

资源品周期下 布局上游设备正当时 矿山机械行业深度报告

投资评级： 推荐（维持）

报告日期： 2024年05月09日

- 分析师：吕卓阳
- SAC编号：S1050523060001
- 联系人：尤少炜
- SAC编号：S1050124040003

研 究 创 造 价 值

➤ 资源品价格走高有利于矿企扩大资本开支

采矿行业存在“高金属价格→高资本开支→高资源供应”的规律。高价格有利于增厚矿企利润，提升矿企资本开支意愿，从而有利于上游矿机企业订单大幅提升。同时后续美联储降息周期到来也将支撑金属以及能源价格处于高位。

➤ 受益于铜矿资本开支预期与铜矿品位下降，铜矿选矿备件市场具备较大成长空间

在当期资源品大周期下，铜价持续走高而库存水平偏低，铜矿企业有较强意愿提升资本开支，2024年3月LME铜库存量仅为11.3万吨，处于近20年历史低位，同时3月LME铜均价为8676美元/吨，处于20年历史高位。同时铜矿品位下降导致对于选矿备件需求提升，例如从1999年至2016年间，智利的平均铜品位下降了一半以上，从1.41%降至0.65%。铜矿品位在随着开采持续降低，意味着所需的采矿和磨矿作业的相对规模更大，对于选矿备件需求提升。

➤ 预计煤炭行业固投周期在3年内仍将上行，煤炭综采设备企业业绩增长确定性较高

煤炭行业投资经历“复苏-繁荣-衰退-萧条-复苏”的周期路径较为清晰，上一轮伴随着煤价增长，煤炭开采洗选行业利润有所提升，企业端利润提升后有比较强意愿进行扩大投资。当前煤炭行业利润仍然处于高景气区间，故预计煤炭行业固投周期在3年内仍将上行，有利于上游煤炭综采设备企业订单与业绩稳步提升。

➤ 重点推荐运机集团、耐普矿机，建议持续关注天地科技

运机集团主要产品为带式输送机。公司在手订单充沛保证业绩高增，2024年Q1期末在手订单24亿元，为公司2023年全年收入的2.3倍；股权激励目标彰显管理层信心，预计2023-2026年净利润复合增速达50%，公司受益于环保政策驱动带式输送系统替代传统公路铁路运输，同时在一带一路政策下出口空间广阔，市占率与毛利率均有较大提升空间。

耐普矿机核心产品为选矿备件。公司订单储备充足、出海逻辑顺畅，由于海外销售毛利率高于国内销售毛利率十个百分点以上同时海外业务收入增速较高，故预计公司盈利能力将大幅提升，目前复合备件渗透率仅为15%，预计伴随着公司产能出海以及销售推广，公司耐磨备件渗透率仍有较大提升空间，为公司后续业绩稳步增长提供了较强保证。

重点关注公司及盈利预测

| 公司代码 | 名称 | 2024-05-09 股价 | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | |
| 001288.SZ | 运机集团 | 23.60 | 0.64 | 1.10 | 1.75 | 26.31 | 20.99 | 13.20 | 未评级 |
| 300818.SZ | 耐普矿机 | 31.87 | 0.76 | 1.50 | 2.07 | 41.93 | 21.25 | 15.40 | 买入 |
| 600582.SH | 天地科技 | 7.62 | 0.57 | 0.67 | 0.76 | 9.55 | 11.27 | 9.88 | 未评级 |

资料来源：WIND（未评级公司盈利预测取自wind一致预期）、华鑫证券研究所

- 煤炭、铜矿行业资本开支不及预期；
- 环保政策趋严；
- 矿山机械设备研发、推广不及预期。
- 推荐公司业绩不及预期风险

目录

CONTENTS

1. 矿山机械总览
2. 铜矿装备投资逻辑
3. 煤矿装备投资逻辑
4. 重点公司推荐

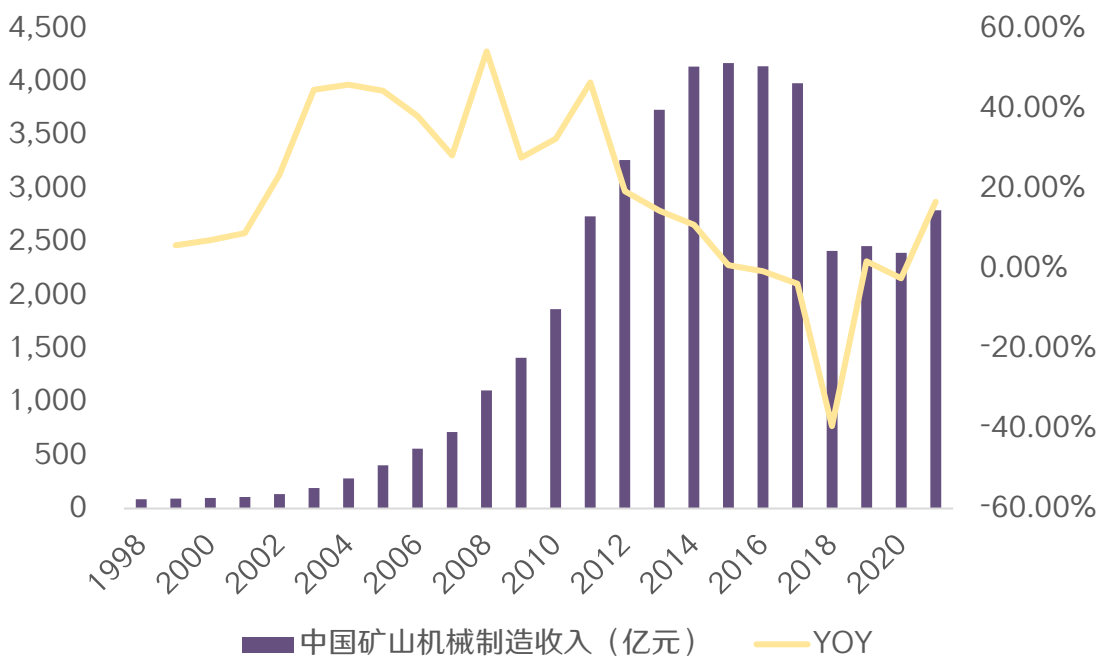
01 矿山机械总览

研究创造价值

1.1 矿山机械行业整体情况

➤ 矿山机械是对固体矿物及石料进行开采和加工处理的专用设备，主要包括建井设备、采掘凿岩设备、矿山提升设备、破碎粉磨设备、筛分洗选设备五大类,主要服务于黑色和有色冶金、煤炭等重要基础工业部门。2021年中国矿山机械行业收入2,793亿元，同比增长16.60%。

图表：中国矿山机械整体收入以及增速情况



注：2018年相对2017年年统计口径有调整

资料来源：智研咨询、WIND、华鑫证券研究所整理

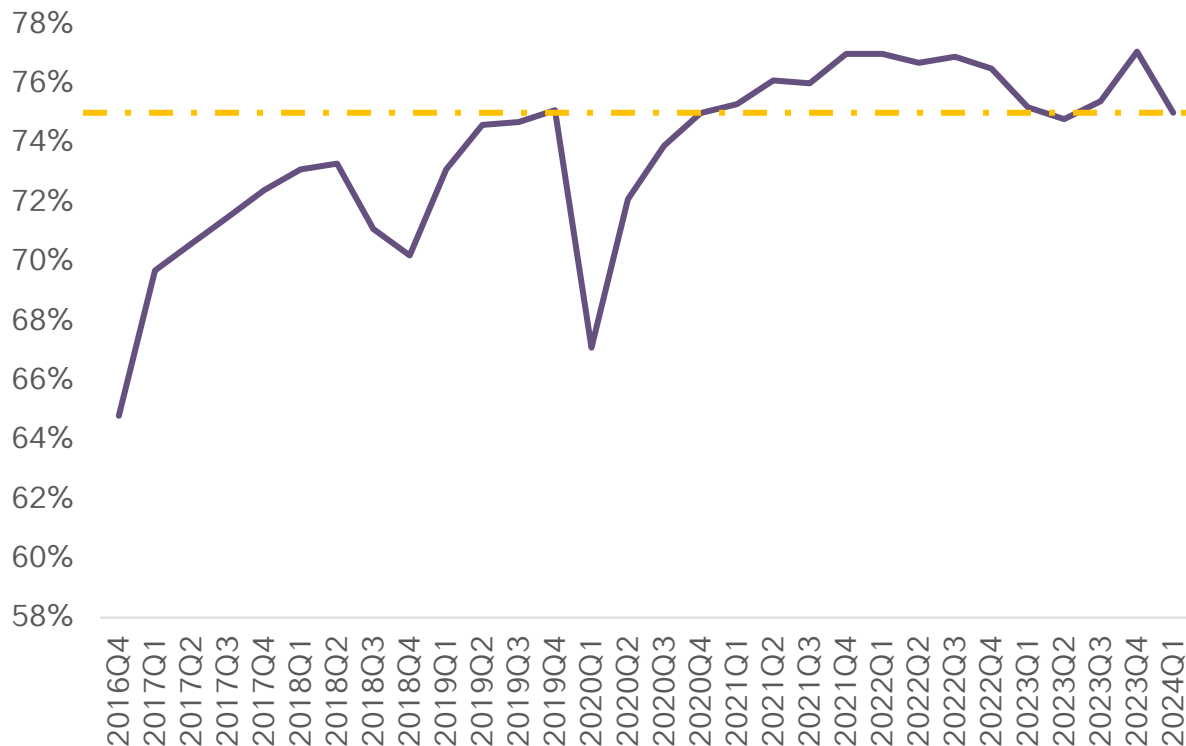
图表：矿山机械分类

| 种类 | 主要产品 |
|-----------|--|
| 建井设备 | 钻井机、平巷掘进机、天井掘进设备、伞形钻架、抓岩机等 |
| 采掘、凿岩设备 | 凿岩机、矿用钻车、钻孔设备、装药填充设备、矿用挖掘机、装岩机、矿用装载机、刨煤机、采煤机、截煤机、液压支架等 |
| 矿山提升设备 | 矿井提升机、矿用提升绞车、矿用辅助绞车等 |
| 矿物破碎粉磨机械 | 鄂式破碎机、旋回破碎机、辊式破碎机、辊压机等矿物破碎机械； 振动磨机、钢球磨煤机、辊盘式磨煤机、砾磨机、立式水泥磨机等矿物粉磨机械 |
| 矿物筛分、洗选设备 | 振动筛等矿物筛分设备； 分级设备、磁选设备、浮选设备、重力选矿设备、脱水设备等矿物洗选设备 |

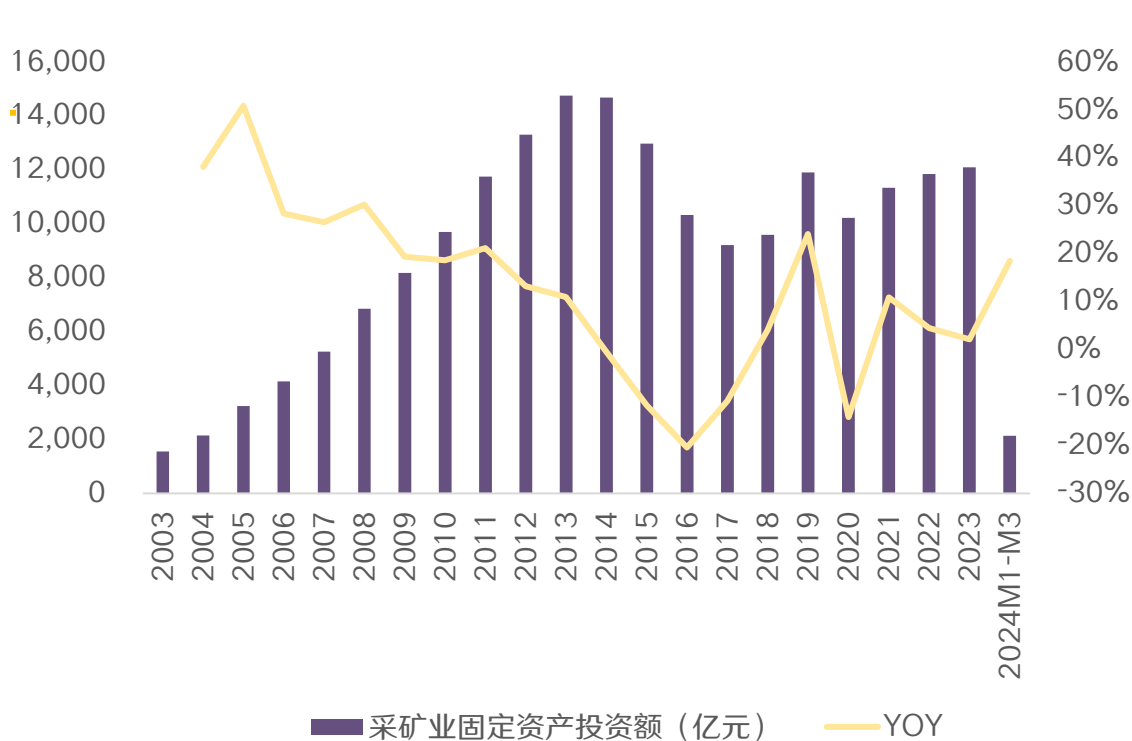
1.2 采矿业固定资产投资处于较高景气区间

- 采矿业产能利用率仍然处于较高水平：2024Q1，我国采矿业产能利用率为75%，与去年同期基本持平，整体来看采矿业产能利用率处于历史高位。从固定资产投资情况来看，2024年1-3月我国采矿业固定资产投资为2137亿元，同比增长18.5%，**固定资产投资增速较高说明采矿业处于较高景气区间。**

图表：采矿行业产能利用率



图表：采矿业固定资产投资仍然维持较高景气

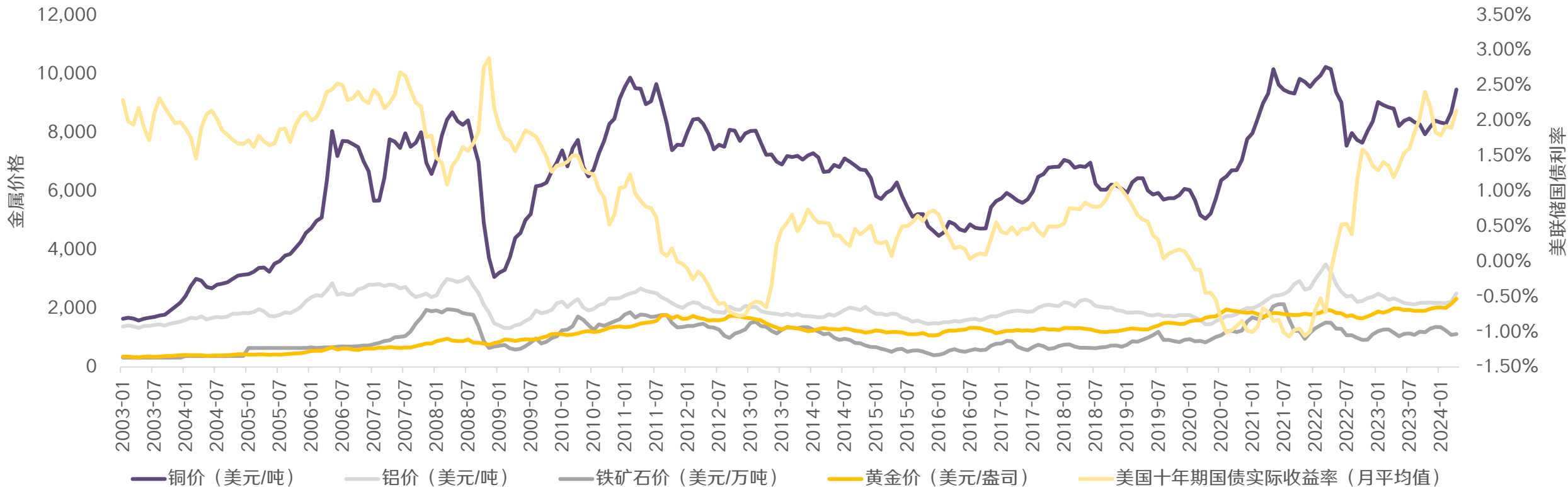


资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

1.3 预计金属价格将维持高位，美联储降息将会支撑金属价格持续走高

- 本轮采矿业高景气主要由于高金属价格，采矿行业存在“高金属价格→高资本开支→高资源供应”的规律。
- **美联储降息将会支撑金属价格持续走高**：从历史来看，美联储利率与铜价呈现反向关系，例如在2009-2011年、2020-2022年。预计今年下半年开启的美联储降息周期将进一步推动铜价走高。

图表：金属价格与美联储国债利率对比

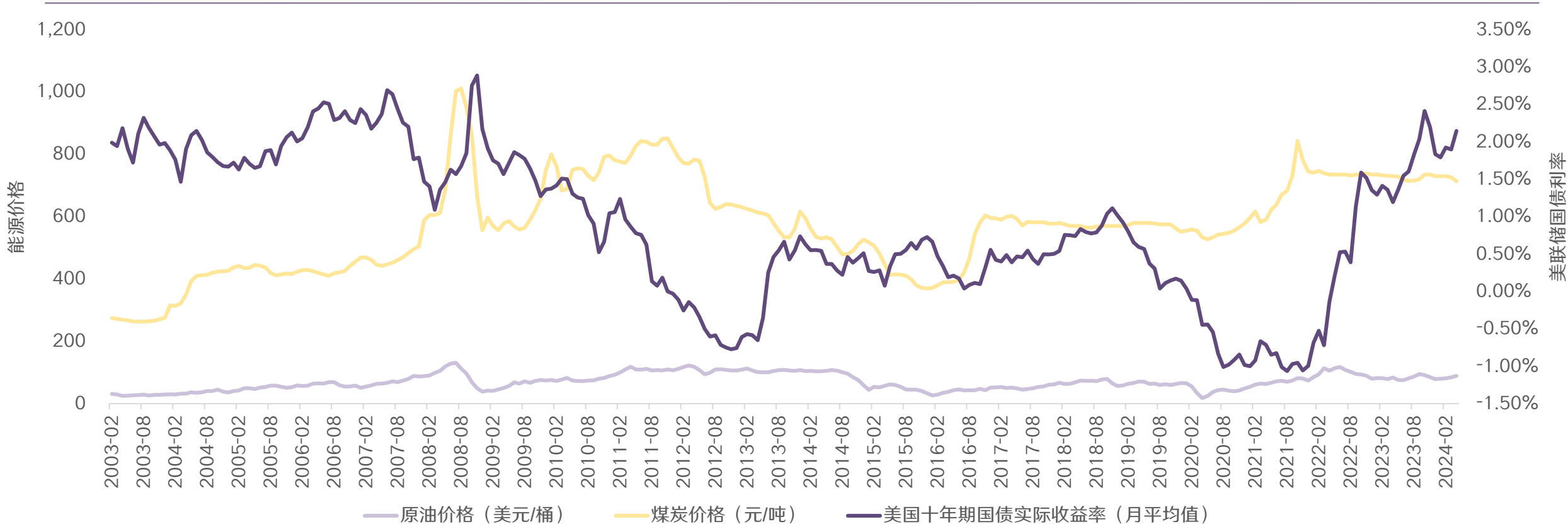


资料来源：世界银行、美国财政部、WIND、华鑫证券研究所整理

1.4 能源价格周期也与美联储降息周期出现同步

➤ 能源与金属矿石有一定相似性，但也要考虑地缘政治方面影响，不过从历史来看，在每一轮的美联储降息周期下，能源价格都有比较强劲的表现。

图表：能源价格与美联储国债利率对比



资料来源：OPEC、秦皇岛煤炭网、美国财政部、WIND、华鑫证券研究所整理

02 铜矿装备投资逻辑

研究创造价值

2.1 铜矿开采冶炼产业链细分

➤ 从含矿物质的原石到高纯度金属，需历经开采、选矿、冶炼一系列复杂的工业流程。

图表：铜矿产业链



资料来源：耐普矿机招股说明书、各大矿山机械设备公司官网、新浪网、上海有色网等、华鑫证券研究所整理

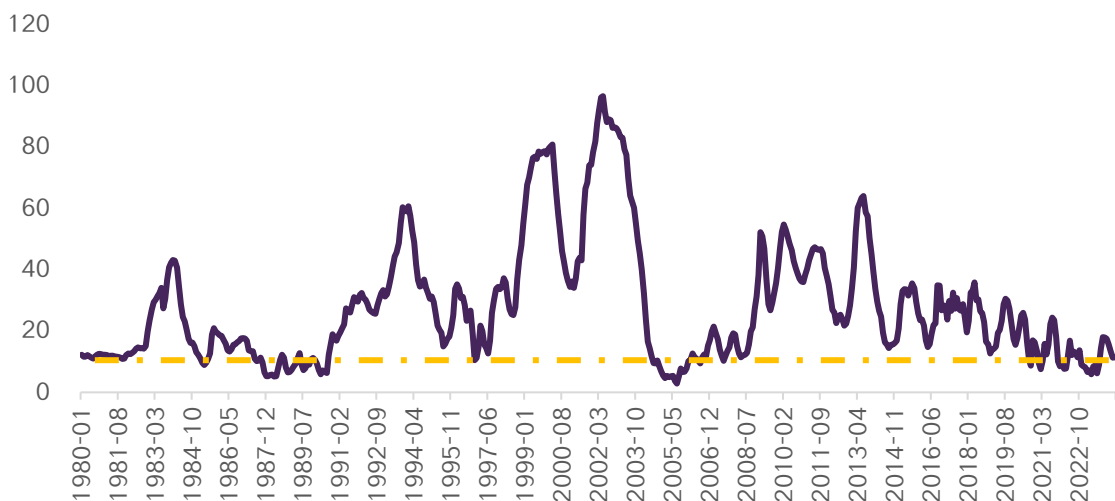
2.2 低库存高价格下，预期铜企资本开支提升

- **铜目前库存低价格高有利于供给上行：**2024年3月LME铜库存量仅为11.3万吨，处于近20年历史低位，同时2024年3月LME铜均价为8676美元/吨，处于20年历史高位。
- **铜价持续走高有利于资源品企业提升资本开支：**以紫金矿业为例，其2024年矿山铜计划产量111万吨，同比增长10%，有色金属产业存在“高金属价格→高资本开支→高资源供应”周期规律，如后续铜价继续上行叠加美联储降息周期，资源品企业可能进一步加大资本开支投入提升产量。

图表：紫金矿业扩产计划

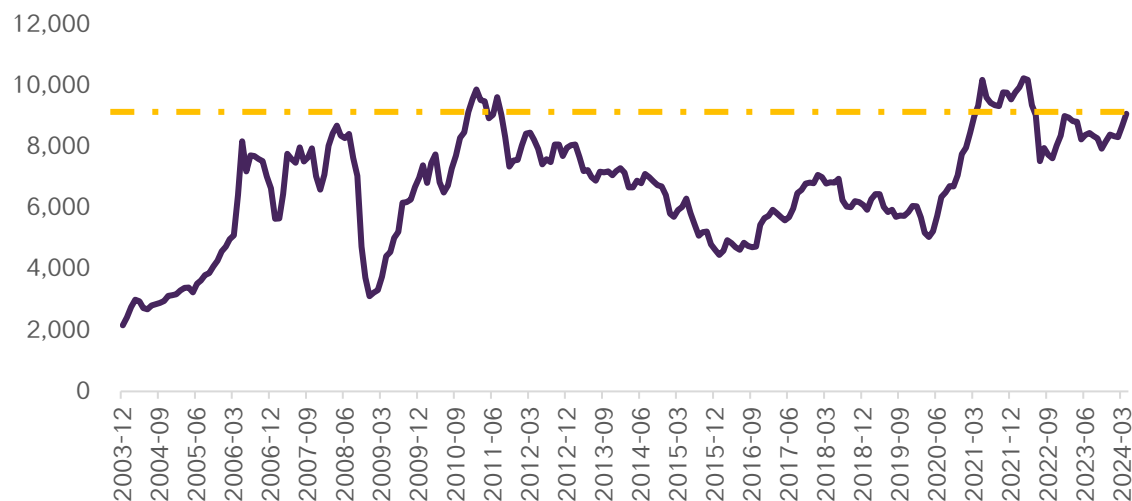
| | 2023 | 2024E | YOY | 2025E | YOY |
|-----------|------|-------|---------|-------|---------|
| 矿产铜（万吨） | 101 | 111 | 9.90% | 117 | 5.41% |
| 矿产金（吨） | 68 | 73.5 | 8.09% | 90 | 22.45% |
| 矿产锌/铅（万吨） | 47 | 47 | 0.00% | 48 | 2.13% |
| 矿产银（吨） | 412 | 420 | 1.94% | 450 | 7.14% |
| 当期碳酸锂（万吨） | 0.29 | 2.5 | 762.07% | 12 | 380.00% |
| 矿产钼（万吨） | 0.81 | 0.9 | 11.11% | 1.6 | 77.78% |

图表：伦敦金属交易所（LME）铜平均总库存量（万吨）



资料来源：紫金矿业2023年年报、Wind、华鑫证券研究所整理

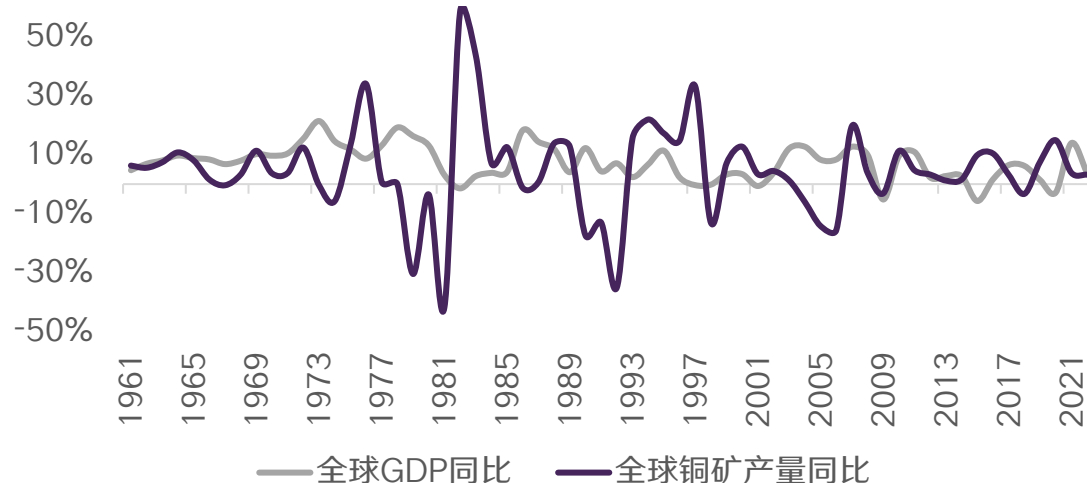
图表：伦敦金属交易所（LME）铜平均价（美元/吨）



2.3 预期3-5年内铜的供给复合增速有望升至3%-5%

- ▶ **铜矿与经济增速较为相关**：从1960年至2022年全球GDP复合增速为7.17%，而铜矿产量复合增速为2.81%。同时单位GDP对应的铜矿产量呈现周期性波动，主要受经济预期以及库存周期等因素影响。
- ▶ **预计未来三年全球铜的供给增速将升至3%-5%**：目前来看单位GDP对应的铜矿产量处于历史上较低的水平，预计未来三年内随着经济复苏该指标预计回升，故预计未来三年铜矿产量增速可能提升至3%-5%左右。

图表：全球GDP与铜矿产量增速对比



图表：铜矿产量与全球GDP情况

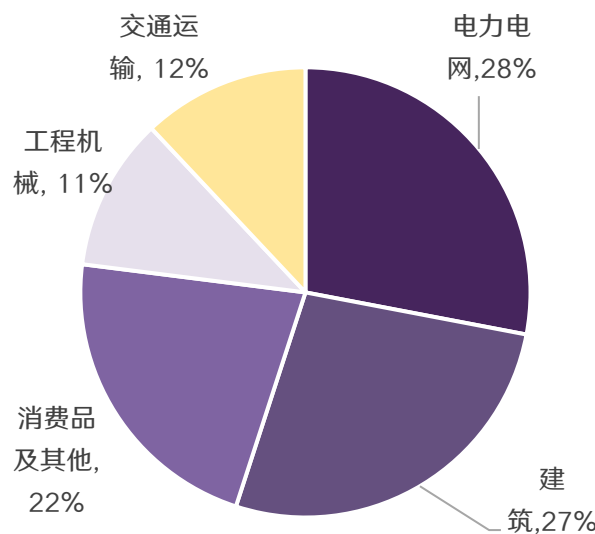
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | CAGR |
|-------------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 全球GDP (万亿美元) | 64.23 | 60.89 | 66.71 | 73.97 | 75.61 | 77.71 | 79.84 | 75.28 | 76.52 | 81.48 | 86.54 | 87.78 | 85.27 | 97.15 | 100.88 | 3.28% |
| YOY | | -5.20% | 9.56% | 10.88% | 2.23% | 2.78% | 2.73% | -5.70% | 1.64% | 6.49% | 6.21% | 1.43% | -2.85% | 13.93% | 3.84% | |
| 全球铜矿产量(万吨) | 1540 | 1590 | 1590 | 1610 | 1690 | 1830 | 1850 | 1910 | 2010 | 2000 | 2040 | 2040 | 2060 | 2120 | 2200 | 2.58% |
| YOY | | 3.25% | 0.00% | 1.26% | 4.97% | 8.28% | 1.09% | 3.24% | 5.24% | -0.50% | 2.00% | 0.00% | 0.98% | 2.91% | 3.77% | |
| GDP对应铜矿产量 (吨/亿美元) | 23.98 | 26.11 | 23.84 | 21.77 | 22.35 | 23.55 | 23.17 | 25.37 | 26.27 | 24.54 | 23.57 | 23.24 | 24.16 | 21.82 | 21.81 | |

资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

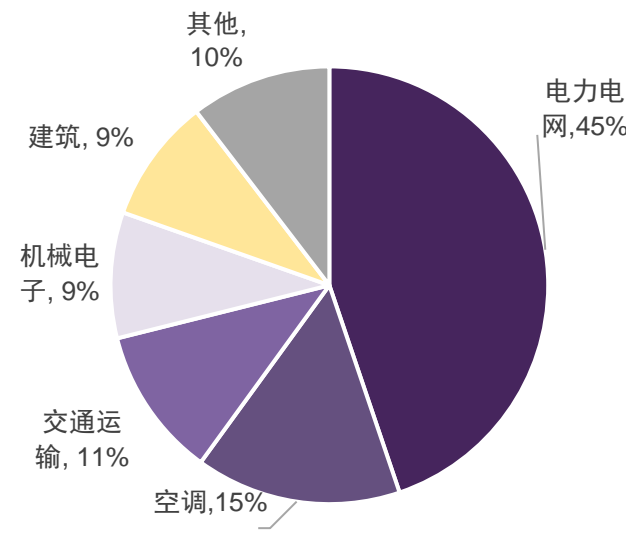
2.4 新能源对铜的需求强劲

- 铜的需求端以电力为主：全球来看铜的主要需求来自于电力电网，建筑以及家电，目前新增需求主要来自于光伏、风电、新能源车等领域。
- 全球能源供应形态从燃料供能转向材料聚能，新能源产业对金属材料需求体量越来越大。根据测算来看，在光伏、风电和新能源车领域2025年铜增量较2021年提升322.4万吨，占2021年铜矿产量15%。

图表：全球铜需求结构



图表：中国铜需求结构



图表：铜需求增量测算

| 领域 | 应用 | 行业空间 | 增量测算 |
|------|---------------------------|--|--|
| 光伏 | 铜在光伏领域中主要用于连接器、电缆和逆变器等 | 中国光伏行业协会数据显示，2021年全球光伏市场新增装机量170GW，预计2025年全球光伏市场新增装机量将到达286GW。 | 根据国际铜业协会（ICA）数据， 光伏领域单位耗铜量为每兆瓦4吨 。2021年全球光伏耗铜量为69万吨，预计2025年全球光伏耗铜量114.4万吨。 |
| 风电 | 铜在风电领域主要用于电缆、发电机和变压器等。 | 全球风能理事会（GWEC）数据显示，2021年全球风电市场新增装机量40GW，预计2025年全球风电新增装机量112GW。 | 根据ICA数据， 风力发电机组单位耗铜量为每兆瓦6吨 。2021年全球风电耗铜量为24万吨，预计2025年全球风电耗铜量67.2万吨。 |
| 新能源车 | 铜在新能源汽车领域中主要用于电池、电机和充电桩等。 | 根据EVTank数据，2021年全球新能源汽车销量625万辆，预计2025年全球新能源汽车销量1800万辆。 | 根据ICA数据， 新能源汽车单位耗铜量为每辆83千克 。2021年新能源汽车耗铜量为51.88万吨，预计2025年全球新能源汽车耗铜量为149.4万吨。2021年全球新能源领域耗铜量为97.2万吨，预计2025年全球新能源领域耗铜量为331万吨。 |

资料来源：证券市场周刊、华经产业研究院、华鑫证券研究所整理

2.5 铜矿品位下降导致对于选矿备件需求提升

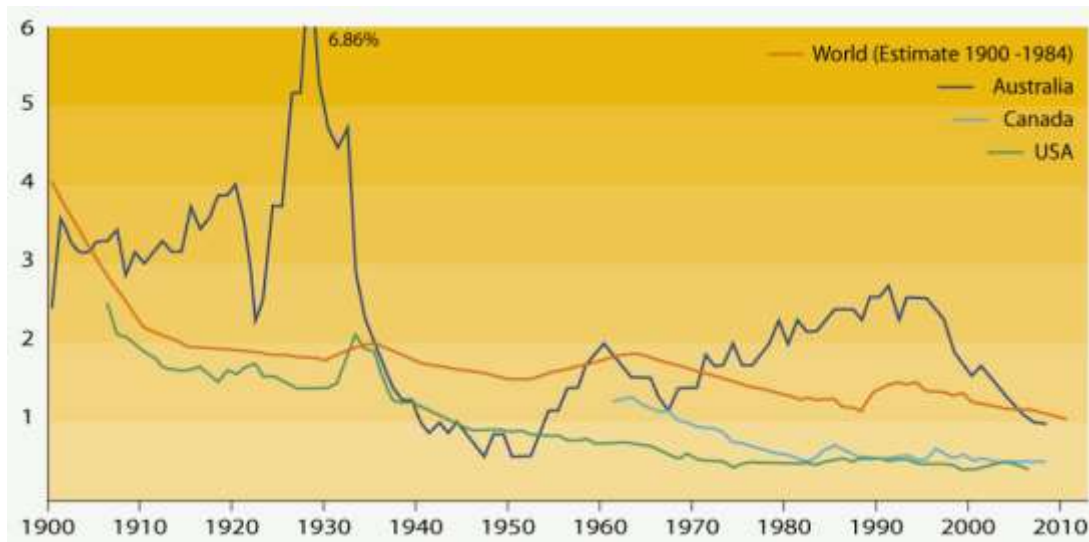
- **铜矿开采资本密度提升**：2000年，新建铜矿的基础设施平均要4000-5000美元/吨铜产能。现在资本密集度已经超过了1.2万美元。
- **铜矿品位下降导致对于选矿备件需求提升**：例如从1999年至2016年间，智利的平均铜品位下降了一半以上，从1.41%降至0.65%。铜矿品位在随着开采持续降低，意味着所需的采矿和磨矿作业的相对规模更大，对于选矿备件需求提升，即加工更多的矿石才能获得相同的精铜。

图表：典型铜矿资本密度情况

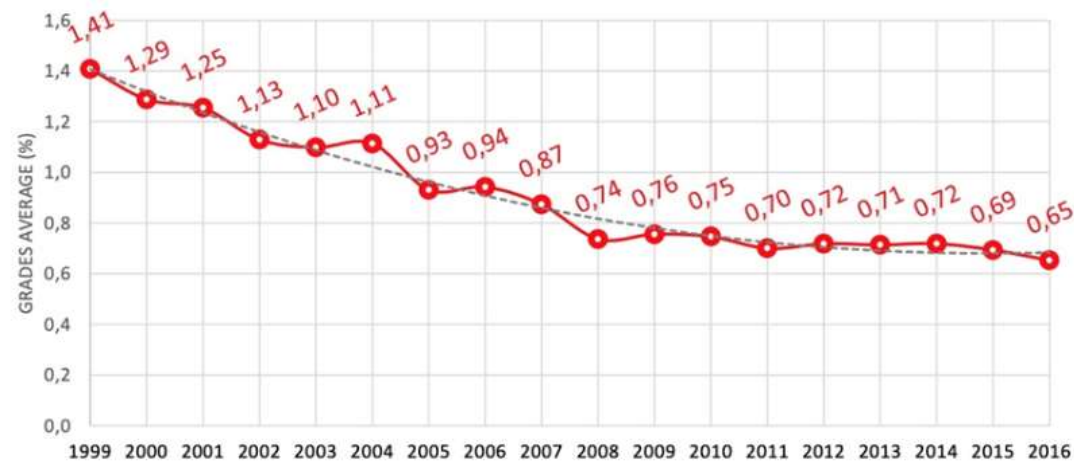
| 项目 | 资本支出 (亿美元) | 产量指引 (万吨) | 资本密集度 (美元/吨) |
|-------------------|------------|-----------|--------------|
| theCopperMountain | 4.4 | 1.0 | 43994 |
| CobrePanama | 67.0 | 17.5 | 38286 |
| Quellaveco. | 55.0 | 30.0 | 18333 |
| RedChris | 6.7 | 4.0 | 16725 |
| 巨龙 | 17.0 | 13.0 | 13077 |
| OyuTolgoi. | 70.6 | 56.0 | 12607 |
| Kamoa-Kakua | 13.0 | 20.0 | 6500 |

资料来源：AHEADOF THEHERD、GRID-Arendal、华鑫证券研究所整理

图表：全球铜矿开采品味持续走低



图表：智利铜矿品位情况



03 煤矿装备投资逻辑

研究创造价值

3.1.1 综采是煤炭开采的发展方向

➤ **综采是煤炭开采的发展方向**：综采改善了劳动条件，提高了工作面产量与效率，工作面也较为安全，顶板事故风险下降，是煤炭工业的发展方向，但综采设备价格高，技术性强，适用于煤炭规模开采。

图表：煤炭采掘方式

炮采

开采工艺过程是打眼放炮、人工或机械法装煤和刮板输送机运煤。工作面推进后用人工移设输送机，用木柱、棚子或金属支架支护工作面。炮采的设备和简单，能够适应复杂的地质条件，但劳动强度大，人工装煤和移设输送机费工费时，工作面效率低，危险程度较高。



普采

普采是落煤、装煤和运煤等回采工序实现普通机械化的采煤方式。开采工艺过程主要是机械采煤、液压千斤顶移设输送机、人工支护。普采使工作面回采工艺简化，劳动强度比炮采减轻，工作面单产和工效比炮采有了很大提高。



综采

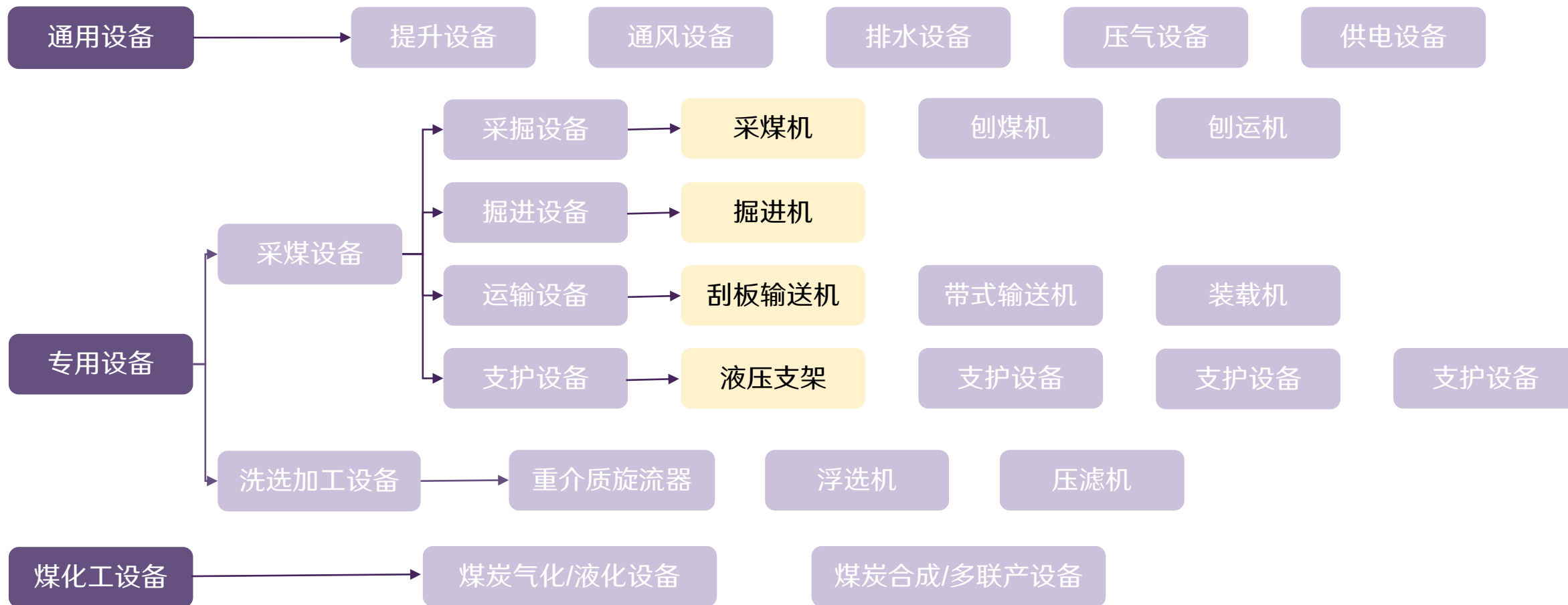
综采是综合机械化采煤的简称，将工作面落煤、装煤、运煤、顶板支护和顶板管理工艺全部用机械以自动化方式完成。其中，落煤、装煤使用双滚筒采煤机，运煤使用刮板输送机，顶板控制使用液压支架。



3.1.2 煤炭综采以三机一架为核心

煤炭装备以采煤、洗选加工以及煤化工设备为主，其中狭义上的煤机指煤炭综合采掘设备，包括掘进机、采煤机、刮板输送机及液压支架，合称“三机一架”。

图表：煤炭装备制造业产业链构成

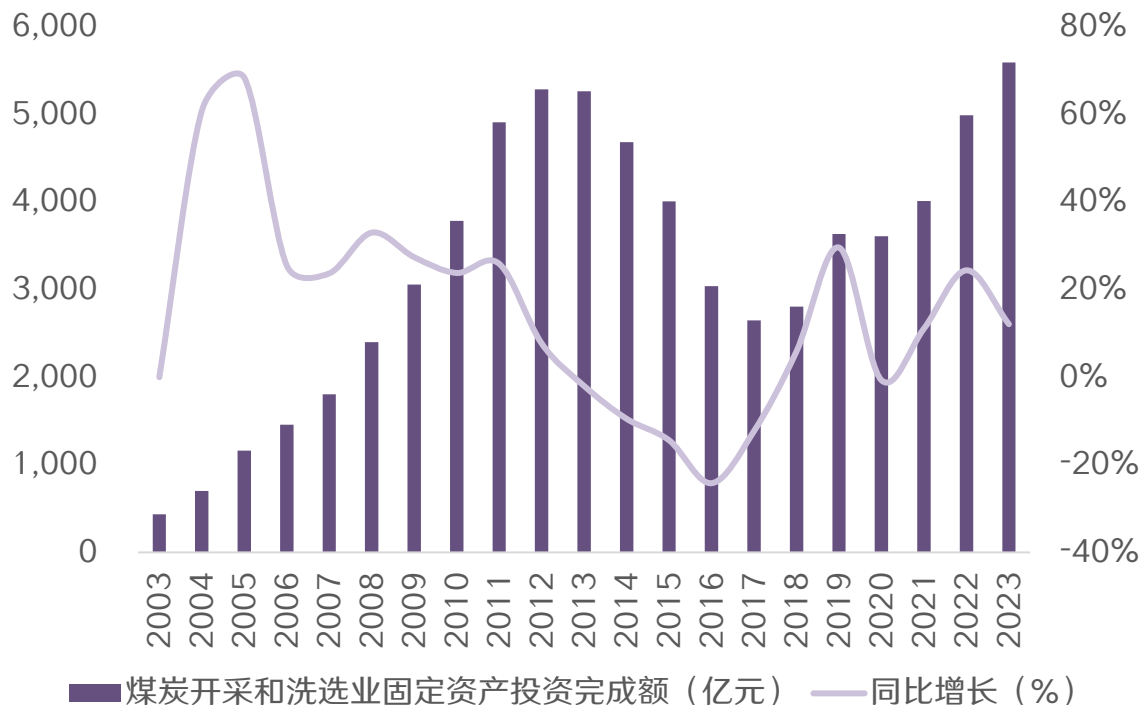


资料来源：山东矿机招股说明书第118页、华鑫证券研究所整理

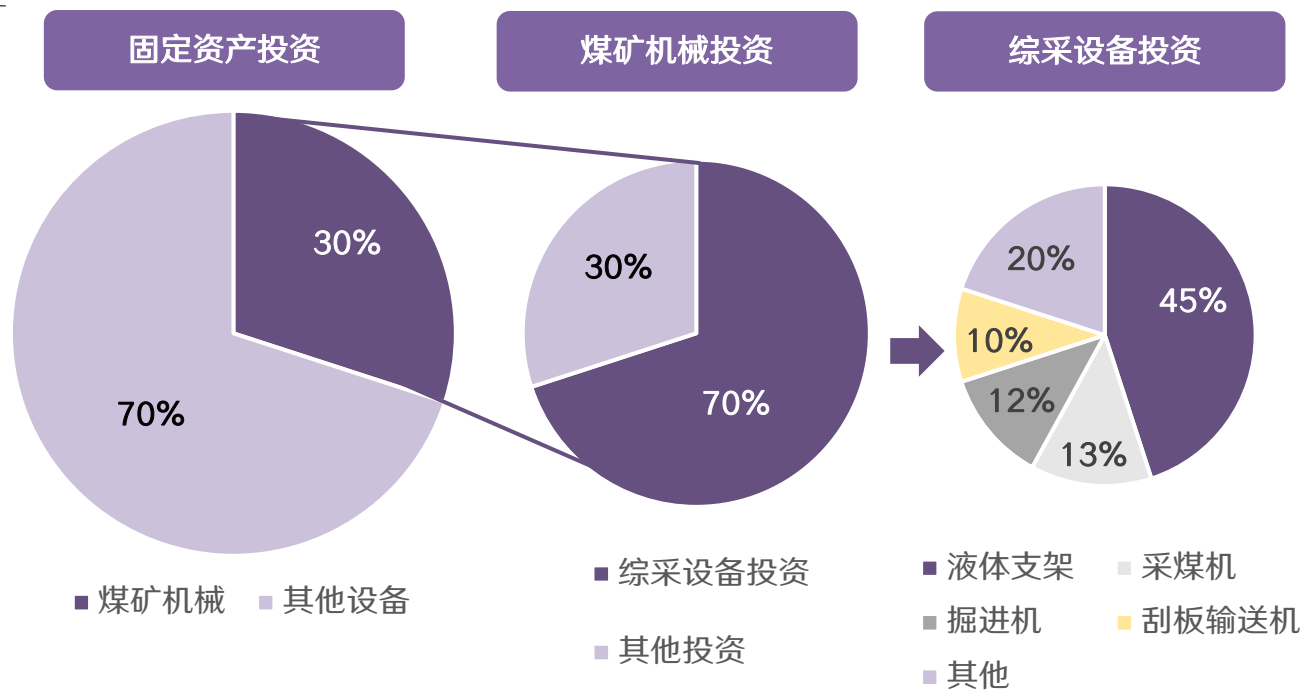
3.1.3 综采设备约占煤炭固投总金额的21%

- **煤炭固投周期性波动明显**：上一轮煤炭开采固投周期景气顶点在2012-2013年，之后伴随着煤炭价格下行以及2015年中央经济工作会议提出的供给侧改革，煤炭开采固投金额持续降低，在2017年达到最低点，后续在2019年重新实现进入上行周期。
- **综采设备约占煤炭固投总金额的21%**：目前煤矿机械约占轮煤炭开采固投总金额比例的30%，其中70%为综采设备投资，在综采设备中液压支架、采煤机、掘进机、刮板输送机分别占比45%、13%、12%、10%。

图表：国内煤炭开采和洗选业固定资产投资额



图表：煤矿综采设备投资价值量占比



资料来源：创力集团招股说明书、智研咨询、WIND、智研咨询、华鑫证券研究所整理

3.2.1 预计煤炭行业固投周期在3年内仍将上行

- **煤炭固投周期滞后于利润周期**：煤炭行业投资经历“复苏-繁荣-衰退-萧条-复苏”的周期路径较为清晰，2003-2011年为复苏繁荣期，2012-2015年为衰退期（2015年12月煤炭行业供给侧改革），2016-2018年萧条期，2019年开始重新复苏。上一轮伴随着煤价增长，煤炭开采洗选行业利润有所提升，企业端利润提升后有比较强意愿进行扩大投资，反之亦然，从2011-2013年以及2015-2017年的数据来看固投拐点的来临均落后于利润拐点。当前煤炭行业利润仍然处于高景气区间，故预计煤炭行业固投周期在3年内仍将上行。

图表：煤炭行业周期景气度情况

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | CAGR |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 原煤产量 (亿吨) | 13.3 | 16.1 | 18.2 | 20.7 | 22.9 | 26.2 | 29.6 | 32.4 | 35.2 | 36.5 | 36.8 | 38.7 | 36.8 | 33.6 | 34.5 | 35.5 | 37.5 | 38.4 | 40.7 | 45.0 | 46.6 | 6.48% |
| YOY | | 21.1% | 13.6% | 13.3% | 11.1% | 14.3% | 13.1% | 9.1% | 8.8% | 3.7% | 0.8% | 5.3% | -4.9% | -8.7% | 2.4% | 2.9% | 5.6% | 2.6% | 5.9% | 10.4% | 3.6% | |
| 煤炭价格 (元/吨) | 267.5 | 390.8 | 428.4 | 426.7 | 466.5 | 747.7 | 598.2 | 746.5 | 819.0 | 700.9 | 588.9 | 521.0 | 424.8 | 460.3 | 586.4 | 570.3 | 573.4 | 549.7 | 673.9 | 736.7 | 726.8 | 5.13% |
| YOY | | 46.1% | 9.6% | -0.4% | 9.3% | 60.3% | -20.0% | 24.8% | 9.7% | -14.4% | -16.0% | -11.5% | -18.5% | 8.4% | 27.4% | -2.7% | 0.5% | -4.1% | 22.6% | 9.3% | -1.3% | |
| 煤炭开采和洗选业利润总额 (亿元) | 138 | 307 | 552 | 677 | 872 | 2,000 | 1,827 | 2,930 | 4,342 | 3,555 | 2,370 | 1,268 | 441 | 1,091 | 2,959 | 2,888 | 2,830 | 2,223 | 7,023 | 10,202 | 7,629 | 22.23% |
| YOY | | 123% | 80% | 23% | 29% | 129% | -9% | 60% | 48% | -18% | -33% | -46% | -65% | 147% | 171% | -2% | -2% | -21% | 216% | 45% | -25% | |
| 单位原煤产量利润额 (元/吨) | 10.4 | 19.1 | 30.2 | 32.8 | 38.0 | 76.3 | 61.6 | 90.6 | 123.3 | 97.4 | 64.4 | 32.7 | 12.0 | 32.4 | 85.9 | 81.5 | 75.6 | 57.8 | 172.5 | 226.9 | 163.8 | |
| 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额 (亿元) | 437 | 702 | 1163 | 1459 | 1805 | 2399 | 3057 | 3785 | 4907 | 5286 | 5263 | 4682 | 4007 | 3038 | 2648 | 2805 | 3635 | 3609 | 4010 | 4988 | 5592 | 13.60% |
| YOY | 0.0% | 60.8% | 68.4% | 25.5% | 23.7% | 33.0% | 27.4% | 23.8% | 25.9% | 7.7% | -2.0% | -9.5% | -14.4% | -24.2% | -12.3% | 5.9% | 29.6% | -0.7% | 11.1% | 24.4% | 12.1% | |
| 单位原煤产量固定资产投资额 (元/吨) | 32.9 | 43.7 | 63.7 | 70.6 | 78.6 | 91.5 | 103.1 | 117.0 | 139.4 | 144.8 | 143.0 | 120.9 | 108.7 | 90.3 | 76.9 | 79.1 | 97.0 | 93.9 | 98.5 | 111.0 | 120.0 | 6.68% |

资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

3.2.2 当前煤炭固投投资强度仍有提升空间

- 我们使用单位原煤产量对应利润额衡量投资能力，单位原煤产量对应固定资产投资额来衡量投资强度，从目前来看本轮单位原煤产量利润额163.8元已经高于上轮123.3元的高点，同时单位原煤产量固定资产投资额目前为120元，仍然低于上轮144.8元的高点，投资能力强而投资强度低，另外考虑到智能化水平带来的装备价值量提升，故我们判断当前煤炭固投投资强度仍有提升空间。

图表：煤炭行业周期景气度情况

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | CAGR |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 原煤产量 (亿吨) | 13.3 | 16.1 | 18.2 | 20.7 | 22.9 | 26.2 | 29.6 | 32.4 | 35.2 | 36.5 | 36.8 | 38.7 | 36.8 | 33.6 | 34.5 | 35.5 | 37.5 | 38.4 | 40.7 | 45.0 | 46.6 | 6.48% |
| YOY | | 21.1% | 13.6% | 13.3% | 11.1% | 14.3% | 13.1% | 9.1% | 8.8% | 3.7% | 0.8% | 5.3% | -4.9% | -8.7% | 2.4% | 2.9% | 5.6% | 2.6% | 5.9% | 10.4% | 3.6% | |
| 煤炭价格 (元/吨) | 267.5 | 390.8 | 428.4 | 426.7 | 466.5 | 747.7 | 598.2 | 746.5 | 819.0 | 700.9 | 588.9 | 521.0 | 424.8 | 460.3 | 586.4 | 570.3 | 573.4 | 549.7 | 673.9 | 736.7 | 726.8 | 5.13% |
| YOY | | 46.1% | 9.6% | -0.4% | 9.3% | 60.3% | -20.0% | 24.8% | 9.7% | -14.4% | -16.0% | -11.5% | -18.5% | 8.4% | 27.4% | -2.7% | 0.5% | -4.1% | 22.6% | 9.3% | -1.3% | |
| 煤炭开采和洗选业利润总额 (亿元) | 138 | 307 | 552 | 677 | 872 | 2,000 | 1,827 | 2,930 | 4,342 | 3,555 | 2,370 | 1,268 | 441 | 1,091 | 2,959 | 2,888 | 2,830 | 2,223 | 7,023 | 10,202 | 7,629 | 22.23% |
| YOY | | 123% | 80% | 23% | 29% | 129% | -9% | 60% | 48% | -18% | -33% | -46% | -65% | 147% | 171% | -2% | -2% | -21% | 216% | 45% | -25% | |
| 单位原煤产量利润额 (元/吨) | 10.4 | 19.1 | 30.2 | 32.8 | 38.0 | 76.3 | 61.6 | 90.6 | 123.3 | 97.4 | 64.4 | 32.7 | 12.0 | 32.4 | 85.9 | 81.5 | 75.6 | 57.8 | 172.5 | 226.9 | 163.8 | |
| 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额 (亿元) | 437 | 702 | 1163 | 1459 | 1805 | 2399 | 3057 | 3785 | 4907 | 5286 | 5263 | 4682 | 4007 | 3038 | 2648 | 2805 | 3635 | 3609 | 4010 | 4988 | 5592 | 13.60% |
| YOY | | 60.8% | 68.4% | 25.5% | 23.7% | 33.0% | 27.4% | 23.8% | 25.9% | 7.7% | -2.0% | -9.5% | -14.4% | -24.2% | -12.3% | 5.9% | 29.6% | -0.7% | 11.1% | 24.4% | 12.1% | |
| 单位原煤产量固定资产投资额 (元/吨) | 32.9 | 43.7 | 63.7 | 70.6 | 78.6 | 91.5 | 103.1 | 117.0 | 139.4 | 144.8 | 143.0 | 120.9 | 108.7 | 90.3 | 76.9 | 79.1 | 97.0 | 93.9 | 98.5 | 111.0 | 120.0 | 6.68% |

资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

3.2.3 煤炭固投设备更替逻辑也较为确定

➤ **更替逻辑确定**：我国煤机产品更替周期大约为5-7年，因此设备更新需求主要取决于5年前的设备投资额，而2019年-2023年正是煤炭开采固投开启新一轮增长的时期，预计将带来2024-2028年大量的设备更新需求。

图表：煤炭行业周期景气度情况

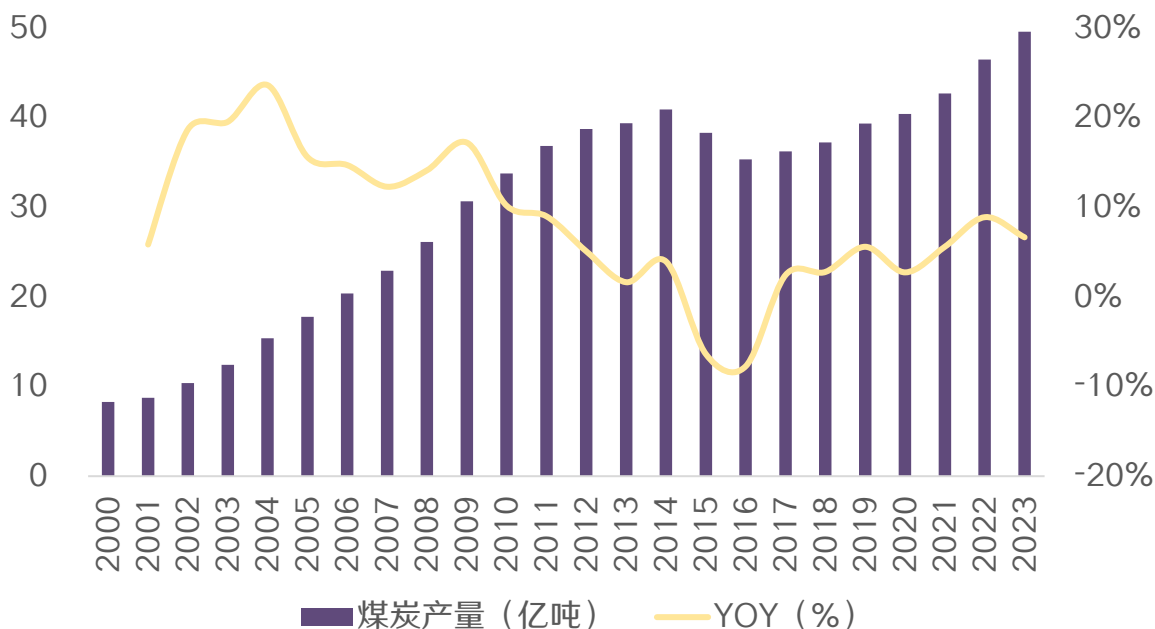
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | CAGR |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 原煤产量 (亿吨) | 13.3 | 16.1 | 18.2 | 20.7 | 22.9 | 26.2 | 29.6 | 32.4 | 35.2 | 36.5 | 36.8 | 38.7 | 36.8 | 33.6 | 34.5 | 35.5 | 37.5 | 38.4 | 40.7 | 45.0 | 46.6 | 6.48% |
| YOY | | 21.1% | 13.6% | 13.3% | 11.1% | 14.3% | 13.1% | 9.1% | 8.8% | 3.7% | 0.8% | 5.3% | -4.9% | -8.7% | 2.4% | 2.9% | 5.6% | 2.6% | 5.9% | 10.4% | 3.6% | |
| 煤炭价格 (元/吨) | 267.5 | 390.8 | 428.4 | 426.7 | 466.5 | 747.7 | 598.2 | 746.5 | 819.0 | 700.9 | 588.9 | 521.0 | 424.8 | 460.3 | 586.4 | 570.3 | 573.4 | 549.7 | 673.9 | 736.7 | 726.8 | 5.13% |
| YOY | | 46.1% | 9.6% | -0.4% | 9.3% | 60.3% | -20.0% | 24.8% | 9.7% | -14.4% | -16.0% | -11.5% | -18.5% | 8.4% | 27.4% | -2.7% | 0.5% | -4.1% | 22.6% | 9.3% | -1.3% | |
| 煤炭开采和洗选业利润总额 (亿元) | 138 | 307 | 552 | 677 | 872 | 2,000 | 1,827 | 2,930 | 4,342 | 3,555 | 2,370 | 1,268 | 441 | 1,091 | 2,959 | 2,888 | 2,830 | 2,223 | 7,023 | 10,202 | 7,629 | 22.23% |
| YOY | | 123% | 80% | 23% | 29% | 129% | -9% | 60% | 48% | -18% | -33% | -46% | -65% | 147% | 171% | -2% | -2% | -21% | 216% | 45% | -25% | |
| 单位原煤产量利润率 (元/吨) | 10.4 | 19.1 | 30.2 | 32.8 | 38.0 | 76.3 | 61.6 | 90.6 | 123.3 | 97.4 | 64.4 | 32.7 | 12.0 | 32.4 | 85.9 | 81.5 | 75.6 | 57.8 | 172.5 | 226.9 | 163.8 | |
| 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额 (亿元) | 437 | 702 | 1163 | 1459 | 1805 | 2399 | 3057 | 3785 | 4907 | 5286 | 5263 | 4682 | 4007 | 3038 | 2648 | 2805 | 3635 | 3609 | 4010 | 4988 | 5592 | 13.60% |
| YOY | 0.0% | 60.8% | 68.4% | 25.5% | 23.7% | 33.0% | 27.4% | 23.8% | 25.9% | 7.7% | -2.0% | -9.5% | -14.4% | -24.2% | -12.3% | 5.9% | 29.6% | -0.7% | 11.1% | 24.4% | 12.1% | |
| 单位原煤产量固定资产投资额 (元/吨) | 32.9 | 43.7 | 63.7 | 70.6 | 78.6 | 91.5 | 103.1 | 117.0 | 139.4 | 144.8 | 143.0 | 120.9 | 108.7 | 90.3 | 76.9 | 79.1 | 97.0 | 93.9 | 98.5 | 111.0 | 120.0 | 6.68% |

资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

3.3.1 从能源安全角度出发，我国煤炭稳产保供仍有重要意义

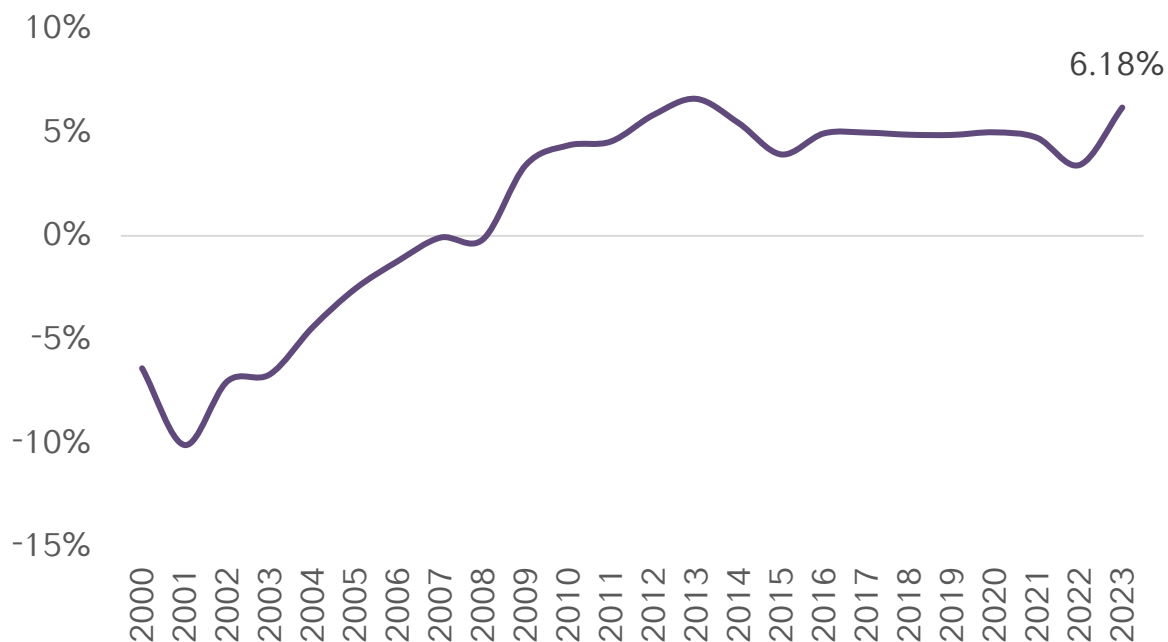
- **煤炭进口依存度出现提升：** 2023年中国煤炭实际需求量为49.65亿吨，同比增长6.67%，同期我国煤净进口量为3.07亿吨，进口依存度为6.18%。从数据来看我国自2000年开始煤炭实际需求稳步走高，2000年-2023年煤炭实际需求复合增速达8.1%，但同时我国煤炭进口依存度也有所提升，整体煤炭从净出口转向净进口。
- **预计政策端将稳定煤炭供应：** 习总书记指出“能源的饭碗必须端在自己手里”。从保障能源安全、稳定能源供应上讲，煤炭发挥着无可替代的“压舱石”与“基本盘”作用。故预计即使在双碳政策下，煤炭生产也将会平稳运行，不会出现运动式降碳、踩急刹车。

图表：煤炭实际需求以及增速情况



备注：煤炭实际需求=煤炭净进口+煤炭产量
资料来源：Wind、华鑫证券研究所整理

图表：煤炭进口依存度



备注：进口依存度=煤炭净进口量/煤炭实际需求

3.3.2 国际局势的不确定性带来煤炭固投周期的确定性

➤ **煤炭价格与原油价格高度相关，国际局势的不确定性推动煤炭固投周期：**由于能源属于全球定价，当前国际局势不甚明朗，俄乌、中东冲突不断，战争的强度与烈度与日俱增，无疑将会助推以石油为代表的一系列能源价格提升（类似上世纪七十年代），同时从数据来看，国内煤价与国际原油价格高度相关，后续如果第六次中东战争爆发或者其他不确定因素扰动导致原油中断供给，将会驱动原油价格大幅提升，国内的煤炭价格大概率也将出现上行，而国内政策层面为了保证能源价格稳定，从能源安全层面出发将会鼓励煤炭产量稳步提升，故预计后续煤炭行业固投周期在3-5年内仍将持续。

图表：原油与煤炭价格情况



图表：原油与煤炭价格同比情况



资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

3.4.1 历年煤炭项目批复情况

➤ 不同类型矿井建设项目的审批流程及审批机构存在一些差异，其中国家发改委负责500万吨及以上的煤炭开发项目，国家能源局负责120万吨-500万吨煤炭开发项目，省级政府负责120万吨以下煤炭开发项目。

| 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资额 (亿元) | 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资额 (亿元) | 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资额 (亿元) |
|------------|----------------|-------------|------------|------------|------------------------|-------------|------------|------------|-------------------------|-------------|------------|
| 2024/4/9 | 孔兑沟矿井及选煤厂 | 700 | 69.35 | 2021/10/13 | 甘肃吐鲁矿区红沙梁矿井 | 240 | 22.95 | 2020/9/9 | 新疆巴州阳霞矿区苏库努尔区玉鑫煤矿 | 120 | 13.75 |
| 2024/3/4 | 黑龙江双鸭山矿区西区东辉煤矿 | 180 | 28.16 | 2021/9/23 | 新疆准东老君庙矿区四号矿井 | 120 | 12.42 | 2020/9/9 | 昌吉白杨河矿区白杨河矿井一期工程 | 120 | 15.04 |
| 2023/11/21 | 克布尔碱矿区十二号煤矿 | 150 | 17.82 | 2021/3/2 | 贵州六枝黑塘矿区化乐煤矿二期 | 210 | 23.15 | 2020/8/25 | 克布尔碱矿区六号、七号矿井整合煤矿(润田煤矿) | 120 | 10.58 |
| 2023/11/21 | 阳霞矿区卡达希区一号煤矿 | 120 | 18.33 | 2020/12/28 | 新疆昌吉白杨河矿区天业煤矿 | 240 | 17.01 | 2020/8/25 | 阳霞矿区卡达希区整合二号矿井(轮台阳霞煤矿) | 120 | 11.41 |
| 2023/11/30 | 甘肃宁正矿区九龙川煤矿项目 | 800 | 165 | 2020/12/28 | 阿勒泰鑫泰矿业五号煤矿 | 120 | 4.69 | 2020/8/25 | 新疆哈密三塘湖矿区条湖三号矿井一期工程 | 120 | 10.89 |
| 2023/11/30 | 灵台矿区唐家河项目 | 500 | 75 | 2020/12/28 | 新疆七克台矿区资源整合区二号整合井田 | 120 | 8.94 | 2020/8/25 | 鄯善县七克台矿区资源整合区一号整合井田 | 150 | 8.4 |
| 2023/9/25 | 灵台安家庄煤矿项目 | 500 | 84.43 | 2020/12/28 | 新疆北山露天煤矿一期 | 300 | 6.03 | 2020/6/10 | 新疆沙湾矿区西区红山西煤矿 | 120 | 7.33 |
| 2023/6/29 | 张掖平山湖一号矿井开发 | 240 | 28 | 2020/12/28 | 新疆伊宁矿区北区七号矿井一期 | 300 | 22.42 | 2020/6/10 | 华亭矿区五举煤矿 | 240 | 32.67 |
| 2022/5/24 | 内蒙古准格尔矿区东坪煤矿 | 400 | 32.86 | 2020/12/28 | 伊宁矿区中小型煤矿整合区伊泰伊犁矿业公司煤矿 | 450 | 20.89 | 2020/3/18 | 韩城矿区王峰煤矿 | 300 | 41.84 |
| 2022/3/15 | 山西西山矿区中社煤矿 | 150 | 44.95 | 2020/11/18 | 和什托洛盖矿区小型煤矿整合区泉龙煤矿 | 120 | 8.06 | 2019/12/20 | 贵州发耳矿区发耳二矿西井二期工程 | 240 | 19.34 |
| 2022/2/8 | 陕西榆横矿区南区黄蒿界煤矿 | 300 | 48.21 | 2020/11/18 | 新疆吐鲁番市七泉湖矿区星亮二矿矿井 | 120 | 9.07 | 2019/9/24 | 澄合矿区西卓煤矿项目 | 300 | 40.04 |
| 2022/1/20 | 宁夏积家井矿区新乔煤矿 | 240 | 35.32 | 2020/11/18 | 伊宁矿区北区干沟煤矿 | 240 | 11.97 | 2019/8/28 | 平顶山矿区夏店煤矿项目 | 150 | 32.57 |
| 2021/10/13 | 甘肃吐鲁矿区红沙梁露天矿 | 200 | 15.26 | 2020/11/18 | 塔里克区二号矿井(轮台卫东煤矿)一期工程 | 120 | 11.46 | 2019/8/28 | 离柳矿区吴家崮煤矿项目 | 300 | 46.2 |
| 2021/10/13 | 宁夏萌城矿区惠安煤矿 | 150 | 25.49 | 2020/9/9 | 和什托洛盖矿区陶和矿井一期工程 | 120 | 11.86 | 2019/7/23 | 红墩子矿区红二煤矿项目 | 240 | 27.57 |

资料来源：国家发改委、国家能源局及各省级政府网站、能源新闻网、华鑫证券研究所整理

3.4.1 历年煤炭项目批复情况

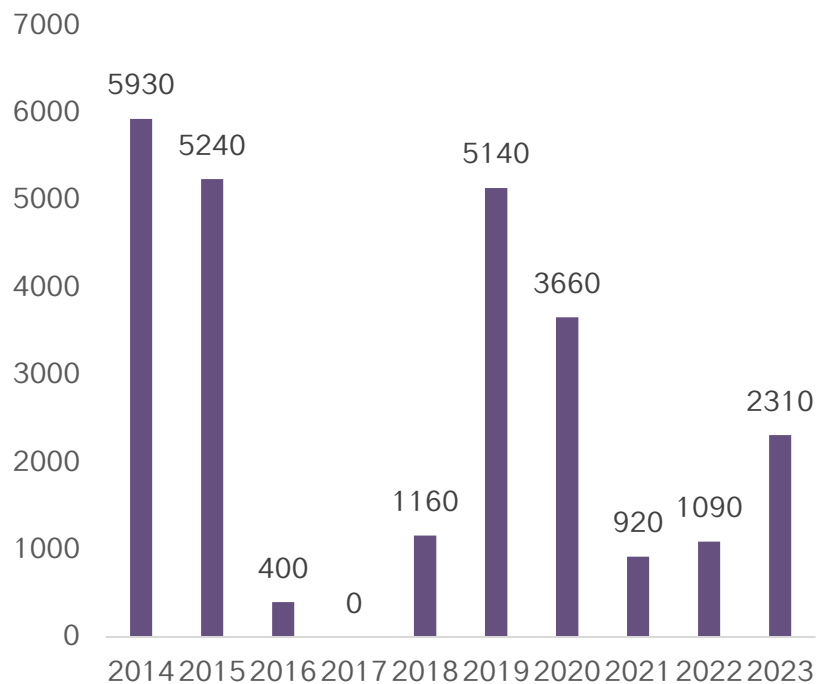
| 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资 额 (亿元) | 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资 额 (亿元) | 批复时间 | 项目名称 | 建设规模 (万吨/年) | 项目投资 额 (亿元) |
|-----------|---------------------------|----------------|----------------|------------|----------------------|----------------|----------------|-----------|-------------------|----------------|----------------|
| 2019/7/23 | 红墩子矿区红一煤矿项目 | 240 | 30.99 | 2018/5/24 | 盘江矿区南区马依西一井项目 | 240 | 32.47 | 2015/5/15 | 内蒙古准格尔矿区玻璃沟煤矿项目 | 400 | 30.98 |
| 2019/6/11 | 澄合矿区山阳煤矿项目 | 300 | 27.89 | 2018/1/26 | 黑山矿区黑山露天煤矿一期工程项目 | 400 | 24.13 | 2015/4/2 | 宁夏韦州矿区永安煤矿项目 | 120 | 18 |
| 2019/6/11 | 红墩子矿区红四煤矿项目 | 240 | 33.74 | 2018/1/17 | 巴里坤矿区别斯库都克露天煤矿一期工程项目 | 200 | 9.19 | 2015/4/2 | 陕西永陇矿区麟游区崔木煤矿项目 | 400 | 22.5 |
| 2019/5/23 | 轩岗矿区北辛窑煤矿项目 | 400 | 53.33 | 2018/1/17 | 拜城矿区阿尔格敏露天煤矿项目 | 120 | 7.52 | 2015/4/2 | 宁夏马家滩矿区金家渠煤矿项目 | 400 | 34.12 |
| 2019/5/23 | 灵北煤矿项目 | 240 | 30.45 | 2018/1/17 | 巴里坤矿区吉郎德露天煤矿一期工程项目 | 200 | 15.64 | 2015/1/7 | 内蒙古塔然高勒矿区泊江海子煤矿项目 | 300 | 28.04 |
| 2019/5/23 | 积家井矿区宋新庄煤矿项目 | 120 | 16.4 | 2016/1/11 | 陕西彬长矿区文家坡煤矿项目 | 400 | 43.16 | 2014/12/9 | 甘肃沙井子矿区马福川煤矿项目 | 500 | 50.9 |
| 2019/3/18 | 灵台矿区邵寨煤矿项目 | 120 | 24.15 | 2015/11/16 | 内蒙古新街矿区马泰壕煤矿一期工程项目 | 400 | 28.95 | 2014/8/25 | 甘肃宁正矿区新庄煤矿项目 | 800 | 84.23 |
| 2019/3/18 | 鱼卡矿区鱼卡二号井项目 | 180 | 10.78 | 2015/9/8 | 陕西榆横矿区魏墙煤矿项目 | 300 | 18.88 | 2014/6/29 | 宁夏韦州矿区韦二煤矿项目 | 150 | 13.11 |
| 2019/3/8 | 上海庙矿区长城六号煤矿项目 | 150 | 23.33 | 2015/7/24 | 安徽淮北矿区信湖煤矿项目 | 300 | 33.34 | 2014/5/19 | 陕西旬耀矿区青岗坪煤矿项目 | 120 | 16.78 |
| 2019/3/8 | 新疆和什托洛盖矿区红山煤矿 | 300 | 22.46 | 2015/7/7 | 内蒙古准格尔矿区麻地梁煤矿项目 | 500 | 21.34 | 2014/5/19 | 内蒙古宝日希勒矿区谢尔塔拉煤矿项目 | 700 | 40.6 |
| 2019/3/8 | 郑庄煤矿项目 | 400 | 88.02 | 2015/7/7 | 内蒙古神东矿区东胜区转龙湾煤矿项目 | 500 | 23.59 | 2014/5/19 | 山西离柳矿区光明煤矿项目 | 240 | 28.67 |
| 2019/3/8 | 上海庙矿区长城五号煤矿 | 180 | 26.82 | 2015/7/7 | 内蒙古塔然高勒矿区红庆梁煤矿项目 | 600 | 44.5 | 2014/3/26 | 内蒙古呼吉尔特矿区门克庆煤矿项目 | 1200 | 74.47 |
| 2019/1/25 | 五彩湾矿区二号露天矿一期工程项目 | 400 | 11.16 | 2015/5/18 | 山西晋城矿区东大煤矿项目 | 500 | 49.84 | 2014/3/26 | 内蒙古呼吉尔特矿区葫芦素煤矿项目 | 1300 | 77.32 |
| 2019/1/29 | 新疆昌吉白杨河矿区苇子沟矿井一期工程 | 240 | 19.83 | 2015/6/12 | 宁夏马家滩矿区双马一矿项目 | 400 | 34.44 | 2014/2/27 | 陕西榆神矿区杭来湾煤矿及选煤厂项目 | 800 | 42.01 |
| 2019/1/11 | 中联润世露天煤矿(即红沙泉北露天煤矿)一期工程项目 | 400 | 8.54 | 2015/6/12 | 陕西榆神矿区柳巷煤矿项目 | 120 | 12.6 | 2014/1/29 | 陕西庙哈孤矿区安山煤矿项目 | 120 | 9.49 |

资料来源：国家发改委、国家能源局及各省级政府网站、能源新闻网、华鑫证券研究所整理

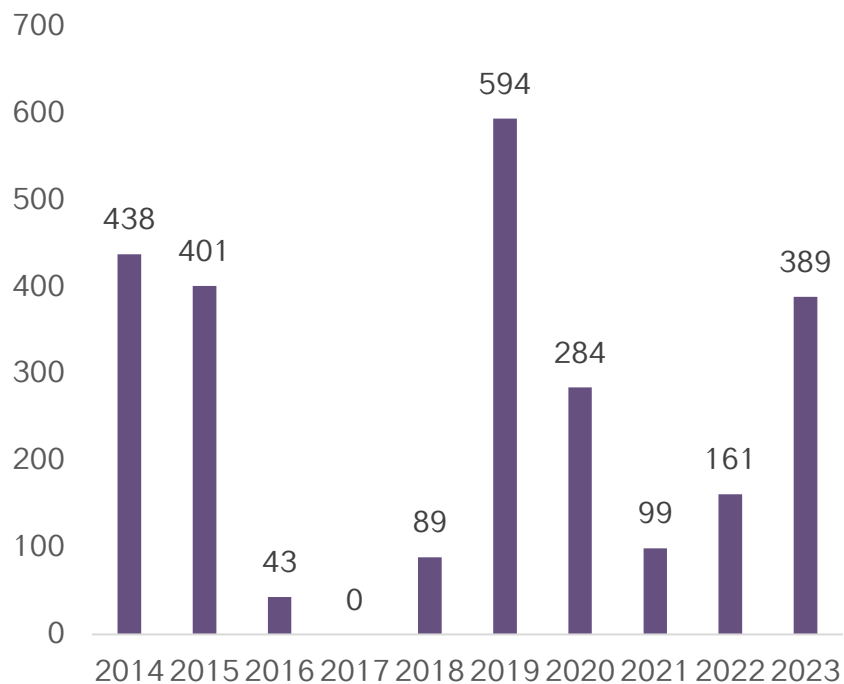
3.4.2 22年-23年项目步入在建有望提升设备需求量

- **政策审批对于煤炭项目开工建设影响较大：**我们认为煤矿项目审批具备明显周期性，例如在2015年12月中央经济工作会议中提出供给侧改革，进行去产能、去库存，煤炭项目审批进入停滞，项目建设规模以及投资额大幅下降，后续在2018、2019年逐渐实现恢复；在双碳政策影响下，2021年项目审批也出现一定程度停滞。
- **2022年-2023年项目步入在建有望提升设备需求量：**一般煤矿建设周期约2~4年，即可推算当前项目主要是2021年左右，后续伴随2022年-2023年审批项目步入在建，将有望提升对于上游设备需求量。

图表：煤炭项目建设规模（万吨/年）



图表：煤炭项目投资额（亿元）



图表：煤矿建设关键政策节点

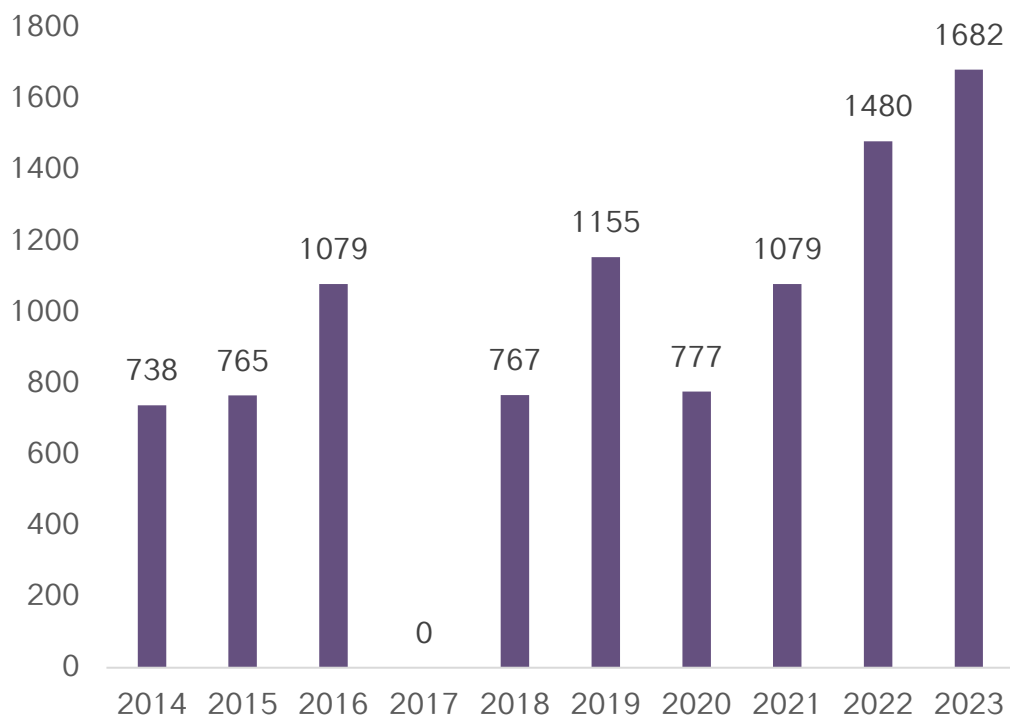
| 时间 | 关键政策 |
|----------|--|
| 2015年12月 | 中央经济工作会议提出供给侧改革，进行去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板 |
| 2020年2月 | 国家发展改革委印发《关于加快煤矿智能化发展的指导意见》 |
| 2021年4月 | 中央财经委员会第九次会议强调，我国力争2030年前实现碳达峰，2060年前实现碳中和 |
| 2021年7月 | 国家能源局关于有序推进煤矿项目核准建设投产工作的通知 |
| 2024年4月 | 国家发改委、国家能源局发布关于建立煤炭产能储备制度的实施意见 |

资料来源：国家发改委、国家能源局及各省级政府网站、华鑫证券研究所整理

3.4.3 智能化提升煤炭单位规模投资额

在煤炭智能化政策支持下，煤炭单位规模投资出现提升：2020年2月国家发改委等8部委联合出台关于加快煤矿智能化发展的指导意见，鼓励智能化示范煤矿建设，煤炭单位规模投资额呈现持续提升趋势，从2014年的738元/吨至2023年的1682元/吨，复合增速为9.59%。

图表：煤炭单位规模投资额（元/吨）



资料来源：WIND、国家发改委、国家能源局及各省级政府网站、华鑫证券研究所整理

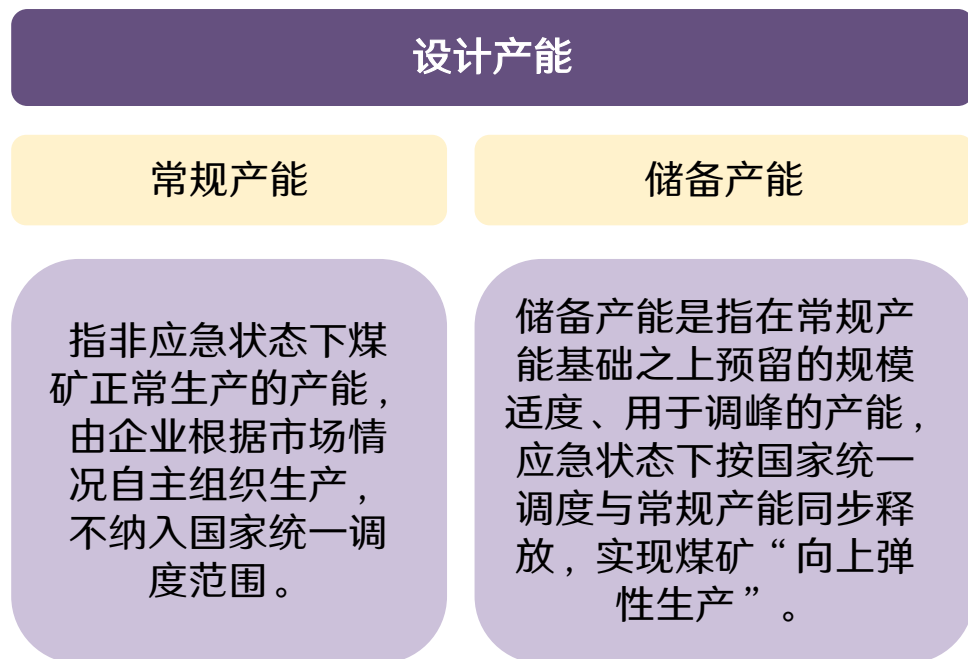
图表：煤炭智能化建设政策介绍

| | |
|------|--|
| 主要目标 | <p>到2021年，建成多种类型、不同模式的智能化示范煤矿，初步形成煤矿开拓设计、地质保障、生产、安全等主要环节的信息化传输、自动化运行技术体系，基本实现掘进工作面减人提效、综采工作面内少人或无人操作、井下和露天煤矿固定岗位的无人值守与远程监控。</p> <p>到2025年，大型煤矿和灾害严重煤矿基本实现智能化，形成煤矿智能化建设技术规范与标准体系，实现开拓设计、地质保障、采掘（剥）、运输、通风、洗选物流等系统的智能化决策和自动化协同运行，井下重点岗位机器人作业，露天煤矿实现智能连续作业和无人化运输。</p> <p>到2035年，各类煤矿基本实现智能化，构建多产业链、多系统集成的煤矿智能化系统，建成智能感知、智能决策、自动执行的煤矿智能化体系。</p> |
| 主要任务 | <p>提高智能化技术与装备水平：推进大型煤机装备、煤矿机器人研发及产业化应用，实施机械化换人、自动化减人专项行动，提高智能装备的成套化和国产化水平。</p> <p>加快生产煤矿智能化改造：对具备条件的生产煤矿加快智能化改造，在采掘（剥）、供电、供排水、通风、主辅运输、安全监测、洗选等生产经营管理环节，进行智能优化提升，推进固定岗位的无人值守和危险岗位的机器人作业，实现传统煤矿的智能化转型升级。</p> <p>延伸智能煤机制造产业链：从主要提供煤机产品向提供产品与服务转变、向提供整体解决方案转变、向提供系统集成总承包转变，推动制造与服务的协同发展。开展大型煤矿企业、大数据专业服务商等数据平台之间的应用与交易，培育煤矿大数据开发、融资租赁、数据征信等服务新模式。</p> <p>积极参与“一带一路”建设：加强与“一带一路”沿线国家能源发展战略对接，构建煤矿智能化技术交流平台，探索与沿线国家企业、相关机构建立战略合作伙伴关系。以国际合作为契机，带动我国煤矿智能化技术、装备、标准、服务走出去。</p> |

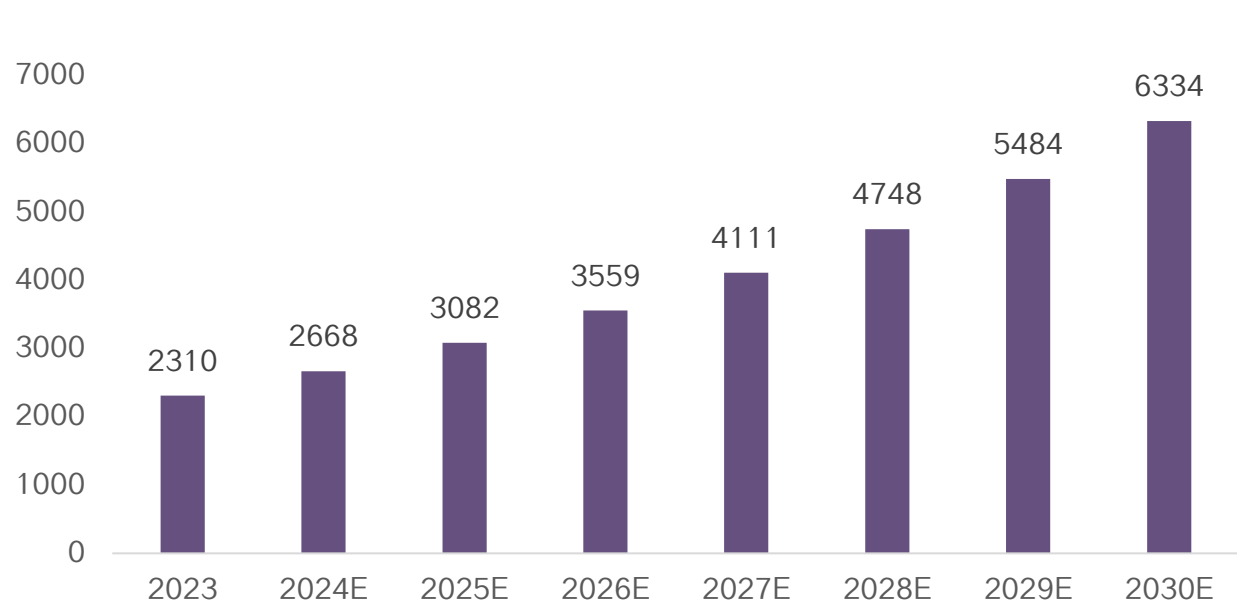
3.4.4 煤炭储备制度有望提升煤矿项目核准数量

- **煤炭储备制度有望提升煤矿项目核准数量**：2024年4月12日，据国家发改委消息，国家发展改革委、国家能源局发布关于建立煤炭产能储备制度的实施意见。意见中指出：到2027年，初步建立煤炭产能储备制度，**有序核准建设一批产能储备煤矿项目**，形成一定规模的可调度产能储备；到2030年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，**力争形成3亿吨/年左右的可调度产能储备**，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。
- 按照2030年达到3亿可调度产能储备测算，**预计2023-2030年煤炭项目建设规模复合增速为15.5%**。

图表：煤炭产能类型说明



图表：预计煤炭项目审批建设规模情况（万吨/年）



注：预测方式为假设每年煤炭项目审批建设规模增速一致，并且24年至30年合计总额为3亿吨左右

资料来源：WIND、国家发改委、国家能源局及各省级政府网站、华鑫证券研究所整理

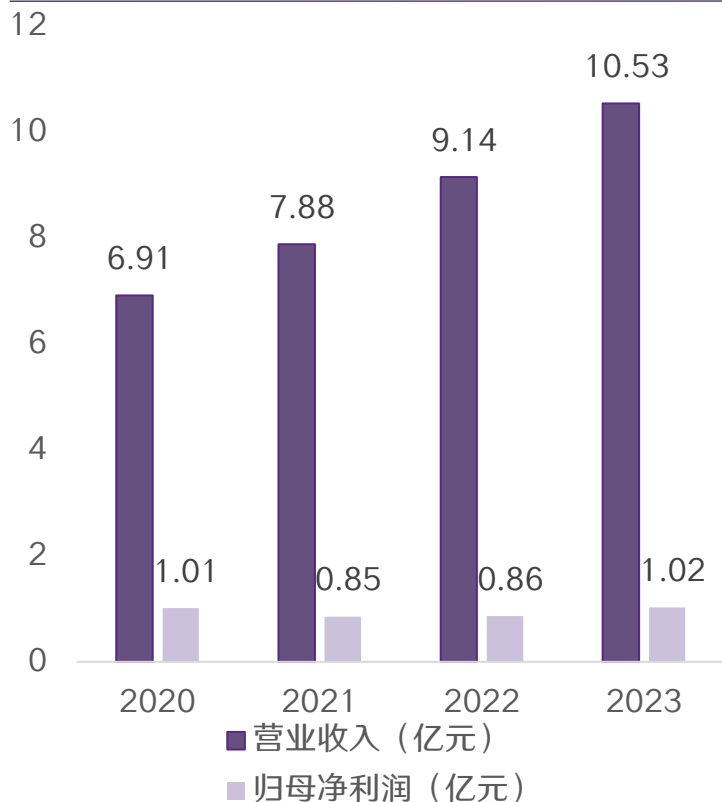
04 重点公司推荐

研究创造价值

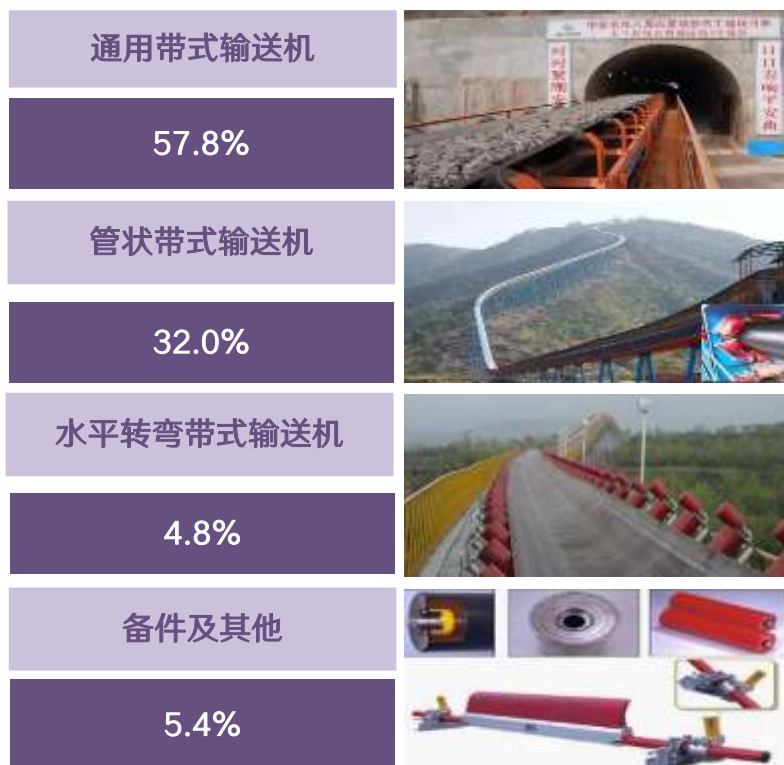
4.1 重点公司推荐：运机集团—国内矿山带式输送机行业引领者

- 公司是国内唯一一家以带式输送机为主业的上市公司。公司主要从事以带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备的研发、设计、生产和销售，是物料输送系统解决方案的供应商。
- 矿山输送设备及一体化服务市场规模大，厂家众多但规模偏小，行业集中度低，但能提供整体解决方案、成套输送系统的企业仅6-8家。

图表：公司收入与利润情况

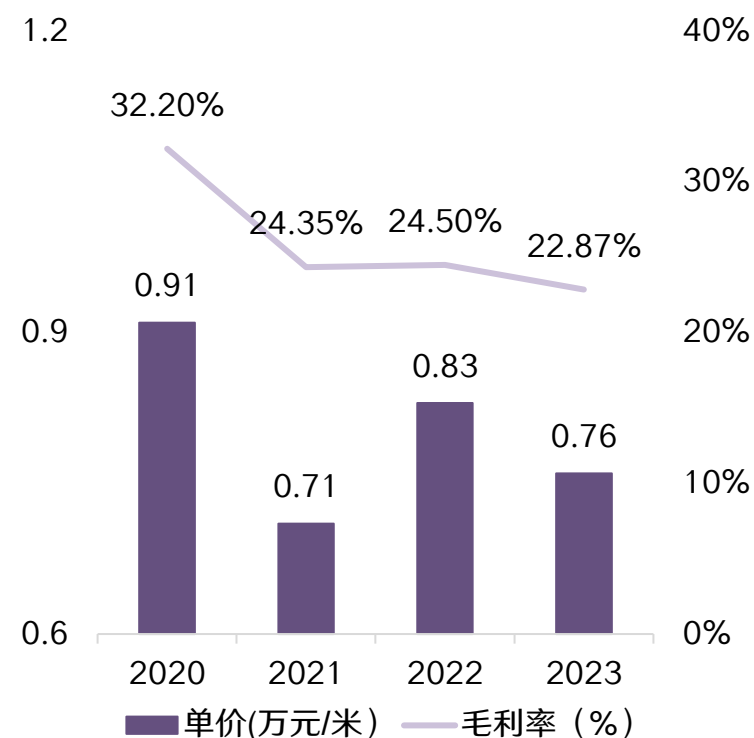


图表：公司2022年产品收入结构占比



注：公司2023年年报未披露整机分产品收入占比情况，故选取2022年收入占比情况。

图表：公司产品单价以及毛利率情况

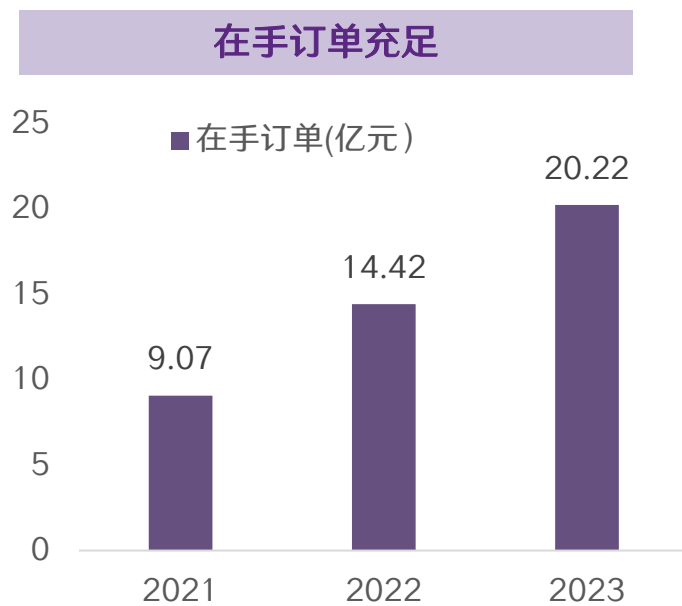


资料来源：WIND、公司公告、运机集团招股说明书、华鑫证券研究所整理

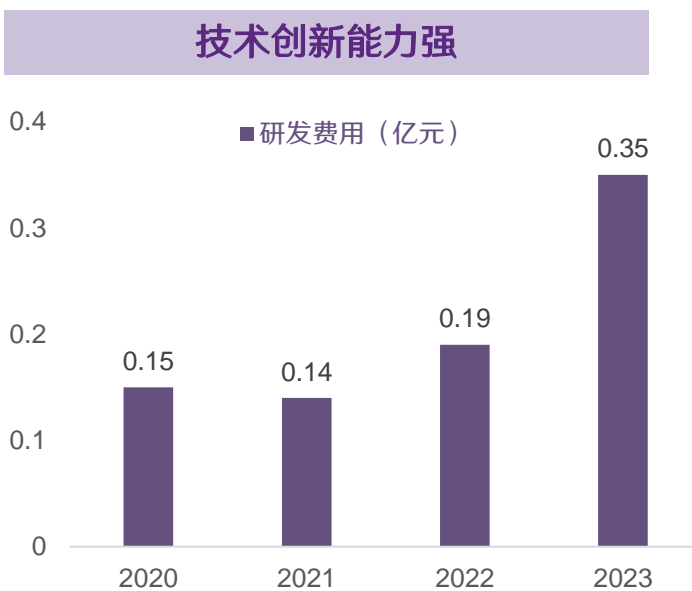
4.1.1 运机集团：矿山输送市场需求强劲，公司竞争优势凸显

- 为保障国家能源安全和资源安全，中国自然资源部（2023年）全面启动新一轮战略性矿产国内找矿行动，国内矿山输送系统的市场需求强劲。
- 随着经济的发展，客户对输送机械产品的需求将向着高性能、一体化等方向发展。国内市场呈现出大项目逐年增多，对输送系统在智能、环保和长距离、大运量的高效输送等方面的要求高，具有技术、规模等优势的行业头部企业更有竞争力。

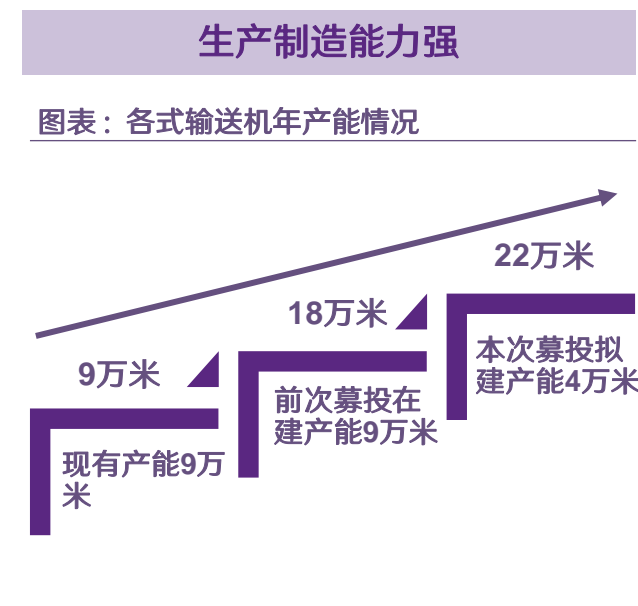
图表：运机集团竞争优势



- 新增订单集中主要在矿山（铁矿、铝土矿、煤矿等）及其配套物流、冶金等行业。



- 公司自主创新开发出节能环保型成套输送装备并已进行规模化生产。

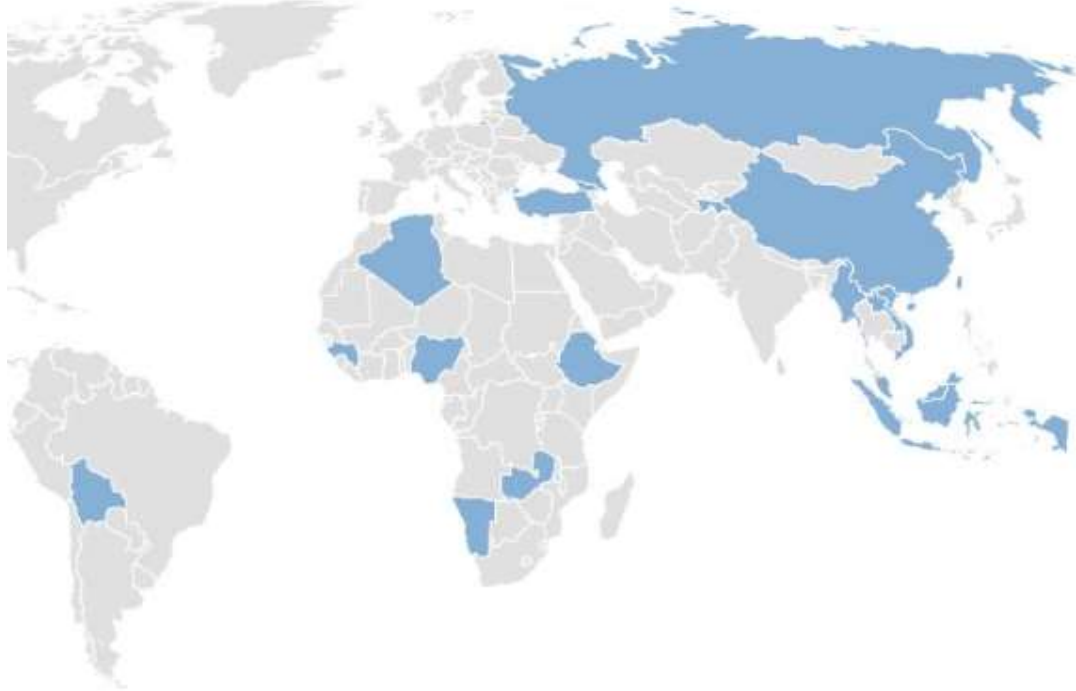


- 公司具备先进的生产设备和制造工艺，产能充足。

4.1.2 运机集团：受益“一带一路”国家政策，海外在手订单爆发

- 公司海外扩张迅速，获得巨额订单：公司积极响应国家政策，主动对接“一带一路”的发展机遇，重点在非洲、东南亚、南美洲、澳大利亚、中东、印度等国家和地区开拓市场。公司于2022年-2023年成功中标全球最大的铁矿石项目西芒杜铁矿，中标总金额**12.79**亿元，海外拓展实现重大突破。

图表：目前运机集团产品的国家分布情况



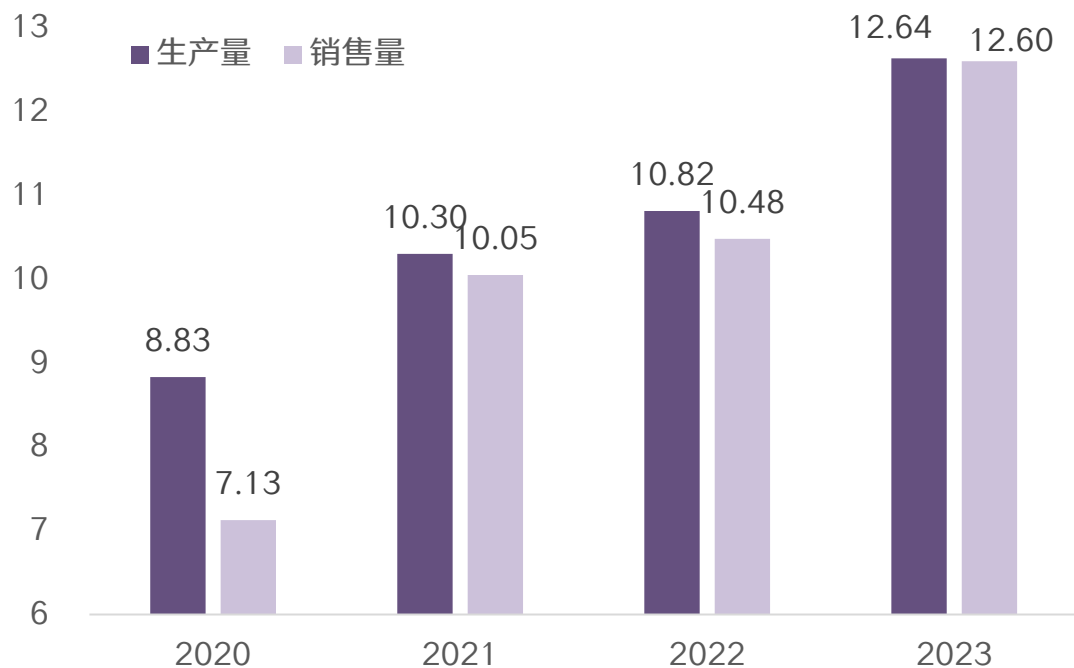
图表：芒杜铁矿中标项目

| 项目 | 2023年11月 | 2022年6月 |
|-------|--|--|
| 合同标的 | 几内亚西芒杜铁矿项目带式输送机系统设备采购项目（标段三） | 西芒杜铁矿配套马瑞巴亚港项目皮带机系统设备采购项目 |
| 对方当事人 | WINNING CONSORTIUM SIMANDOU PORTS SAU | WINNING CONSORTIUM SIMANDOU PORTS SAU |
| 合同总额 | 7.6亿元 | 5.2亿元 |
| 供货期 | 收到备货通知后14月内完成一期，24月内完成二期设备集港 | 2025年10月1日前 |

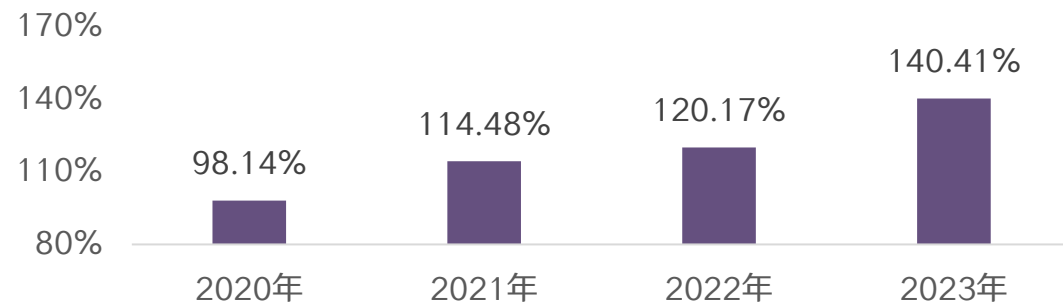
4.1.3 运机集团：销售量增长迅速驱动产能超负荷运转

- ▶ **公司销量增速显著快于产量增速**：公司2020年-2023年产量复合增速为12.7%，销量复合增速为20.9%，销量增速显著快于产量增速显著驱动公司产能利用率在2021年-2024年超过100%，处于超负荷运转状态。
- ▶ **伴随后续公司募投项目陆续投产，公司产能有望大幅提升**：预计在2024年10月份将有9万米产能投放，在2026年12月有4万米产能投放，即预计2023年至2027年公司产能复合增速达25%，为公司后续业绩增长打下基础。

图表：运机集团产销量情况（单位：万米）



图表：运机集团产能利用率情况



图表：运机集团产能测算

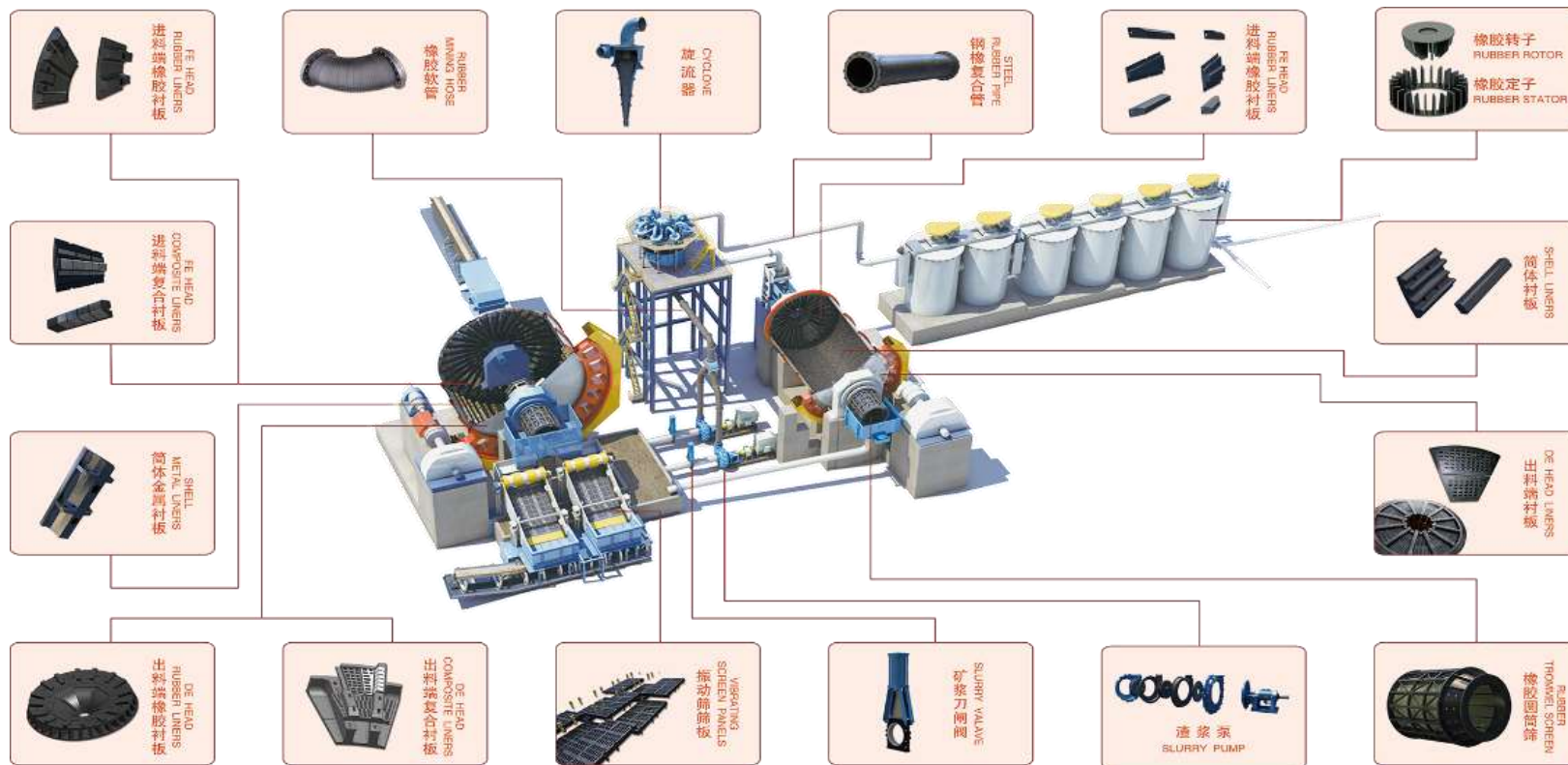
| | 投产日期 | 年产能 | 产能测算 |
|----------------------|----------|-----|---|
| 大规格管带机数字化加工生产线技术改造项目 | 2024年10月 | 1万米 | 预计2025年公司产能18万米，2027年公司产能22万米；预计2023年-2027年，公司产能CAGR达到25.04%。 |
| 露天大运量节能环保输送装备智能化生产基地 | 2024年10月 | 8万米 | |
| 数字孪生智能输送机项目 | 2026年12月 | 4万米 | |

资料来源：公司年报、运机集团招股说明书、华鑫证券研究所整理

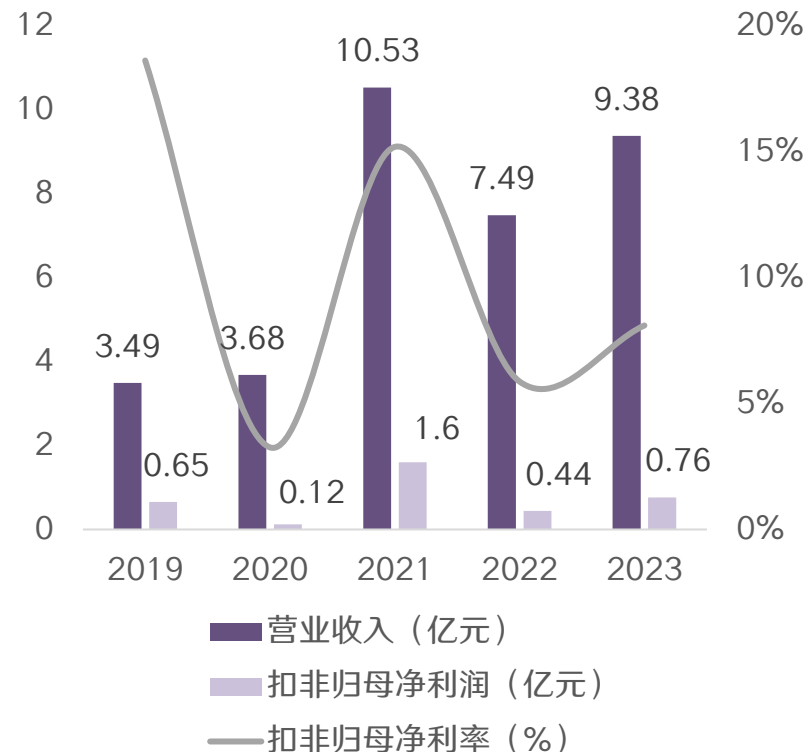
4.2 重点公司推荐：耐普矿机—选矿备件供应商

➤ 耐普矿机为客户提供选矿设备（渣浆泵、旋流器）、选矿备件（橡胶复合耐磨备件）及选矿系统方案及服务（EPC项目）。核心产品是橡胶复合耐磨备件，占公司主营业务收入超70%。公司为新材料企业，产品属于消耗品，客户需定期采购更换。

图表：耐普矿机产品应用场景



图表：公司收入及扣非利润情况

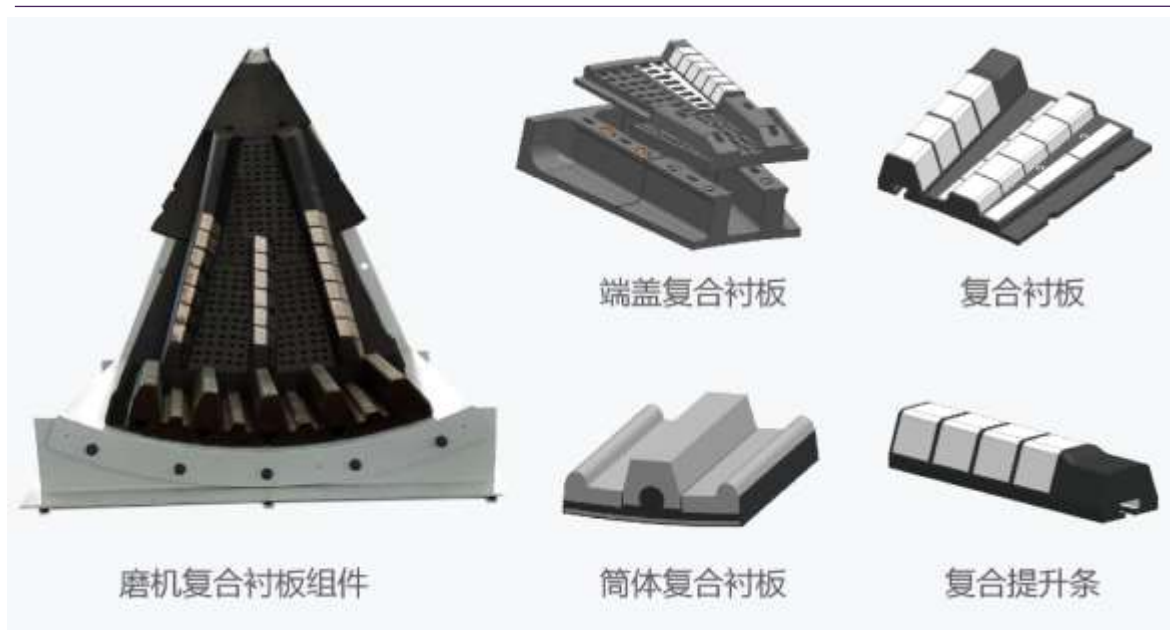


资料来源：耐普矿机2023年年报、Wind、华鑫证券研究所整理

4.2.1 耐普矿机：复合备件渗透率仅为15%，提升空间广阔

- **矿石品位下降对于选矿备件需求提升。**铜产量近20年翻一倍（2022年全球铜矿产量达到2,200万吨，较2000年的1,320万吨，复合增长率2.35%），但铜矿开采品位却从0.79%下降到0.43%，故选矿备件的需求预计10-15年将翻一倍。
- **全球橡胶复合耐磨备件替代率提升。**随着大量矿山技改更换大型整机，淘汰老旧小机器设备，会加速行业复合备件的替代比例。目前选矿环节橡胶耐磨备件替代率不到15%，替代率有较大幅度提升空间。

图表：复合衬板产品示意



图表：半自磨机全套复合衬板实例



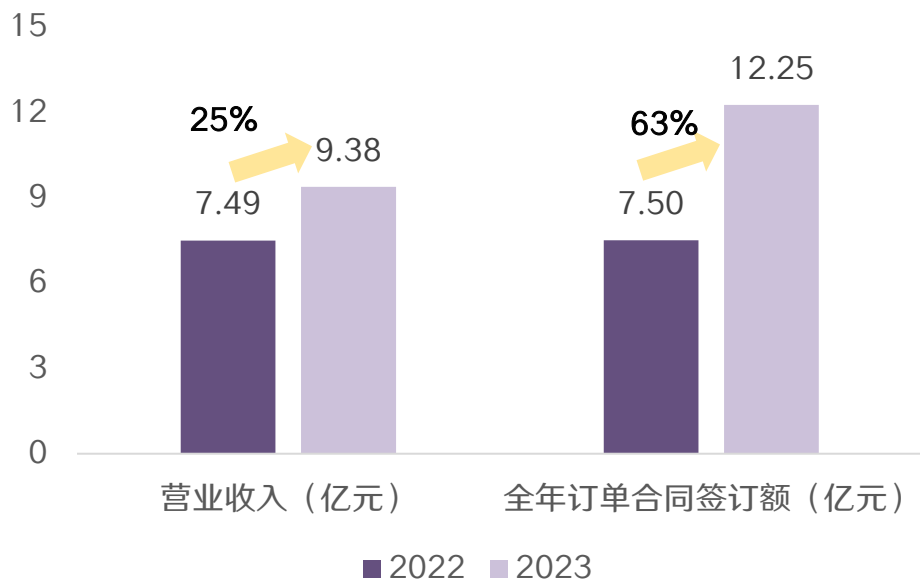
复合备件产品优势：

- 1、**复合备件产品寿命长：**寿命是金属备件的1.5倍到3倍（橡胶耐腐蚀），使用寿命长可有效减少因为更换备件带来的停机次数，提升客户生产能力。
- 2、**复合备件节能性佳：**橡胶复合材料重量轻，大概能节能10%。
- 3、**易安装、容错率高（橡胶有弹性）。**
- 4、**复合衬板噪音分贝更低，环保性好。**

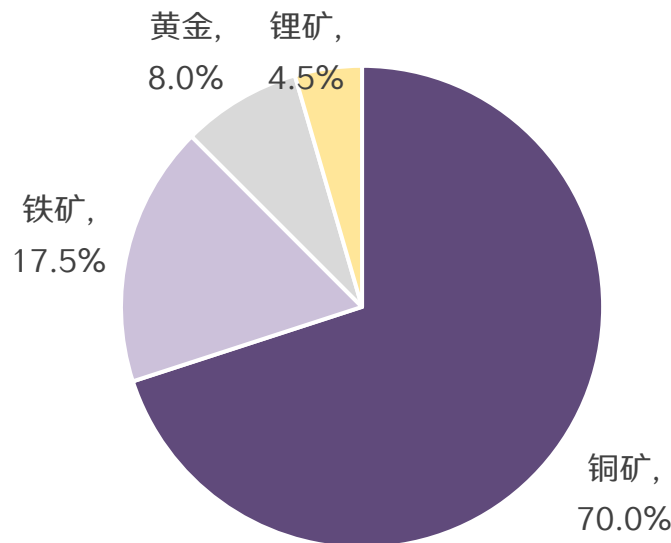
4.2.2 耐普矿机：公司订单增速较快，预计今年公司业绩释放确定性高

- 订单增长速度较快：**全年合同签订额达到 12.25 亿元，较 2022 年同比增长 63.33%，其中国际市场合同签订额为 7.25 亿元，占比为 59.18%。从数据来看订单增速明显快于公司收入增速，而公司订单签订模式为一年一签，故预计2024年收入较好。
- 客户以铜矿客户为主：**从公司客户结构来看，目前公司客户以价值量较高的铜矿客户为主，故会显著受益于铜矿公司资本开支周期到来。矿山高端耐磨件作为矿山设备中的易耗件，更换周期性强，随着矿山行业对耐磨件的需求不断增加，大型高端耐磨产品的市场需求将会有较强的支撑。
- 产能预计逐步释放，支持公司完成订单：**今年公司赞比亚一期、二期工程将会陆续投产，明年智利产能预计在年底投产，另外塞尔维亚、秘鲁等产能也在规划中。

图表：耐普收入以及订单签订情况



图表：耐普客户结构情况



图表：耐普产能投放情况

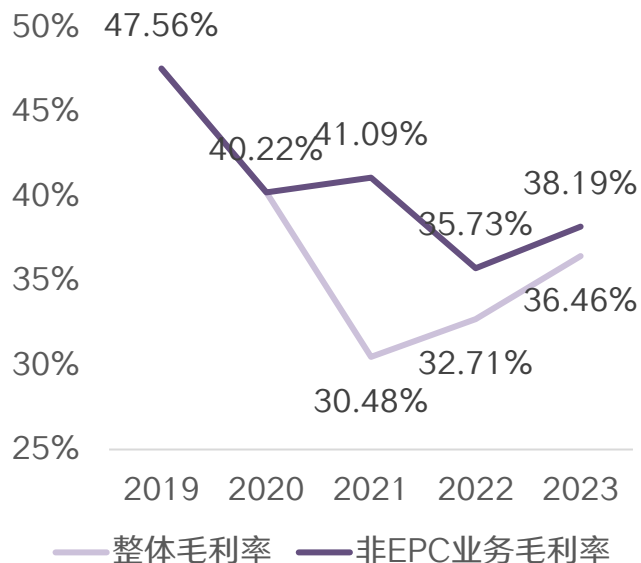
| 产能基地 | 产能释放节奏 |
|-------|------------------|
| 赞比亚一期 | 2024年二季度投产 |
| 赞比亚二期 | 2024年年底投产 |
| 智利 | 已开工，预计2025年12月投产 |
| 塞尔维亚 | 产能规划中 |
| 秘鲁 | 产能规划中 |

资料来源：耐普矿机公司公告、华鑫证券研究所整理

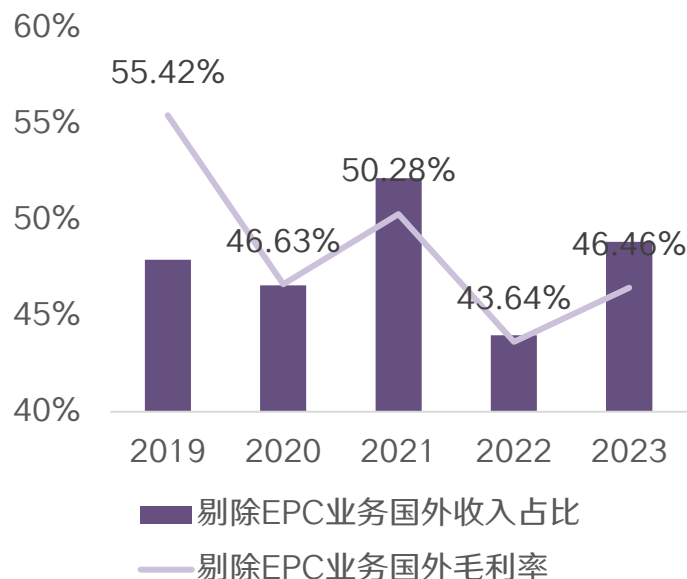
4.2.3 耐普矿机：受益于出海，公司盈利能力有望提升

- ▶ **耐普海外扩张有利于整体毛利率提升：**从数据来看，2023年剔除EPC业务后国外毛利率为46.5%，高于同期公司非EPC业务毛利率38%，另外从收入占比来看，2023年剔除EPC业务后国外收入占比为49%，公司指定后续国外非EPC收入占比目标为65%-70%。故伴随后续公司海外业务持续扩张，公司整体毛利率仍有提升空间。
- ▶ **公司实现海外多个国家网点布局：**公司已在智利、秘鲁、墨西哥、厄瓜多尔、赞比亚、塞尔维亚、澳大利亚、新加坡等全球多个国家设立了控股子公司，基本建设了覆盖全球的营销网络。重点开拓方向为中亚、非洲及南美等一带一路沿线矿业发达地区市场。

图表：耐普非EPC毛利率情况



图表：耐普海外毛利率及占比



图表：耐普全球网点布局情况



资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

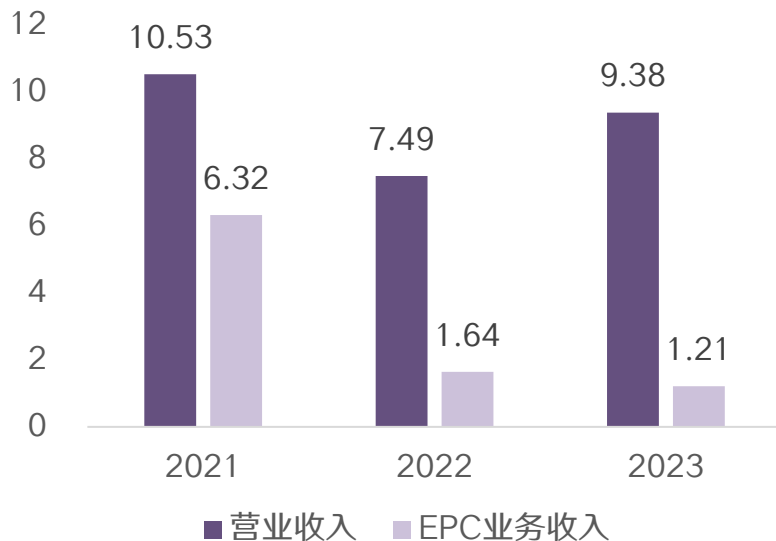
4.2.4 耐普矿机：公司EPC业务预计今年增长80%

- 预计今年EPC业务收入增速较快：**公司EPC业务为向客户提供选矿工艺流程设计、采购、施工等实行全过程的总承包服务，同时项目在交付后，将向公司采购备件，成为稳定的收入来源。公司2023年1.2亿元EPC收入来自亚美尼亚项目，目前已经全部确认收入，2024年额尔登特三期项目将交付，预计确认2.17亿元收入（3千万美元合同额，汇率按照7.24计算），同比增长80%，EPC业务增量占2023年总收入的10.34%。

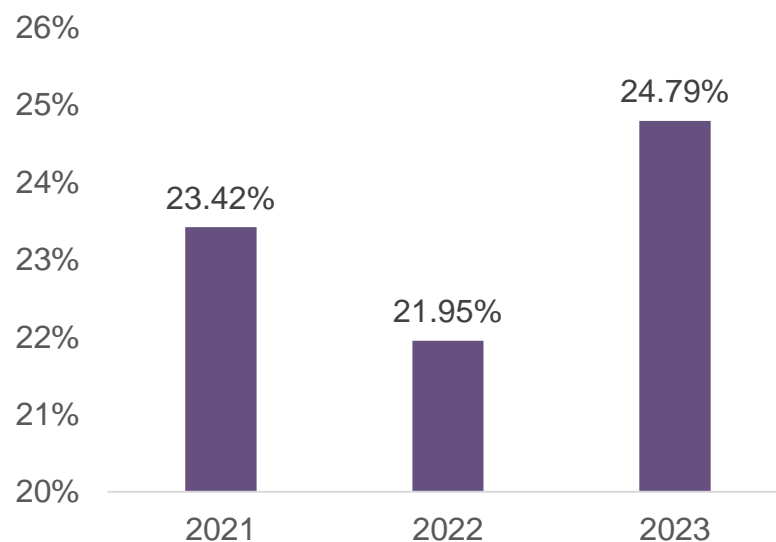
图表：额尔登特EPC项目



图表：公司总收入以及EPC收入情况



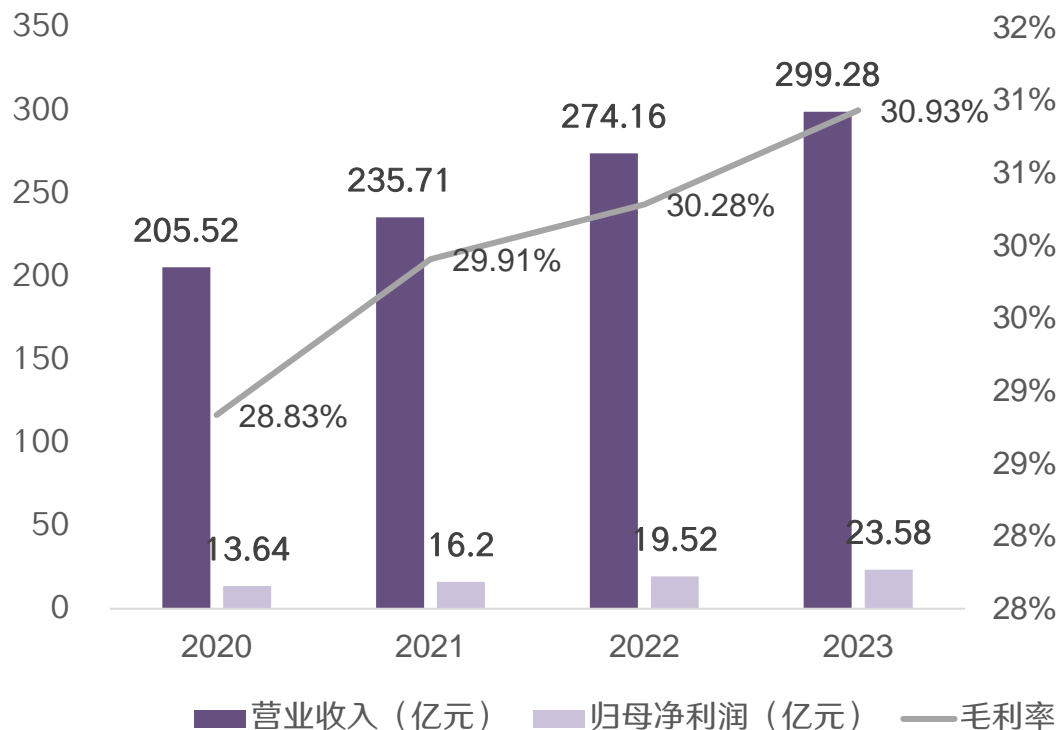
图表：公司EPC业务毛利率情况



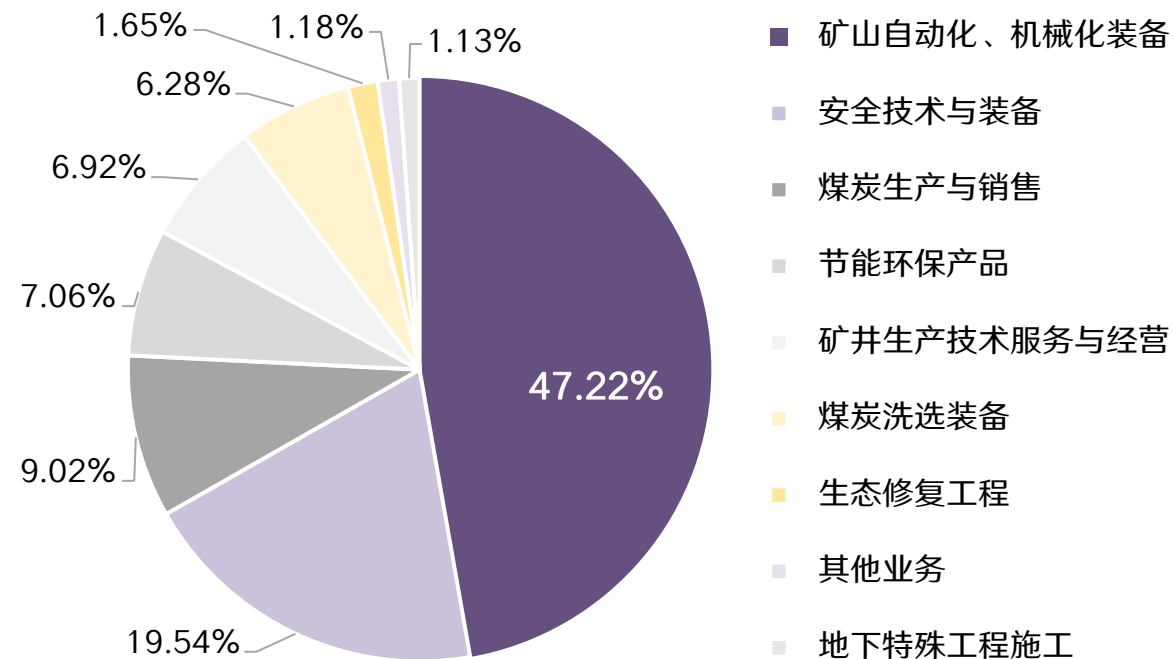
4.3 重点公司推荐：天地科技—煤炭行业一体化解决方案供应商

- ▶ 天地科技隶属于中国煤炭科工集团有限公司，是央企控股科技创新型上市公司。公司主要产品包括成套智能化煤机装备、安全装备、洗选装备、高效节能环保装备、监测监控系统。
- ▶ 公司现有的产业板块基本覆盖了煤炭行业的全产业链，包括勘探、设计、煤机装备、安全技术与装备、煤矿建设、煤矿运营、生态治理、清洁能源高效利用等技术及产品及相关服务，是世界范围内煤炭行业产业链布局最为完整的企业之一。

图表：公司收入和利润情况



图表：2023年公司产品占比情况

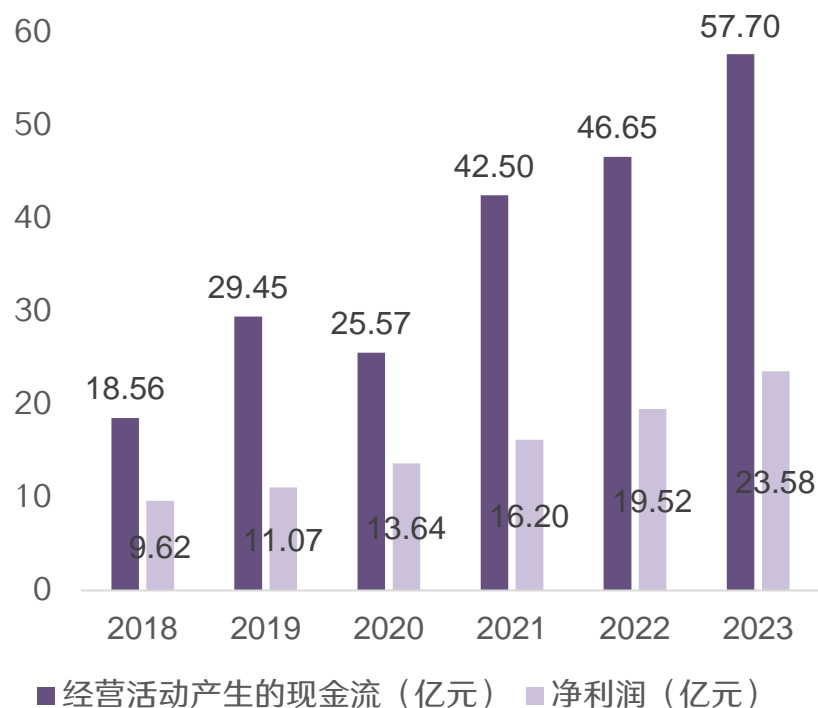


资料来源：公司年报、WIND、华鑫证券研究所整理

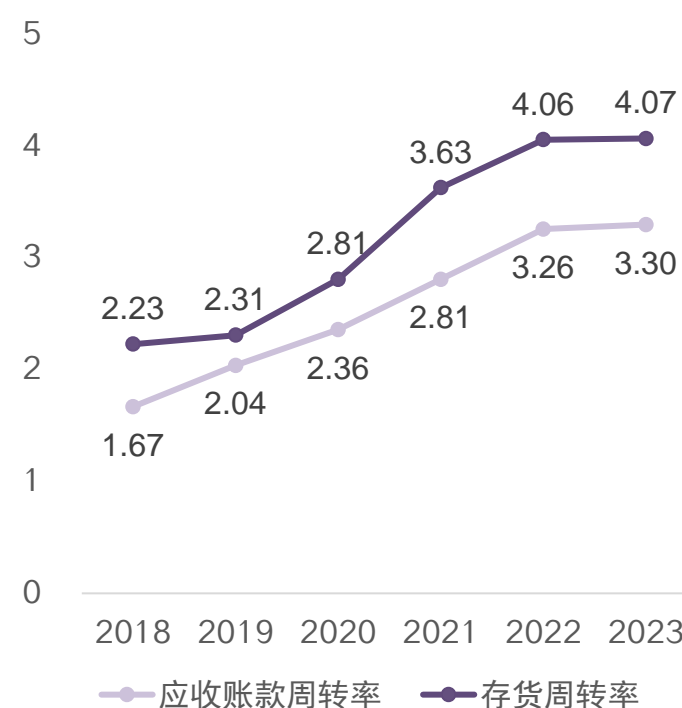
4.3.1 天地科技：公司现金流充足，高股息率提供安全边际

- ▶ **公司现金流情况优秀**：从数据来看，公司经营活动产生的现金流持续高于净利润，盈利维持高质量增长，公司现金流较好的原因是应收账款周转率以及存货周转率出现明显提升，说明公司整体运营效率提升。公司充足的现金流也为公司提升分红提供了坚实的保证。
- ▶ 2023年，公司现金分红总额为11.58亿元（含税），分红率为49.14%，创历史新高，对应股息率为3.72%（按照4月23日收盘价7.53元）。

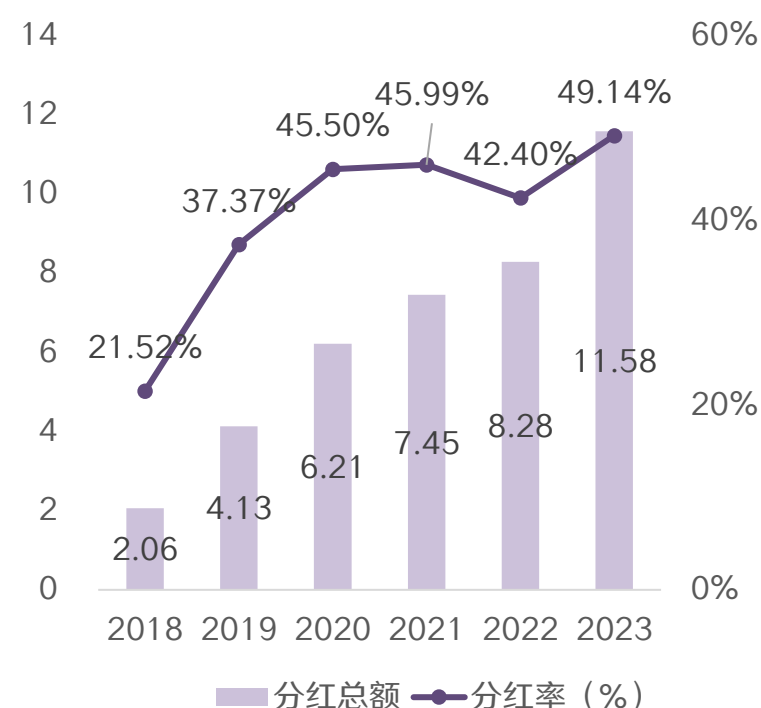
图表：天地科技经营性现金流和净利润情况



图表：天地科技的营运能力情况



图表：天地科技的分红和股息率情况

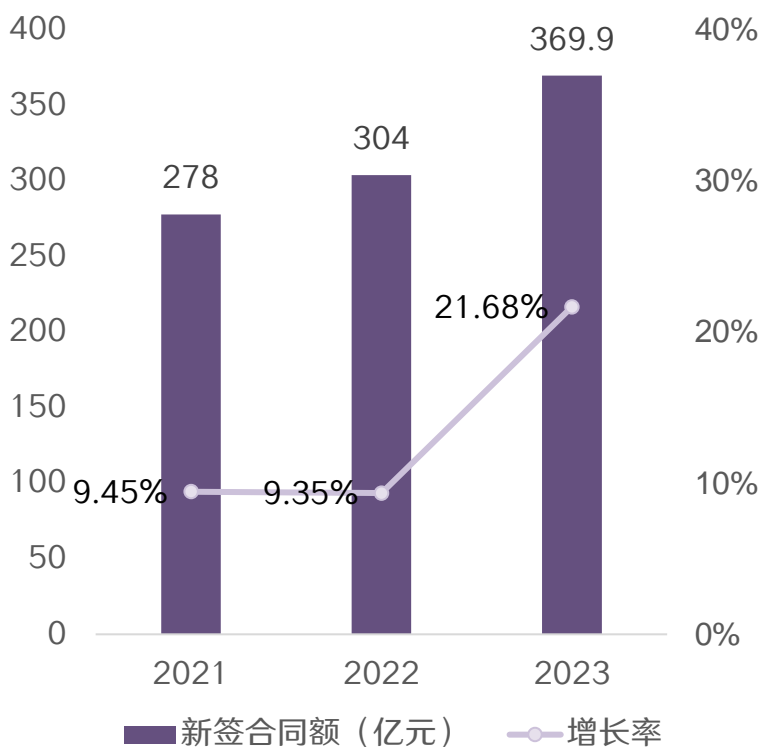


资料来源：公司年报、WIND、华鑫证券研究所整理

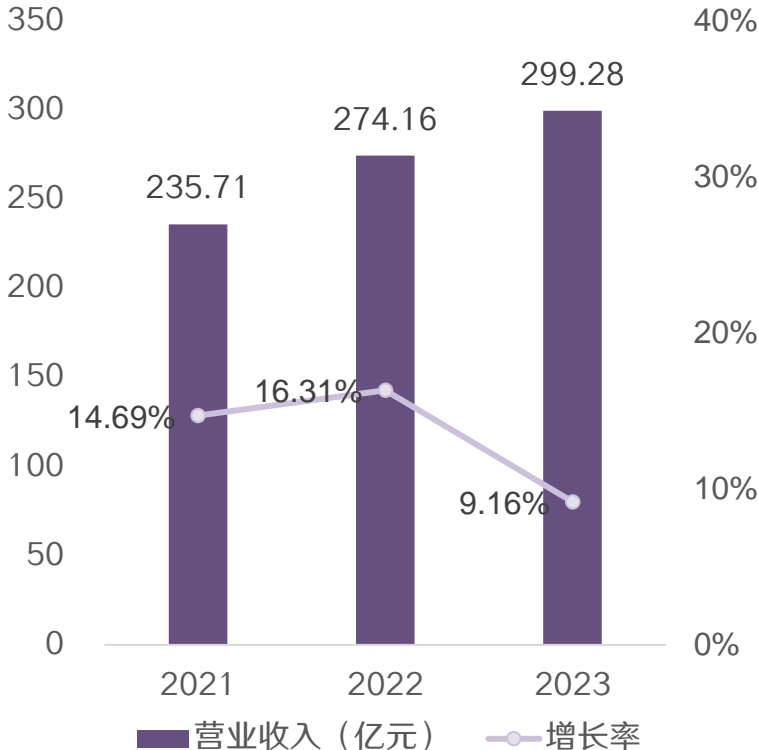
4.3.2 天地科技：订单持续增长，业绩增长确定性高

- 2023年公司实现新签合同额369.9亿元，同比增长22%。其中西安研究院、山西煤机、天地王坡、天地奔牛、上海煤科等单位新签合同额均超过30亿元，同比增长超过20%；在高基数的情况下，公司合同负债较上一年同比增长8.9%。
- 根据历史情况来看，当年新签合同有望在下一年形成一定收入，因此在2023年订单充足的情况下，公司2024年业绩增长有较强确定性。

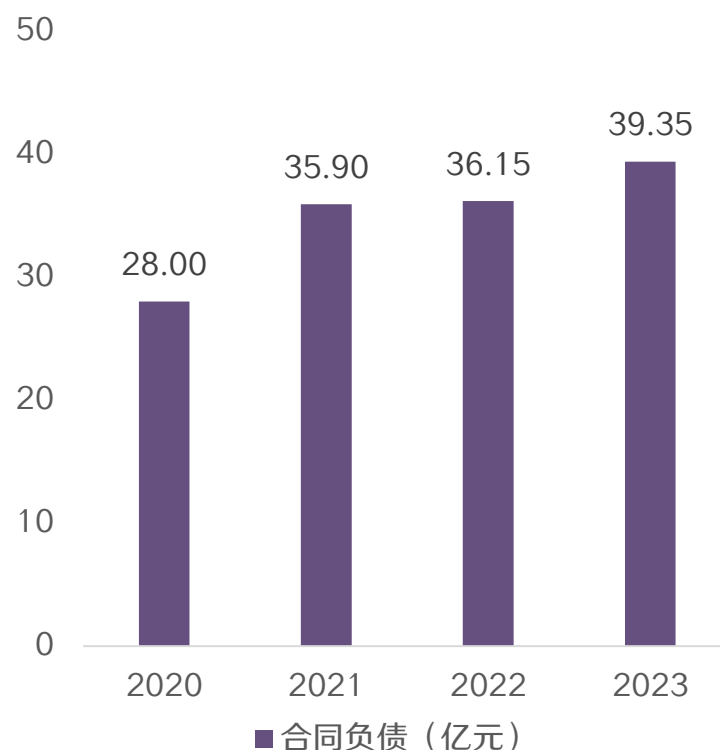
图表：公司新签合同额和增速情况



图表：公司营业收入和增速情况



图表：公司合同负债情况



资料来源：公司年报、WIND、华鑫证券研究所整理

4.3.3 天地科技市占率提升验证核心竞争力

➤ **公司市占率在行业下行期出现逆市提升**：按照煤矿机械占煤炭固投投资比例30%，综采设备占煤炭机械比例70%测算，天地科技煤机市占率从2006年5%提升至2023年10.8%，公司市占率提升验证核心竞争力较强，尤其是在行业处于萧条期的2016-2018年，公司快速提升市占率抢占市场，从2018年开始公司煤机收入实现双位数的稳步增长。

图表：公司收入和利润情况

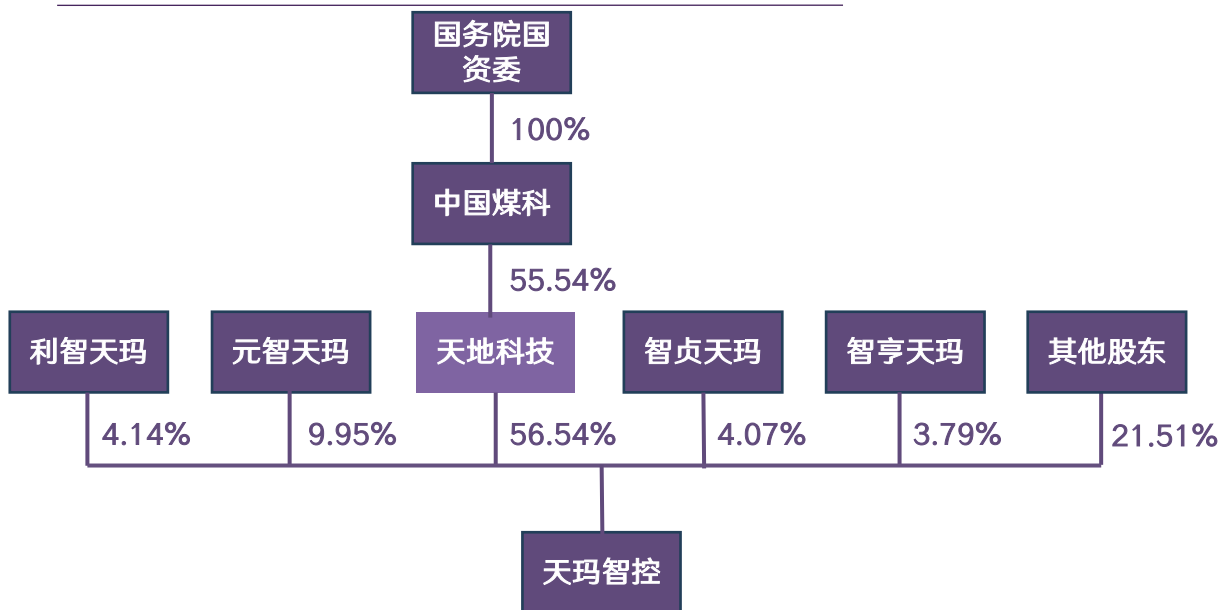
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | CAGR |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 原煤产量 (亿吨) | 13.3 | 16.1 | 18.2 | 20.7 | 22.9 | 26.2 | 29.6 | 32.4 | 35.2 | 36.5 | 36.8 | 38.7 | 36.8 | 33.6 | 34.5 | 35.5 | 37.5 | 38.4 | 40.7 | 45.0 | 46.6 | 6.48% |
| YOY | | 21.1% | 13.6% | 13.3% | 11.1% | 14.3% | 13.1% | 9.1% | 8.8% | 3.7% | 0.8% | 5.3% | -4.9% | -8.7% | 2.4% | 2.9% | 5.6% | 2.6% | 5.9% | 10.4% | 3.6% | |
| 煤炭价格 (元/吨) | 267.5 | 390.8 | 428.4 | 426.7 | 466.5 | 747.7 | 598.2 | 746.5 | 819.0 | 700.9 | 588.9 | 521.0 | 424.8 | 460.3 | 586.4 | 570.3 | 573.4 | 549.7 | 673.9 | 736.7 | 726.8 | 5.13% |
| YOY | | 46.1% | 9.6% | -0.4% | 9.3% | 60.3% | -20.0% | 24.8% | 9.7% | -14.4% | -16.0% | -11.5% | -18.5% | 8.4% | 27.4% | -2.7% | 0.5% | -4.1% | 22.6% | 9.3% | -1.3% | |
| 煤炭开采和洗选业利润总额 (亿元) | 138 | 307 | 552 | 677 | 872 | 2,000 | 1,827 | 2,930 | 4,342 | 3,555 | 2,370 | 1,268 | 441 | 1,091 | 2,959 | 2,888 | 2,830 | 2,223 | 7,023 | 10,202 | 7,629 | 22.23% |
| YOY | | 123% | 80% | 23% | 29% | 129% | -9% | 60% | 48% | -18% | -33% | -46% | -65% | 147% | 171% | -2% | -2% | -21% | 216% | 45% | -25% | |
| 单位原煤产量利润率 (元/吨) | 10.4 | 19.1 | 30.2 | 32.8 | 38.0 | 76.3 | 61.6 | 90.6 | 123.3 | 97.4 | 64.4 | 32.7 | 12.0 | 32.4 | 85.9 | 81.5 | 75.6 | 57.8 | 172.5 | 226.9 | 163.8 | |
| 煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额 (亿元) | 437 | 702 | 1163 | 1459 | 1805 | 2399 | 3057 | 3785 | 4907 | 5286 | 5263 | 4682 | 4007 | 3038 | 2648 | 2805 | 3635 | 3609 | 4010 | 4988 | 5592 | 13.60% |
| YOY | 0.0% | 60.8% | 68.4% | 25.5% | 23.7% | 33.0% | 27.4% | 23.8% | 25.9% | 7.7% | -2.0% | -9.5% | -14.4% | -24.2% | -12.3% | 5.9% | 29.6% | -0.7% | 11.1% | 24.4% | 12.1% | |
| 单位原煤产量固定资产投资额 (元/吨) | 32.9 | 43.7 | 63.7 | 70.6 | 78.6 | 91.5 | 103.1 | 117.0 | 139.4 | 144.8 | 143.0 | 120.9 | 108.7 | 90.3 | 76.9 | 79.1 | 97.0 | 93.9 | 98.5 | 111.0 | 120.0 | 6.68% |
| 天地科技煤机市占率 | | | | 5.0% | 7.1% | 6.4% | 7.2% | 7.1% | 6.5% | 7.2% | 7.3% | 7.0% | 6.4% | 7.2% | 11.4% | 12.5% | 10.9% | 11.5% | 11.5% | 10.5% | 10.8% | |
| 天地科技煤机制造收入 | | | | 15.36 | 26.88 | 32.03 | 46.37 | 56.48 | 66.65 | 80.44 | 80.18 | 68.62 | 54.05 | 45.93 | 63.14 | 73.91 | 82.96 | 87.29 | 97.13 | 109.87 | 127.33 | |
| YOY | | | | 75.0% | 19.2% | 44.8% | 21.8% | 18.0% | 20.7% | -0.3% | -14.4% | -21.2% | -15.0% | 37.5% | 17.1% | 12.2% | 5.2% | 11.3% | 13.1% | 15.9% | | |

资料来源：公司年报、WIND、华鑫证券研究所整理

4.3.4 天地科技：控股子公司天玛智控，煤矿智能化开采行业主导者

- ▶ 天地科技控股子公司天玛智控于2023年登陆科创板，天地科技控股比例为56.54%，天玛智控聚焦煤矿智能无人化开采控制技术及装备主业，主要产品为SAM综采自动化控制系统、SAC液压支架电液控制系统和SAP智能集成供液系统。
- ▶ **天玛智控引领了我国无人化智能开采控制技术发展方向。**公司拥有无人化开采工艺技术等技术等14类49项核心技术；承担了国家863、国家重点研发计划、国家自然科学基金等24项无人化智能开采相关项目与课题；作为主要完成单位共获得国家科学技术进步奖3项、省部级奖项70余项，牵头或参与起草了国家标准3项、行业标准16项、团体标准11项。

图表：天玛智控的股权结构图



资料来源：公司年报、WIND、华鑫证券研究所整理

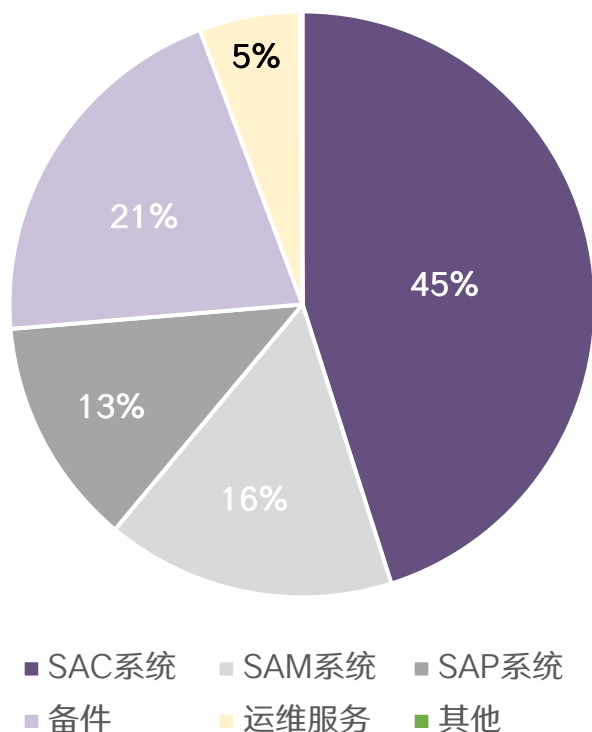
图表：天玛智控的科研奖项梳理

| 奖项名称 | 获奖年度 | 项目名称 |
|--------------------------|------|----------------------------|
| 国家科学技术二等奖 | 2021 | 煤与油型气共生矿区安全智能开采关键技术与工程示范 |
| 国家科学技术二等奖 | 2016 | 智能煤矿建设关键技术与示范工程 |
| 国家科学技术二等奖 | 2013 | 0.6m~1.3m复杂薄煤层自动化综采成套技术与装备 |
| 国家级专精特新“小巨人”企业、制造业“单项冠军” | 2020 | SAC型液压支架电液控制系统 |

4.3.5 控股子公司天玛智控在细分领域市占率提升

➤ 综采自动化控制系统与液压支架电液控制系统市场，总体呈现双寡头竞争态势，公司稳居第一集团。2023年，公司SAC型系统市占率37.63%（同比+3.4pct），连续两年行业第一；SAM型系统市占率33.4%（同比+3.7pct），位居行业第一；智能集成供液系统市场，呈现多家企业充分竞争局面。2023年，公司作为市场后进入者，SAP型系统市场占比14.8%（同比+1.3pct），位居行业第二。

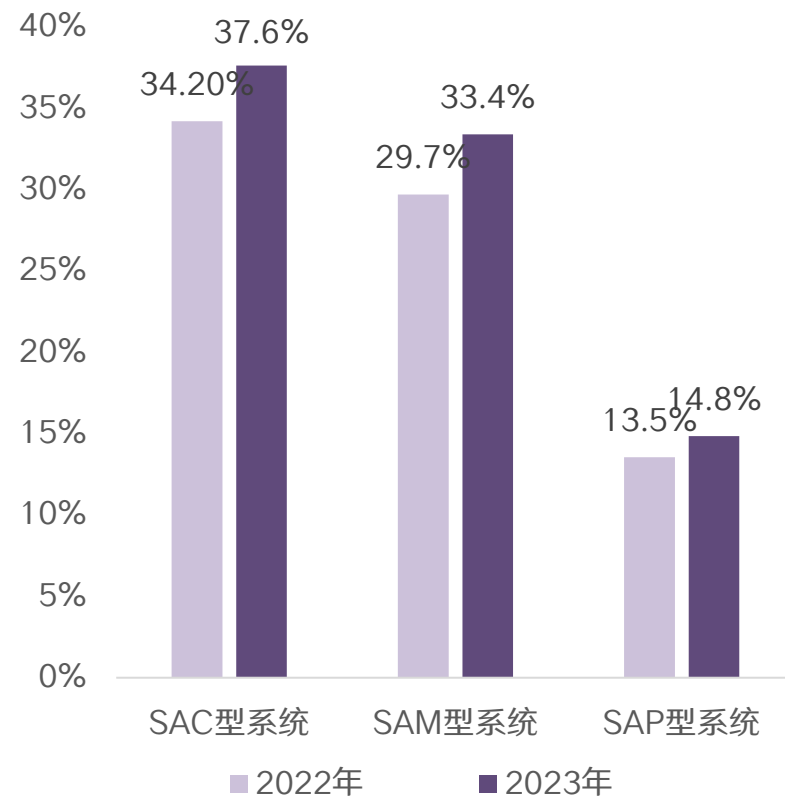
图表：2022年天玛智控的产品结构



图表：天玛智控的产品范围



图表：天玛智控分产品市场占有率



资料来源：公司年报、格物致胜数据、WIND、华鑫证券研究所整理

煤炭、铜矿行业资本开支不及预期；

环保政策趋严；

矿山机械设备研发、推广不及预期。

毛正：复旦大学材料学硕士，五年商品证券投研经验。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4年投研经验。

陆陈炀：硕士，2023年4月加入华鑫证券。

何春玉：硕士，2023年8月加入华鑫证券。

尤少炜：硕士，2024年4月加入华鑫证券。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | >20% |
| 2 | 增持 | 10%—20% |
| 3 | 中性 | -10%—10% |
| 4 | 卖出 | <-10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | >10% |
| 2 | 中性 | -10%—10% |
| 3 | 回避 | <-10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值