阶段:

- 2008 至 2010 年, 在“四万亿”投资计划的刺激下, 受下游基建投资的带动, 推土机销量快速增长, 2010 年达到 1.39 万台的销量高峰;
- 2011 至 2015 年, 随着刺激政策的结束, 国内固定资产投资增速下降, 叠加上轮周期市场快速增长积累的大量工程机械保有量, 推土机销量开始逐年下跌, 15 年更是出现断崖式下跌达到谷底;
- 2016 年至 2018 年, 在经过上一轮周期下行产能出清之后, 受国内基建、轨交、PPP 等项目的拉动, 存量设备更新需求逐步占据主导, 市场开始企稳回升。
- 2019 年至今, 国内市场持续趋弱, 海外出口保持较快增长, 整体销售较为平稳, 2022 年我国推土机销量为 7,241 台, 同比增长 4.73%。

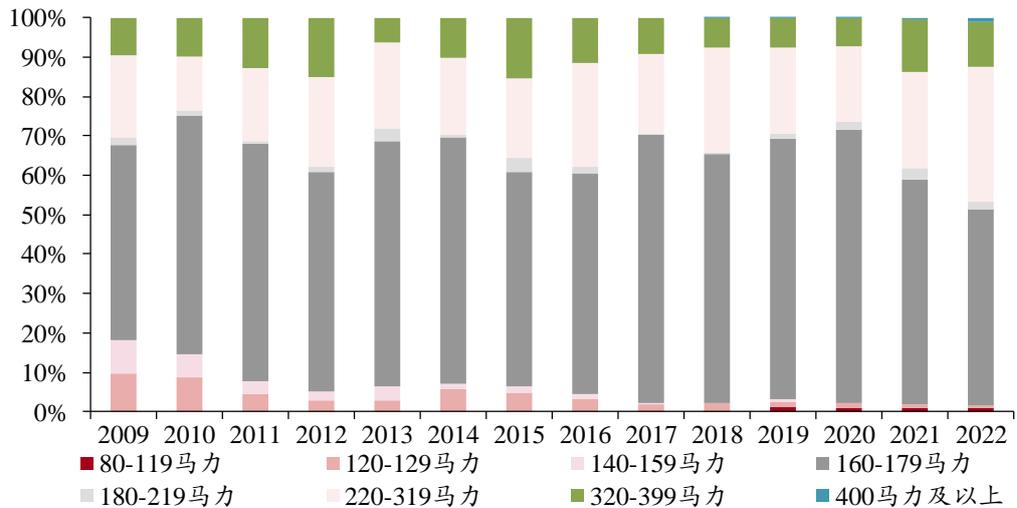
图表 23. 中国推土机销量情况



资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

国内推土机以中小马力为主, 中大马力占比逐步提升。从中国推土机销售的马力结构来看, 销量占比最高的为 160-179 马力段, 历年占比在大概平均在 60%左右, 其次是 220-319 马力段。另外, 推土机马力的大型化趋势较为明显, 220 马力以上的中大马力推土机占比逐步提升。

图表 24. 中国不同马力推土机的销量占比情况



资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

从仿制到引进技术消化吸收, 国产推土机快速发展。从建国到改革开放初期的 30 年中, 国产推土机从生产配件开始, 逐步发展到仿照前苏联、日本等国的产品为样机开发出了 120、140、150 等不同功率的推土机。同时国家建设了 12 个推土机生产厂, 其中包括鞍山红旗拖拉机厂、天津建筑机械厂、宣化工程机械厂、上海彭浦机器厂、山东推土机总厂、黄河工程机械厂和青海工程机械厂 7 个骨干企业。1979 年, 我国分别从日本小松和美国卡特引进履带式推土机生产技术, 这些技术的引进不仅为我们的推土机产品引进了新技术和先进的专业标准, 而且以多种方式提供了先进的制造技术、设备、材料类型、实验和全面的质量管理, 中国推土机行业取得了前所未有的发展。

中小马力推土机已经基本替代海外品牌。经过 40 多年的发展, 根据中国海关总署的数据, 2018 年到 2023 年, 除了 2021 年之外每年进口的推土机数量均在 100 台以下, 若根据前文中的国内推土机销量测算, 国产推土机的市占率已经达到 90%以上。并且从进口推土机的结构来看, 大于 320 马力的大马力推土机占比 35%以上, 因此中小马力推土机已经基本完成国产替代。

图表 25. 国内引进的推土机机型

生产厂家	引进机型
鞍山红旗拖拉机厂	美国卡特、德国利勃海尔 PR732、PR747、PR741、PR751
天津建筑机械厂	日本小松 D60A-8、D60E-8、D60PL-8、D65E-8
宣化工程机械厂	美国卡特 D6D
上海彭浦机器厂	美国卡特 D6D、日本小松 D155A-1
山东推土机总厂	日本小松 D85-18、D85-21
黄河工程机械厂	日本小松 D81A-18
青海工程机械厂	美国卡特 D7G

资料来源：冯莹、李春林《对国产推土机现状和发展的几点思考》，中银证券

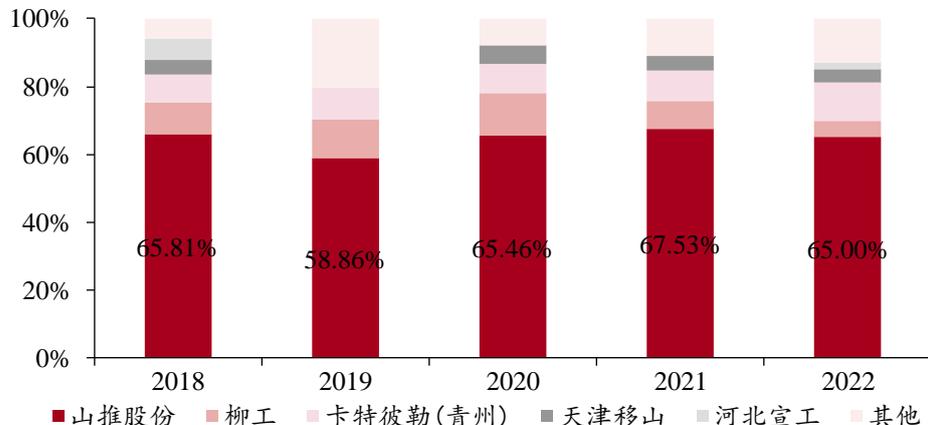
图表 26. 我国进口推土机情况（单位：台）



资料来源：中国海关总署，中银证券

目前国内推土机市场由少数企业主导，山推股份一枝独秀。国内推土机行业在 2011 年至 2015 年经历了 5 年的持续深度调整，产能出清、优胜劣汰效应显现，市场份额集中度呈不断提高的趋势。目前国内推土机市场呈现出由山推股份等少数企业为主导的竞争格局，行业内集中度较高，前 6 名推土机厂商国内市场占有率近年一直保持在 95% 以上，其中山推股份的市占率连续多年保持在 60% 以上。

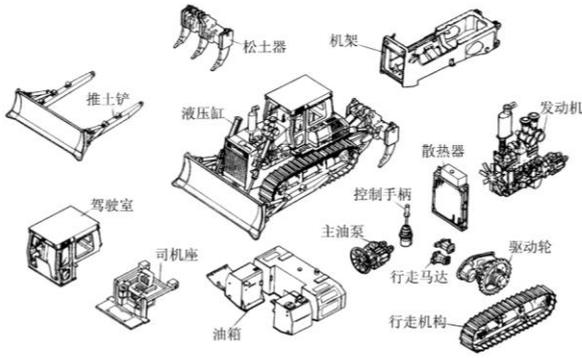
图表 27. 中国不同马力推土机的销量占比情况



资料来源：中国工程机械工业协会《中国工程机械工业年鉴》，中银证券

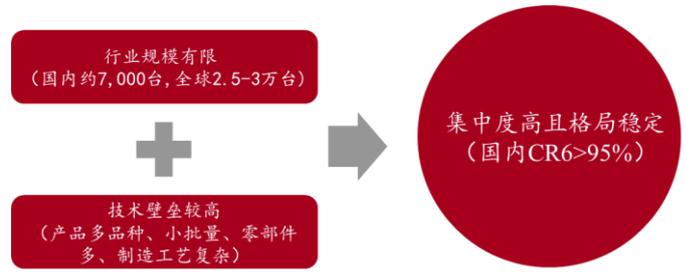
规模有限、技术壁垒较高，是形成高行业集中度且格局稳定的内在原因。一方面，推土机与装载机、挖掘机等产品相比，推土机的市场容量相对较小；另一方面，推土机属于技术壁垒较强的产品，结构相对复杂，生产制造呈现多品种、小批量、零部件多、制造工艺复杂等特点，批量生产需要较大的投入，行业进入门槛较高。因此，推土机行业呈现出寡头竞争格局，很少有其他企业进入推土机行业。

图表 28. 全液压推土机传动系统示意图



资料来源：中国建设机械职业教育网，中银证券

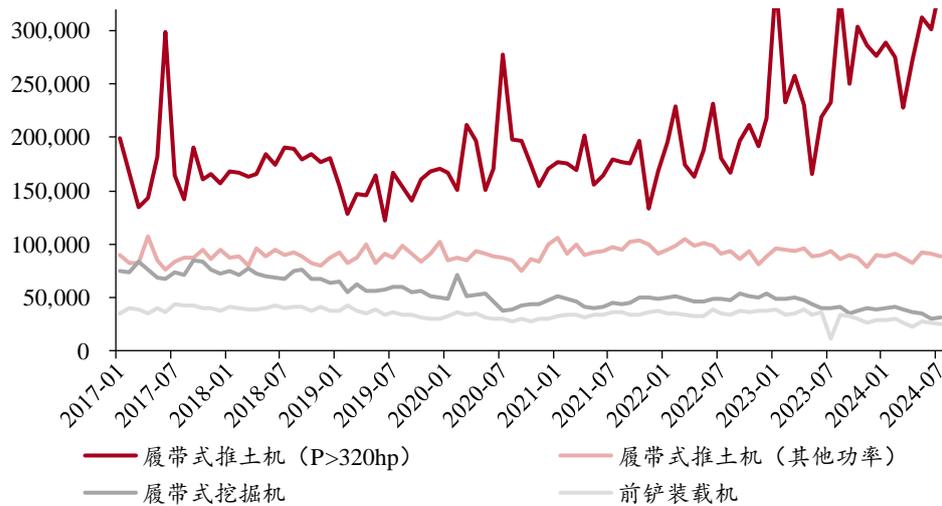
图表 29. 推土机行业呈现寡头竞争格局



资料来源：QY research，山推股份公告，中银证券

优异的竞争格局，推土机价格维持稳定。受益于优异的竞争格局，推土机的产品价格近年来维持稳定，与之形成鲜明对比的是挖掘机和装载机等其他工程机械品类，由于竞争激烈，国产厂商采取低价竞争策略，产品价格持续走低。以出口单价为例，根据海关总署的数据，2017年1月份至2024年7月份，中小马力和大马力推土机的出口单价分别+72.09%和-0.78%，而挖掘机和装载机的出口单价分别-58.08%和-27.95%。

图表 30. 不同工程机械产品的出口单价情况（单位：美元/台）



资料来源：同花顺 iFind，中国海关总署，中银证券

基建托底+设备更新换代，有望助力推土机需求企稳

基建投资依然是稳增长的重要抓手，基建固定资产投资完成额增速维持稳定。2023年12月8日召开的中央政治局会议定下2024年经济工作总基调，强调要“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破”，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。12月11至12日召开的中央经济工作会议进一步阐明了2024年各项经济工作要求，在基建领域会议强调“发挥好政府投资的带动放大效应，实施政府和社会资本合作新机制，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设”。另外，2024年政府工作报告中体现的2024年基建投资预期也偏积极，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元；赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元，比上年增加1800亿元；地方政府专项债券3.9万亿元，比2023年增加1000亿元。因此基建投资仍将是2024年经济稳增长重要抓手，2024年基建投资增速保持稳健。

图表 31. 国内基建固定资产投资完成额增速情况



资料来源：国家统计局，同花顺 iFind，中银证券

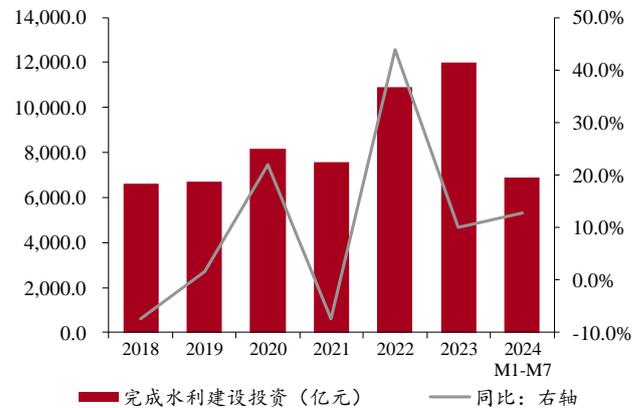
特别国债有望加速大型基建项目落地，农田、水利建设投资有望更上一层楼。2023 年 10 月 24 日，人大常委会表决通过，批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案，明确在四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，将专门用于应急领域建设，共分八个方向、两个批次。根据国家发展改革委发布的项目清单，超半数国债资金用于了水利建设。根据水利部披露的数据，2024 年前 7 月全国实施水利项目 4 万个，同比增长 17%，其中新开工 2.6 万个，同比增长 23.9%，完成水利建设投资 6894 亿元，同比增长 12.8%。

图表 32. 万亿特别国债重点建设方向

投资建设的重点方向	重点地区
灾后恢复重建、提升防灾减灾能力	京津冀为重点的华北地区
骨干防洪治理工程	海河、松花江流域等北方地区
自然灾害应急能力提升工程	全国范围
其他重点防洪工程	全国范围内主要直流、中小河流和山洪沟
灌区建设改造和重点水土流失治理工程	灌区、东北黑土地、开江口水库
城市排水防涝能力提升行动	全国范围
重点自然灾害综合防治体系建设工程	全国范围
高标准农田建设	东北地区和京津冀受灾地区

资料来源：中国政府网，中银证券

图表 33. 我国水利建设完成投资

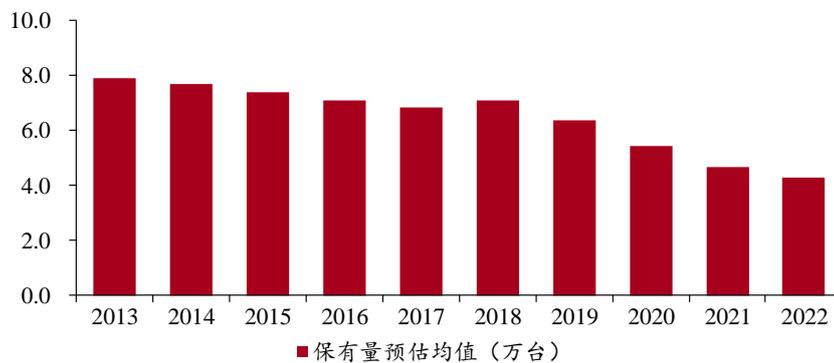


资料来源：水利部，同花顺 iFind，中银证券

中国工程机械工业协会预计国内推土机保有量在 4 万台左右。根据中国工程机械工业协会发布的《中国工程机械工业年鉴》的测算数据显示，2013 年至 2022 年我国推土机的保有量整体呈下降趋势，截至 2022 年底，我国推土机保有量约为 4.10-4.45 万台。

政策推动，旧设备更新有望提速。根据卡特彼勒发布的信息，通常推土机的使用年限一般为 10-15 年左右，但是由于工况、维护、保养以及驾驶员的操作习惯等都会对工程机械的使用寿命产生影响，目前国内暂无通用法规要求超年限工程机械报废。2024 年 2 月 23 日，习近平总书记在中央财经委员会第四次会议上强调，“加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”。此后，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》在 2024 年 3 月 1 日召开的国务院常务会议上审议通过。住房和城乡建设部快速响应，发布《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案》，其中建筑施工设备按照《施工现场机械设备检查技术规范》（JGJ 160）等要求，更新淘汰使用超过 10 年以上、高污染、能耗高、老化磨损严重、技术落后的建筑施工工程机械设备，包括挖掘、起重、装载、混凝土搅拌、升降机、推土机等设备（车辆）。鼓励更新购置新能源、新技术工程机械设备和智能升降机、建筑机器人等智能建造设备。在设备更新政策的推动下，老旧设备的更新替换或将提速。

图表 34. 国内推土机保有量



资料来源：中国工程机械工业协会，中银证券；注：数值取当年上下限的均值

不断完善产品布局，同步深耕核心零配件协同主机占领发展高地

收购德工进入装载机业务，装载机产品处于行业第二梯队。2022 年 3 月公司完成对德州德工及山东德工的收购，完善公司在装载机业务领域研发、生产、销售一体化的产业布局。装载机行业内销量高度集中，根据公司公告显示，行业前四名包括柳工、龙工、临工和徐工，占据行业 70% 以上的销量份额，目前公司装载机产品份额处于行业第二梯队。

凭借集团产业链优势，市场份额逐步提升。公司在重工集团的整合优势下，依托集团黄金内核产业链优势，构建绿色制造体系，加大设备与研发投入，完善产品系列，大吨位、电装、静液压产品销量同比大幅增长，产品市场竞争力进一步提升的同时，通过不断拓宽销售渠道，打造遍布全国的销售服务网络，促进了市场份额的不断提升，进一步缩小与第一梯队的差距。此外，公司不断提升产品研发和创新能力，推出纯电装载机新能源产品完善产品谱系，LE60-X3 纯电装载机获“2023 中国工程机械年度产品 TOP50 新能源应用实践金奖”，根据公司官网显示，LE60-X3 整机使用成本较同吨位燃油车每小时降低约 106 元，按一年 3000 小时测算，每年可节省人民币 32.8 万元。

图表 35. 山推股份 LE60-X3 纯电装载机



资料来源：山推股份官网，中银证券

压路机市占率保持国内行业第三名。近年来公司大力发展道路机械，制定液压压路机销售激励政策，探索小型及大型压路机细分市场，创新租赁销售模式，拓展销售渠道，并建立代理商压路机专职部长考核机制，依靠产品技术和渠道方面的资源优势，公司压路机产品市场竞争力逐步提升，根据公司 2023 年年报显示，公司压路机产品在 2023 年整个行业下滑的背景下逆势上涨，市场占有率实现大幅上升，国内市场占有率达到第三名，较去年同期提升 2 位。

图表 36. 山推股份 SR36-G 单钢轮压路机



资料来源：山推股份官网，中银证券

同步深耕核心零配件，主机+零部件“两条腿走路”抢占发展高地。除了主机产品以外，山推股份自成立以来就致力于工程机械配套件的研发与制造，公司零部件产品涵盖履带链轨、工程机械四轮、液力变矩器、变速箱、驾驶室、金属结构件、保养件和易损件等，凭借先进的技术、制造工艺，覆盖了工程机械后市场的中高端市场，除公司内部配套以及满足公司产品后市场需求外，还向国内外各大工程机械主机厂配套。目前山推的角色不仅是主机制造商，更是核心部件的优秀供应商，尤其是四轮一带、变速箱、结构件等产品上最具竞争力的供应者：

- **“四轮一带”：国内最大的工程机械履带底盘件制造商。**山推履带底盘件产品种类已突破 1200 多种，可为 80-900 马力推土机、0.8-200 吨挖掘机、25-100 千牛·米旋挖钻机以及煤矿掘进机、摊铺机、凿岩机、定向钻孔机、履带式起重机等特种机械配套。履带底盘件的节距涵盖了从 90-350mm，几乎包揽了履带底盘件的所有节距。同时，公司致力于集成解决方案的技术革新，为客户特殊机械量身定制的履带式整体底盘也获得市场高度的认可，为小松、VOLVO、TEREX、Atlas Copco、YANMAR、久保田、石川岛以及徐工、三一、中联重科、柳工、临工、雷沃、山河智能、厦工等国内外 100 多家知名企业提供配套。目前公司拥有履带总成 24 万条，轮系总成 140 万件，整体底盘 3000 台的年产能，是国内最大的工程机械履带底盘件制造商。

- **传动部件：国内最早开启“双变”—变速箱、变矩器的制造商。**山推股份的传动部件主要包括变矩器、变速箱、传动装置等，广泛应用于推土机、压路机、平地机、装载机以及矿山设备，山推是中国工程机械行业最早开启“双变”—变速箱、变矩器的制造商，与动力提供商—潍柴动力形成战略合作，已经发展成为最为成熟配套件生产的企业之一。目前山推传动分公司具备了年产液力变矩器8万台、变速箱2万台的能力。
- **结构件：产品种类多样，客户群体优质。**山推的结构件产品主要有挖掘机动臂、斗杆、铲斗3大系列近100余种产品，形成了规模化、系列化和专业化的产品格局，规格型号适用于小松、山推、沃尔沃、雷沃、山重建机等众多国际知名品牌，产品远销美国、日本、德国、英国、印尼等世界40多个国家和地区，目前年产能达到40,000台套。

图表 37. 山推“四轮一带”产品



资料来源：山推股份官网，中银证券

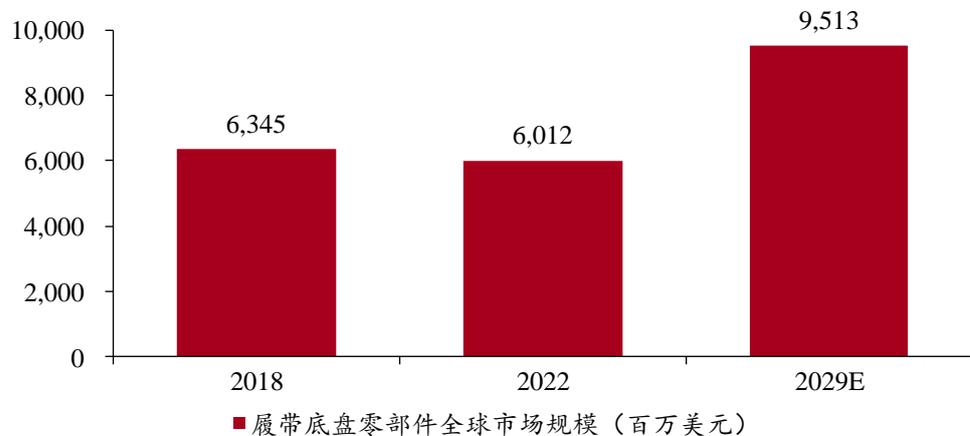
图表 38. 山推股份配件销售业务收入情况



资料来源：同花顺iFind，中银证券

全球履带底盘零部件市场规模可观。根据 QY Research 的数据显示，2022 年全球履带底盘零部件市场规模为 60.12 亿美元，未来随着保有量增长带来的后市场需求上升以及工程机械销量企稳回升带来的前装需求上升，预计 2029 年全球履带底盘零部件市场规模将达到 95.13 亿美元，2022-2029 年复合增长率为 6.78%。

图表 39. 全球履带底盘零部件市场规模情况



资料来源：QY Research，中银证券

山推国内拥有完善的销售及服务体系。公司目前在全国建有 27 个营销片区，80 余家专营店，设立 360 余个营销服务网点，基本对全国各省市进行了覆盖，保证在客户报修后 15 分钟响应，2 小时到达现场，24 小时解决问题。此外，公司还推出了“山推 e 路行”服务 APP，通过提供一键报修、一键保养、设备定位、设备工况、智能预警、智能派工、信息交流、意见反馈等功能，为客户和山推之间建立便捷沟通和服务的桥梁，提高客户满意度。

图表 40. 山推股份国内服务网点分布情况



资料来源：山推股份官网，中银证券

图表 41. 山推“e 路行”APP



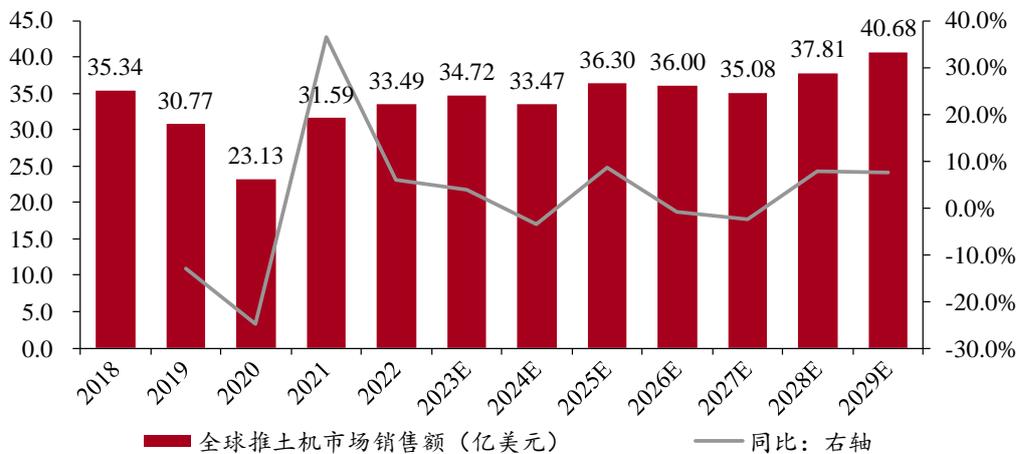
资料来源：山推股份官网，中银证券

海外市场：大马力推土机打破海外垄断，挖机有望打造第二成长曲线

矿山+海外基建需求维持高位，大马力推土机打破海外垄断

全球推土机市场规模基本上稳定在 30-40 亿美元。根据 QY research 的数据，全球推土机市场销售额除了 2020 年由于新冠疫情的影响有所降低以外，2018 年至 2022 年均稳定在 30-40 亿美元，其中 2022 年全球推土机销售额 33.49 亿美元，预计 2029 年将达到 40.68 亿美元，2022-2029 年的年复合增长率为 2.82%。按照山推股份的公告，全球推土机的市场容量在 2.5-3 万台，其中大马力推土机容量在 1,500-1,800 台。

图表 42. 全球推土机市场销售额

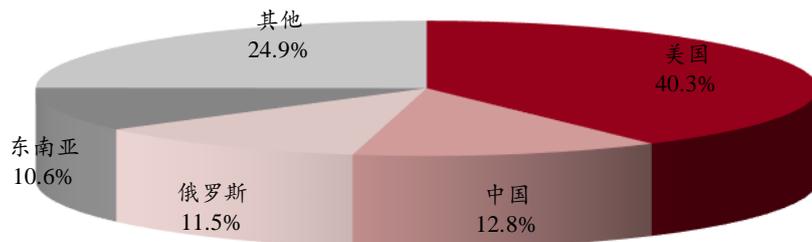


资料来源: QY research, 中银证券

全球推土机消费市场主要集中在亚太，欧洲和北美等地区。根据 QY research 的统计，2022 年美国推土机销量份额最大，占据全球的 40.26%，其次是俄罗斯和东南亚，分别占比 12.77%、11.54% 和 10.55%，其他地区占有份额较小。

全球推土机呈现寡头竞争格局。根据 QY research 的数据，市场上的主要的推土机生产商包括卡特彼勒、小松、山推股份、约翰迪尔、凯斯纽荷兰等，其中卡特彼勒作为全球龙头企业，2022 年收入占据全球份额的 39.07%，全球前三名生厂商 2022 年占有份额 72.29%。

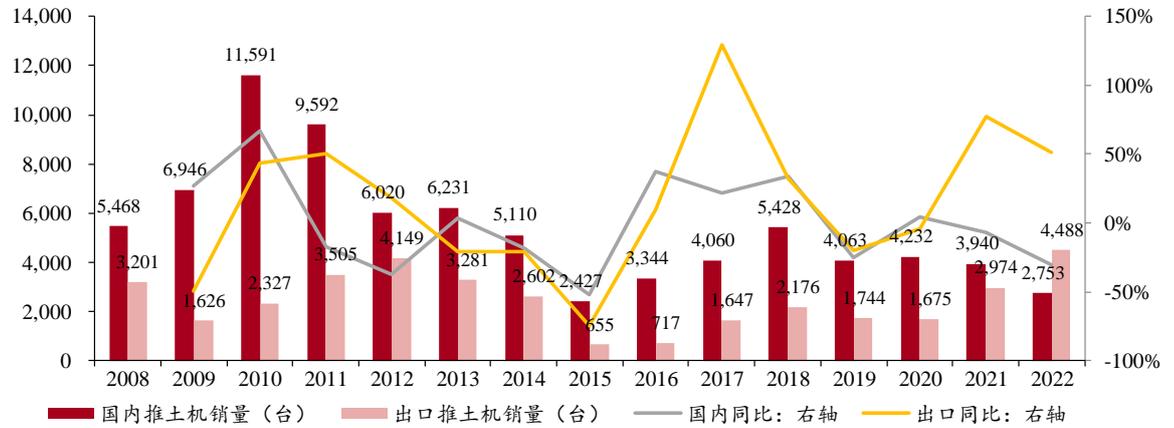
图表 43. 2022 年全球推土机主要地区占比情况



资料来源: QY research, 中银证券

近几年出口比例逐步提升，22年首次出口超过内销。随着近几年国产推土机的竞争力逐步增强以及海外需求恢复，推土机出口销量显著提升，其中2022年实现出口4,488台，同比增长50.91%，叠加国内推土机市场需求萎靡，出口量首次超过国内的销量，占比达到61.98%。

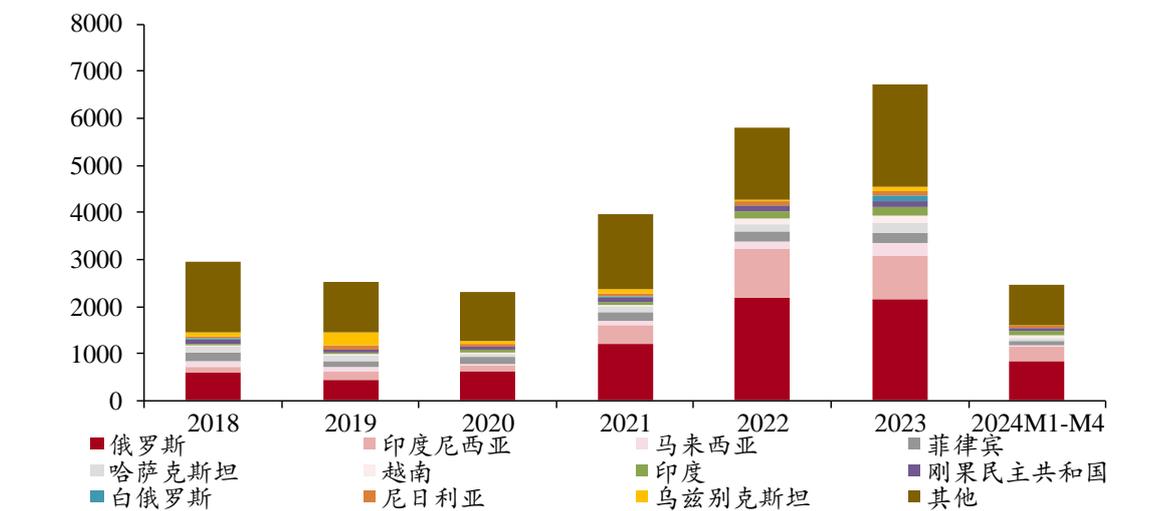
图表 44. 中国推土机销量情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

主要出口目的地为俄罗斯、东南亚、中亚等地。根据海关总署的数据，国内推土机主要的出口国家或地区为俄罗斯、东南亚及中亚等地，其中俄罗斯在2018年至2023年的6年中均保持第一，尤其是在2022年俄乌冲突爆发之后，卡特彼勒、小松、约翰迪尔等工程机械厂商相继停止了在俄罗斯的产品出口或生产，我国对俄罗斯出口数量显著增长，2022年俄罗斯出口数量2197台，同比增长82.93%，贡献了当年出口主要的增量。2023年出口前五的国家分别为俄罗斯、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和哈萨克斯坦。

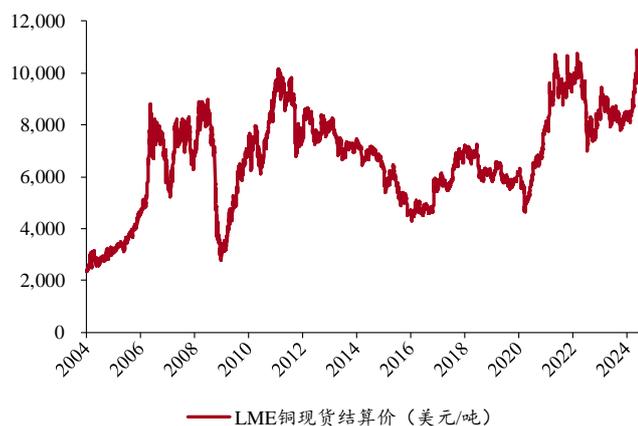
图表 45. 中国推土机主要出口国家情况 (单位：台)



资料来源：中国海关总署，中银证券

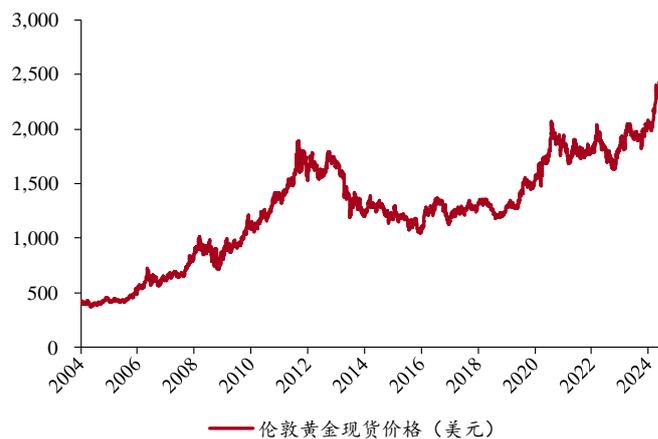
金属矿价格高位，有望支撑全球矿山资本支出维持高位。通过对比历史数据，黄金、铜的价格与头部矿业公司资本支出呈现较明显的正相关，2022年以来黄金、铜价格迎来新一轮的上涨，已经超过上一轮上行周期高点。据 S&P Global 的报告显示，全球前三十大矿业公司的资本支出在 2023 年预计将高达 1,090 亿美元，同比上涨 6.2%，连续三年实现上涨。尽管在 2024 年和 2025 年，全球面临着高通胀、高利率以及经济活动放缓的挑战，但全球前三十大矿业公司资本开支仍将维持相对高位。

图表 46. LME 铜现货结算价情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

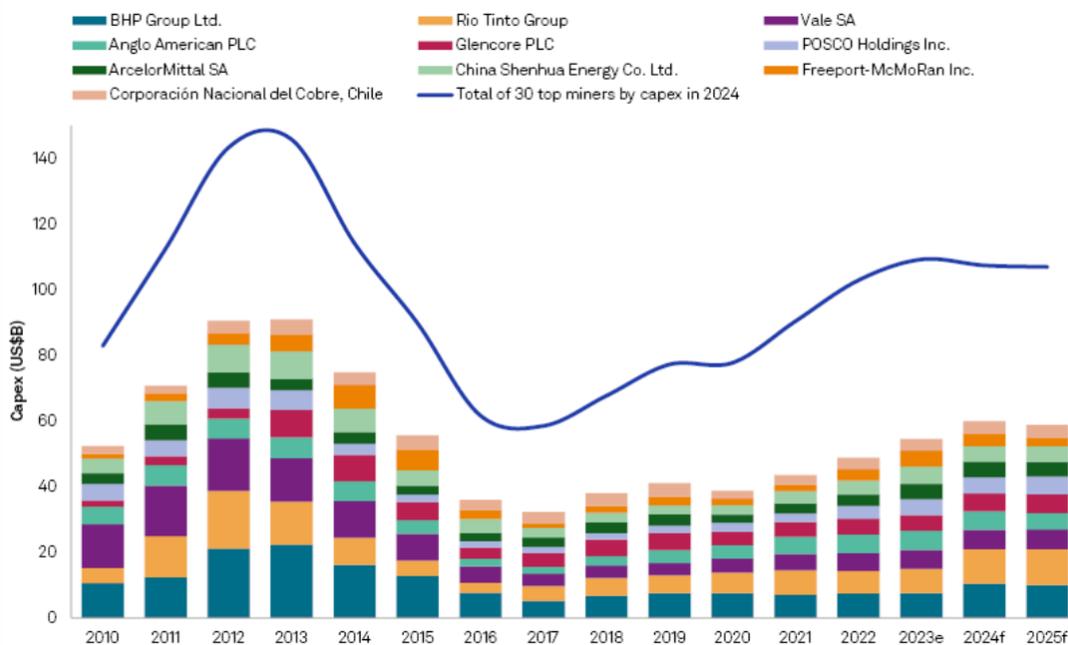
图表 47. 黄金现货价格情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

图表 48. 全球前三十大矿业公司资本开支情况

Capex by highest spending miners, 2010–25



资料来源：S&P Global Market Intelligence，中银证券

全球经济持续复苏，“一带一路”沿线国家基建投资需求旺盛。自 2023 年以来，全球经济复苏持续，“一带一路”共建国家和相关国际组织加大基础设施支持力度，国际承包商、金融机构及私人投资者的合作意愿不断增强，推动了基础设施发展的积极进程。从宏观经济环境来看，支持基础设施进入新一轮上升周期的有利条件正在迅速形成，国际货币基金组织（IMF）在 2024 年 4 月发布的最新预测显示，2024 年全球经济增速预计为 3.2%，通胀水平将逐步回落；而以“一带一路”共建国家为主的新兴市场和发展中国家的经济增速预计将达到 4.2%，高于全球平均水平；从政策环境来看，“一带一路”沿线国家陆续出台了一系列支持重点项目建设的政策规划。因此，在政策和经济景气的双重驱动下，“一带一路”国家对基础设施的投资需求保持旺盛，在中国对外承包工程商会的“一带一路”共建国家基础设施发展指数报告中，2024 年基础设施发展需求指数提高到 134，实现连续四年的增长，另外根据中国商务部数据，2023 年中国对外承包工程新签合同额 2645.1 亿美元，同比增长 4.5%，其中“一带一路”共建国家新签合同额 2071.5 亿美元，同比增长 6.6%。

图表 49. 部分“一带一路”国家基建规划

国家	基建规划
沙特阿拉伯	《2030 愿景计划》展示了 NEOM, RED SEA 等巨型建设项目，同时设立了价值 2000 亿沙里亚尔的国家基础设施基金用于投资基建建设。仲量联行的 2024 年第一季度报告显示，沙特阿拉伯筹备和建设中的建筑项目价值高达 1.5 万亿美元。
印度尼西亚	印度尼西亚计划到 2030 年建设 4,479 公里的收费公路，新的收费公路项目将在爪哇、苏门答腊、加里曼丹、苏拉威西岛、巴厘岛和努沙登加拉实施。《2020-2024 年国家中期发展计划》计划新建 21 个机场，升级 175 个机场，并修建多座电站与海上高速公路，国家基础设施资产价值到 2024 年将增至 GDP 的 49.4%。
越南	《面向 2050 年公路网络规划》中筹备 2030 年前建成全新的高速公路网，规划总长度超过 5000 公里，公路网络总投资约 900 万亿越南盾。2021-2030 年铁路网规划和 2050 年愿景中设想在全国建设 9 条新线路，总长度为 2,632 公里，还包括升级七条现有铁路线的计划。
马来西亚	《第十二个马来西亚计划》计划加强公路和铁路网络建设。《2019-2030 年国家交通政策》提出要把马来西亚打造成区域物流中心，发展交通领域持续能力，通过加快发展陆路、铁路、航空和航运领域，推动马来西亚物流业发展。

资料来源：各国政府官网，中银证券

山推成功打破大马力推土机海外垄断。大型推土机属于品种多、批量小、技术水平高、制造难度大、对可靠性要求极高的工程机械产品，其工作环境恶劣，作业工况复杂，对操作舒适性、使用可靠性、智能化水平、节能环保性、维修方便性、使用寿命等都提出了很高要求，长期以来高端大马力推土机产品基本上被国外企业日本小松、美国卡特彼勒、德国利勃海尔等公司主导，根据山推股份的公告，全球大马力产品的容量约为 1500-1800 台。山推股份研制的 SD90 型号推土机是中国工程机械高端制造的典型代表，是目前国内最大马力、最高效率、最智能化的推土机。该款产品性能达到国际先进水平，打破了国外公司的技术封锁，形成了中国高端大马力推土机的整机技术标准及推土机大马力传动系统等关键部件的技术标准。

图表 50. 山推 SD90-C5 大马力推土机服务于国内某大型煤矿



资料来源：山推股份官网，中银证券

定增募投“高端大马力推土机产业化项目”，扩大大马力产能把握出口机遇。公司于2020年非公开发行股票募资6.82亿元，由潍柴动力全部认购，拟投入4.46亿元于高端大马力推土机产业化项目，该项目预计于2024年12月底达到预定可使用状态。该项目的建设进一步提高了公司的自研自产能力，加速推进高端大马力推土机出口。

图表 51. 山推 2020 年非公开发行募集资金用途

项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
高端大马力推土机产业化项目	48,886.00	44,600.00
补充流动资金及偿还银行贷款	23,571.21	23,571.21
合计	72,457.21	68,171.21

资料来源：公司公告，中银证券

大马力推土机附加值高，有望有效提升公司盈利能力。根据公司的公告显示，460 马力、600 马力、900 马力的大马力推土机的价格分别为 300 万、400 万和 680 万元，与中小型马力推土机 70-80 万元的均价相比提升明显，并且大马力推土机毛利率水平较高，根据公司公告，2020 年 1-9 月公司大马力推土机综合毛利率为 33.63%，高于推土机产品的综合毛利率 26.15%，并且因为公告发布时，公司大马力推土机产品处于市场拓展阶段，定价较低，随着募投项目的进行，盈利能力将进一步提升。随着未来大马力推土机的销量的增长，有望有效提升公司整体盈利能力。

图表 52. 山推大马力推土机毛利率显著高于其他产品 (%)

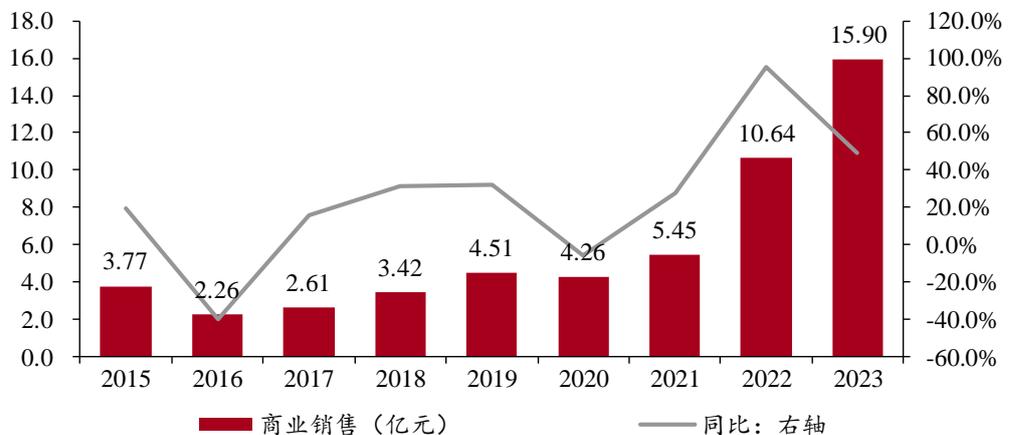
产品类型	2020 年 1-9 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
全部产品	14.48	15.66	15.96	16.62
推土机	25.18	27.63	25.24	26.73
大马力推土机综合毛利率	33.63	-	-	-

资料来源：公司公告，中银证券

挖掘机销量快速增长，有望注入山重建机优质资产打造第二成长曲线

减资退出小松山推解除挖机业务竞业限制，23 年海外挖机销量实现快速增长。为了优化公司业务结构，集中公司优势资源发展主业，2022 年 1 月山推股份减资退出小松山推，不再持有小松山推股权，并解除挖掘机竞业限制。随后，山推股份向山重建机有限公司及其关联方按市场价格采购挖掘机产品，再向境外客户进行销售，2023 年海外挖掘机销量增长，实现商业产品销售收入 15.90 亿元，同比增长 49.40%。

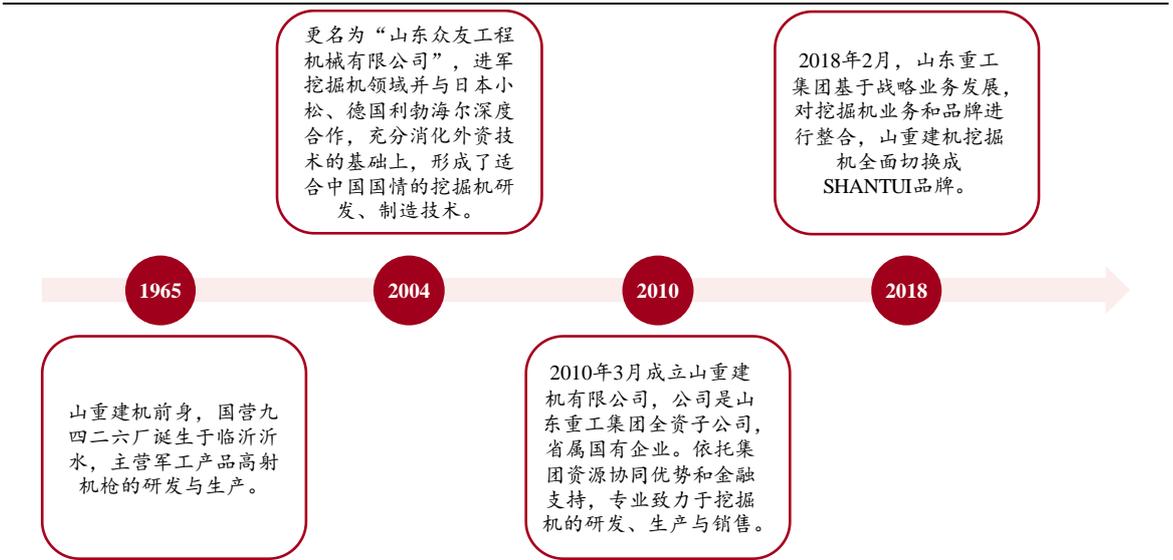
图表 53. 山推股份商业产品销售收入情况



资料来源：同花顺 iFind，中银证券

山重建机历史悠久，拥有优质的挖机资产。山重建机有限公司前身是成立于1965年的军工国营九四二六厂，主营军工产品高射机枪的研发与生产；1994年，引进小松、利勃海尔的技术，专业生产挖掘机；1999年3月，山重建机改制成立，成立之初由山东临沂工程机械股份有限公司控股，2010年成为山东重工集团子公司，依托集团资源协同优势，专业致力于液压挖掘机的研发、生产与销售；2018年2月，山东重工集团基于战略业务发展，对挖掘机业务和品牌进行整合，山重建机借此整合了潍柴发动机、林德液压系统、山推底盘件和自主研发的智能电控系统，成为国内唯一拥有动控总成核心技术的挖掘机生产企业，同时生产的挖掘机全面切换成山推品牌。

图表 54. 山重建机的发展历程



资料来源：山重建机官网，中银证券

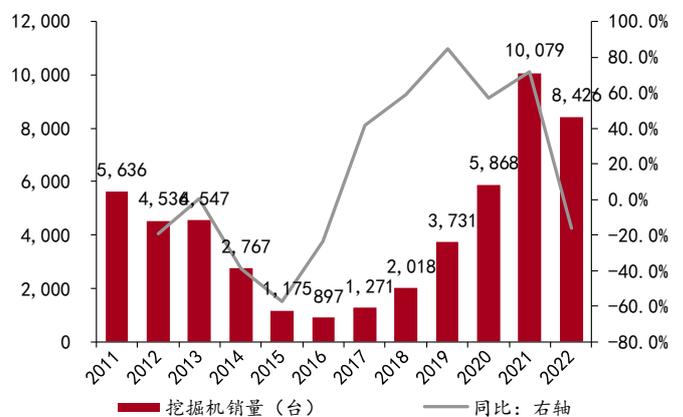
山重挖掘机产品谱系齐全，国内市占率 3%左右。山重建机有限公司始终坚持以科技创新引领企业发展，注重产品多功能和智能化。目前山重建机的山推系列液压挖掘机产品有 25 个规格，30 余种产品，重量从 1.6 吨到 125 吨，市场覆盖率达 98% 以上，拥有临沂、济宁 2 个万台液压挖掘机生产基地。根据《中国工程机械工业年鉴》的数据，2022 年山重建机挖掘机销量为 8,426 台，国内市占率约为 3.22%。

图表 55. 山重建机 SE980LC 挖掘机产品



资料来源：山重建机官网，中银证券

图表 56. 山重建机挖掘机销量情况

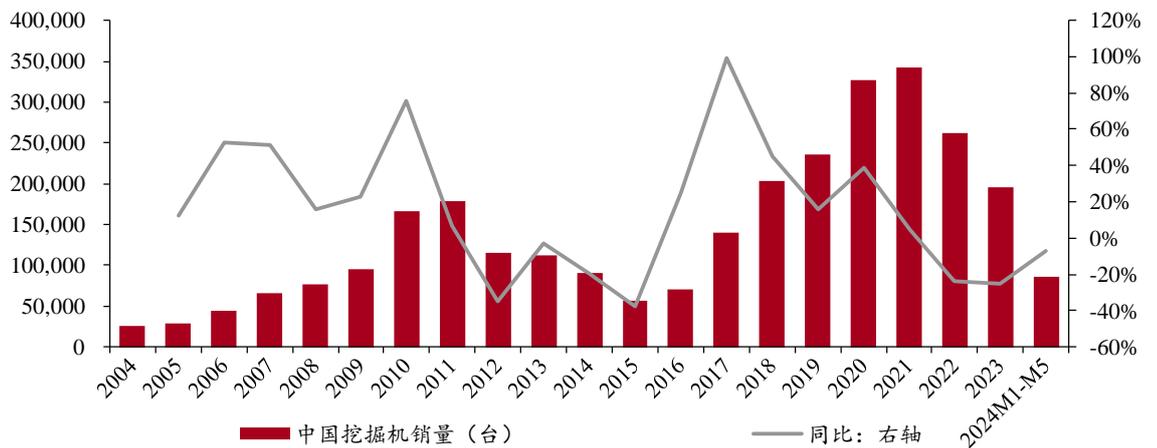


资料来源：中国工程机械工业协会《中国工程机械工业年鉴》，中银证券

后续山推有望收购山重建机，打造第二成长曲线。2024年3月28日，山推股份发布公告称，于近日启动了筹划收购关联方山重建机有限公司股权事宜，并就相关事项与交易对手方进行洽谈。若未来山推股份能够成功收购山重建机，将为公司带来收入和利润的增量，有望打造第二增长曲线。

挖掘机是工程机械的核心品种，市场规模最大。挖掘机作为最主要的工程机械产品，应用范围广，2023年我国挖机销量为19.50万台，显著高于推土机全球2-3万台的需求量。

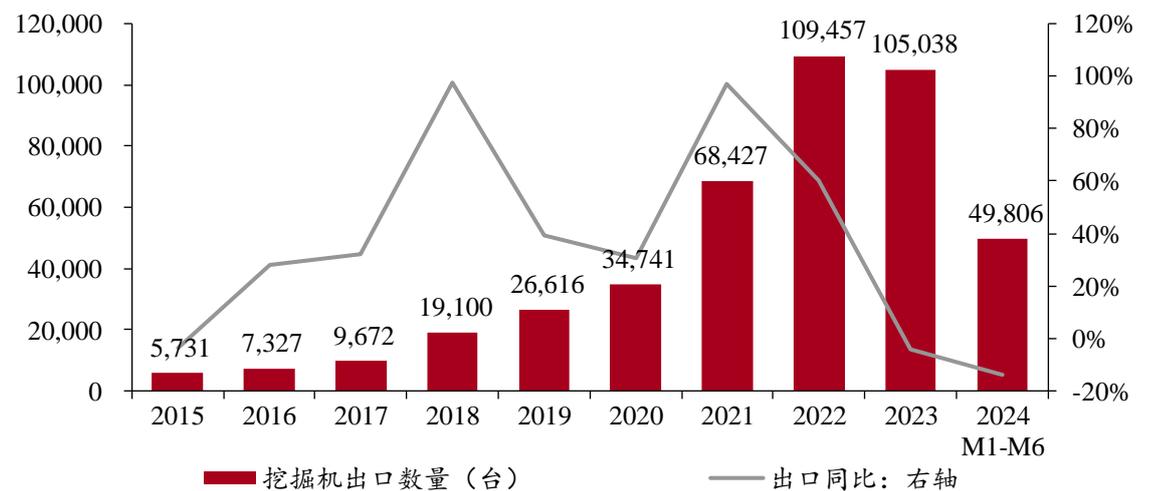
图表 57. 中国挖机销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会，同花顺 iFind，中银证券

挖掘机出口不断增长，仍有较大空间。自 2017 年-2022 年挖掘机的海外销量不断增长，尽管 2023 年以来，受同期出口高基数、海外供应链恢复及海外部分地区景气度下行等因素影响，出口市场短期承压，但不改长期增长趋势，出口空间仍然较大。

图表 58. 挖机出口销量情况



资料来源：中国工程机械工业协会，同花顺 iFind，中银证券

依托产品布局及集团产业链、渠道协同优势，海外市场宏图大展

技术“源于”小松，消化吸收、不断超越。1979年9月，山东推土机总厂与日本小松公司签订了履带推土机技术合作合同，引进小松D85推土机技术，引进的技术内容除图纸外，小松还提供与产品型号相对应的全套技术标准(KES)工艺文件及检验规范等，最初山推采用KD方式组织生产(即关键零部件暂时由日方提供，其余零部件由山推自制、自行组装)，1981年3月，第一台D85A-18推土机在山东推土机总厂试制成功。随后，山推走出了一条引进、消化、吸收、创新的发展之路，1980年第一台山推牌TY220推土机下线，经过20多年的发展，TY220推土机全部零部件90%以上实现国产化。此外，自1995年以来，山推与小松在液压挖掘机、工程机械结构件、驾驶室总成、铸钢等多个产品领域展开了广泛的合作，成立了一系列合资企业，这些合资企业在推动山推技术进步和市场拓展方面发挥了重要作用。通过多年来与小松的紧密合作，山推在技术、生产和管理方面积累了丰富的经验。这种深厚的技术积累使山推在国际市场上具备了显著的竞争优势，也为其进军海外市场奠定了坚实的基础。

图表 59. 山推股份与小松的合资公司情况

公司名称	成立年份	主营业务	成立时的股权机构	发展情况
小松山推工程机械有限公司	1995年	液压挖掘机生产、销售	山东推土机总厂 50%； 日本国株式会社小松制作所 40%； 日本国住友商事株式会社 6%； 日本国丸红株式会社 3%； 日本国伊藤忠商事株式会社 1%。	2021年山推减资退出小松山推，公司成为小松集团的全资控股公司，并更名为小松机械制造(山东)有限公司。
山东山推工程机械结构件有限公司	2002年	主要生产挖掘机、推土机、装载机等工程机械的工作装置和结构件配套件	山推工程机械股份有限公司 60%； 日本株式会社小松制作所 25%； 山东山推机械有限公司 15%。	存续，截至2023年底，山推工程机械股份有限公司持股75%，日本株式会社小松制作所持股25%。
山东彩桥驾驶室有限公司	2003年	生产销售工程机械的驾驶室、地板架总成和钣金件喷漆	山推工程机械股份有限公司 40%； 小松(中国)投资有限公司 30%； 日本国大京株式会社 30%。	2011年经历股权变更，小松退出，2018年山推股份将公司吸收合并，成为山推股份的驾驶室事业部。
山推铸钢有限公司	2005年	主要从事建筑、矿产和土木工程机械部件及其他民用铸钢产品的研发、生产、销售及进出口业务，包括机械加工及热处理业务。此外，公司还制作和销售铸造用模型及加工用夹具。	山推工程机械股份有限公司 70%； 日本 Komatsu Castex 株式会社 30%。	更名为山东恒基材料成型有限公司，截至2023年底，山东恒基集团股份有限公司持股55.33%，山推工程机械股份有限公司持股44.67%。

资料来源：公司公告，同花顺iFind企业库，中银证券

山推产品谱系逐步补全，能够满足不同市场的需求。经过多年发展，山推的产品种类谱系越来越完善。推土机方面，从80马力到900马力，涵盖机械、液力、全液压和电动，为行业内最完善的产品系列，适用于各种工况和环境，尤其是SD60和SD90等系列超大马力机型，填补了技术空白，实现了国产化替代。相比之下，国内的竞争对手中联和柳工目前主要生产140kW到250kW的中型推土机，未能覆盖大马力的市场。挖掘机方面，山推的挖掘机也覆盖了迷你挖到大挖的操作吨数。此外，山推还推出了纯电推土机DE26、纯电装载机LE60、纯电挖掘机EE225等新能源产品，进一步完善了产品谱系。在产品谱系的全面性上，山推的产品在国内和海外与竞争对手已经不相上下。

图表 60. 各公司主要产品型号覆盖情况

	山推股份	卡特彼勒	小松	利勃海尔	柳工	中联
 推土机	拥有 19 型 79 款，功率范围从 70kW 到 709kW	拥有 19 款，功率范围从 60kW 到 676kW	拥有 56 款，功率范围从 66kW 到 663kW	拥有 8 款，功率范围从 110kW 到 565kW	拥有 4 型 9 款，功率范围从 140kW 到 280kW	拥有 4 款，功率范围从 140kW 到 269kW
 挖掘机	拥有 25 个规格，30 余款产品，操作重量从 1.6 吨到 125 吨	款型全面，操作重量从 1.03 吨到 1000 吨	款型全面，操作重量从 3.4 吨到 770 吨	拥有 27 款，工作重量从 12 吨到 800 吨	拥有 48 款，操作重量从 1.75 吨到 122 吨	拥有 19 款，操作重量从 6 吨到 120 吨
 装载机	拥有 15 型 22 款，操作重量从 3 吨到 27 吨	拥有 40 款，操作重量从 4.6 吨到 272 吨	拥有 21 款，操作重量从 13 吨到 295 吨	拥有 13 款，操作重量从 5 吨到 33 吨	拥有 36 款，载重量从 1.76 吨到 36.4 吨	
 压路机	拥有 5 型 43 款，功率范围从 42kW 到 178kW	拥有 5 型 53 款，功率范围从 18.3kW 到 131kW			拥有 24 款，功率范围从 118kW 到 294kW	

资料来源：各公司官网，中银证券

依托集团“黄金内核”，产品更加省油高效。依托山东重工集团产业链优势，由集团内山推股份、潍柴动力、林德液压三大公司海内外六个研究中心协同，形成由潍柴发动机、林德液压件、山推传动件组成的“黄金内核”，搭载“黄金内核”的产品响应速度更快、动力更强劲、油耗更低、效率更高。在省油方面，根据山推股份微信公众号的报道，液压挖掘机、静液压装载机、全液压推土机等产品，可实现在同等效率下油耗降低 10-20% 不等。

图表 61. 采用“黄金内核”的设备更加省油高效



资料来源：山推股份微信公众号，山推股份官网，中银证券

海外拥有完善的销售和服务网络。山推的产品已经成功销往全球 160 多个国家和地区，在全球拥有 100 多个代理商或经销商，并在南非、阿联酋、巴西和美国设有 10 多家海外子公司，形成了完善的海外销售和服务网络。

利用集团销售渠道优势，实现产品协同销售。以重工集团旗下的中国重汽为例，中国重汽在全球设有 67 个代表处、125 家经销商、277 个服务网点和 239 个零配件网点，其成熟的营销网络体系覆盖了非洲、中东、中南美、中亚、东南亚等地区，以及澳大利亚、爱尔兰、新西兰等国家。利用重汽现有的销售渠道，山推可以快速进入新市场，实现产品的协同销售。

图表 62. 山推股份全球经销商分布情况



资料来源：山推股份国际官网，中银证券

图表 63. 中国重汽全球布局情况



资料来源：中国重汽官网，中银证券

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入为 137.12/160.90/181.32 亿元，归母净利润 9.80/12.88/14.68 亿元。核心假设如下：

核心假设一：工程机械主机业务，公司作为国内推土机龙头制造商，大马力推土机业务持续推进，并积极拓展挖掘机、装载机等业务，我们预计公司工程机械主机业务板块收入有望快速增长，2024-2026 年实现营业收入 94.17/115.13/131.95 亿元。盈利能力方面，我们预计 2024 年毛利率相对较低的挖掘机销量快速增长，导致毛利率有所下降，未来随着附加值较高的大马力推土机放量以及规模效应的显现，毛利率有所回升，2024-2026 年毛利率分别为 22.22%/23.47%/22.30%；

核心假设二：配件业务，公司作为国内最大的工程机械履带底盘件制造商以及领先的变速箱、变矩器的制造商，我们预计该业务未来将稳健增长，2024-2026 年实现营业收入 32.90/35.72/39.10 亿元，预计毛利率随着规模逐步扩大而逐步提升，2024-2026 年毛利率分别为 9.38%/10.34%/10.53%；

核心假设三：其他业务，我们预计未来基本维持稳定。

图表 64. 山推股份盈利预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
工程机械主机	收入 (百万元)	6765.57	9416.74	11512.64	13195.25
	收入增速 (%)	8.78	39.19	22.26	14.62
	毛利率 (%)	23.18	22.22	23.47	22.30
配件	收入 (百万元)	2749.19	3290.00	3572.00	3910.60
	收入增速 (%)	0.85	19.67	8.57	9.48
	毛利率 (%)	8.83	9.38	10.34	10.53
其他业务	收入 (百万元)	1026.11	1005.58	1005.58	1025.70
	收入增速 (%)	-2.50	-2.00	0.00	2.00
	毛利率 (%)	12.96	13.00	12.34	12.77
合计	收入 (百万元)	10540.86	13712.32	16090.23	18131.55
	收入增速 (%)	5.43	30.09	17.34	12.69
	毛利率 (%)	18.44	18.46	19.86	19.22

资料来源：公司公告，中银证券测算

我们选取工程机械相关上市公司三一重工、中联重科、徐工机械、柳工作为可比公司。以 2024 年 9 月 4 日收盘价计算，公司 2024-2026 年对应市盈率为 10.19、7.76、6.80 倍，低于可比公司平均水平。考虑到公司推土机龙头的地位，随着公司大马力推土机打破海外垄断实现国产替代和海外出口，以及公司发力挖掘机业务，有望进一步打开成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 65. 山推股份与可比上市公司估值比较

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产 (元/股)
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
600031.SH	三一重工	未有评级	16.35	1,385.66	0.72	0.93	1.19	22.55	17.53	13.78	8.14
000157.SZ	中联重科	未有评级	6.03	484.19	0.51	0.65	0.80	11.71	9.22	7.53	6.27
000425.SZ	徐工机械	未有评级	6.30	744.42	0.55	0.70	0.88	11.40	9.06	7.14	4.87
000528.SZ	柳工	未有评级	9.36	185.23	0.73	0.97	1.26	12.75	9.64	7.40	8.71
平均值								14.61	11.36	8.97	7.00
000680.SZ	山推股份	买入	6.66	99.92	0.65	0.86	0.98	10.19	7.76	6.80	3.85

资料来源：万得，中银证券

注：股价截至日 2024 年 9 月 4 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

国内工程机械需求回暖不及预期的风险: 工程机械行业属于强周期性行业,受宏观经济的影响较大,若下游基建、矿山等投资增速以及设备更新不及预期,公司将面临下游需求下降的风险,从而影响公司业绩;

海外市场拓展不及预期: 目前国际化仍然是公司未来成长的重要驱动力,若海外市场拓展不及预期,将直接影响公司的业绩表现以及公司的估值水平;

行业竞争加剧的风险: 工程机械行业下行期间,行业主机厂竞争加剧,公司销量和价格承压,面临挤占市占率和利润空间风险。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
营业收入	9,998	10,541	13,712	16,090	18,132
营业成本	8,529	8,597	11,180	12,894	14,646
营业税金及附加	59	59	75	88	100
销售费用	399	365	453	515	544
管理费用	339	390	411	451	453
研发费用	398	458	535	676	689
财务费用	(59)	(5)	(13)	(16)	0
其他收益	86	162	120	65	60
资产减值损失	(73)	(64)	(55)	(50)	(50)
信用减值损失	(54)	(29)	(30)	(30)	(30)
资产处置收益	67	7	10	10	10
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	340	45	40	40	40
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	699	800	1,156	1,518	1,729
营业外收入	10	8	5	6	7
营业外支出	1	1	3	3	2
利润总额	708	808	1,158	1,521	1,735
所得税	72	39	174	228	260
净利润	636	768	984	1,293	1,474
少数股东损益	5	3	4	5	6
归母净利润	632	765	980	1,288	1,468
EBITDA	331	781	1,204	1,637	1,887
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.42	0.51	0.65	0.86	0.98

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	8,364	10,192	12,235	14,372	16,332
货币资金	2,657	3,288	4,114	4,827	5,439
应收账款	2,895	3,397	3,840	5,099	5,478
应收票据	23	0	30	5	35
存货	1,391	2,170	2,426	2,803	3,218
预付账款	288	366	485	496	618
合同资产	7	21	6	27	14
其他流动资产	1,103	950	1,333	1,114	1,530
非流动资产	3,159	3,235	3,283	3,205	3,114
长期投资	503	531	531	531	531
固定资产	1,413	1,319	1,337	1,254	1,124
无形资产	598	412	400	388	374
其他长期资产	645	973	1,015	1,032	1,084
资产合计	11,523	13,427	15,518	17,577	19,446
流动负债	6,061	7,263	8,598	9,847	10,669
短期借款	710	618	1,077	1,115	818
应付账款	1,776	1,783	2,999	2,588	3,758
其他流动负债	3,575	4,861	4,521	6,144	6,092
非流动负债	283	301	363	259	263
长期借款	0	50	96	0	0
其他长期负债	283	251	267	259	263
负债合计	6,344	7,564	8,960	10,106	10,932
股本	1,501	1,501	1,500	1,500	1,500
少数股东权益	288	292	296	301	307
归属母公司股东权益	4,892	5,571	6,262	7,171	8,207
负债和股东权益合计	11,523	13,427	15,518	17,577	19,446

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	636	768	984	1,293	1,474
折旧摊销	184	202	231	251	268
营运资金变动	146	46	(335)	(216)	(227)
其他	(587)	(667)	(56)	(70)	(48)
经营活动现金流	380	349	824	1,259	1,467
资本支出	(100)	(62)	(275)	(175)	(175)
投资变动	(292)	(294)	0	0	0
其他	244	484	50	50	50
投资活动现金流	(148)	128	(225)	(125)	(125)
银行借款	(148)	(42)	504	(58)	(297)
股权融资	(669)	(396)	(289)	(379)	(432)
其他	211	(44)	12	17	(1)
筹资活动现金流	(606)	(482)	227	(420)	(730)
净现金流	(373)	(4)	826	713	612

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	9.1	5.4	30.1	17.3	12.7
营业利润增长率(%)	227.3	14.5	44.4	31.3	13.9
归属于母公司净利润增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
息税前利润增长率(%)	(4.3)	294.2	68.0	42.5	16.8
息税折旧前利润增长率(%)	(3.9)	135.7	54.2	36.0	15.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	201.6	21.2	28.1	31.3	14.0
获利能力					
息税前利润率(%)	1.5	5.5	7.1	8.6	8.9
营业利润率(%)	7.0	7.6	8.4	9.4	9.5
毛利率(%)	14.7	18.4	18.5	19.9	19.2
归母净利润率(%)	6.3	7.3	7.1	8.0	8.1
ROE(%)	12.9	13.7	15.7	18.0	17.9
ROIC(%)	2.2	8.3	10.6	13.6	14.6
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
流动比率	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.2	3.4	3.8	3.6	3.4
应付账款周转率	6.0	5.9	5.7	5.8	5.7
费用率					
销售费用率(%)	4.0	3.5	3.3	3.2	3.0
管理费用率(%)	3.4	3.7	3.0	2.8	2.5
研发费用率(%)	4.0	4.3	3.9	4.2	3.8
财务费用率(%)	(0.6)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.5	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.2	0.5	0.8	1.0
每股净资产(最新摊薄)	3.3	3.7	4.2	4.8	5.5
每股股息	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
估值比率					
P/E(最新摊薄)	15.8	13.1	10.2	7.8	6.8
P/B(最新摊薄)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.3	6.3	5.9	3.9	2.9
价格/现金流(倍)	26.3	28.6	12.1	7.9	6.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371