

同力股份 (834599.BJ)

2022年11月14日

宽体自卸车行业带头人，国内露天煤矿增产带动2022前三季度业务量释放

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

赵昊（分析师）

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

万泉（联系人）

wanxiao@kysec.cn

证书编号：S0790122090009

日期	2022/11/11
当前股价(元)	6.93
一年最高最低(元)	13.70/6.21
总市值(亿元)	31.36
流通市值(亿元)	14.54
总股本(亿股)	4.53
流通股本(亿股)	2.10
近3个月换手率(%)	16.14

北交所研究团队

● 首批非公路宽体自卸车企业，2022Q1-Q3业绩达35182.89万元(+42.44%)

公司成立于2004年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准，是国内第一批研发、生产非公路宽体自卸车的专业化企业。2018-2021年营收和归母净利润CAGR分别为26.89%、33.95%，呈上涨趋势。2022Q1-Q3营收达40.13亿元(+43.92%)，归母净利润达35,182.89万元(+42.44%)，延续增势；毛利率、净利率分别达17.37%、8.75%，略有下滑。公司是宽体自卸车行业带头人，随着业务从煤矿领域逐步向非煤市场拓展，公司业绩增长有望持续。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为4.45/4.98/5.50亿元，对应EPS分别为0.98/1.10/1.22元/股，对应当前股价的PE分别为7.1/6.3/5.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 国内露天煤矿持续增产，促使2022H1自卸车业务创收24.02亿元(+32%)

公司主要产品为TL85、TL87、TL88、新能源等系列非公路宽体自卸车，还包括TLD系列非公路矿用自卸车、坑道车等产品。公司主要进行整机装配，目前自行生产车架和部分货箱，外协生产、外购驾驶室、发动机、变速器、车桥等部件。公司销售模式包括经销和直销，客户集中度适中。2021年公司整车-宽体自卸车业务创收388,374.15万元(+49.69%)，占比超90%；2022年上半年创收240231.31万元(+32.41%)，原因为公司主力市场-露天煤矿市场继续快速扩充产能，从而促进公司产品国内销售继续保持较高增长，同时海外市场销售继续保持增长。

● 露天煤矿渗透率预期增长打开需求空间，募投项目已具备试生产条件

宽体自卸车是我国首创，在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程应用较多。**(1) 需求增量：**近年中国原煤产量保持升势，其中露天开采渗透率从2011年11.1%升至2018年24.9%。此趋势下，应用于露天开采的宽体自卸车有望随渗透率提升打开需求空间。**(2) 存量替代：**相比非公路矿用自卸车和公路自卸车，非公路宽体自卸车购置经济性更好，每吨载重量仅1.5万元，可针对特定工况设计制造，适应性、运营效率更优。募投的制造基地建设项目已于2022年5月完成设备调试工作，具备试生产条件，达产后预期为业务扩张提供产能支持。

● 风险提示：工程机械行业波动导致的市场风险、应收账款余额较大风险

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,737	4,094	5,282	6,123	6,781
YOY(%)	7.8	49.6	29.0	15.9	10.8
归母净利润(百万元)	334	370	445	498	550
YOY(%)	38.5	10.8	20.4	11.9	10.3
毛利率(%)	23.6	18.2	18.1	18.2	18.1
净利率(%)	12.3	9.4	8.6	8.4	8.3
ROE(%)	28.4	21.4	22.0	20.6	19.1
EPS(摊薄/元)	0.74	0.82	0.98	1.10	1.22
P/E(倍)	9.4	8.5	7.1	6.3	5.7
P/B(倍)	3.0	1.8	1.6	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、业务情况：首批非公路宽体自卸车企业，TL105E 纯电动款获 2022 中国工程机械年度产品 TOP50“新能源金奖”	4
2、财务变化：2022Q1-Q3 营利规模延续增长，毛利率、净利率同比略有下滑	7
3、未来发展：露天煤矿渗透率预期增长打开下游需求空间，绿色矿山、智能矿山是公司未来聚焦方向	8
4、盈利预测与投资建议	12
5、风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1：公司成立于 2004 年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准	4
图 2：公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块	5
图 3：公司 TL87 系列承载量大，爬坡能力强	5
图 4：重载下坡 TLE90 系列相比燃油车节能率 80%以上	5
图 5：公司自卸车业务贡献 90%以上的收入来源（万元）	6
图 6：公司毛利率整体较为稳定，处于 18%左右	6
图 7：2022Q1-Q3 公司实现营收 40.13 亿元（+43.92%）	7
图 8：2022H1 公司内销收入占比 88.77%	7
图 9：2022Q1-Q3 公司毛利率略微下滑，为 17.37%	8
图 10：公司整体费用率呈下降趋势	8
图 11：2022Q1-Q3 净利率为 8.75%	8
图 12：2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 42.44%	8
图 13：2021 年我国自卸车销量达 36 万辆	9
图 14：2021 年我国自卸车车型结构中重型货车占比大	9
图 15：2021 年我国原煤产量突破 40 亿吨	10
图 16：露天开采的渗透率呈上升态势	10
图 17：2021 年中国生铁产量为 86856.8 万吨	10
图 18：2021 年全国十种有色金属产量为 6454 万吨	10
图 19：2021 年全国水泥产量为 236281 万吨	11
表 1：公司采用外协、外购的方式生产或取得驾驶室、发动机、变速器等部件	6
表 2：2022H1 公司前五大客户合计收入占比为 48.14%	6
表 3：非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输，在使用场景上没有明显区别	9
表 4：非公路宽体自卸车的每吨载重量价格较低、运营效率较高	11
表 5：非公路自卸车及全路面矿用车扩产项目主要聚焦 TL87、TL88、TLD110 系列	12
表 6：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）	12

图表目录

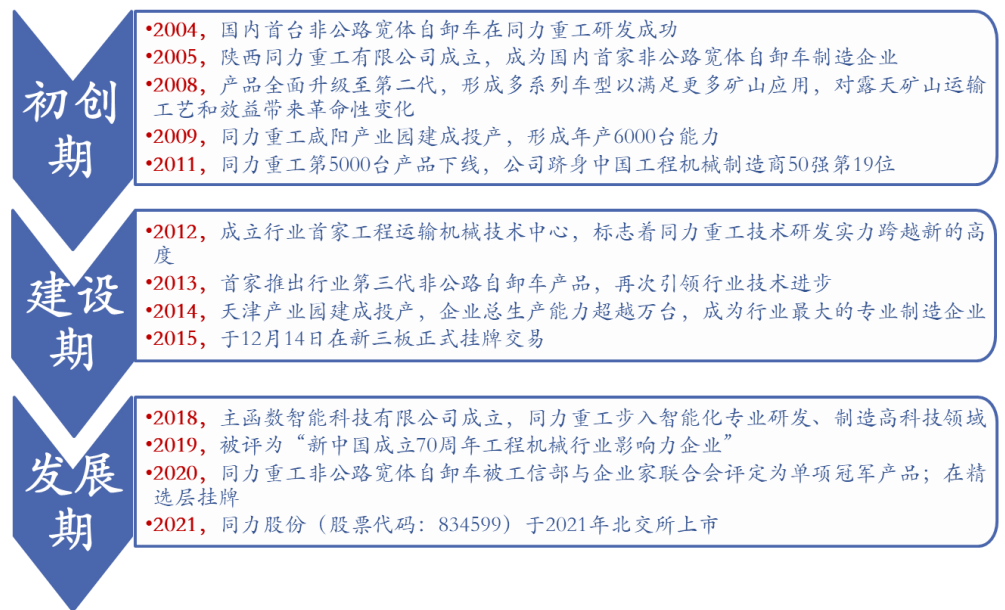
图 1：公司成立于 2004 年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准	4
图 2：公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块	5
图 3：公司 TL87 系列承载量大，爬坡能力强	5
图 4：重载下坡 TLE90 系列相比燃油车节能率 80%以上	5

图 5: 公司自卸车业务贡献 90%以上的收入来源 (万元)	6
图 6: 公司毛利率整体较为稳定, 处于 18%左右	6
图 7: 2022Q1-Q3 公司实现营收 40.13 亿元 (+43.92%)	7
图 8: 2022H1 公司内销收入占比 88.77%	7
图 9: 2022Q1-Q3 公司毛利率略微下滑, 为 17.37%	8
图 10: 公司整体费用率呈下降趋势	8
图 11: 2022Q1-Q3 净利率为 8.75%	8
图 12: 2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 42.44%	8
图 13: 2021 年我国自卸车销量达 36 万辆	9
图 14: 2021 年我国自卸车车型结构中重型货车占比大	9
图 15: 2021 年我国原煤产量突破 40 亿吨	10
图 16: 露天开采的渗透率呈上升态势	10
图 17: 2021 年中国生铁产量为 86856.8 万吨	10
图 18: 2021 年全国十种有色金属产量为 6454 万吨	10
图 19: 2021 年全国水泥产量为 236281 万吨	11
表 1: 公司采用外协、外购的方式生产或取得驾驶室、发动机、变速器等部件	6
表 2: 2022H1 公司前五大客户合计收入占比为 48.14%	6
表 3: 非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输, 在使用场景上没有明显区别	9
表 4: 非公路宽体自卸车的每吨载重量价格较低、运营效率较高	11
表 5: 非公路自卸车及全路面矿用车扩产项目主要聚焦 TL87、TL88、TLD110 系列	12
表 6: 可比公司盈利预测与估值 (亿元、元/股)	12

1、业务情况：首批非公路宽体自卸车企业，TL105E 纯电动款获 2022 中国工程机械年度产品 TOP50 “新能源金奖”

同力股份成立于 2004 年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准，是国内第一批研发、生产非公路宽体自卸车的专业化企业。经过十多年专业积累现已形成**非公路宽体自卸车、矿用自卸车、井巷运输设备及非公路特种运输设备**等四大业务板块，并形成燃油驱动、燃气驱动、纯电驱动、无人驾驶等产品系列。产品在智能化、信息化前沿技术的开发和应用方面处于行业领先地位，广泛应用于国内外各类矿山、水电工地、大型工程等领域。2022 年 4 月，同力重工 TL105E 纯电动非公路宽体自卸车获 2022 中国工程机械年度产品 TOP50 “新能源金奖”产品称号。

图1：公司成立于 2004 年，首创非公路宽体自卸车设计规范及标准



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主要产品为各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、洒水车等。目前，公司主要产品为 TL85、TL87、TL88、新能源等系列非公路宽体自卸车，同时还生产 TLD 系列非公路矿用自卸车、坑道车、工程洒水车、桥梁运输车、运煤车等工程机械产品。**非公路宽体自卸车**是一种结合了公路重卡和工程机械技术进行设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间。其优点是购置和运营成本低，安全性、可靠性高。**非公路矿用自卸车**一般采用刚性车架，有效载荷为 70t 以上。其优点是采用刚性车架、车辆道路通过性能好、载重能力强、使用寿命长、安全性能高。同时购置、运行及维护成本也相对较高。

图2：公司覆盖非公路宽体自卸车、矿用自卸车等共四大业务板块



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图3：公司 TL87 系列承载量大，爬坡能力强

TL87系列非公路宽体自卸车

适应于大中型露天矿山场地运输的高效运输设备。

- 采用全新设计的前后悬架、大吨位工程车桥、加厚层级的工程专用轮胎，承载量大；
- 配置非公路工况专用型发动机、变速箱、大速比驱动桥，动力强劲，爬坡能力强；
- 采用同力重工核心技术的整机匹配优化设计方案，性能稳定、质量可靠，出勤率达90%以上，综合效率更高。

型号	TL875B	TL875K	TL875M (运煤车)
额定载质量(t)	60	60	60
最大总质量(t)	90	90	90
外廓尺寸(mm)	9160×3670×3975	9160×3640×3975	10820x3470x4275
最高车速(km/h)	40	40	40
发动机	潍柴430马力	潍柴460马力	潍柴430马力
轮胎	14.00-25	14.00-25	14.00-25
标准斗容(m³)	30	30	54

资料来源：公司官网、开源证券研究所

图4：重载下坡 TLE90 系列相比燃油车节能率 80% 以上

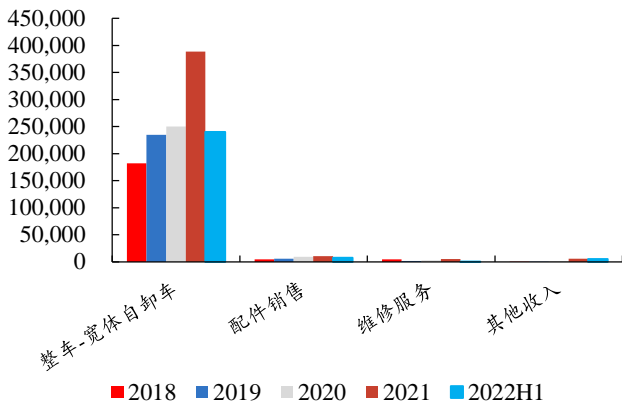
TLE90系列纯电动非公路宽体自卸车

同力重工相应节能减排环保要求，集多年纯电动驱动技术研发成果而开发的一款低排放、低污染的非公路、纯电动驱动的工程运输自卸车，主要应用于水泥建材、砂石骨料矿山、金属矿山、水利工程、建筑工地等重载下坡工况的物料运输。

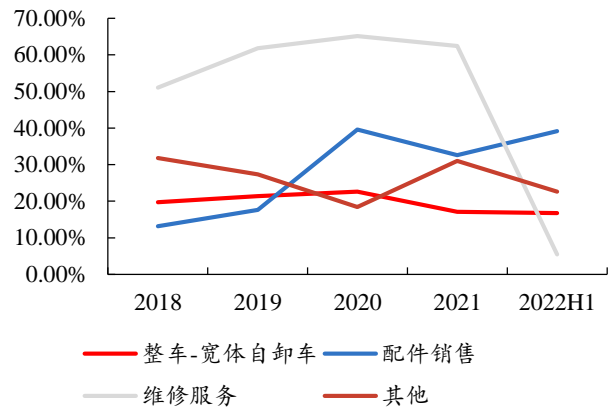
型号	TLE90A	TLE90B	TLE105
额定载质量 (t)	60	60	70
最大总质量 (t)	90	90	105
前/中后桥承载 (t)	20+35+35	20+35+35	25+40+40
外廓尺寸 (mm)	9560*3510*3930	9560*3510*3930	9960*3700*4200
货箱斗容 (m³)	30/33	30/33	38/40
最高车速 (km/h)	45	45	40
最大爬坡度 (%)	30	35	30
动力电池(kw.h)	350	422.8	422.87
电驱动总成(额定/峰值)	250/360kw	430/550kw	430/540kw
悬架	前油气悬挂, 后钢板弹簧		

资料来源：公司官网、开源证券研究所

国内露天煤矿持续扩产促成自卸车业务持续放量。2018-2022H1 期间，公司整车-宽体自卸车一直是主要的收入来源，占比超过 90%。2021 年，公司整车-宽体自卸车业务创收 388,374.15 万元 (+49.69%)，受益于 2021 年煤炭市场需求旺盛，国家批复露天煤矿快速大幅扩产，从而促进公司产品国内销售大幅增加，同时海外市场销售也大幅增长。2022 年上半年自卸车业务创收 240231.31 万元 (+32.41%)，因为公司主力市场-露天煤矿市场继续快速扩充产能，从而促进公司产品国内销售继续保持较高增长，同时海外市场销售继续保持增长。由于不同时期公司自卸车业务的产品结构存在一定差异，故该业务毛利率在 18% 左右呈现波动，整体较为稳定。

图5：公司自卸车业务贡献90%以上的收入来源（万元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司毛利率整体较为稳定，处于18%左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

自行生产车架及部分货箱。作为非公路宽体自卸车的专业生产厂家，公司主要进行整机装配、关键零部件的制造和系统的集成开发，目前自行生产的零部件主要包括车架和部分货箱。对于驾驶室、发动机、变速器、车桥和举升系统、部分货箱等则采用外协、外购的方式生产或取得。

表1：公司采用外协、外购的方式生产或取得驾驶室、发动机、变速器等部件

序号	供应商	采购金额/万元	年度采购占比	是否存在关联关系
1	潍柴动力股份有限公司	70,766.85	19.16%	否
	陕西汉德车桥有限公司	58,947.92	15.96%	否
2	陕西法士特齿轮有限责任公司	15,450.58	4.18%	否
	中国诚通供应链服务有限公司	12,104.79	3.28%	否
3	世超新材料科技（重庆）有限公司	11,481.66	3.11%	否
4	海沃机械（扬州）有限公司	11,062.85	3.00%	否
5	扬州凯跃车身制造有限公司	9,833.98	2.66%	否
合计		189,648.64	51.35%	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

前两名客户合计收入占比高于25%，集中度适中。公司销售模式包括经销模式和直销模式，在用户采购之前均对用户进行车辆使用的环境信息、工程工况描述、装载物等相关工况信息调查再进行推荐、定制。经过十多年的发展，公司产品的适应性和性价比获得用户的普遍认同，目前已应用于露天煤矿、铁矿、有色金属矿、水泥建材等矿山及水利水电等各类大型工程工地，覆盖了我国多个省份，并已拓展出口至巴基斯坦、印度尼西亚、马来西亚、蒙古、俄罗斯、塔吉克斯坦、印度、刚果（金）等多个国家和地区。2021年-2022H1，公司前五名客户合计收入占比分别为39.38%、48.14%，集中度适中，前两名客户均为内蒙古同励泓泰工程机械有限公司、新疆世创伟业汽车销售服务有限公司。

表2：2022H1公司前五大客户合计收入占比为48.14%

时间	排序	单位名称	销售金额/万元	销售占比(%)
2022H1	1	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	53,516.08	21.14
	2	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	37,362.09	14.76
	3	陕西赢信海汇信息科技有限责任公司	11,241.05	4.44

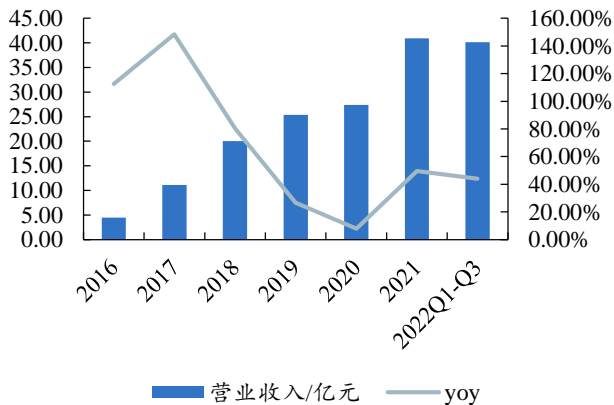
	4	CONGOBESTSARLU	9,980.51	3.94
	5	宁夏凯巨机械有限公司	9,758.29	3.86
		合计	121,858.02	48.14
2021	1	内蒙古同励泓泰工程机械有限公司	68,873.73	16.82
	2	新疆世创伟业汽车销售服务有限公司	42,005.95	10.26
	3	内蒙古赢信土石方工程有限责任公司	22,300.11	5.45
	4	陕西同源惠丰工程机械有限公司	16,077.44	3.93
	5	齐齐哈尔龙源升汽车销售有限公司	11,969.42	2.92
		合计	161,226.65	39.38

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、财务变化：2022Q1-Q3 营利规模延续增长，毛利率、净利率同比略有下滑

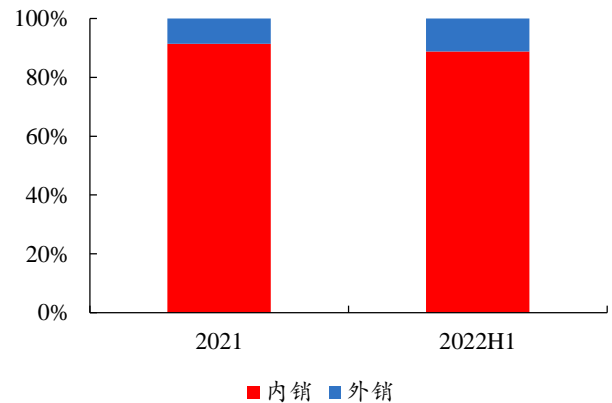
内销为主，2022 前三季度营收同比增长 44%。2018-2021 年，公司营收规模逐年增长，2021 年增幅到达高点 49.57%。2022 年前三季度，公司实现营收 40.13 亿元（+43.92%），延续了增长态势。2018-2021 年公司营收 CAGR 为 26.89%。从境内外收入结构来看，海外市场销售继续保持增长，导致公司 2022 年上半年内销收入业务占比下降至 88.77%。

图7：2022Q1-Q3 公司实现营收 40.13 亿元（+43.92%）



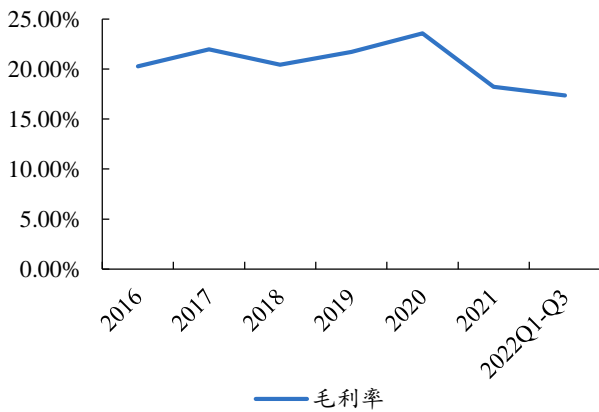
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022H1 公司内销收入占比 88.77%

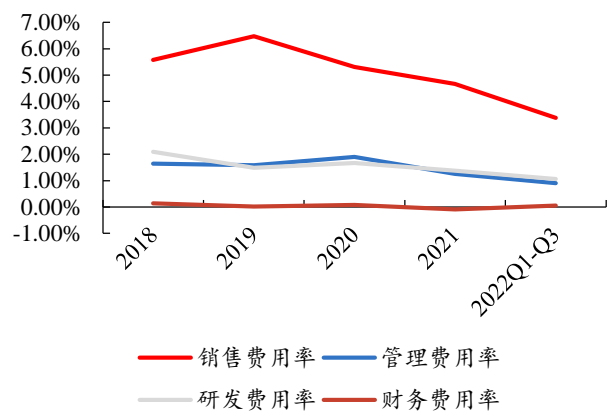


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率略微下滑，各项费用率整体呈下降趋势。2022Q1-Q3，公司毛利率为 17.37%，较 2021 年水平略有下降，主要由于材料成本、人工成本上涨以及固定资产规模扩大增加的折旧摊销等增加部分成本，从而导致营业成本同比大幅增长。2022Q1-Q3，公司期间费用率为 5.39%，相较去年同期下降 1.19pcts，其中研发费用率、销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.06%、3.38%、0.90%、0.05%，整体费用率随营收上涨保持下降趋势。

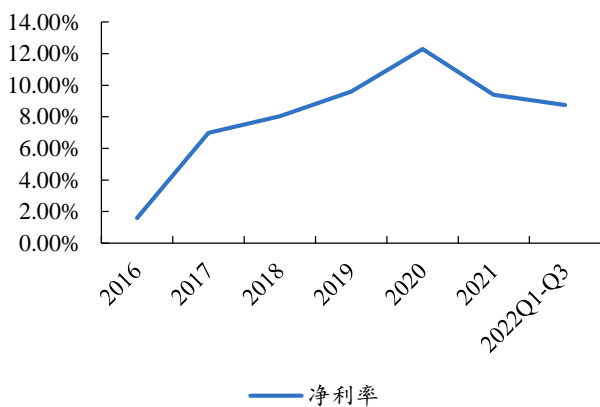
图9：2022Q1-Q3 公司毛利率略微下滑，为 17.37%


数据来源：Wind、开源证券研究所

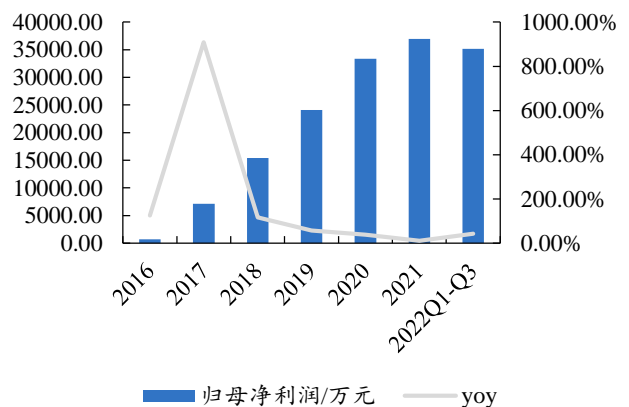
图10：公司整体费用率呈下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

归母净利润保持增长，净利率水平略微下降。2016-2021 年，公司归母净利润保持快速增长态势，2021 年达 36,973.59 万元 (+10.75%)；2022Q1-Q3 实现归母净利润 35,182.89 万元，同比增长 42.44%，增速较 2021 年有所提升。2018-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 33.95%。2022Q1-Q3 净利率为 8.75%，同比下降 0.19pcts。

图11：2022Q1-Q3 净利率为 8.75%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 42.44%


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、未来发展：露天煤矿渗透率预期增长打开下游需求空间，绿色矿山、智能矿山是公司未来聚焦方向

宽体自卸车是我国首创，在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程应用较多。非公路宽体自卸车，简称宽体自卸车，是一种结合了公路重卡和工程机械技术基础进行系统设计制造的自卸车，一般采用栓接式车架，有效载荷为 20t-80t 之间，属于我国工程机械行业的新兴产品。非公路宽体自卸车定位于露天场地物料转运行业，主要应用在露天煤矿、金属矿、建材矿以及大型水电工程，在特有复杂工况情况下载重量大，效率高。由于非公路宽体自卸车为中国市场首创，国际市场仍处于产品推广的初期阶段，以中国周边及公路重卡出口的主要国家和地区为目标市场，包括东南亚、非洲、中亚、蒙古、俄罗斯等发展中国家和新兴经济体，相较于传统

工程机械产品尚未形成规模化市场。非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输，在使用场景上没有明显区别，客户一般根据矿山的工况、初次投入成本、运营成本等因素综合考量去选择。

表3: 非公路宽体自卸车与非公路矿用自卸车均应用于露天矿山物料运输，在使用场景上没有明显区别

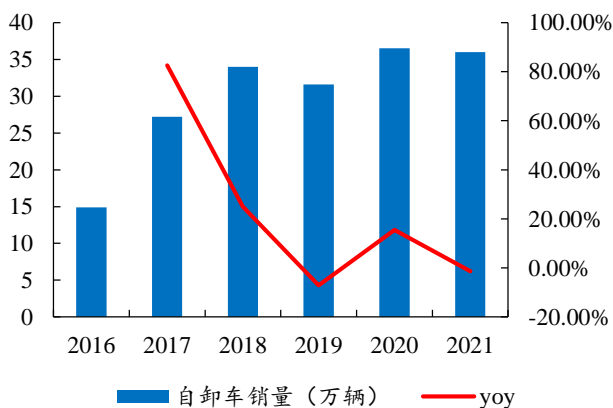
类别	公路自卸车	非公路矿用自卸车	非公路宽体自卸车
车架结构	栓接式车架	刚性焊接车架	栓接式车架
行驶道路	公路/非公路	非公路	非公路
路面适应性	低	高	中
载重量	10t-20t	70t 以上	20t-80t
使用寿命	公路工况：10 年以上；非公路工况：5 年以下	10 年以上	5-10 年
安全性	低	高	高
单价	10 万-20 万	100 万-3000 万	50 万-100 万
运营维护成本	中	高	低
售后服务便捷性	高	低	高
应用场景	公路运输/矿区运输	矿区运输	矿区运输

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

➤ 增量空间

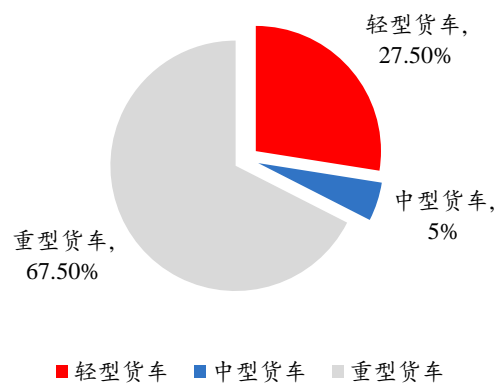
非公路宽体自卸车作为专用车型，需求增速有望高于其他品类。我国国民经济处在高速发展时期，基础建设规模不断扩大，能源项目、水利工程项目发展迅速，预期导致工程运输总量不断增长。我国自卸车销量由 2016 年的 14.9 万辆升至 2021 年的 36 万辆，自卸类产品市场需求总量持续增长，有望带动非公路宽体自卸车市场增长；其次，由于非公路宽体自卸车是主要根据矿山、水利水电工程等特定工况条件设计专门用于该等工况的产品，市场总量增长中非公路宽体自卸车市场增长速度有望高于其他自卸类产品增长速度，因此，我国非公路宽体自卸车增量需求在未来几年有望快速增长。

图13: 2021 年我国自卸车销量达 36 万辆



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图14: 2021 年我国自卸车车型结构中重型货车占比大



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

2021 年我国原煤产量突破 40 亿吨，露天开采渗透率逐步提升。从能源消费结构来看，原油、天然气和煤炭三大能源为主要能源，而煤炭是我国的主体能源和重要的工业原料。据国家统计局统计，我国煤炭消费量占能源消费总量的 57.7%。根据《BP 世界能源统计年鉴 2020》公布的数据显示，作为世界第一产煤大国，我国煤炭

产量占世界的 47.3%，2019 年煤炭生产量占全球第一。2016-2021 年，中国原煤产量总体保持上升态势，至 2021 年突破 40 亿吨，同比增长 5.99%。而煤炭的开采分为露天开采和地下开采两种方式，其中露天开采的渗透率从 2011 年的 11.1% 一路升至 2018 年的 24.9%。在此趋势下，我们认为主要应用于露天开采的非公路宽体自卸车有望随渗透率的提升从而逐年打开空间增量。

图15: 2021 年我国原煤产量突破 40 亿吨

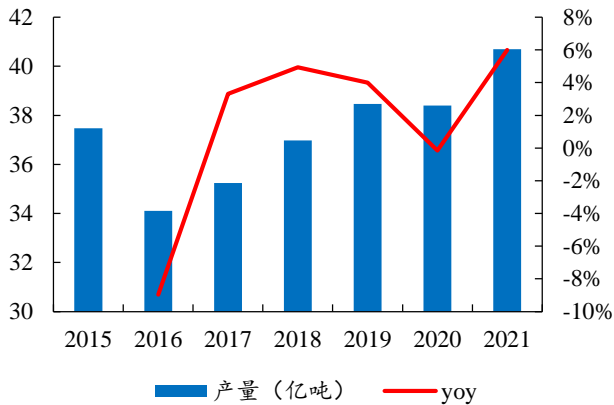
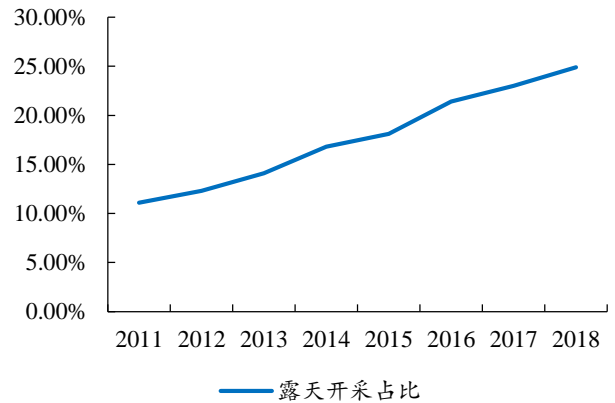


图16: 露天开采的渗透率呈上升态势



资料来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：中国煤炭工业协会、国家统计局、开源证券研究所

金属矿（铁矿、有色金属矿）产量逐年稳增。 矿山开采中，非煤矿矿山主要包括黑色金属和有色金属，其中黑色金属主要是铁矿，有色金属则以金、银、铜、铝、铅、锌、镍、锡、钨、锑十类为代表。中国是铁矿石第一进口大国，也是全球有色金属消费第一大国，金属矿产的开发利用为我国经济的持续较快发展做出了重要贡献。根据国家统计局数据，我国生铁及十种有色金属的产量在 2016-2021 年间保持稳定增长态势，至 2021 年产量分别达 86856.8 万吨、6454 万吨。金属矿是非公路宽体自卸车除露天煤矿外的另一重要应用领域，在金属矿开采量逐年稳定上涨的背景下，宽体自卸车的需求前景向好。

图17: 2021 年中国生铁产量为 86856.8 万吨

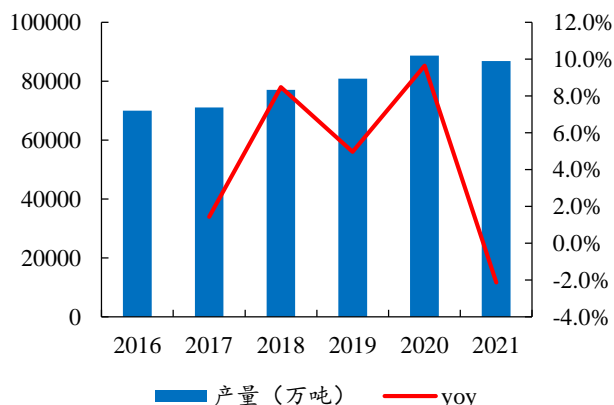
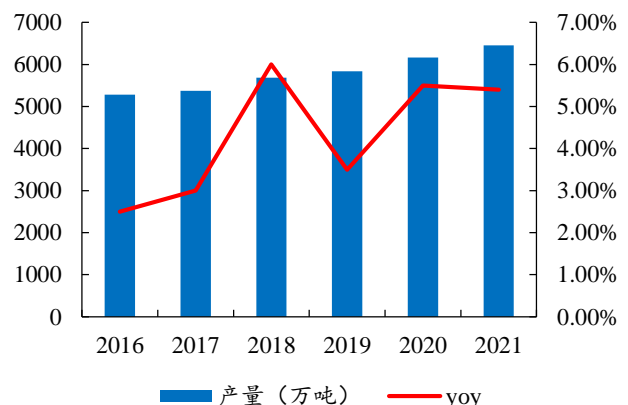


图18: 2021 年全国十种有色金属产量为 6454 万吨



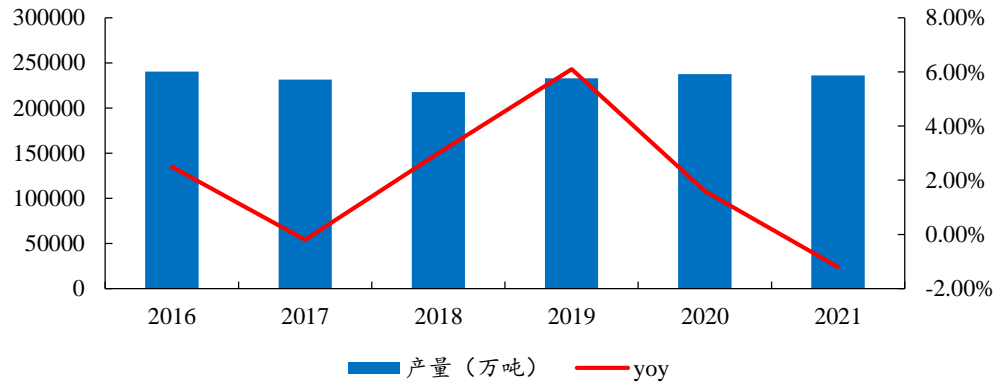
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：中商产业研究院、开源证券研究所

水泥年产量于 23-24 亿吨的区间内稳定。 建材矿主要包括水泥原料、轻型骨料及花岗岩、玄武岩、大理石等建筑石材。其中包括石灰岩、泥灰岩和粘土在内的水泥原料作为主要建材矿。改革开放以来，随着我国扩大内需、加大基础设施建设投资、水泥需求量快速增长，其产量呈现逐年递增趋势，我国水泥产销量均位居世界

第一。自 2010 年开始,我国水泥行业进入漫长的去产能阶段,全国水泥产量也在 2014 年到达顶峰后开始下降,到 2018 年,全国水泥产量已降至约 22 亿吨。2019-2021 年,我国水泥产量较 2018 年有所回升,维持在 23-24 亿吨区间。

图19: 2021 年全国水泥产量为 236281 万吨



数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

➤ 存量替代

从购置成本和运营维护成本两方面看,非公路宽体自卸车购置经济性明显。

从购置成本来说,对于非公路矿用自卸车:国产非公路矿用自卸车的购置成本每吨载重量约 3-5 万元,进口非公路矿用自卸车每吨载重量约 5-8 万元;公路自卸车的购置成本为每吨载重量约 1.8 万元,而非公路宽体自卸车约每吨载重量 1.5 万元。例如,对于上述三种设备来说,载重量 40 吨的非公路矿用自卸车的购置成本一般在 150 万元以上,载重量 17 吨的公路自卸车约 31 万元,载重量 40 吨非公路宽体自卸车 60 万元左右。因此相比非公路矿用自卸车和公路自卸车,非公路宽体自卸车的购置经济性更好。

从运营和维护成本来说,非公路矿用自卸车由于总体市场规模较小,所以零配件的价格高,特别是进口非公路矿用自卸车,同时其供货周期长、维修技术要求高、难度大,因此,非公路矿用自卸车的运营和维护成本很高。公路自卸车由于承载重量受到汽车和公路相关法规的限制,其载重量较小,运营效率低。根据实际运营数据,同工况条件下,同功率的非公路宽体自卸车比公路自卸车承载能力提高 30%,油耗降低 15%。同时,公路自卸车难以适应复杂的工况环境,导致车辆故障率高,寿命短,因此公路自卸车的运营和维护成本也比较高。而非公路宽体自卸车针对特定工况设计制造,适应性和可靠性好,出勤率和运营效率较高,同时,其易损零配件大都选购公路重卡零配件,性价比高,供应充足。

表4: 非公路宽体自卸车的每吨载重量价格较低、运营效率较高

	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车	国产公路自卸车	非公路宽体自卸车
购置成本				
每吨载重量 (万元/吨)	5-8	3-5	1.8	1.5
购置成本 (万元)	150 万元以上(40t)	约 31 万元 (17t)	60 万元左右 (40t)	
维护成本				
零配件	价格更高	价格高		价格低(供应充足)
运营效率			低 (由于载重小)	高

	进口非公路矿用自卸车	国产非公路矿用自卸车	国产公路自卸车	非公路宽体自卸车
运营维护成本	高（技术高）	高（技术高）	高（故障率高）	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

除此之外，相较于公路自卸车和非公路矿用自卸车，非公路宽体自卸车整体更换周期更快，主要系矿山内持续性运营导致，每年有望保持稳定持续更换需求。

➤ 募投扩产

据公司于2021年年初发布的招股书披露，公司“非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目”的主要生产产品为非公路宽体自卸车 TL87、TL88 系列和全路面矿用车 TLD110 系列，建成后预期新增非公路自卸车 TL87 系列、TL88 系列年产能分别 3000 台、全路面矿用车 TLD110 系列年产能 500 台。

表5：非公路自卸车及全路面矿用车扩产项目主要聚焦 TL87、TL88、TLD110 系列

序号	产品名称	年产量（台）
1	非公路自卸车 TL87 系列	3000
2	非公路自卸车 TL88 系列	3000
3	全路面矿用车 TLD110 系列	500

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

募投项目已具备试生产条件。据公司2022年半年报披露，2022年5月，公司募投项目—非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目已经完成生产车间主体建设、设备安装、调试工作。经监理单位组织，建设单位、施工总承包单位参与，将对生产车间进行竣工预验收。生产车间主体建筑、办公用房、生活设施，具备正常使用条件。各类生产设备运转正常，具备试生产条件。

4、盈利预测与投资建议

公司是宽体自卸车行业带头人，作为行业领军企业，随着业务从煤矿领域逐步向非煤市场拓展，叠加在募投项目投产补足产能后，有望通过继续加大市场推广，从而提升露天煤矿的市场占有率；同时继续加大研发投入，以新产品和新技术继续引领行业发展，推广纯电动非公路自卸车，为绿色矿山提供绿色产品。公司立足长远，立志于加大无人驾驶产品的研发，推动商业量产使得智能矿山早日实现。我们预计公司2022-2024年的归母净利润分别为4.45/4.98/5.50亿元，对应EPS分别为0.98/1.10/1.22元/股，对应当前股价的PE分别为7.1/6.3/5.7倍，首次覆盖给予“买入”评级。可比公司PE（2022E）均值15X，公司估值水平较可比公司估值均值比较低。

表6：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
徐工机械	000425.SZ	4.76	562.45	0.48	0.53	0.61	9.96	8.91	7.81
三一重工	600031.SH	15.05	1,278.24	0.76	1	1.23	19.82	15.12	12.19
柳工	000528.SZ	6.15	120.23	0.38	0.49	-	16.03	12.66	-
	均值		653.64				15.27	12.23	10.00
同力股份	834599.BJ	6.95	31.45	0.98	1.10	1.22	7.07	6.32	5.73

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自于Wind一致预测，收盘日为20221109）

5、风险提示

工程机械行业波动导致的市场风险、应收账款余额较大风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2147	4143	4620	5428	6348
现金	388	1172	918	1221	1681
应收票据及应收账款	1312	1982	2682	3014	3362
其他应收款	20	59	75	62	88
预付账款	54	82	99	112	125
存货	308	653	743	899	952
其他流动资产	65	195	103	121	140
非流动资产	616	646	787	892	955
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	215	190	394	495	551
无形资产	159	115	119	126	134
其他非流动资产	242	341	273	272	271
资产总计	2763	4790	5407	6320	7303
流动负债	1510	2785	3189	3721	4250
短期借款	24	0	0	0	0
应付票据及应付账款	599	1528	1874	2375	2808
其他流动负债	887	1257	1315	1346	1442
非流动负债	67	211	149	109	88
长期借款	46	92	97	84	62
其他非流动负债	21	119	53	26	25
负债合计	1577	2996	3338	3830	4337
少数股东权益	121	34	45	58	74
股本	403	453	453	453	453
资本公积	76	494	494	494	494
留存收益	561	840	1251	1712	2221
归属母公司股东权益	1065	1760	2024	2432	2892
负债和股东权益	2763	4790	5407	6320	7303

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	208	555	179	577	681
净利润	336	385	456	512	566
折旧摊销	27	33	32	50	63
财务费用	2	-4	-1	0	-7
投资损失	0	-3	-2	-2	-2
营运资金变动	-156	148	-367	-69	-33
其他经营现金流	-2	-4	60	85	94
投资活动现金流	-179	-129	-178	-147	-117
资本支出	211	202	299	174	112
长期投资	31	0	0	0	0
其他投资现金流	1	73	121	27	-5
筹资活动现金流	-95	141	-255	-128	-104
短期借款	-50	-24	0	0	0
长期借款	6	46	5	-13	-21
普通股增加	243	50	0	0	0
资本公积增加	8	417	0	0	0
其他筹资现金流	-302	-348	-259	-115	-83
现金净增加额	-66	567	-253	302	460

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2737	4094	5282	6123	6781
营业成本	2092	3349	4326	5008	5553
营业税金及附加	17	16	26	29	32
营业费用	145	191	243	282	312
管理费用	52	51	69	76	83
研发费用	46	57	67	75	85
财务费用	2	-4	-1	0	-7
资产减值损失	-2	0	0	0	0
其他收益	12	8	8	9	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	2	2	2
资产处置收益	0	8	4	5	5
营业利润	398	438	513	576	637
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	1	8	3	4	5
利润总额	399	431	511	573	633
所得税	62	46	55	61	68
净利润	336	385	456	512	566
少数股东损益	3	15	11	13	16
归属母公司净利润	334	370	445	498	550
EBITDA	423	451	532	611	678
EPS(元)	0.74	0.82	0.98	1.10	1.22

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.8	49.6	29.0	15.9	10.8
营业利润(%)	39.4	10.1	17.1	12.3	10.6
归属于母公司净利润(%)	38.5	10.8	20.4	11.9	10.3
获利能力					
毛利率(%)	23.6	18.2	18.1	18.2	18.1
净利率(%)	12.3	9.4	8.6	8.4	8.3
ROE(%)	28.4	21.4	22.0	20.6	19.1
ROIC(%)	47.1	50.9	36.0	37.5	41.8
偿债能力					
资产负债率(%)	57.1	62.5	61.7	60.6	59.4
净负债比率(%)	-20.9	-57.2	-38.0	-44.0	-53.1
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	6.0	5.3	4.6	4.3	4.2
应付账款周转率	4.7	4.1	3.5	3.0	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.82	0.98	1.10	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.23	0.40	1.28	1.51
每股净资产(最新摊薄)	2.35	3.89	4.47	5.37	6.39
估值比率					
P/E	9.4	8.5	7.1	6.3	5.7
P/B	3.0	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.1	4.8	4.5	3.5	2.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn