

非公路宽体自卸车开创者，竞争力不断提升

公司是非公路宽体自卸车开创者和领导者，业绩持续稳健增长

公司成立于 2005 年，首创非公路宽体自卸车，并将产品升级至第三代，已成为国内非公路自卸车龙头。从业绩上来看，2016-2021 年公司营收年均复合增速为 55.71%，2016-2021 年归母净利润年均复合增速为 120.72%，实现高速增长，随着公司产品力的不断精进与市场的不断拓展，未来有望继续维持稳健增长。

非公路宽体自卸车市场空间广阔

非公路宽体自卸车作为新兴产品，产品兼具适应性和经济性，市场空间广阔，主要来自：（1）增量市场，主要下游煤矿开采行业资本开支持续增长、相关企业盈利大幅回升，预计未来非公路宽体自卸车新增需求旺盛。（2）存量替代，非公路宽体自卸车产品相比矿用自卸车、公路自卸车成本优势显著，有望成为矿山、水利水电工程领域的主流设备。（3）出口增长，非公路宽体自卸车在海外尤其发展中国家必将存在相当大的需求，已实现出海。

公司营销布局全面，将通过募投项目进一步提升核心竞争力

营销布局方面，公司目前已经建立了覆盖全国主要矿山和大型水利水电工程较为密集的地区的经销商网络，且忠诚度高、凝聚力强。另外，公司募投项目将提升自身核心竞争力，非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目将助力公司突破现有产能瓶颈，工程运输机械技术中心项目将全面提升公司技术水平，保证公司长期保持竞争优势，巩固自身龙头地位。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,737.45	4,094.31	5,510.10	6,904.93	8,344.88
YoY(%)	7.84	49.57	34.58	25.31	20.85
净利润(百万元)	333.85	369.74	483.48	613.81	762.38
YoY(%)	38.47	10.75	30.76	26.96	24.20
毛利率(%)	23.58	18.21	17.42	17.53	17.79
净利率(%)	12.20	9.03	8.77	8.89	9.14
ROE(%)	31.35	21.01	22.90	24.01	24.51
EPS(摊薄/元)	0.74	0.82	1.07	1.36	1.68
P/E(倍)	9.39	8.48	6.49	5.11	4.11
P/B(倍)	2.95	1.78	1.49	1.23	1.01

资料来源: iFinD, 中信建投证券

同力股份 (834599.BJ)

首次覆盖

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号:S1440519080001

SFC 中央编号:BOU764

发布日期: 2022 年 11 月 14 日

当前股价: 6.93 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.48/5.67	-1.70/2.72	-32.19/-20.59
12 月最高/最低价 (元)			11.78/6.26
总股本 (万股)			45,252.50
流通 A 股 (万股)			20,978.47
总市值 (亿元)			31.36
流通市值 (亿元)			14.54
近 3 月日均成交量 (万)			52.26
主要股东			
叶磊			17.89%

股价表现



相关研究报告

目录

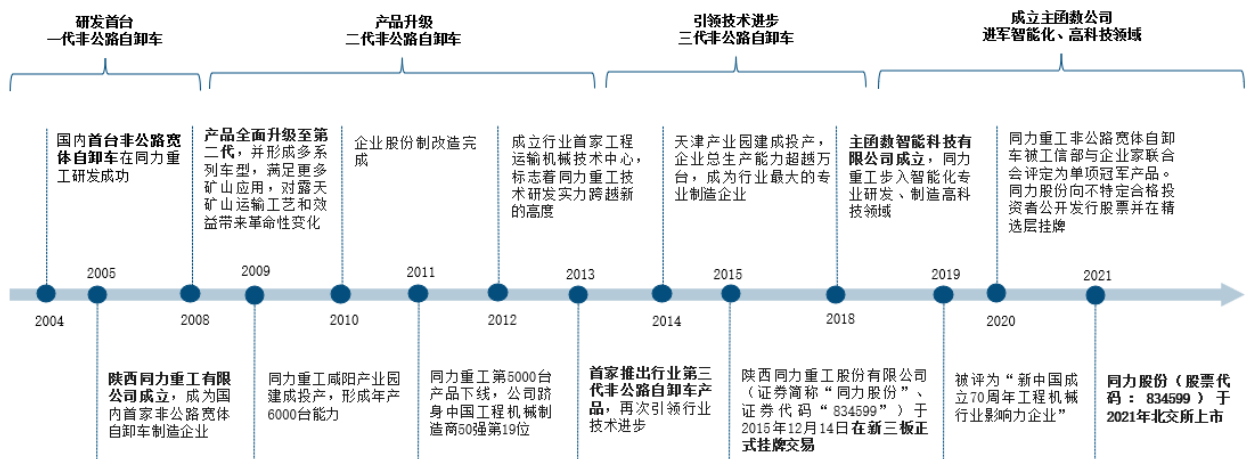
一、非公路宽体自卸车开创者，业绩维持稳健增长	1
1.1 非公路宽体自卸车开创者和领导者，董事、高管实业经验丰富	1
1.2 聚焦非公路宽体自卸车主业，业绩持续稳健增长	5
二、非公路宽体自卸车市场空间广阔，公司核心竞争力持续提升	7
2.1 “投资拉动+存量替代+出口增长”三轮驱动，非公路宽体自卸车空间广阔	7
2.2 公司营销网络布局完善，募投项目进一步提升自身核心竞争力	9
三、盈利预测	11
四、风险分析	12

一、非公路宽体自卸车开创者，业绩维持稳健增长

1.1 非公路宽体自卸车开创者和领导者，董事、高管实业经验丰富

公司专注非公路宽体自卸车研发，产品力不断精进。公司成立于 2005 年，奉行“做中国最经济适用非公路用车”的产品理念，首创非公路宽体自卸车，并参与设计规范及标准的制定，多年耕耘，将产品升级至第三代。同时，公司与国内外知名科研院所、学术机构交流合作，不断提升研发和制造的专业化水平，引领行业进步。2015 年，公司在新三板正式挂牌交易，随后于 2018 年成立主函数智能科技有限公司，进军智能化专业研发、制造高科技领域。公司经过十多年积累，于 2021 年在北京交易所成功上市。

图表1：非公路宽体自卸车开创者，产品不断迭代



资料来源：公司官网，中信建投

公司主营业务为非公路宽体自卸车和坑道车、工程洒水车、桥梁运输车等其他工程机械。从下游应用来看，公司产品应用于露天煤矿、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。从覆盖地域来看，产品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、印度等 20 多个国家和地区。公司产品获得广大用户的认可，曾多次获得中国工程机械行业年度“市场表现金奖”产品、陕西省名牌产品和西安名牌产品等荣誉称号。

(1) 非公路自卸车是公司的主要产品，收入占比约 90%，具体分为非公路宽体自卸车和非公路矿用自卸车：

非公路宽体自卸车：结合了公路重卡和工程机械技术，其一般采用栓接式车架，有效载荷为 20-80 吨之间，优点是购置和运营成本低、安全性强、可靠性高。公司非公路宽体自卸车产品主要为 TL87 系列、TL85 系列、

TL88 系列。

非公路矿用自卸车：一般采用刚性车架，有效载荷为 70 吨以上，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。

图表2： 公司非公路自卸车产品简介

类别	产品系列	示意图	产品特点	用途
非公路宽体自卸车	TL87 系列		<ul style="list-style-type: none"> • 额定载质量 60 吨、最大总质量 90 吨； • 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、变速器、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，2018 年荣获《工程机械与维修》杂志社颁发的“市场表现金奖”和慧聪工程机械网颁发的“工匠精品”称号。 	适用于大中型露天矿场地运输
	TL85 系列		<ul style="list-style-type: none"> • 额定载质量 40 吨、最大总质量 65 吨； • 具有技术成熟、质量稳定、安全可靠、综合性价比高等优势； • 2013 年荣获《工程机械与维修》杂志社组织评选的工程机械行业年度 TOP50 产品中的“市场表现金奖”称号。 	适用于大中型露天矿场地运输
	TL88 系列		<ul style="list-style-type: none"> • 高承载性：单车额定载质量可达 65-68 吨，最大总质量 98-102 吨，综合效益高； • 高可靠性：1) 采用知名品牌的马大马力发动机，环保可靠；2) 采用单箱加强型矿山专用变速器，扭矩大、噪音低；3) 采用同力重工核心专利技术的柔性结构车架，吸收、衰减冲击能力强，大幅度降低车辆底盘的故障率；4) 采用全新设计的车桥，承载及制动能力更大；5) 采用全骨架结构单边窄体驾驶室，安全舒适；6) 采用海沃超级矿用版油缸，举升系统更安全可靠； • 高安全性：1) 独特的防撞梁+保险杠+贯通梁的防撞系统，安全防护性能更加出色；2) 采用全液压转向系统，转向轻便、可靠、安全。 	适用于大型化、规模化的露天矿山等物料的转运
非公路矿用自卸车	TLD110 系列		<ul style="list-style-type: none"> • 额定载质量 70 吨、最大总质量 113 吨； • 是同力重工精心研发的国内首款双桥驱动矿用自卸车，主要应用于各大型露天矿山的开采运输，能够满足露天矿山设备大型化的发展需求； • 满足：① 矿山设备大型化需求；② 矿山安全、环保需求；③ 节能降费需求。 	适应于各大型露天矿山的开采运输

资料来源：公司招股说明书，中信建投

(2) 公司其他产品包括坑道车、工程洒水车、桥梁运输车等工程机械，收入占比约 10%：

坑道车：指应用于斜坡道、井下巷道、工程便道等对作业环境、空间有一定限制场所的物料运输设备。

工程洒水车：指在工程运输车底盘基础上改装的洒水设备。

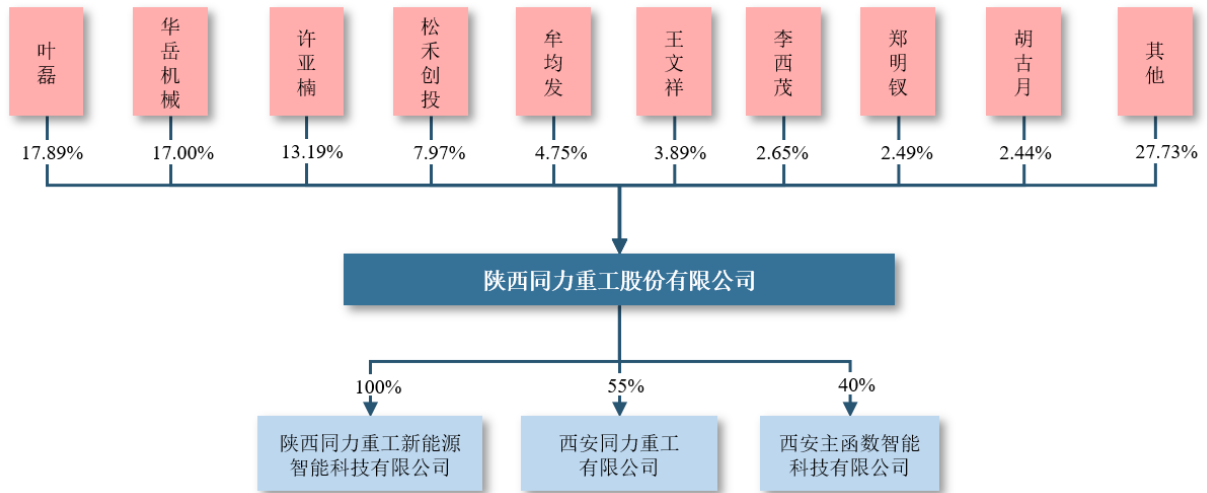
桥梁运输车：指适用于公路、铁路、城际轻轨等桥梁架设作业中，桥梁运输的重载运输特种设备。

图表3： 公司其他工程机械产品简介

产品系列	示意图	产品特点	用途
坑道车		<ul style="list-style-type: none"> ● 额定载质量 20 吨、最大总质量 31 吨 ● 动力强劲：采用大功率发动机和双级减速驱动桥，动力储备充分，保证了良好的爬坡性能，运行速度快，效率高； ● 通过性好：专业设计了骨架式偏置长尖头驾驶室和底盘结构，在坑道内狭小空间运行，机动灵活； ● 承载力强：整车依据矿用设计理念，科学合理匹配设计，承载能力是普通公路车的 1.5 倍； ● 安全环保：采用专用车底盘，稳定性好。可选用 IBS 智能辅助制动控制系统、可视系统/全车影像系统、举升报警装置、尾气净化处理装置等，安全、环保、性能出色。 	适用于井采矿山坡道运输的专用设备
工程洒水车		<ul style="list-style-type: none"> ● 水罐容积 40-50m³、最大总质量 59-71 吨 ● 效率高：单车储水量大、洒布范围宽、续洒里程长、作业效率高。水罐容积 40m³-50m³，一次作业里程超过 5 公里，可布洒面积超过 7000m²，远大于公路洒水车（最大容积 20m³，布洒面积 3000m²）； ● 可靠性强：采用成熟的同力重工非公路宽体车底盘，经过矿区恶劣环境的考验，工况适应性大大超过公路洒水车，具有更高的安全性、可靠性和出勤率；水罐可满足不同矿区水质要求，适应性强，使用寿命长； ● 维护方便：技术成熟的底盘，配件通用化高，服务方便，维护成本低； ● 功能丰富，洒水装置灵活选装：1) 基本功能：道路洒水、喷雾降尘；2) 消防功能：配备 25 米射程水枪，可作为临时消防车使用；3) 绿化功能：洒水系统有拌合功能，可拌合农药，并向树木，绿地喷洒。4) 吸水泵水功能：可吸水储存到水罐，运输生产作业用水。 	适应于各大型露天矿山洒水
桥梁运输车		<ul style="list-style-type: none"> ● 主车与副车共同载重量：174.8 吨 ● 采用成熟的非公路用车制造技术，对桥梁运输施工工艺充分研究，在满足承载量的前提下，保证装卸便利、通用性强、驾驶方便安全。 	适用于公路、铁路、城际轻轨等桥梁架设和运输的专用工程设备

资料来源：公司招股说明书，中信建投

公司股权结构较分散，无控股股东与实控人。截至 2022H1，公司董事长叶磊直接持有公司 17.89%股份，为第一大股东，华岳机械直接持有公司 17.00%股份，公司董事许亚楠直接持有公司 13.19%的股份。

图表4： 公司股权结构（截至 2022H1）


资料来源：公司财报，中信建投

公司董事、高管实业背景丰富。董事长叶磊从业近 40 年，曾担任多家运输制造行业公司董事、总经理等重要职位；总经理许亚楠为教授级高级工程师，从基层做起、拥有多年行业从业经验；副总经理薛晓强在公司工作近 20 年，熟悉公司制造采购等业务。

图表5： 公司董事、高管实业背景丰富

人员	职务	履历背景
叶磊	董事长	本科学历。曾任上海生生投资有限公司董事长，陕西同岳实业发展有限公司执行董事、监事，浙江同岳实业有限公司执行董事，上海万永储运物流有限公司执行董事，北京生生汽车运输有限公司执行董事，四川、重庆、武汉同岳汽车运输有限公司执行董事，陕西黄工格力特进出口有限公司执行董事，陕西华岳机械设备有限公司执行董事，上海同岳租赁有限公司董事、总经理等职位。现任上海同岳融资租赁有限公司董事长、总经理，上海同岳商业保理有限公司董事长，宁波同岳投资管理有限公司执行董事，同力股份董事长。
许亚楠	董事、总经理	研究生学历，教授级高级工程师。历任郑州工程机械制造厂技术员、工程师、厂长助理、副厂长，郑州郑工机械集团有限责任公司副董事长、总经理，陕西新黄工机械有限责任公司运营总监，同力有限总经理等。现任同力股份董事、总经理，西安同力执行董事兼总经理，唯道科技监事。
樊斌	董事	本科学历。山东百事得生物技术工程有限公司总经理，上海同岳租赁有限公司副总经理等职位。现任山东汇盈租赁有限公司法人、总经理，山东汇盈融资租赁有限公司总经理，陕西华岳机械设备有限公司执行董事兼总经理，天津同力执行董事，同力股份董事。
李大开	董事	本科学历，研究员级高级工程师。陕西汽车齿轮厂工程师，陕西汽车齿轮厂经营计划处处长，陕西汽车齿轮总厂总经济师，陕西汽车齿轮总厂厂长，陕西法士特汽车传动集团有限责任公司总经理，陕西法士特汽车传动集团有限责任公司董事长，陕西法士特汽车传动集团有限责任公司党委书记等职位。现任同力股份董事。
薛晓强	副总经理	本科学历，工科学士学位。曾任黄河工程机械厂设计工程师，同力有限技术部设计工程师，同力有限物料部主管，同力股份物料部主管，同力股份总经理助理兼制造部主管，同力股份副总经理兼制造部主管。现任同力股份副总经理，主管制造、质量、采购工作。

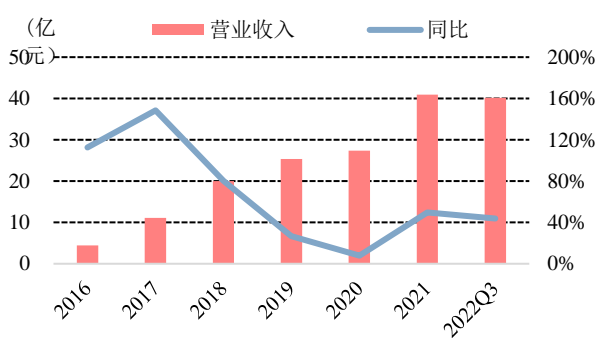
杨建耀	副总经理	本科学历，文学学士，国际商务师。曾任陕西黄河工程机械集团有限公司进出口分公司业务经理、副经理，陕西黄河工程机械集团有限公司进出口分公司经理，陕西新黄工机械有限责任公司总经理，中联重科股份有限公司土方机械分公司营销公司总经理，同力股份总经理助理。现任同力股份副总经理，主管销售工作。
牟均发	核心技术人员	大学学历，工程师。曾任陕西重型汽车有限公司研究所科长、工程师，西安三鸣汽车零部件有限责任公司总工程师，同力有限董事，同力股份董事，同力股份监事。现任主函数执行董事兼总经理，同力股份非职工代表监事。曾获得陕西省人民政府颁发的科学技术奖二等奖，中国机械工程学会和中国机械工业联合会颁发的科技进步奖二等奖，参加设计的 TL3400 系列非公路自卸车项目获陕西省科技进步三等奖。
王永	核心技术人员	本科学历。曾任职于陕西汽车集团有限公司技术中心，陕西重型汽车有限公司试验中心。现任职于陕西同力重工股份有限公司技术中心。曾获得陕西省人民政府颁发的科技进步奖二等奖，中国机械工程学会和中国机械工业联合会颁发的科技进步奖二等奖，2020 年参与设计非公路自卸车操作使用规程。

资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

1.2 聚焦非公路宽体自卸车主业，业绩持续稳健增长

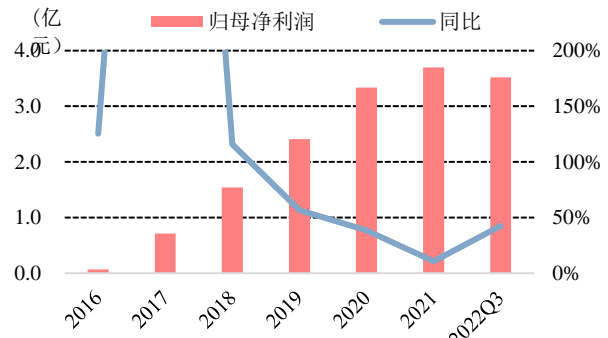
公司业绩总体呈增长态势，维持较高增速。营收端来看，2016-2021 年公司营收年均复合增速为 55.71%，维持高速增长。2017 年公司营业收入为 11.11 亿元，同比增速高达 148.47%，主要系下游煤炭市场的恢复，大型露天煤矿纷纷大量采购非公路宽体自卸车，公司产品的市场总体需求出现大幅增长。2021 年公司营收增速回升，营业收入为 40.94 亿元，同比增长 49.57%，主要系 2021 年国家批复露天煤矿快速大幅扩产，从而促进公司产品国内销售大幅增加，同时海外市场销售也大幅增长。**利润端来看**，2016-2021 年归母净利润年均复合增速为 120.72%，相比营收增速更高，主要系公司产品不断升级，带动毛利率不断提升，同时严控费用。

图6： 2016-2021 年公司营收 CAGR 为 55.71%



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

图7： 2016-2021 年归母净利润 CAGR 为 120.72%

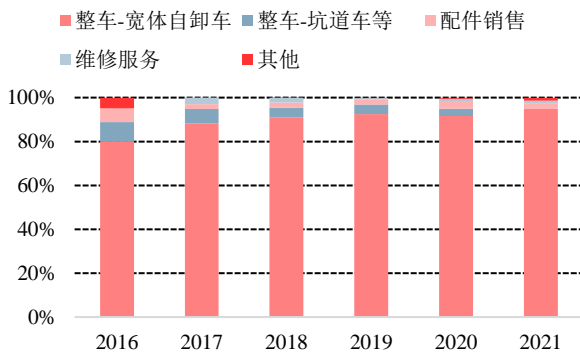


资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

分产品来看，公司聚焦主业，近年来宽体自卸车收入占比超 90%。2016-2021 年间，宽体自卸车收入占比不断提升，并且自 2018 年后该比例保持在 90%以上。

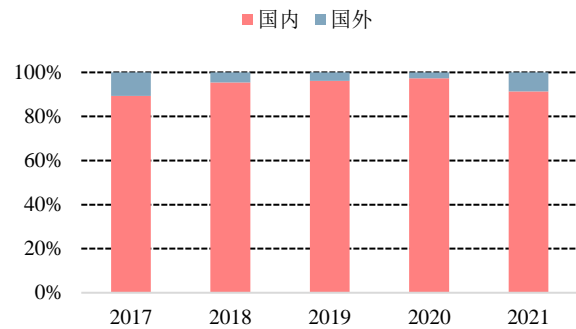
分市场来看，公司收入主要来自国内市场，海外市场有待拓展。2017-2021 年，国内市场收入占比保持在 90%左右，相比国内市场，公司海外市场收入占比较低，预计公司产品将凭借产品力与经济性优势，在发展中国家迅速推进未来的成长空间大。

图表8： 公司近年来宽体自卸车收入占比超 90%



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

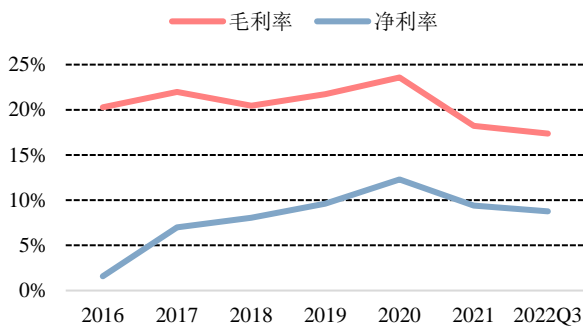
图表9： 公司收入主要来自国内市场



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

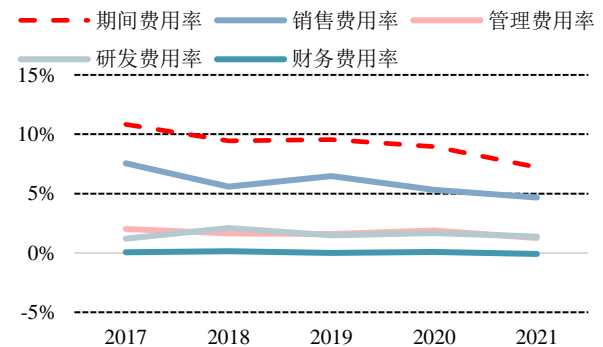
公司净利率总体呈上升态势。2016-2020 年，公司毛利率从 20.28%波动增长至 23.58%，主要系公司产品力不断提升，2021-2022 年公司毛利率有所下滑，主要系原材料价格大幅上涨以及行业竞争加剧。2016-2021 年，公司净利率从 1.58%大幅度增长至 12.29%，除毛利率提升以外，公司严控费用，期间费用率总体下降。展望未来，随着公司产品力进一步提升与渠道的不断拓展，公司盈利能力有望进入上升通道。

图表10： 公司净利率总体呈上升态势



资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

图表11： 公司期间费用率整体呈现下降趋势



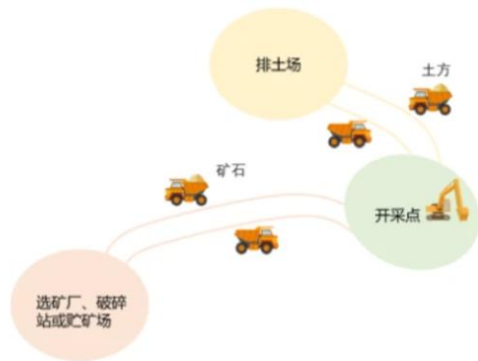
资料来源：公司招股说明书，公司财报，中信建投

二、非公路宽体自卸车市场空间广阔，公司核心竞争力持续提升

2.1 “投资拉动+存量替代+出口增长” 三轮驱动，非公路宽体自卸车空间广阔

非公路宽体自卸车作为非公路自卸车的新兴产品，主要应用于矿山、水利水电工程等领域，产品兼具适应性和经济性，市场空间广阔，未来增长主要来自：增量市场、存量替代和出口增长。

图表12：露天开采中，自卸车负责矿山、土方等运输



资料来源：汽车之心，中信建投

(1) 投资拉动：下游资本开支增长将拉动非公路宽体自卸车需求

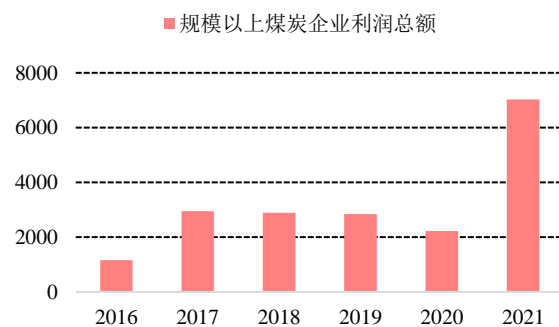
非公路宽体自卸车主要用于露天煤矿、水利水电工程等领域，受益于下游资本开支的增长。我国基础设施建设规模不断扩大，能源、水利工程项目发展迅速，从占比最高的煤炭开采行业来看，2021年以来煤炭开采和洗选业固定资产投资进入增长通道，2022年以来累计同比增速维持在20%以上；2021年规模以上的煤炭企业利润总额也大幅反弹，达到7023亿元，同比增长215.92%，盈利大幅回升，非公路宽体自卸车是主要根据矿山、水利水电工程等特定工况条件设计专门用于该等工况的产品，而非公路宽体自卸车市场增速将明显高于其他自卸类产品。

图表13：2021年以来煤炭开采投资维持高速增长



资料来源：Wind，中信建投

图表14：2021年下游煤炭企业净利润大幅回升



资料来源：中国煤炭工业协会，中信建投

(2) 存量替代：国内煤矿、水利水电工程所用产品较为杂乱，非公路宽体自卸车存量替代市场大

不同场景所采用的主流设备均存在不足。大型矿山主要采用进口大型非公路矿用自卸车，辅助专用大型配套设备，投资巨大、灵活性差，运行和维护成本巨大，难以推广至中小型矿山。中小型矿山和水利水电项目大都采用公路自卸车运输方式，但公路自卸车按公路道路条件的运输要求设计，其车架、结构尺寸、悬挂系统、轮胎等设计都主要针对公路，没有考虑矿山、水利水电工程复杂的工况环境，因此车辆装载量小，爬坡能力不足，车辆横向稳定性、可靠性和安全性差。

非公路宽体自卸车综合非公路矿用自卸车和公路自卸车的优势，在矿山、水利水电领域替代优势显著。从购置成本来看，对于非公路矿用自卸车：国产每吨载重量约 3-5 万元，进口约 5-8 万元；公路自卸车每吨载重量约 1.8 万元；而非公路宽体自卸车约每吨载重量仅 1.5 万元，相比非公路矿用自卸车经济性明显，和公路自卸车相比也具有一定的优势。从运营和维护成本来看，非公路矿用自卸车市场规模较小，零配件价格高，尤其是进口非公路矿用自卸车，且供货周期长，同时其维修的技术要求高、难度大；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高 30%，油耗降低 15%。另外，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，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，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。

图表15：非公路宽体自卸车相比非公路矿用自卸车和公路自卸车具有替代优势

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	10-20 吨	70 吨以上	20-80 吨
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：公司招股说明书，中信建投

(3) 出口增长：海外尤其是发展中国家市场需求巨大

非公路宽体自卸车在国内属于新兴产品，在国外也没有相同或类似的产品，但基于非公路宽体自卸车良好的适应性和经济性，其在海外尤其发展中国家必将存在相当大的市场需求。实际表现来看，近几年我国已经有部分非公路宽体自卸车出口到中东、非洲、中亚、东南亚等地区。随着非公路宽体自卸车在国际上的认同度逐步提升，未来出口需求巨大。

2.2 公司营销网络布局完善，募投项目进一步提升自身核心竞争力

公司营销网络布局完善。经过数年的市场开拓，公司目前已经建立了覆盖全国主要矿山和大型水利水电工程较为密集地区的经销商网络，且忠诚度高、凝聚力强，2017-2021 年内，公司的经销商世创伟业、宇瑞工程、同源惠丰、宇丰实业均多次成为公司前五大客户。

图表16： 公司营销网络遍布全国



资料来源：公司官网，中信建投

募投项目将进一步提升公司的产能与技术水平。公司 2020 年公开发行，拟募资 7 亿元进行“非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目”和“工程运输机械技术中心项目”。

图表17： 募投项目将进一步提升公司的产能与技术水平

序号	项目名称	周期	项目投资总额（万元）	拟以募集资金投入金额（万元）
1	非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目	24 个月	60,514	45,000
2	工程运输机械技术中心项目	36 个月	24,044	15,000
3	补充流动资金	-	10,000	10,000
合计			94,558	70,000

资料来源：公司招股说明书，中信建投

非公路自卸车及全路面矿用车制造基地建设项目将助力公司突破现有产能瓶颈。公司将通过此项目扩大生产线，优化现有生产布局，提高生产水平与供货能力，突破现有厂房作业面积、生产布局规划的不足以及生产设备先进程度不足等因素的限制，以满足不断增长的市场需求。预计将形成 3000 台 TL87 产能、3000 台 TL88

产能、500 台 TLD110 产能，共计 6500 台，预计 2022 年底实现投产，相比现在的 4000 台产能大幅提升。

图表18： 制造基地建成后可以提高公司产品的生产规模及生产效益

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	全路面矿用自卸车 TLD110 系列	500

资料来源：公司招股说明书，中信建投

工程运输机械技术中心项目将全面提升公司技术水平。技术中心建成后，公司可以进一步满足国内矿山智能采矿需求，同时促进非公路自卸车新能源化趋势，并且技术中心可以提升公司研发能力，为新产品推出提供技术支持。技术中心有四个主要技术研发方向：非公路自卸车关键技术研究及应用、刚性矿用自卸车技术研究及应用、非公路新能源自卸车技术研究及应用、非公路无人驾驶自卸车技术研究及应用。在公司现有核心技术基础上进行的优化升级和前沿性拓展，将有效丰富公司的核心技术储备。

图表19： 技术中心的项目研发方向可以丰富公司技术储备

序号	项目名称	研发目标	拟解决的主要技术难点
1	非公路自卸车关键技术研究及应用	研究非公路自卸车传动、制动、转向、承载、振动以及控制系统，以达到提高非公路自卸车的安全、环保、可靠、高效的效果	<ul style="list-style-type: none"> ● 车架、平衡轴等承载件结构及可靠性； ● 整车耐久性、异响、共振、舒适性； ● 发动机、变速器、液力变矩器、车桥等动力总成与车辆实际道路运行工况的适应性； ● 转向泵、举升泵、转向油缸及举升油缸在不同路况下输出力响应； ● 高强度耐磨板等新材料结构的疲劳强度、焊缝强度、耐磨性能、油漆附着力、耐候性、抗酸碱、紫外线性能研究。
2	刚性矿用自卸车技术研究及应用	开发有效载荷 70-110 吨的刚性矿用自卸车，以满足市场对于大型化产品需求	<ul style="list-style-type: none"> ● 解决矿山运营环境下，大型装载设备的适应性问题； ● 降低驾驶难度及强度，延长设备使用寿命； ● 降低运输设备制造成本，提升关键零配件的国产化率。
3	非公路新能源自卸车技术研究及应用	研究分布式混合驱动技术、混合驱动增程技术、纯电驱动技术在非公路自卸车的应用，满足绿色矿山建设对运输设备的需求	<ul style="list-style-type: none"> ● 整车电驱动控制技术； ● 电驱、电控、电池三电系统在非公路宽体自卸车的协同设计及应用； ● 提升混合动力系统节能能力。
4	非公路无人驾驶自卸车技术研究及应用	<ul style="list-style-type: none"> ● 在现有传统非公路自卸车的基础上，应用电子信息技术，通讯技术，控制技术，感知技术等对车辆进行智能化全新创新设计，实现车辆在封闭短距离区域无驾驶员情况下的自动化运行； ● 通过研究通讯设备与车辆的信息控制，在封闭试验区内模拟工况环境下实现对多台非公路无人驾驶自卸车的远程控制，协同作业 	<ul style="list-style-type: none"> ● 故障识别技术； ● 容错控制技术； ● 车辆定位技术； ● 障碍物识别技术； ● 云平台所提供的远程存储、集成及身份管理服务以实现车辆在线调度、控制、升级、紧急干预功能。

资料来源：公司招股说明书，中信建投

三、盈利预测

预计 2022-2024 年公司实现营业收入 55.10、69.05、83.45 亿元，同比分别+34.58%、+25.31%、+20.85%，实现归母净利润 4.83、6.14、7.62 亿元，同比分别 30.76%、26.96%、24.20%，对应 PE 分别为 6.49x、5.11x、4.11x。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表1：盈利预测简表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,737.45	4,094.31	5,510.10	6,904.93	8,344.88
YoY(%)	7.84	49.57	34.58	25.31	20.85
净利润(百万元)	333.85	369.74	483.48	613.81	762.38
YoY(%)	38.47	10.75	30.76	26.96	24.20
毛利率(%)	23.58	18.21	17.42	17.53	17.79
净利率(%)	12.20	9.03	8.77	8.89	9.14
ROE(%)	31.35	21.01	22.90	24.01	24.51
EPS(摊薄/元)	0.74	0.82	1.07	1.36	1.68
P/E(倍)	9.39	8.48	6.49	5.11	4.11
P/B(倍)	2.95	1.78	1.49	1.23	1.01

资料来源: iFinD, 中信建投

四、风险分析

(1) 工程机械行业波动导致的市场风险：露天煤矿、金属矿、建材矿、水利水电工程的快速发展，促进了工程机械行业的快速发展。如果未来国家对宏观经济进行调控，对上述行业的鼓励政策进行调整，导致上述行业的经营环境发生变化，间接导致工程机械行业出现收缩和调整，则会对公司产品与服务的市场前景造成不利影响。

(2) 宏观经济周期性波动风险：公司的主要产品的下游市场需求与宏观经济重要影响因素强相关。若未来宏观经济政策调整及其周期性波动，存在下游市场降低固定资产投资和缩减生产规模、减少订单量的风险，会对公司业绩造成一定的影响。

(3) 下游行业需求下行风险：公司的发展状况和经营业绩与采矿业固定资产投资存在一定相关性，若采矿业固定资产投资持续保持下行趋势，将对下游行业需求产生较大影响，公司将面临经营业绩下滑的风险。

考虑到下游波动以及行业竞争风险，若公司盈利能力不及预期，假设 2022-2024 年公司净利率分别下滑 0.5pct，公司实现归母净利润分别为 4.56、5.79、7.21 亿元，同比分别+23.24%、+27.13%、24.46%。

分析师介绍

吕娟

董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

研究助理

陈宣霖

chenxuanlin@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk