

国内带式输送机龙头， 产品出海正当时

运机集团（001288.SZ）公司深度报告

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024年07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

- **海外矿企资本开支步入高景气区间，资本支出滞后于金属价格：**目前铜价和金价等金属价格先行，伴随后续美联储降息周期降临，结合2024年四大矿山勘探预算仍有增长，预计全球矿企资本支出有望持续上行。
- **中企对外承包工程量提升叠加中国海外权益矿扩张加速，带式输送机出口增长趋势明显：**2023年带式输送机出口规模为11亿美元，2017-2023年复合增长率为15%。
- **运机核心产品带式输送机为百公里散料运输最优选择：**和传统的散料运输方式例如汽车运输和铁路运输相比，带式输送机运量大、运输效率高、操作便捷且可以连续运输，具有经济适用、安全环保的优势。
- **运机国内市占率稳步提升，预计可抢占海外份额：**依靠公司的研发优势以及多个大型项目经验构筑护城河，2020-2023年运机集团的国内市占率从2.3%增长到3.7%。同时公司产品性价比明显高于蒂森克虏伯等海外竞对，而带宽、长度、运量等核心技术指标也达到海外竞对相同水平，故预计公司可持续抢占海外市场份额。
- **输送带海外成长空间较大：**根据统计测算，2024年海外带式输送机市场规模约261亿元，其中新增需求135亿元，设备更新需求为126亿元。公司已收购澳洲VLI公司，积极布局海外市场。
- **运机在手订单充足，利润释放确定性较高：**2024Q1期末在手订单24亿元，为2023全年收入的2.3倍，股权激励目标预计2024-2026年净利润分别为1.5亿元、2.3亿元和3.5亿元，复合增速为50%。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,053	1,727	2,453	3,219
增长率（%）	15.2%	64.0%	42.0%	31.2%
归母净利润（百万元）	102	186	276	384
增长率（%）	18.5%	81.9%	48.5%	39.0%
摊薄每股收益（元）	0.64	1.16	1.73	2.40
ROE（%）	4.9%	8.5%	11.7%	14.8%

资料来源：WIND、华鑫证券研究所

- **盈利预测：**国内业务作为基本盘稳中有升，海外业绩扩张盈利爆发期，同时公司从周期股转为出口链成长股，利于整体估值提升。参考目前公司在手订单情况，预计2024-2026年归母净利润为1.86、2.76和3.84亿元，EPS分别为1.16、1.73、2.40元，当前股价对应PE分别为24、16、12倍。首次覆盖，给与“买入”评级。

- 1、全球矿山资本开支计划不及预期风险；
- 2、海外业务拓展不及预期风险；
- 3、汇率变动风险；
- 4、海外项目地缘政治风险；
- 5、原材料价格变动风险；
- 6、智能化募投项目推广不及预期风险；
- 7、股权激励进展低于预期风险。

目录

CONTENTS

- 1.国内带式输送机龙头，业绩有望迎来爆发期
- 2.百公里散料输送冠军，清洁运输助力“双碳”
- 3.国内下游顺周期趋稳，竞争壁垒提升市占率
- 4.海外矿业资本开支高景气，出口成为第二增长极

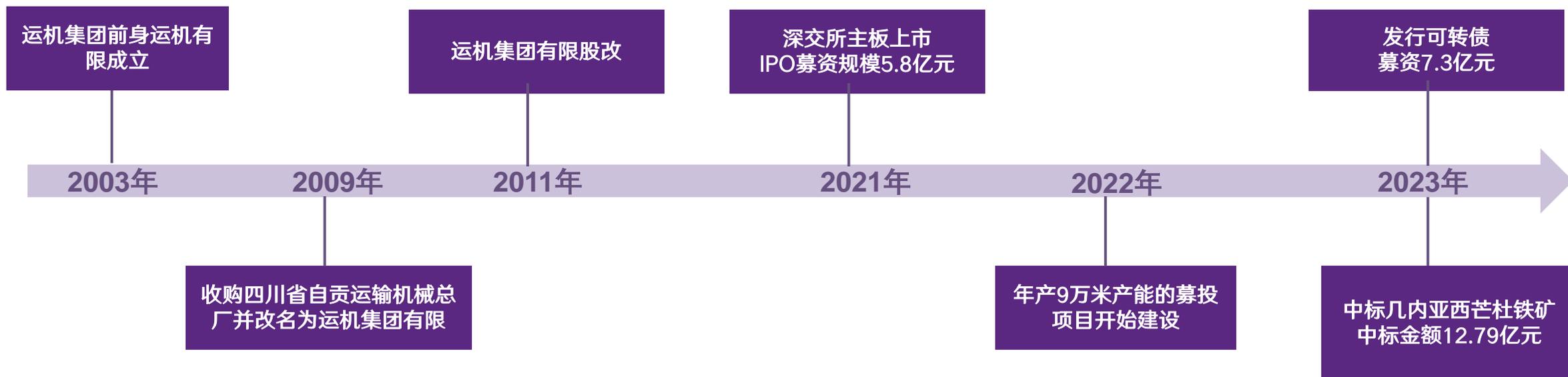
一、国内带式输送机龙头，
业绩有望迎来爆发期

研究创造价值

1.1 国内带式输送机龙头，深耕物料输送机领域数十年

➤ 公司是国内带式输送机龙头，深耕物料输送机领域数十年。2003年运机集团前身运机有限成立，2009年收购四川自贡运输机械总厂并改名为运机集团。公司核心产品为带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备，是物料输送系统解决方案的供应商。2021年，公司在深交所主板挂牌上市，募资规模5.8亿元；2023年，公司发行可转债，募资7.3亿元。

图表：公司发展历程

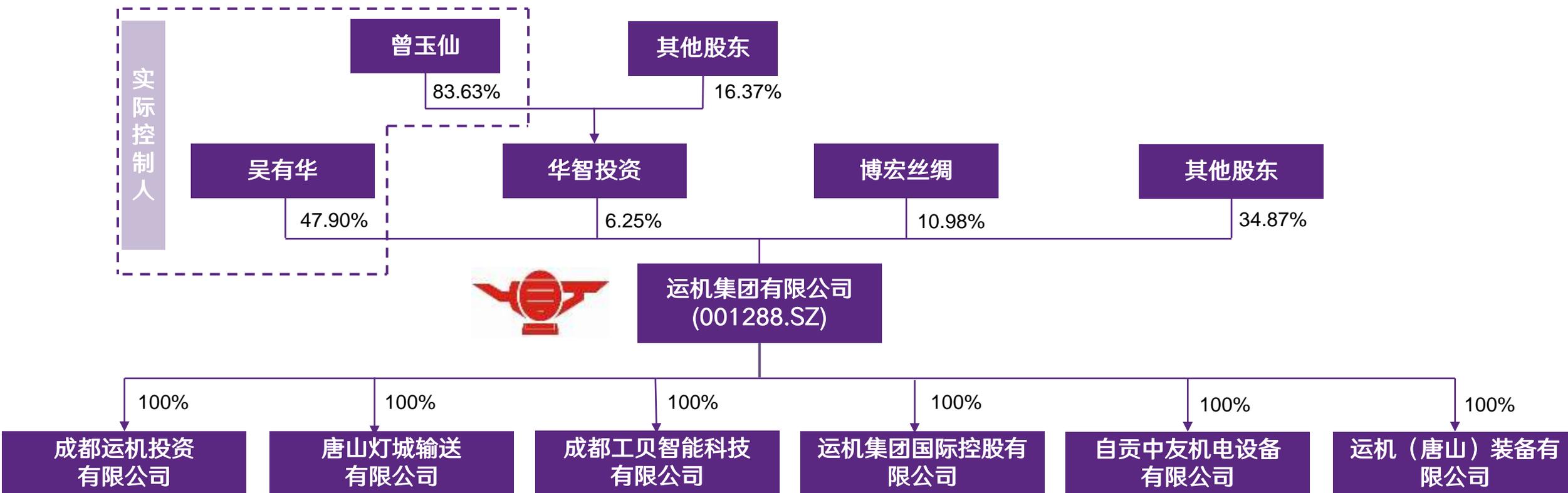


资料来源：WIND、公司公告、公司招股说明书、公司可转债公告、华鑫证券研究所整理

1.2 股权结构稳定，实际控制人持股53%

- 公司股权结构稳定，实际控制人为吴友华、曾玉仙夫妇，合计控股53%；吴友华任公司董事长，直接持有公司47.90%的股份；曾玉仙通过华智投资间接持有公司5.2%的股份。

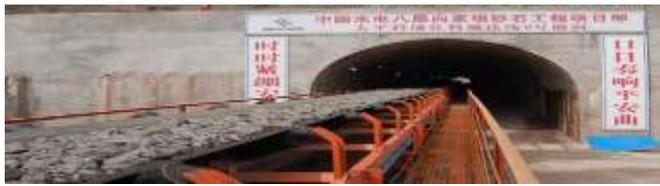
图表：公司股权穿透图



1.3 公司核心产品为带式输送机，下游应用领域广泛

➤ 公司具备先进的生产设备和制造工艺，确保产品的高品质和高效生产。公司主要产品包括通用带式输送机、管状带式输送机、水平转弯带式输送机、其他输送机及其相关配套设备等，种类丰富，能适应各种复杂地理环境、满足客户不同需求，广泛应用于电力、煤炭、冶金、港口建材、化工等行业。

图表：公司产品包括各类带式输送机械

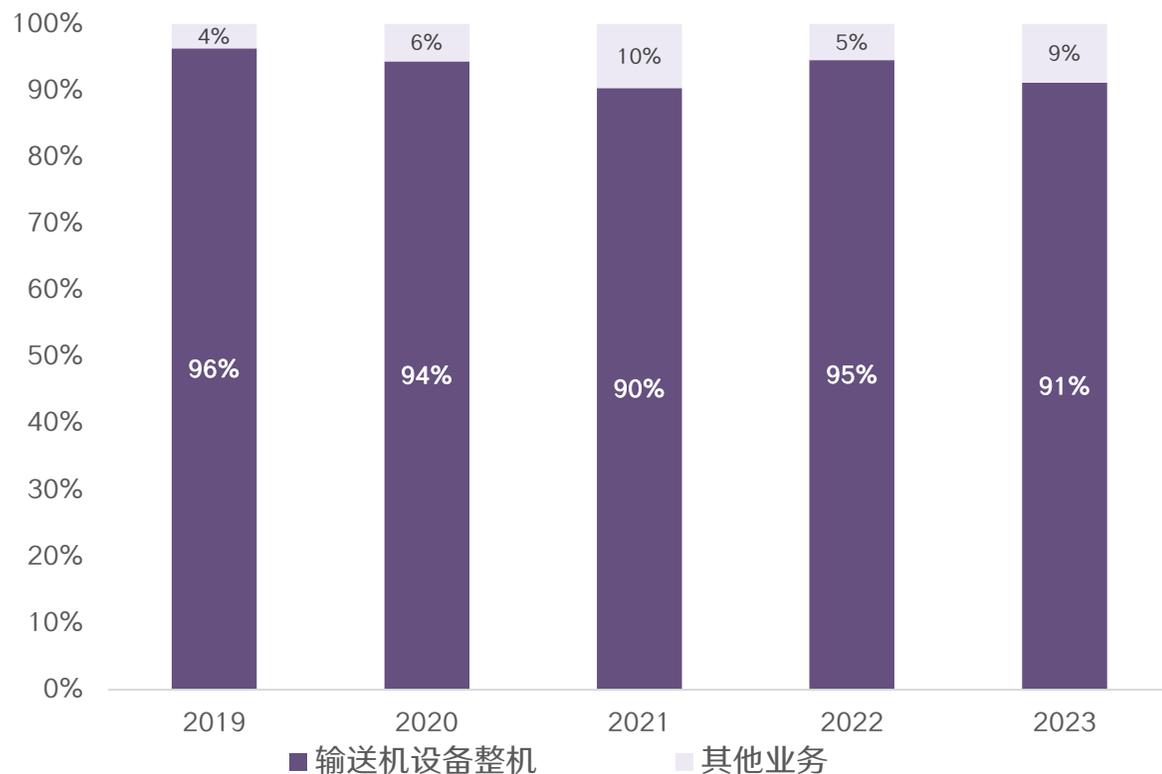
产品分类	产品展示	应用场景
通用带式输送机		目前应用最为普遍的带式输送机结构形式，广泛应用于散料、包装物的输送和转运场合，广泛运用于冶金、煤炭、港口、仓储等行业。
管状带式输送机		在通用带式输送机基础上发展起来，运用在多个国内、国外高难度、长距离、越野式安全环保的物料输送工程。
水平转弯带式输送机		在支撑托辊结构和输送带物理性能方面具有特殊的结构和设计，能实现输送机水平转弯，适用于长距离输送散状物料，运用在穿越山区、河流等野外复杂地形的曲线输送路线。
其他输送机及配套设备		其他输送机包含移置式带式输送机、伸缩式带式输送机、大倾角带式输送机、斗式提升机、螺旋输送机等；配套设备包括逆止器、轴装式减速器、外装式电动滚筒等。

资料来源：WIND、公司招股说明书、公司公告、华鑫证券研究所整理

1.4 输送机收入占比超90%，积极开拓海外市场

- **公司主营业务稳中有升**：公司的核心产品为输送机设备整机，占2023年营业收入比例为91.2%。
- **公司积极布局海外市场**：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：2019-2023年公司的产品结构



资料来源：WIND、公司招股说明书、华鑫证券研究所整理

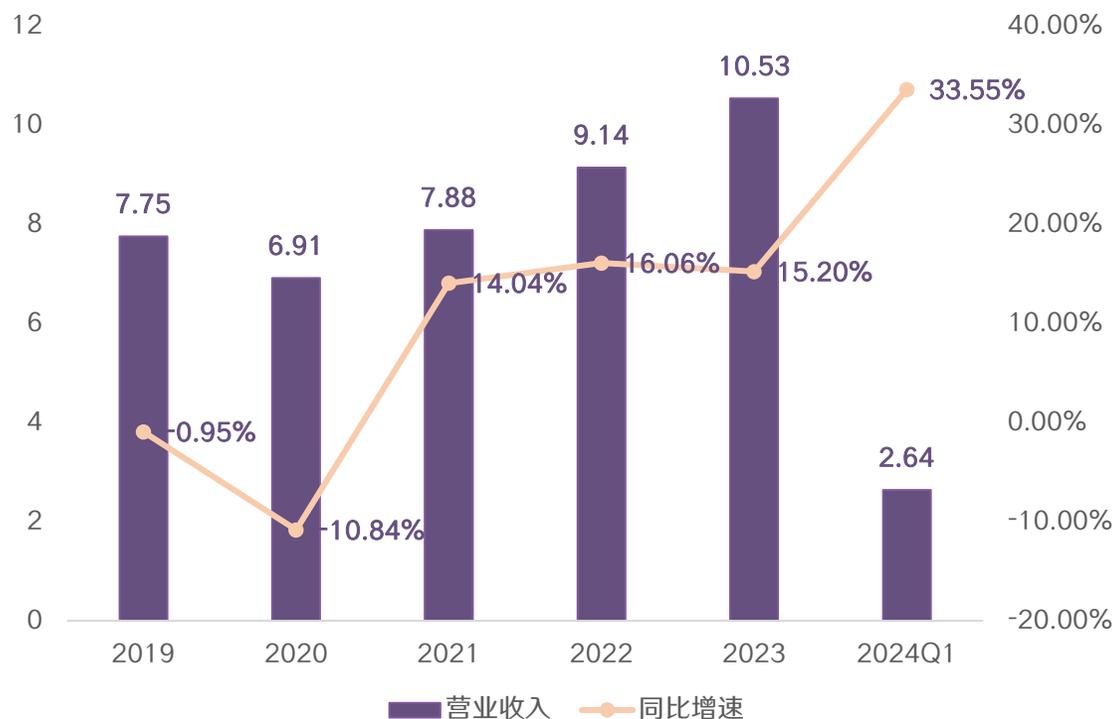
图表：运机集团产品的国家分布情况



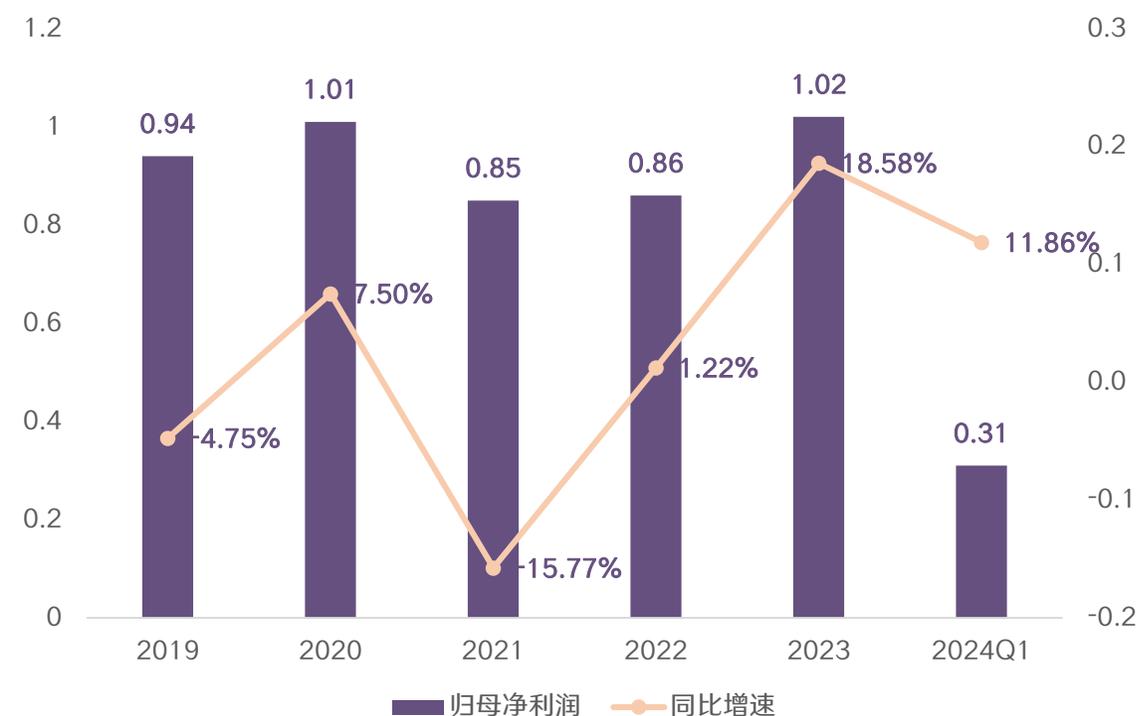
1.5 公司业绩稳步增长，盈利能力显著改善

- **公司营收稳步增长，归母净利润逐渐修复**：2021-2023年，公司营收的复合增长率为15.6%；2024年Q1，公司实现营收2.64亿元（同比+33.6%），主要系根据客户需求交货量增加所致。2021-2022年，公司归母净利润受上游原材料钢铁价格波动和国内外局势影响短期承压；2023年归母净利润1.02亿元（同比+18.6%），盈利能力逐步修复。
- **产能释放，未来业绩有望提升**：随着公司智能化生产项目唐山基地、自贡基地的建成投产，将有效缓解产能不足的局面，增加产能至年产22万米，提升公司产品交付能力，预计公司业绩有望大幅提升。

图表：2020年-2024年Q1营业收入情况（亿元）



图表：2020年-2024年Q1归母净利润情况（亿元）

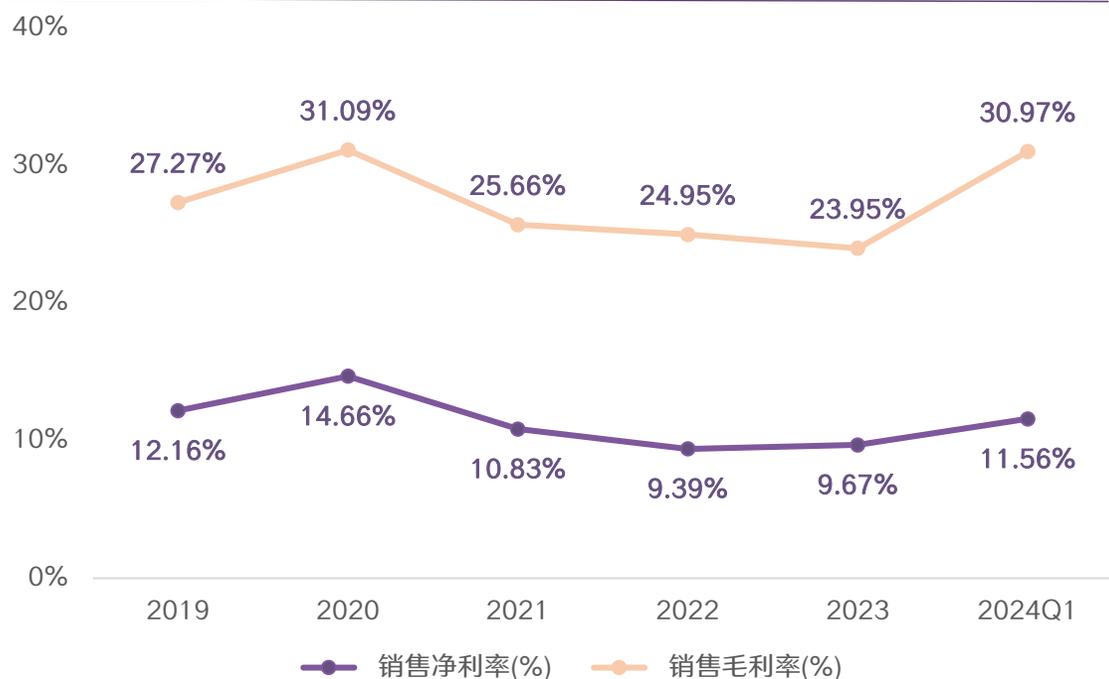


资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

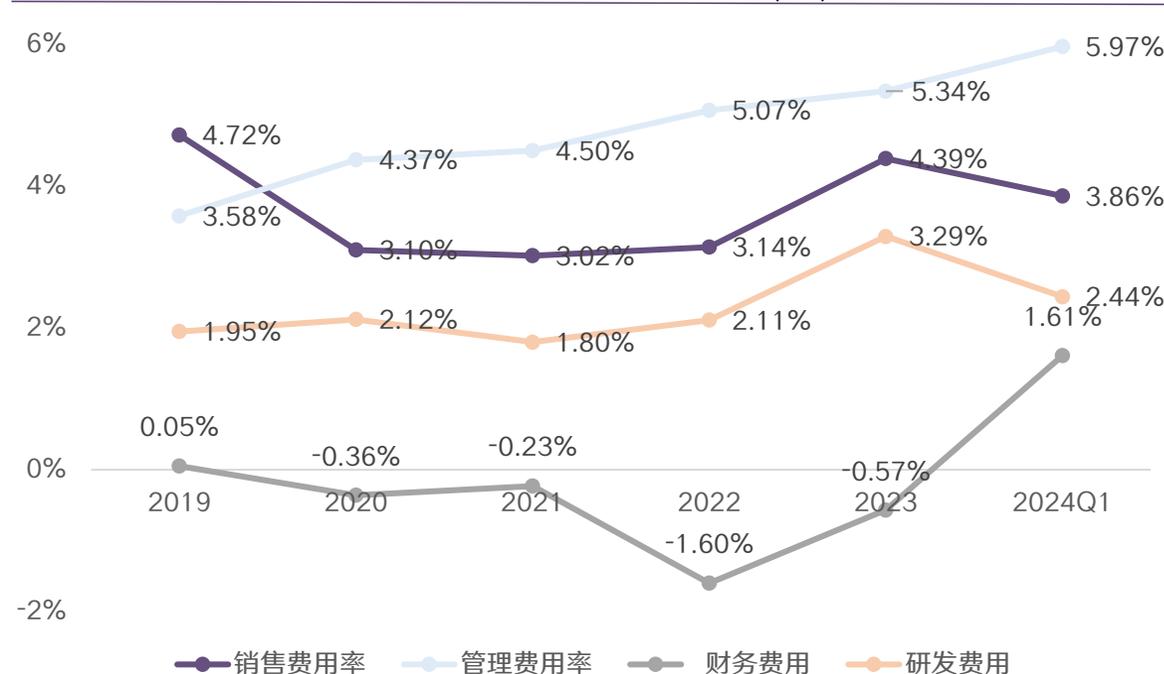
1.6 费用管控良好，利润率有望提升

- 利润率和毛利率存在小幅波动：**2019-2023年，公司毛利率存在一定波动，主要系产品结构、生产组织模式和原材料波动影响。2024年Q1，公司毛利率为31.0%（同比+9.81pct），主要系高毛利的海外营收占比提升所致。未来，随着公司持续强化研发，优化生产布局降本增效，同时积极拓展海外市场，毛利率和利润率有望实现显著提升。
- 费用管控良好，维持在10%左右：**2023年，公司研发费用率3.3%(同比+1.18pct)，主要系研发项目增加投入增加；公司销售费用率4.4%(同比+1.25pct)，主要系公司扩大销售渠道提高市占率；2024年Q1，公司的财务费用率为1.6%（同比+3.29pct），主要系可转换公司债券按实际利率法摊销所致。

图表：2019-2024年Q1公司利润率情况（%）



图表：2019-2024年Q1公司费用率情况(%)

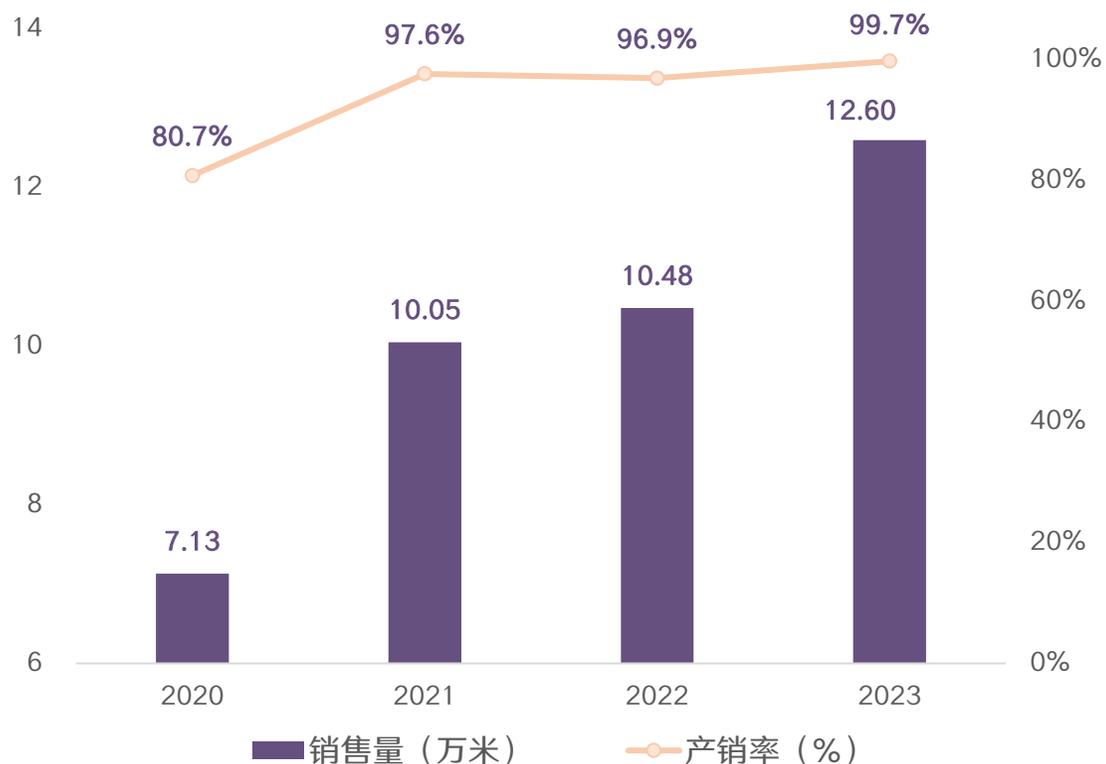


资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

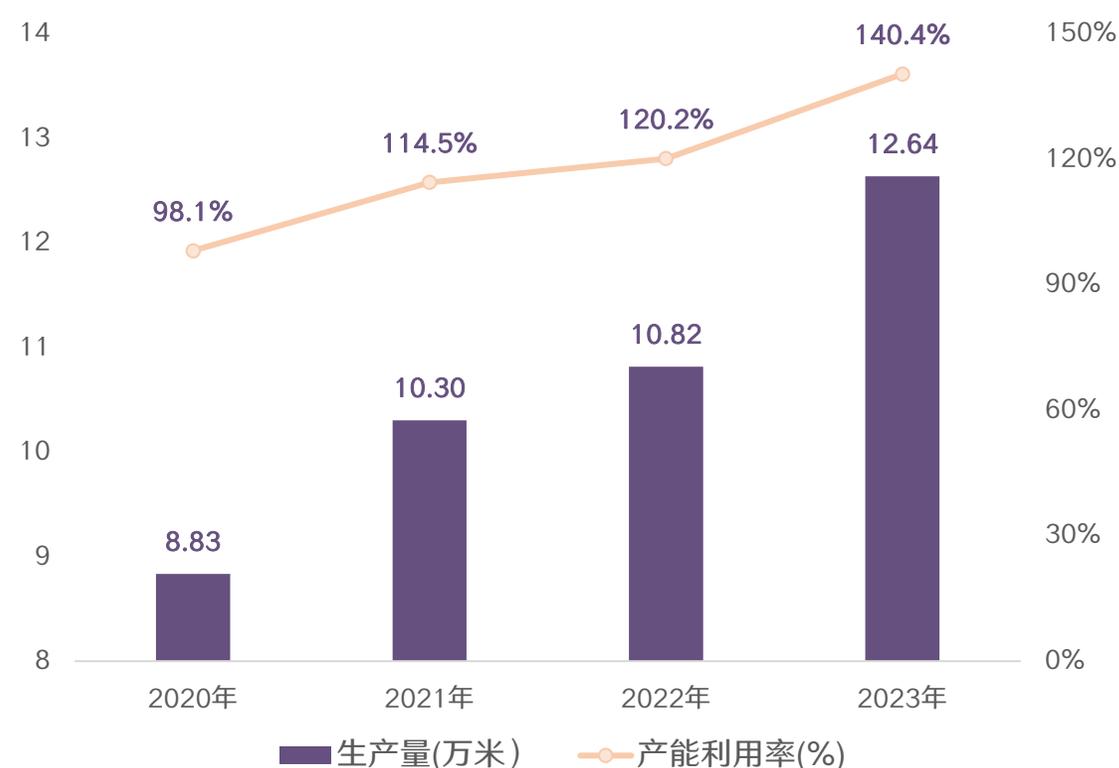
1.7 产品销量增长迅速，产销率与产能利用率维持高位

▶ **产品销量持续增长，产销量维持较高水平：**公司生产的产品属于非标准化产品，采取“以销定产”的模式，在产量和销量端都保持着稳定增长，2020年-2023年公司产量复合增速为12.7%，销量复合增速为20.9%。同时，产销率和产能利用率也保持在较高水平，2023年公司的产销率为99.7%（同比+2.8pct），公司的产能利用率为140.4%（同比+20.2pct）。

图表：公司输送机设备整机销售量情况



图表：公司输送机设备整机生产量情况

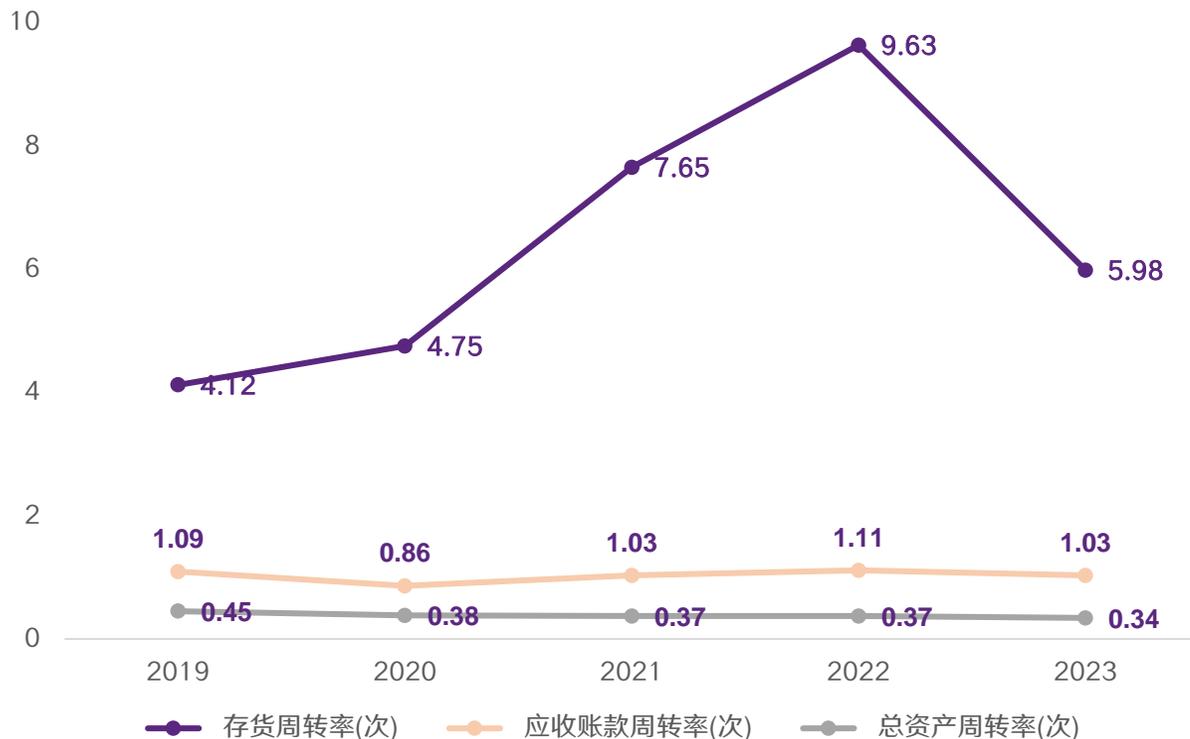


资料来源：WIND、iFind、华鑫证券研究所整理

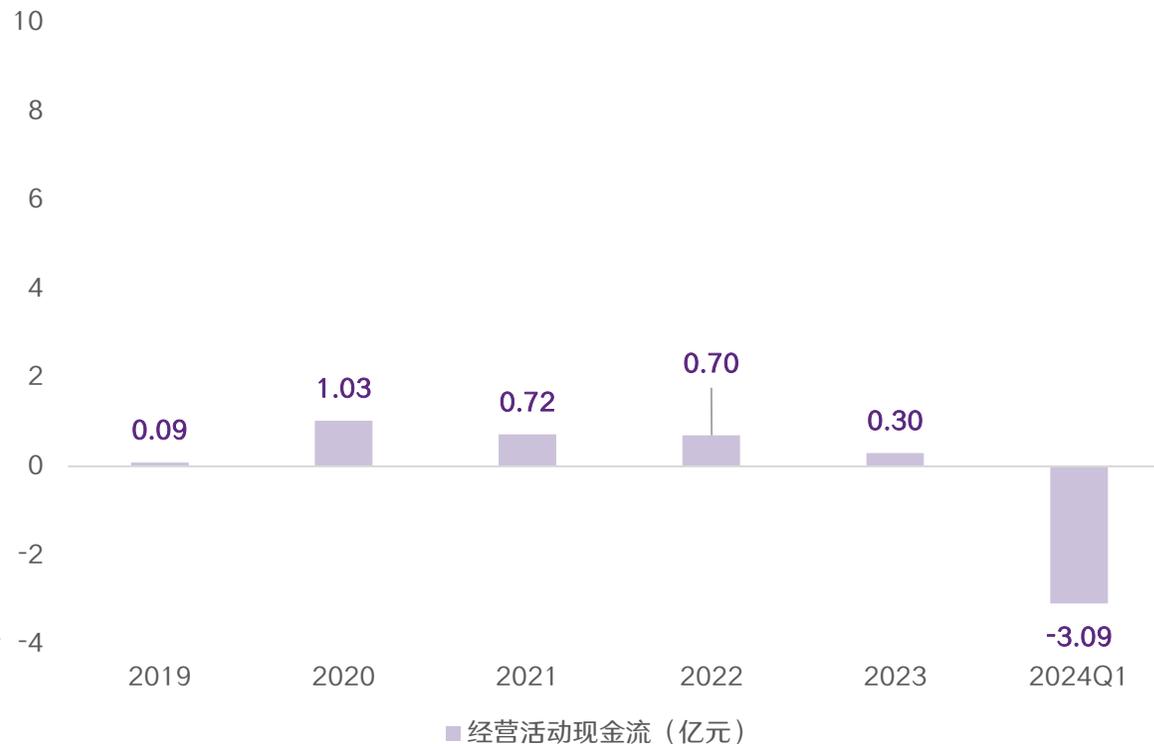
1.8 公司运营能力良好，现金流量充足

- **公司运营能力良好**：2019-2022年，公司的存货周转率改善明显，主要系改善存货管理制度；2023年，公司的应收账款转周转率较低，主要系下游客户回款周期较长。
- **公司现金流量充足**：2019-2023年，公司的现金流逐年增加，主要系公开募集资金增加所致。2024年Q1公司的经营活动现金流由正转负，主要系支付投标保证金以及为几内亚项目备货支付的采购款和费用增加所致。

图表：2019-2023年公司运营情况



图表：2019-2023年公司现金流情况



资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

1.9 公司在手订单充足，股权激励利润复合增速50%

- 2024年4月，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予280万股，约占公告时总股本1.75%。2024年5月，公司首次授予236.5万股，激励对象总人数为107人，包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干，授予价格为11元/股。若按照股权激励计划考核目标，2024-2026年归母净利润分别为1.5亿元、2.3亿元和3.4亿元，CAGR为50%。
- 公司在手订单持续增长，截至2024年Q1在手订单为24亿元，在手订单保证公司实现预期业绩确定性较高。

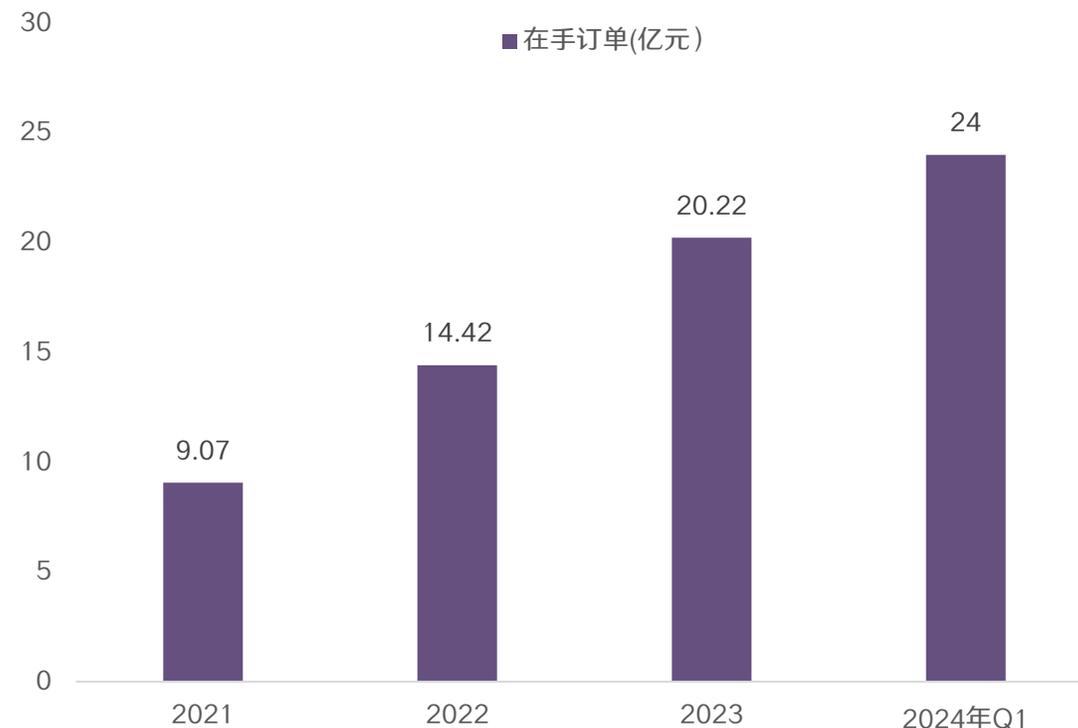
图表：公司股权激励计划考核目标

年份	业绩考核目标 (以2023年归母净利润1.02亿元为基础)	对应扣非归母净利润下限 (亿元)	下限对比同比增速
2024年	2024年净利润增长率不低于50%	1.53	50%
2025年	2024-2025年两年净利润累计值增长率不低于275%	2.30	50%
2026年	2024-2026年三年净利润累计值增长率不低于612.5%	3.44	50%

图表：公司首次授予股权激励摊销费用

首次授予的股票数量(万股)	需摊销的总费用(万元)	2024年(万元)	2025年(万元)	2026年(万元)	2027年(万元)
236.5	2,975	1,252	1,162	454	104

图表：公司在手订单情况



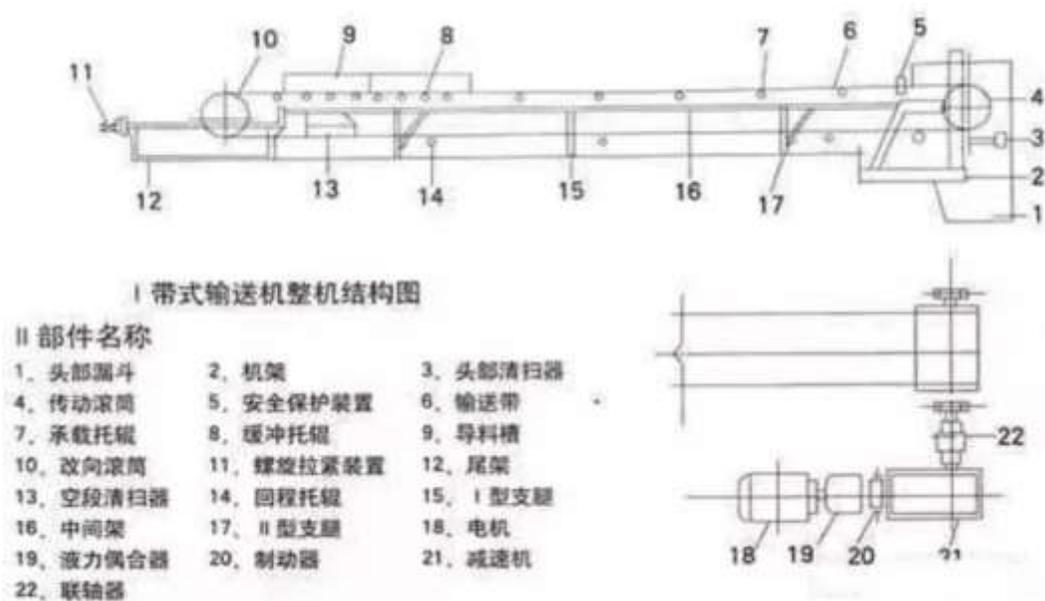
二、百公里散料输送冠军， 清洁运输助力“双碳”

研究创造价值

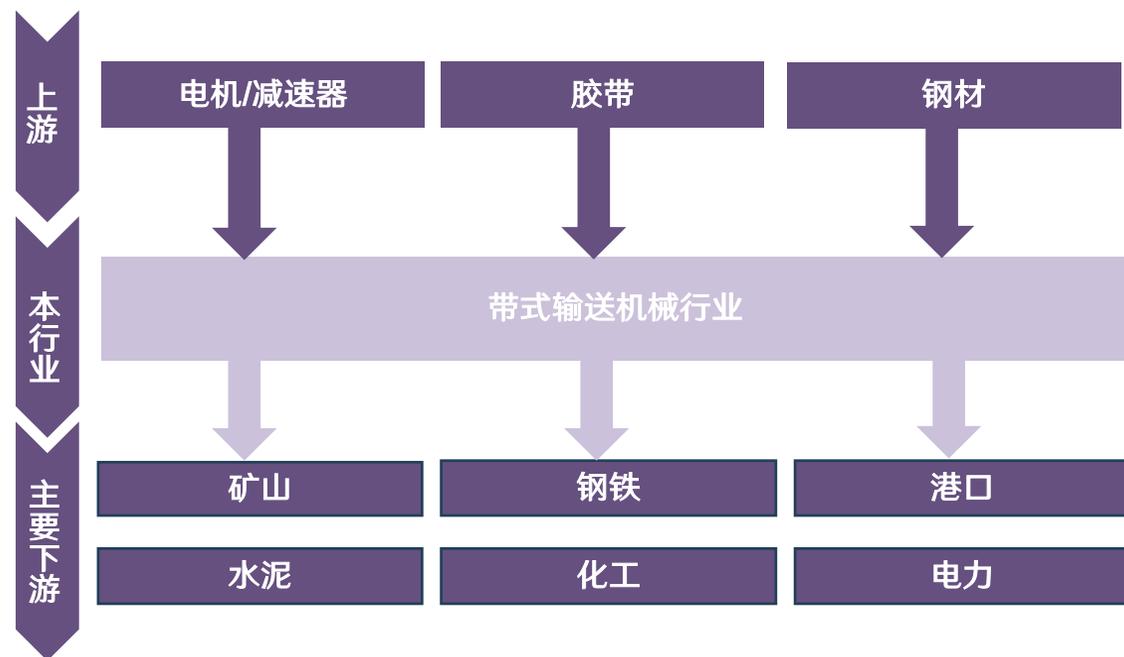
2.1 带式输送机械下游丰富，产品应用广泛

- ▶ 带式输送机是一种利用摩擦驱动以**连续方式**运输煤炭、矿石、砂、水泥等散状物料的机械，主要由机架、输送带、托辊、滚筒、拉紧装置、驱动装置等组成。**滚筒、托辊、桁架、支柱、驱动装置、电控设备**等是核心部件，由带式输送机厂家自行生产；电机、减速器、输送带等大型标准化配件根据客户方案外购。
- ▶ **下游应用广泛**：现有输送机可适应不同环境，包括通用带式输送机、特种带式输送机（含管状带式输送机、水平转弯带式输送机等），广泛应用于矿山、钢铁、港口、水泥、煤炭、电力等行业的散料输送场景。

图表：带式输送机的基本结构



图表：带式输送机的产业链



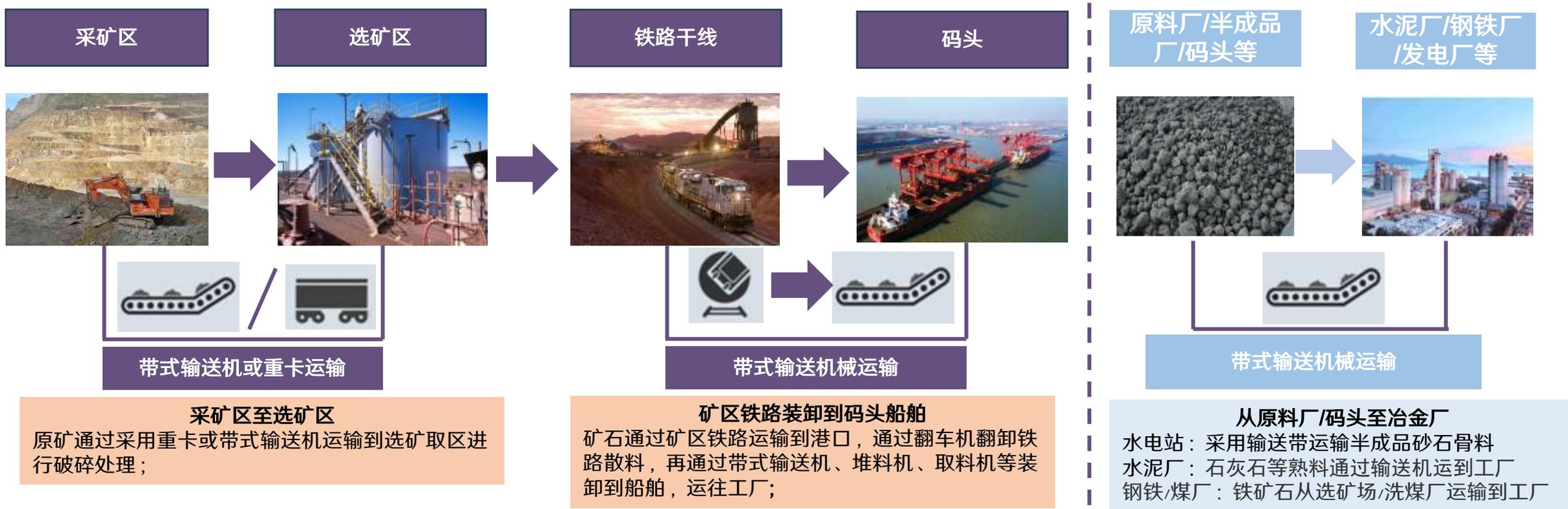
注：散状物料是指堆积在一起未经包装的块状、粒状、粉状固体物料，例如煤炭、矿石、砂、水泥等

资料来源：公司官网、公司招股说明书、搜狐网、华鑫证券研究所整理

2.2 带式输送机械下游丰富，产品应用广泛

- **矿山下游是核心下游**：带式输送机械主要应用于（1）采矿区到选矿区的运输，会采用汽运或带式输送运输原矿；（2）矿山至港口的基础设施建设，矿石经铁路运输，通过翻车机卸货，再通过带式输送机输送到船舶；
- **水泥、钢铁、发电厂等下游**：带式输送机械主要应用在原料厂、半成品厂和矿山到加工厂的运输。

图表：带式输送机在矿山等下游的应用



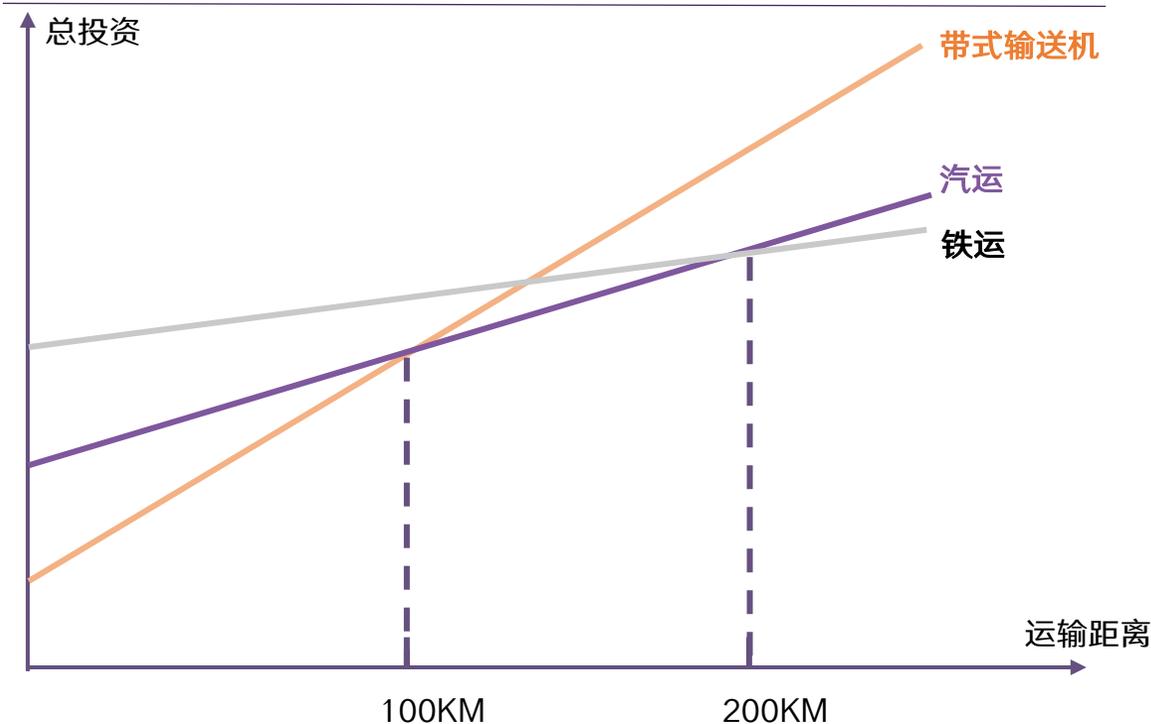
2.3 带式输送机适宜百公里内散料运输

- 和传统的散料运输方式例如汽车运输和铁路运输相比，带式输送机运量大、运输效率高、操作便捷且可以连续运输，具有经济适用、安全环保的优势。
- **经济适用**：百公里的散装物料运输，带式输送机械是较铁运和汽运的更好选择。
- **安全环保**：带式输送机械以电驱动，节能降耗，同时封闭输送明显减少环境污染；并且带式输送机械没有复杂的运输环节，不需要大量的的人员且故障率低只需要定期保养。

图表：不同散料运输方式的对比

	带式输送机	汽车运输	铁路运输
适用距离	中短距离	中短距离	远距离
地形	山区复杂爬坡地势	平坦地势	面积广
初始投资	中	低	高
运营成本	中	高	低
能耗	低	高	中
环境污染	低	高	中
运输连续性	高	低	中
安全性	高	低	中

图表：三种散料运输方式的经济性对比



资料来源：ASARTICLE官网、绿色矿山网、罗戈网、westriverconveyors官网、公司招股说明书等、华鑫证券研究所整理

2.4 带式输送机在矿区运输较汽运和铁运具有一定优势

矿区运输方式的选择应结合成本经济性和地势等综合选择，以A矿区案例为例，带式输送机是优于汽运和铁运的选择。

- **初期建设投资**：公路初始建造成本 < 带式输送机初始建造成本 < 铁路初始建造成本。
- **运营成本**：铁路运营成本 < 带式输送机运营成本 < 公路运营成本。
- **地形地势**：带式输送机爬坡能力强，适应山区等复杂地势。

图表: 铁路、公路和带式输送机的成本分析

某大型煤矿A年产煤炭2000万吨，该地区地形复杂，沟壑纵横，矿区外部采用铁路运输，矿区内有铁路、公路和带式输送机三种方式选择。若采用铁路运输，铁路设计采用单线、电气化自动闭塞、最大坡度12‰，矿区工业广场至铁路接轨站线路长21km；若采用公路运输，公路设计采用双向4车道、柏油马路，最大坡度7‰，矿区工业广场至铁路装车站路长35km；若采用皮带运输机运输，皮带运输机设计宽度1.8m，最大坡度13‰，矿区工业广场至铁路装车站皮带输送机长度15km。

运输方式	线路长度 (公里)	运量 (万吨)	周转量 (万吨*公里)	单位运营成本 (元/吨*公里)	总运营成本 (万元)	单位初始建造成本 (万元/公里)	总初始建造成本 (万元)	合计成本 (万元)
铁路运输	21	2000	42,000	0.0543	2281	11000	231,000	233,281
公路运输	35	2000	70,000	0.3830	26810	3000	105,000	131,810
皮带运输	15	2000	30,000	0.3660	10980	7600	114,000	124,980
结论	皮带输送机总成本最优，且考虑到皮带输送机械具有超强的爬坡能力，线路短、线路适应性好， 建议在A矿区采用带式输送机。							

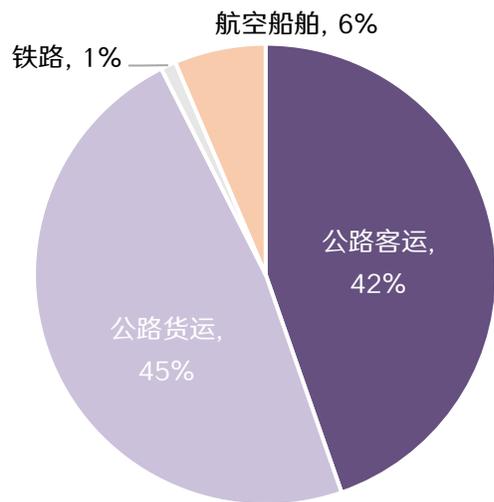
注：初始建设投资部分的估算，铁路取铁路专用线的建设成本；公路运输取东部地区二级公路平均造价；皮带输送机取运机集团2023年的输送机单价。

资料来源：《矿区运输方式成本分析》-邓立红、中国公路杂志、中国经营网、华鑫证券研究所整理

2.5 国内环保政策驱动带式输送机械取代传统汽运铁运

➤ 得益于环保政策，长距离输送带替代公路铁路运输成为发展趋势：为早日实现“双碳”目标，国家出台多项环保政策，监管下游矿山、钢铁、水泥和港口等资源型行业的运输节能减排情况。带式输送机较传统的汽运和铁运具有绿色环保的优势，且不会造成噪音和粉尘污染。近年来下游客户逐步建设长距离的带式输送机取代汽运，未来带式输送机械需求有望稳步提升。

图表：中国交通运输碳排放占比情况



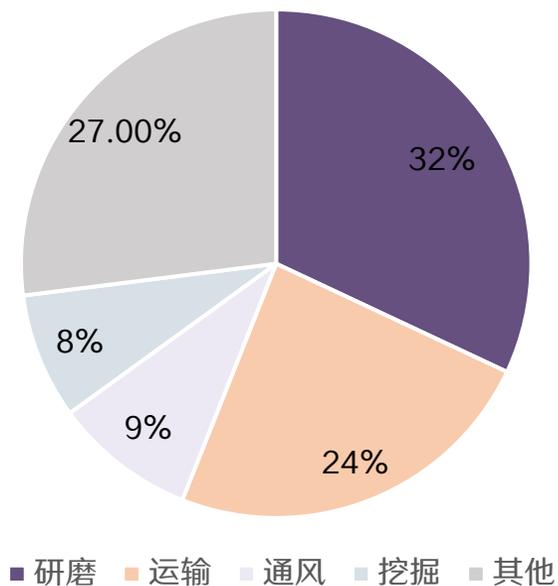
图表：中国输送相关环保政策

下游	政策名称	发布单位	主要内容
矿山	《多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021—2025年）》	国务院	工矿企业短距离运输时优先采用封闭式皮带廊道或新能源车船。
钢铁	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	工信部	全面推动钢铁行业超低排放改造，加快推进钢铁企业清洁运输。
水泥	《关于推进实施水泥行业超低排放的意见》	生态环境部、发改委等	进出企业的物料和产品采用铁路、水路、管道、管状带式输送机、皮带通廊等清洁方式运输比例不低于80%；达不到的企业，汽车运输部分全部采用新能源或国六排放标准车辆。
港口	《推进铁水联运高质量发展行动方案（2023-2025年）》	交通运输部、自然环境部等	京津冀及周边地区、长三角地区、粤港澳大湾区等沿海主要港口利用疏港铁路、水路、封闭式皮带廊道、新能源汽车运输大宗货物的比例力争达到80%。

2.6 带式输送机助力全球矿企实现“去碳化”目标

- **采矿业“去碳化”要求**：全球4%-7%的温室气体排放来自于采矿活动，运输占采矿活动的能耗比例为24%。矿企为支持能源转型，降低气候风险，在采矿、加工和生产过程中电气化等减排技术实现“去碳化”目标。同时，各国政府通过立法推出新的处罚措施，促使矿企实现“去碳化”，例如欧盟的“碳边境调节机制”。
- **带式输送机助力公司实现低碳目标**：例如2016年的淡水河谷年产9000万吨铁矿石的S11D项目，采用长达9.5公里的输送机替代公路卡车，减少了70%的柴油消耗和50%的温室气体排放。

图表：运输占全球采矿活动的能耗比例为24%



图表：淡水河谷S11D项目采用9.5公里的输送带



💡 较公路卡车运输，柴油消耗减少70%，温室气体排放减少50%

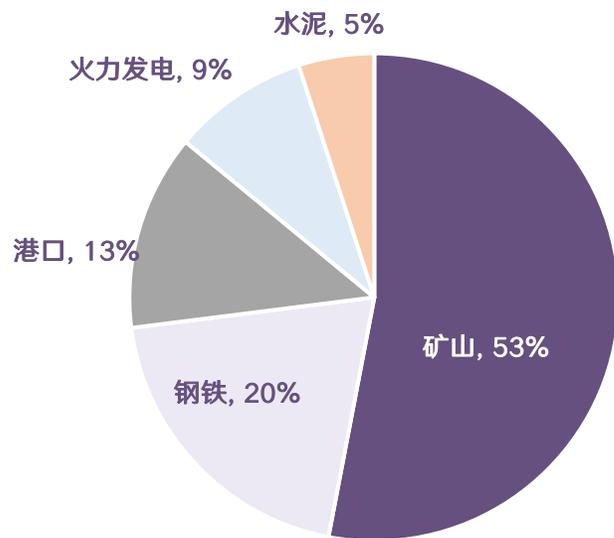
三、国内下游顺周期趋稳， 竞争壁垒提升市占率

研究创造价值

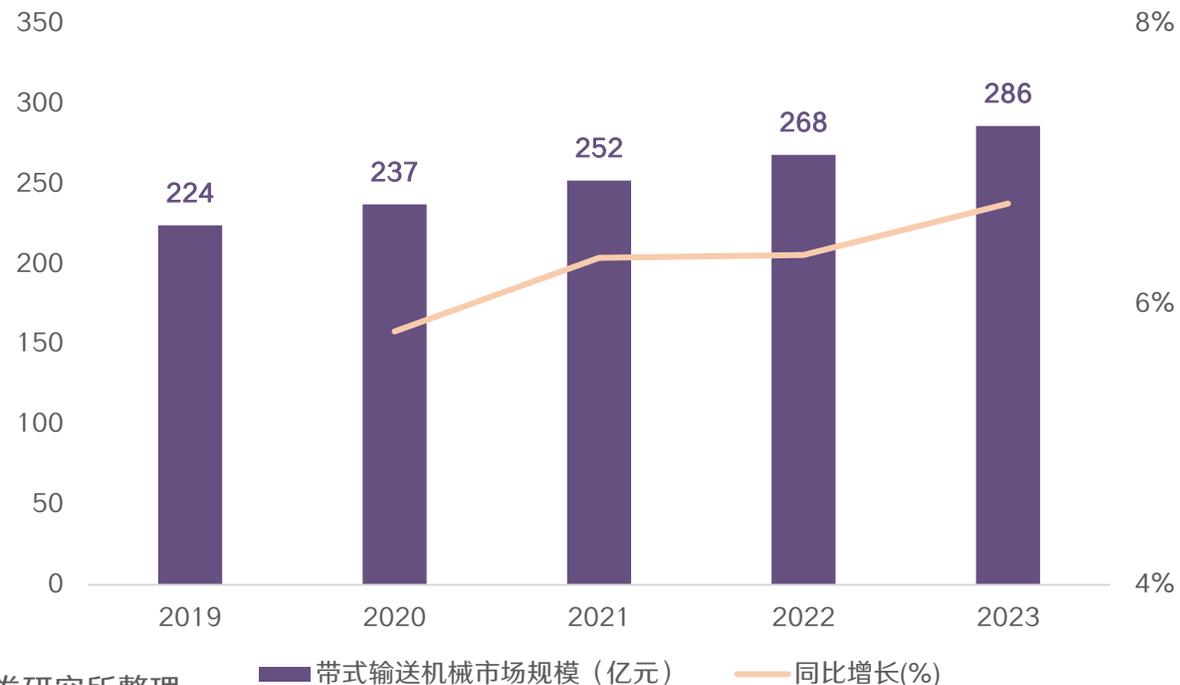
3.1 中国带式输送机械行业增长稳健，市场空间广阔

- **带式输送机行业增长稳健**：根据中国重型机械工业协会预测，带式输送机械行业在2019-2023年期间保持稳步增长，市场规模年复合增长率为6.3%。
- **国家产业政策和下游支持，未来市场空间广阔**：输送机械下游行业应用广泛，包括电力、冶金、建材、煤炭、钢铁、港口、化工等行业。国家出台新一轮找矿突破战略行动（自然资源部）加快下游投资开发，以及“一带一路”的稳健推行，未来市场有望继续增长。中国重型机械工业协会数据，**预计 2027 年我国带式输送机市场规模可达到 392 亿元，2023 年-2027 年复合增长率达 8.2%。**

图表：中国带式输送机行业核心下游占比情况



图表：2014-2023年中国带式输送机械行业市场规模

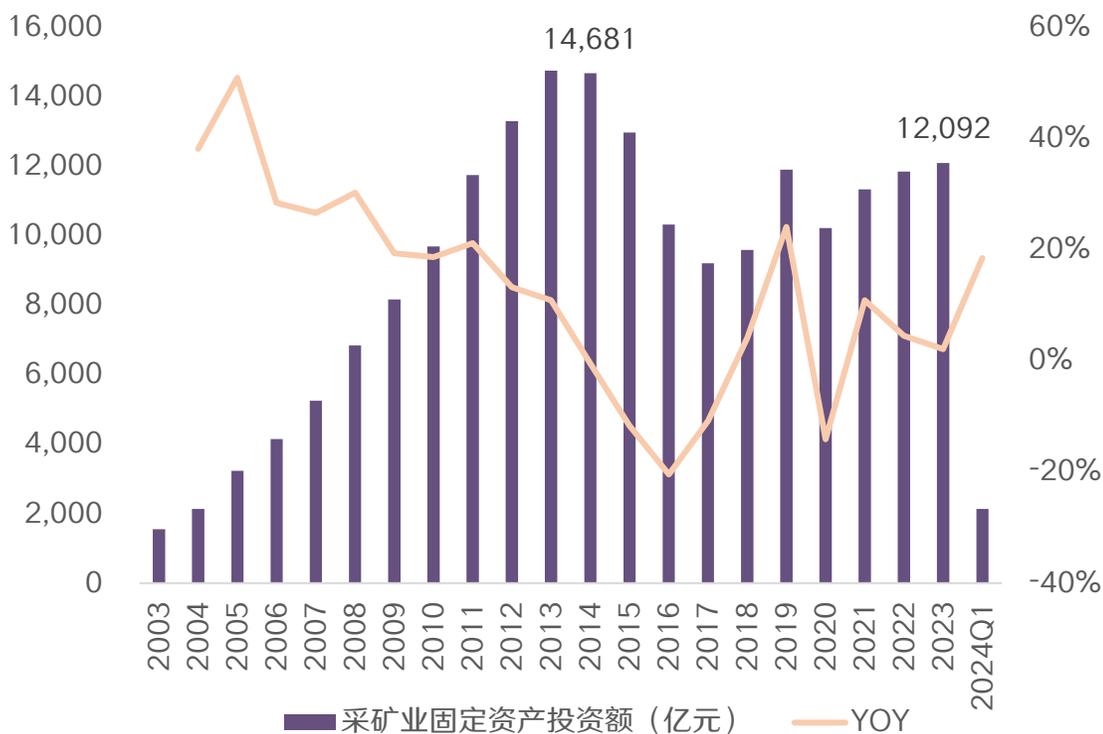


资料来源：《中国重机协会统计简报》、太重向明公司公告、头豹研究院、华鑫证券研究所整理

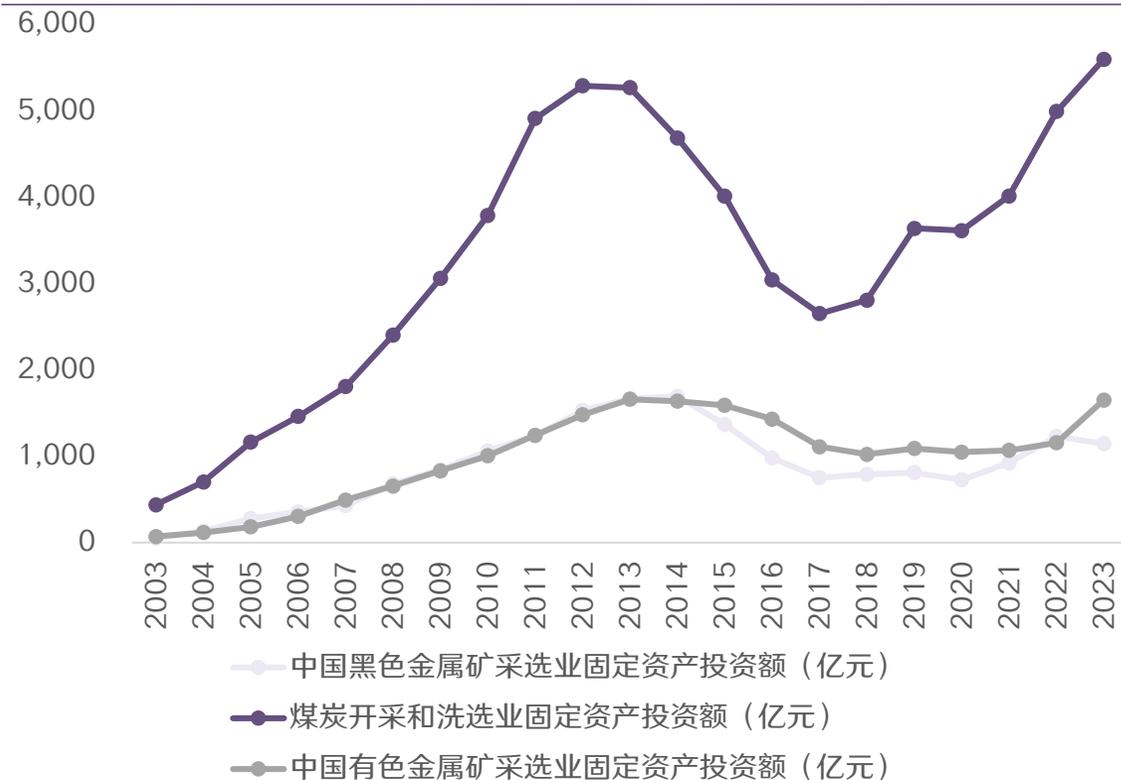
3.1.1 下游采矿业处于高景气周期

- 采矿业处于较高景气区间，加速带式输送机械的需求放量：矿山开采是中国带式输送机的第一大下游，占比53%。
- 采矿业固定资产投资稳步提升，2024年Q1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。细分领域来看，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿开采业和有色金属矿采选业的固定投资额也保持了高景气区间。

图表：中国采矿业固定资产投资维持较高景气



图表：中国煤炭开采业、黑色金属矿开采业和有色金属矿开采业的固定投资维持高景气

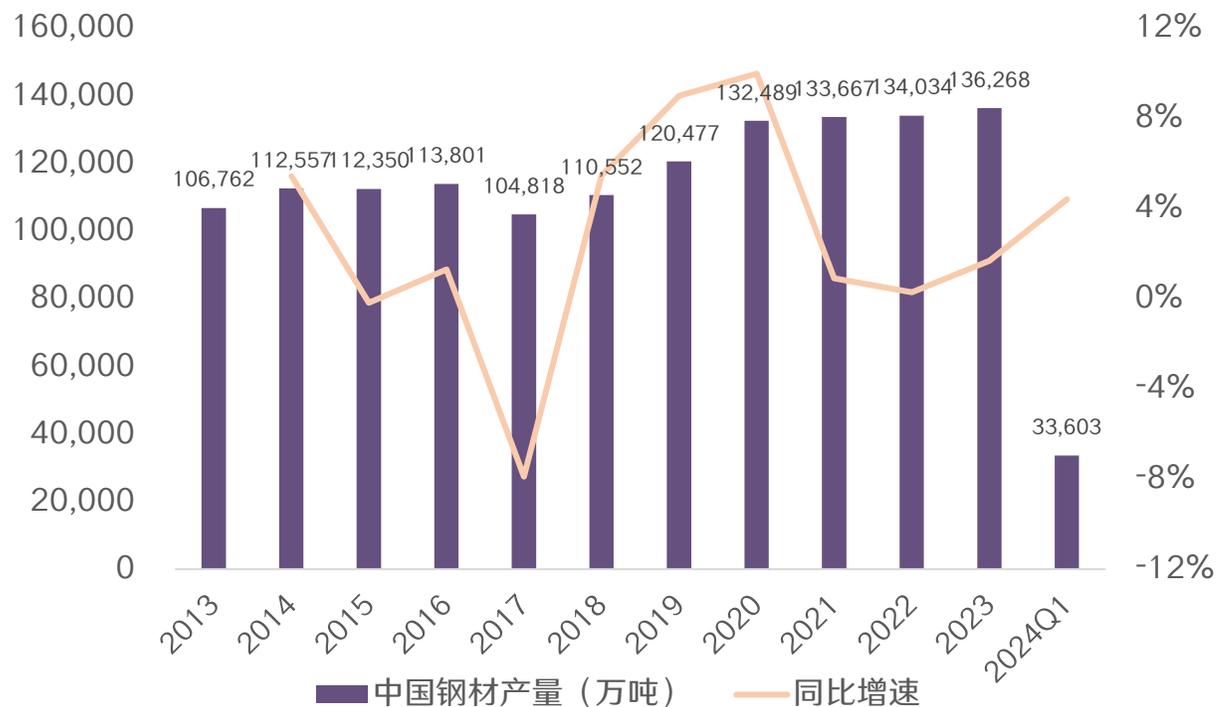


资料来源：wind、华鑫证券研究所整理

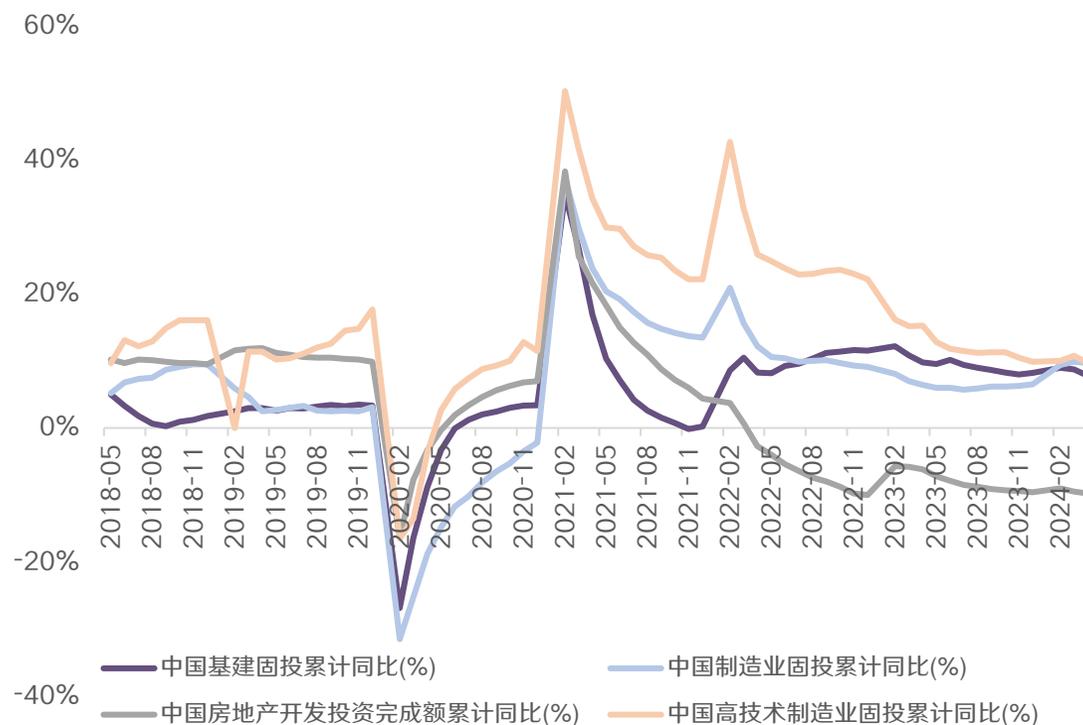
3.1.2 基建、汽车需求回暖，钢铁行业需求提振

- 钢铁下游：带式输送机用于从原料厂运入铁矿石、煤炭焦炭等大宗物料或运出粉煤灰、除尘灰等厂内循环物，且带式输送机作为清洁运输方式能推动钢铁企业超低排放改造。
- 钢铁工业是国民经济的重要基础产业，下游包括房地产、基建、机械、汽车等。2016年至今，国家持续深化供给侧改革，化解产能过剩，行业进入结构性改革发展阶段。目前，传统下游房地产依旧处于筑底阶段，基建专项债项目陆续落地，汽车、家电等制造业需求回暖，对钢铁需求提振，有望推动带式输送机在钢铁下游的需求增加。

图表: 2020年至今中国钢材产量稳中有升



图表: 钢铁核心下游的固定投资额累计同比情况

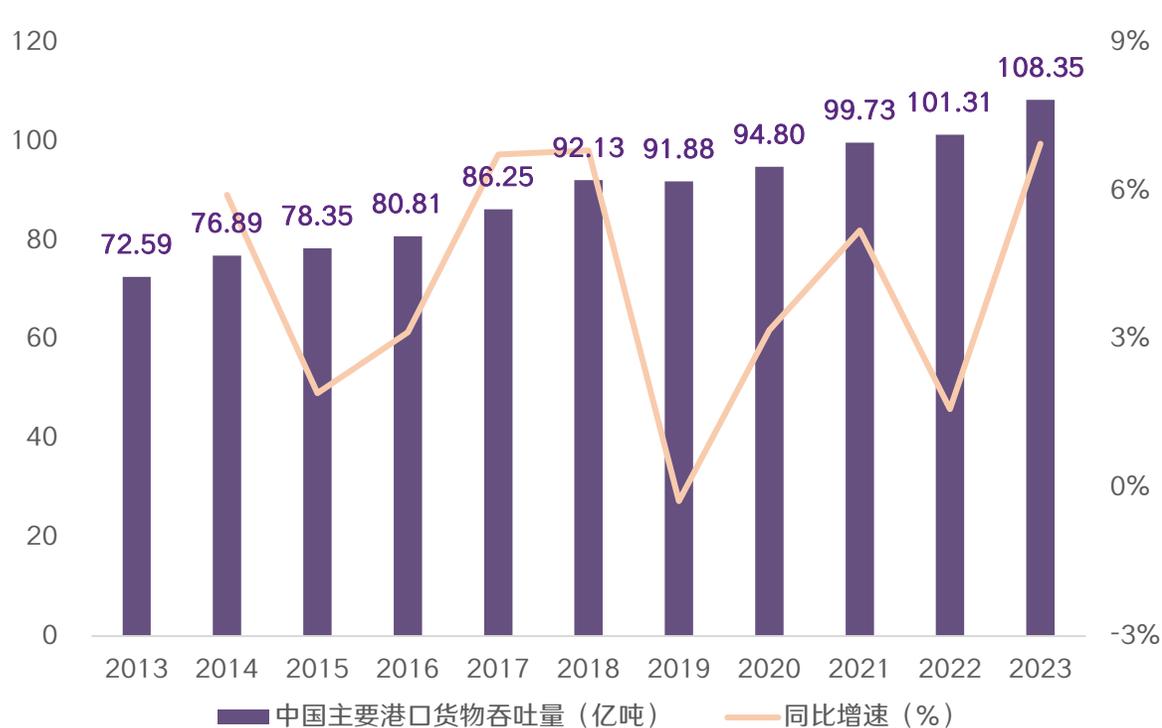


资料来源: wind、华鑫证券研究所整理

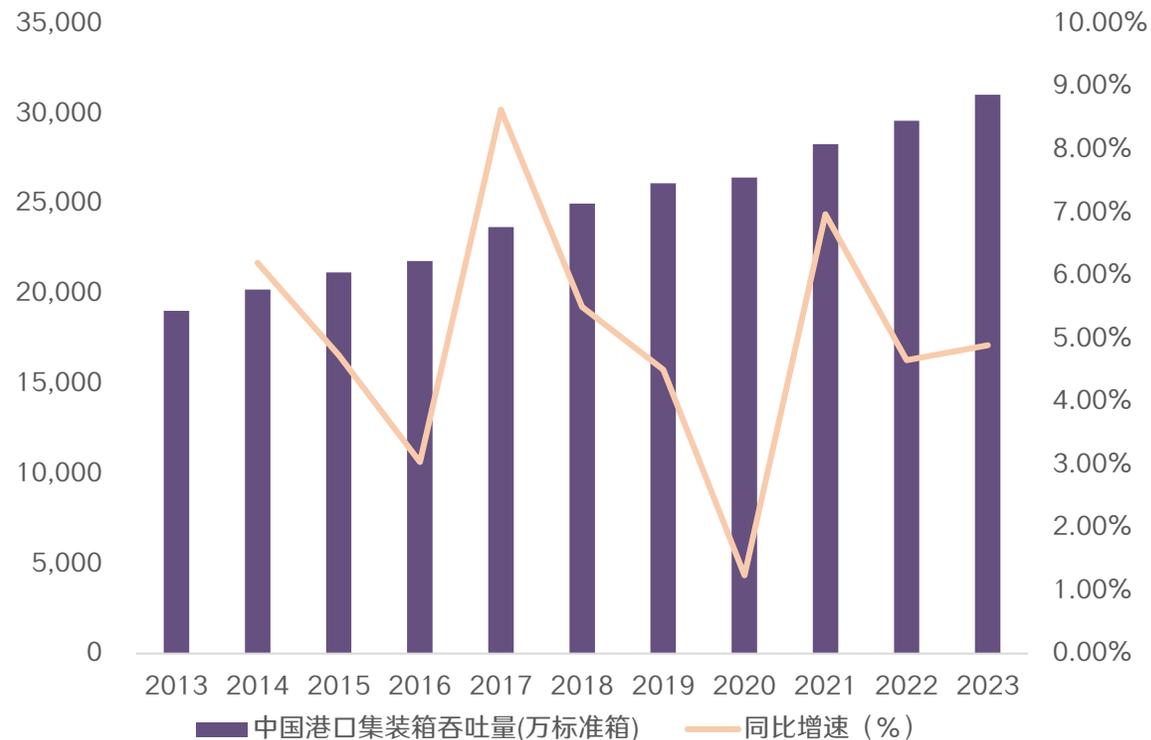
3.1.3 下游港口行业进入平稳发展阶段

- ▶ **港口下游：**带式输送机作为港口基础设施的一部分，用于码头大宗干散货至堆场装卸，具有对扬尘污染防治的优势。
- ▶ 随着对外贸易复苏，2023年全国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量均达到年度新高。伴随“一带一路”战略的有效推进，港口作为连接海陆丝绸之路的重要纽带，预计未来港口将进入平稳发展阶段，因此未来对带式输送机的需求也将保持平稳。

图表: 全国港口货物吞吐量情况



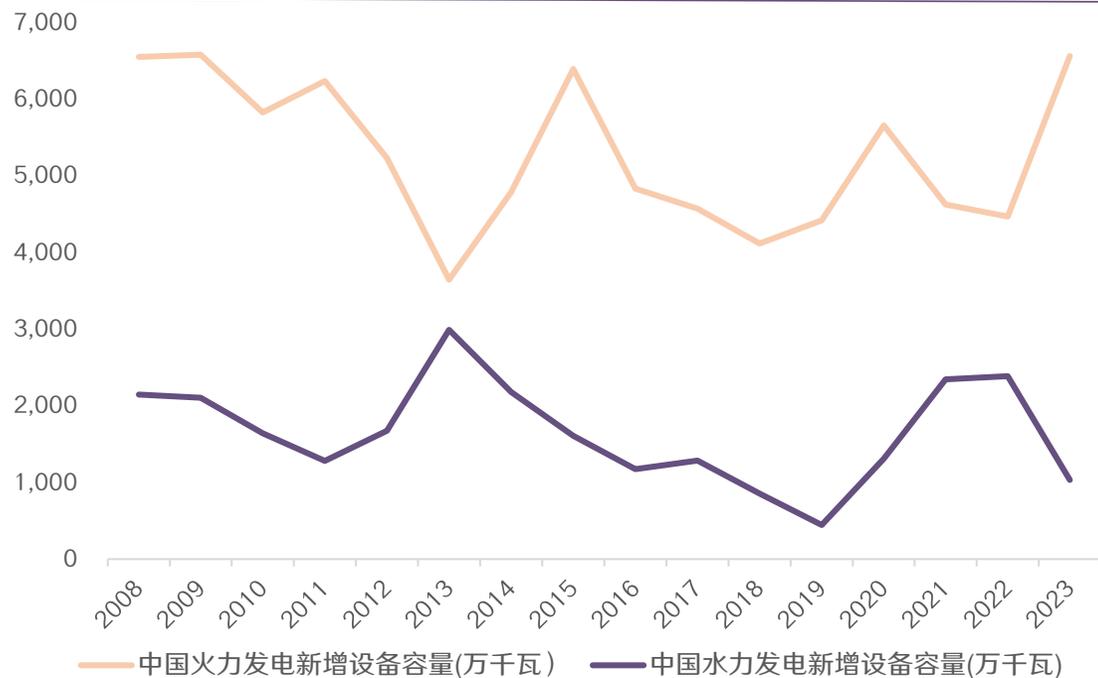
图表: 全国港口集装箱吞吐量情况



3.1.4 下游电力和水泥行业需求稳定

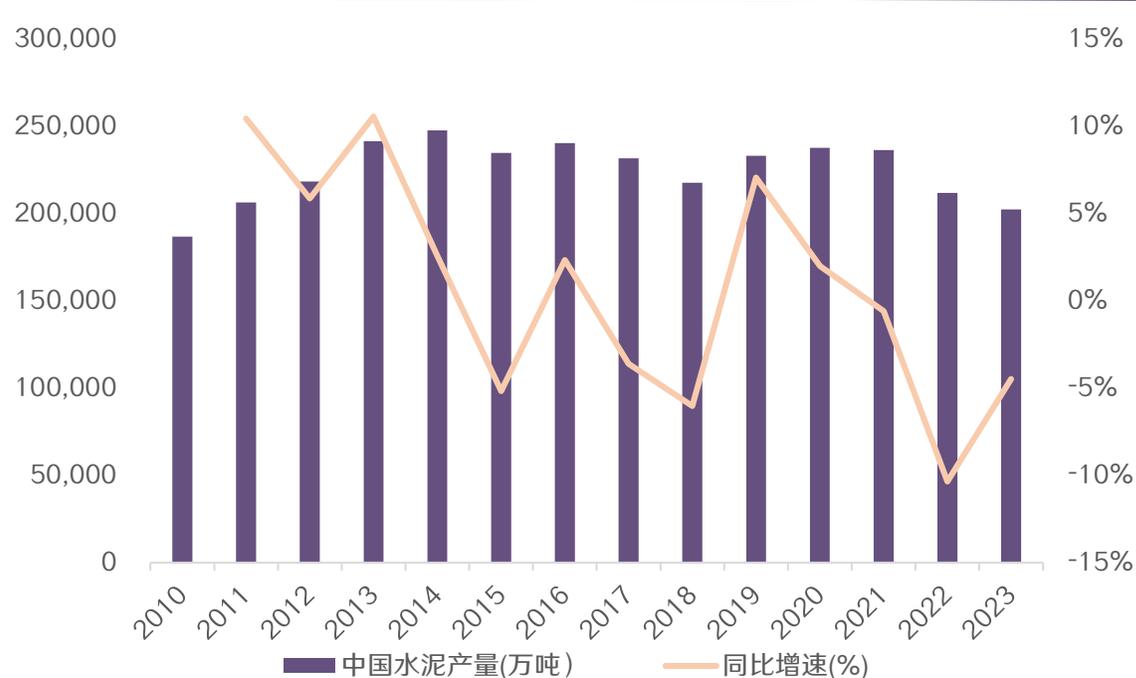
- **电力下游：**（1）水电站的建设常用输送机进行砂石料的搬送。（2）火力发电通过输送机械运输煤炭可以减少污染，实现无尘搬运。国家有序推进水电站建设，火力发电仍然是我国主要的发电方式，2023年占我国电力总装机的48%。预计未来火力和水力发电稳定发展，带式输送机需求也保持平稳。
- **水泥下游：**输送机械应用在水泥熟料、石灰石进出水泥加工厂。中国是全球水泥产量最大的国家，2012年-2021年为平台高位期，2022年至今，由于下游房地产进入深度调整阶段，水泥进入下行周期。**我国水泥产量基数大，虽然预计未来带式输送机械的需求增速放缓，但总体规模仍然保持较高水平。**

图表: 中国火力发电和水力发电新增发电设备容量情况



资料来源: wind、华鑫证券研究所整理

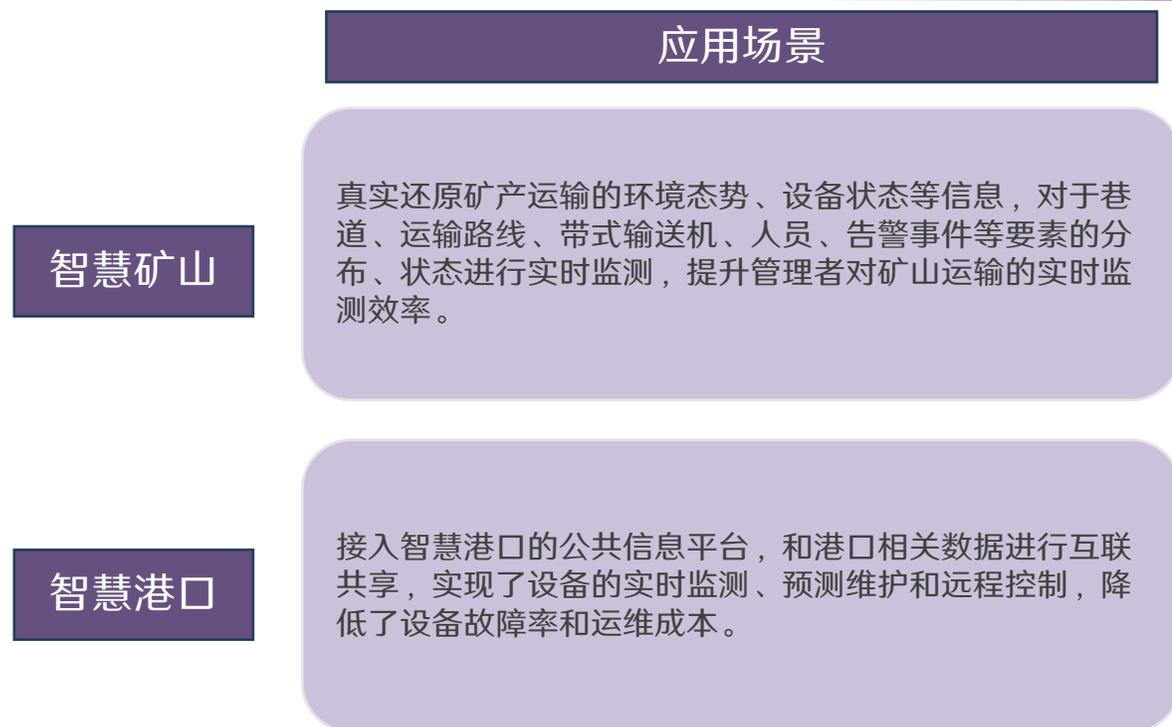
图表: 中国的水泥产量有望企稳



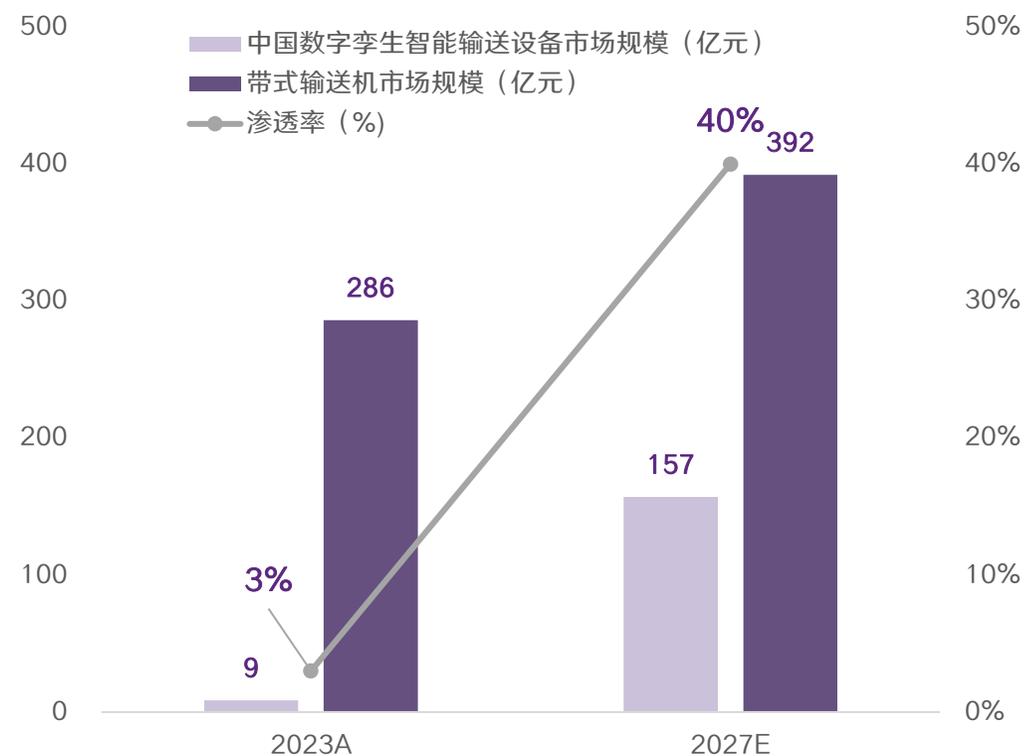
3.2 国家出台政策鼓励下游智能化转型，智能化渗透率有望提升

- **国家出台智能化转型政策，鼓励下游工业企业进行智能化转型：**近年来，国家明确制造业智能化为重点发展领域，带式输送机下游的矿山、煤炭、钢铁、电力、港口等行业也面临着智能化升级改造的需求，其中**智慧矿山和智慧港口**为核心应用场景，为智能带式输送行业提供了广阔的市场空间。
- **带式输送机渗透率有望提升：**智能化带式输送机可实现**输送效率提升、成本控制、无人值守、自动控制**的优势。根据重机协会预测，2027年智能化渗透率有望由2023年的3%提升至40%，对应智能输送机市场规模约为157亿。

图表：智能化带式输送机的应用场景



图表：中国数字孪生智能输送机市场规模



资料来源：wind、可转债募投可行性分析报告、中国重机协会、华鑫证券研究所整理

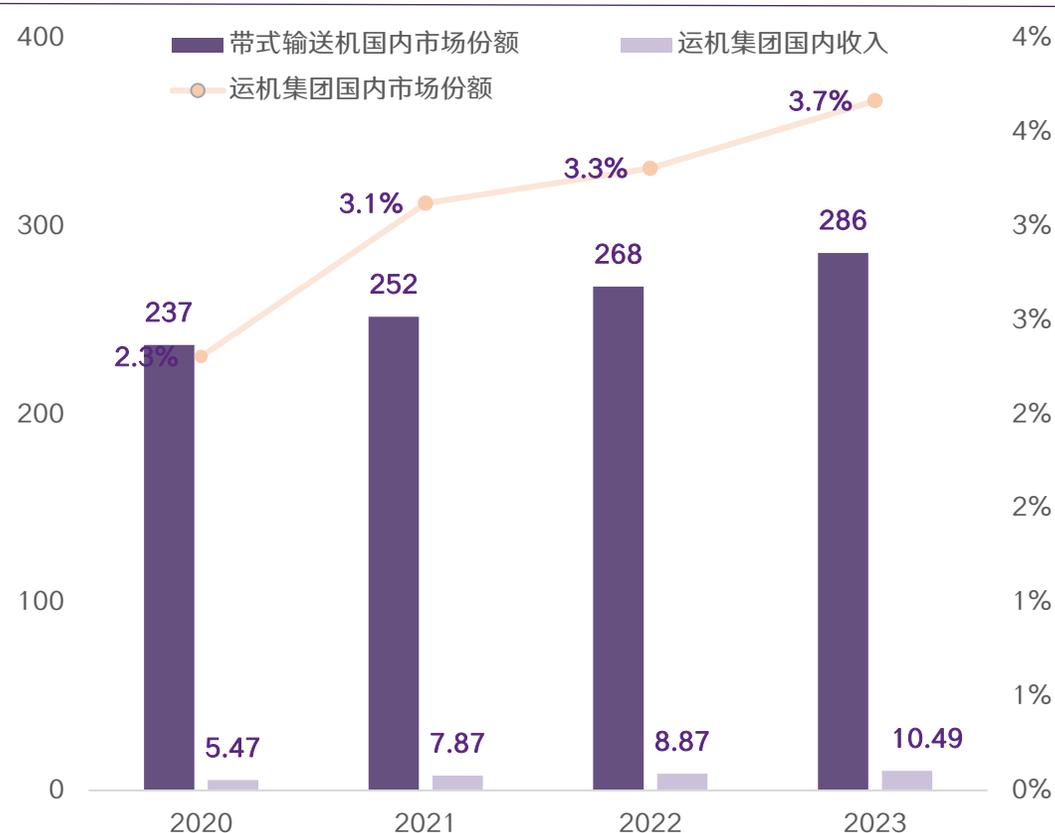
3.3 带式输送机行业集中度低，运机集团市占率持续提升

➤ 国内带式输送机行业分散，运机集团市占率领先：（1）国外竞争对手：蒂森克虏伯、德国伯曼（2）国内竞争对手：上市公司包括华电重工、山东矿机、宝通科技等；非上市公司包括太重阳明（北交所IPO终止）、上海科达等。2020-2023年，运机集团的国内市占率从2.3%增长到3.7%，保持行业领先地位。

图表: 国内主要的带式输送机生产企业

公司名称	成立时间	收入规模 (2023)	主要产品
蒂森克虏伯 (Thyssenkrupp)	1811年	/	向中国提供五大业务领域：机械零部件技术业务领域、电梯技术业务领域、工业解决方案业务领域、材料服务业务领域、钢铁业务领域。
德国伯曼 (BeumerGroup)	1935年	/	输送、装卸、码垛、包装、分拣/分类领域国际领先的内部物流系统生产商。
华电重工	2008年	物料输送工程规模为15.09亿元	物料输送工程、热能工程、钢结构工程和海洋风电工程的系统设计、核心装备研发制造以及工程EPC总承包。
山东矿机	1999年	智能散料输送装备工程及运维营收为2.2亿元	煤炭机械设备和智能散料输送装备的生产与销售。
宝通科技	2000年	智能输送产品营收为3.61亿元	移动游戏产品、智能输送数字化产品制造、智能输送系统产品服务。
太重向明	1999年	5.88亿元	带式输送机、立体车库及相关配件
科大重工	1997年	/	各种规格的带式输送机，尤其擅长生产长距离、大运量带式输送机。
运机集团	2003年	10.53亿元	带式输送机为主的节能环保型输送机械成套设备

图表: 运机集团国内的市占率情况

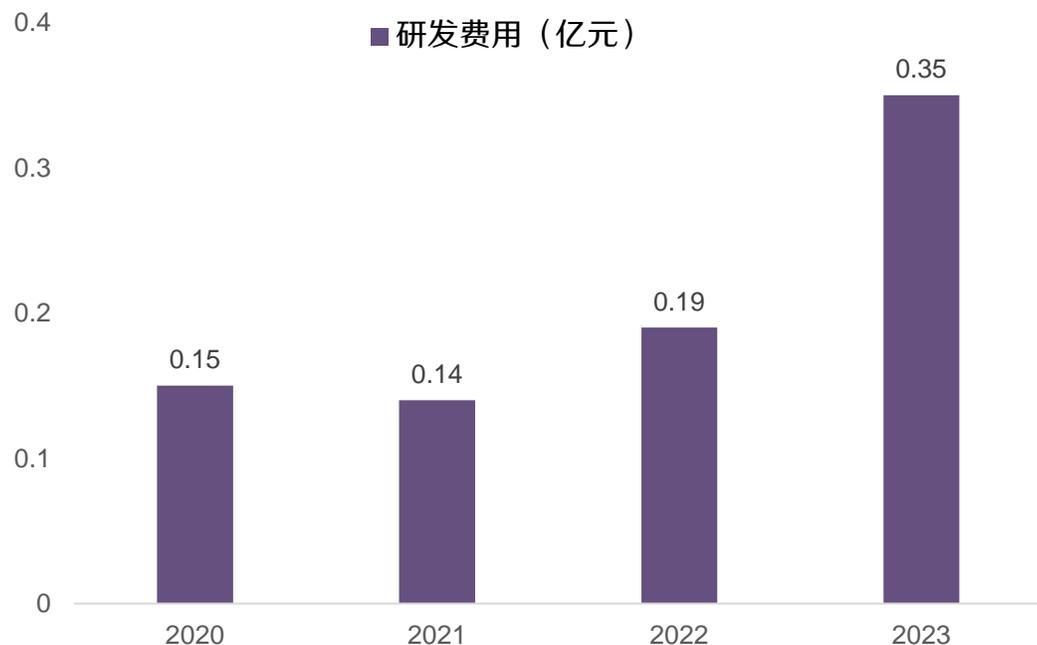


资料来源：WIND、可转债说明书、capital IQ、中国重机协会、华鑫证券研究所整理

3.4 公司技术研发能力较强，是多项国家行业标准的制定者

- **公司技术研发能力强**：公司大力投入研发费用，截至2023年拥有专利150项，其中发明专利12项，实用新型专利138项，专利数量位居行业前列。公司凭借技术优势，已实现一万吨以上的大运量运输和40公里以上的长距离运输。
- **公司代表行业先进水平**：公司积极参与全国物料输送装备行业的科技创新与技术进步，是多个国家标准、行业标准的参加起草单位之一。同时，公司及其产品先后获得 2 项国家级奖项、9 项省部级奖项。

图表：公司研发费用情况



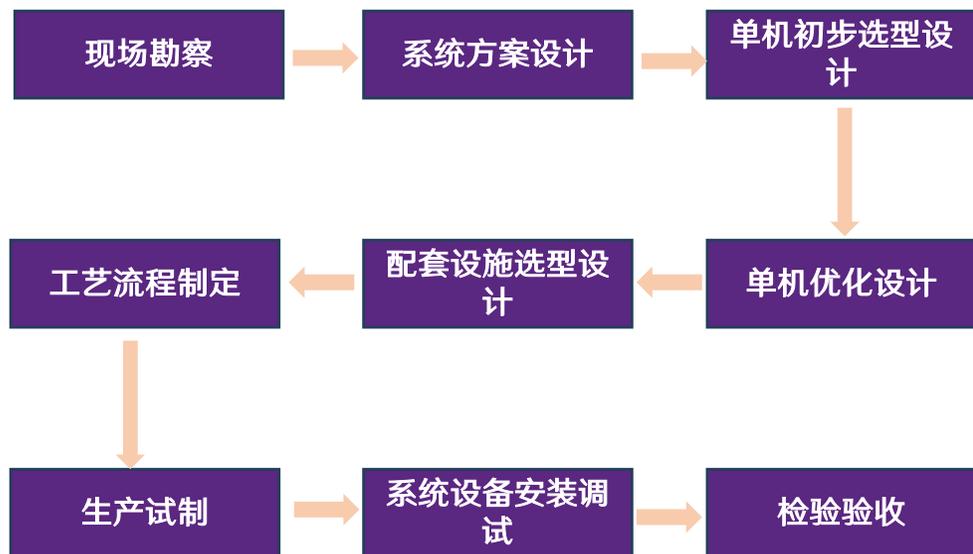
图表：公司制定国家行业标准

编号	行业标准
JB/T 14394-2023	《带式输送机能效测试方法》
T/CMIF 200-2023	《带式输送机噪声测试方法》
GB/T10595-2017	《带式输送机》
GB/T36698-2018	《带式输送机设计计算方法》
GB50431-2020	《带式输送机工程技术标准》
JB/T 7337-2010	《轴装式减速器》
JB/T9015-2011	《带式输送机用逆止器》
JB/T10380-2013	《圆管带式输送机》

3.5 行业大型化和一体化趋势，大型项目经验构筑护城河

- **公司“一体化”服务体系顺应行业一体化趋势：**随着经济发展，客户对输送产品的需求向着大型化、一体化发展。公司紧跟市场需求，建立从需求调研、产品设计、生产安装到售后服务的一体化的服务体系。
- **公司承接大型项目的丰富经验：**公司凭借先进的设计技术水平与制造工艺，完成了多个国内外难度系数较高的物料输送系统方案，打造了多个“亚洲第一”和“世界第一”项目，丰富经验构筑竞争优势。

图表：公司提供“一体化”服务



图表：公司大型项目经验丰富

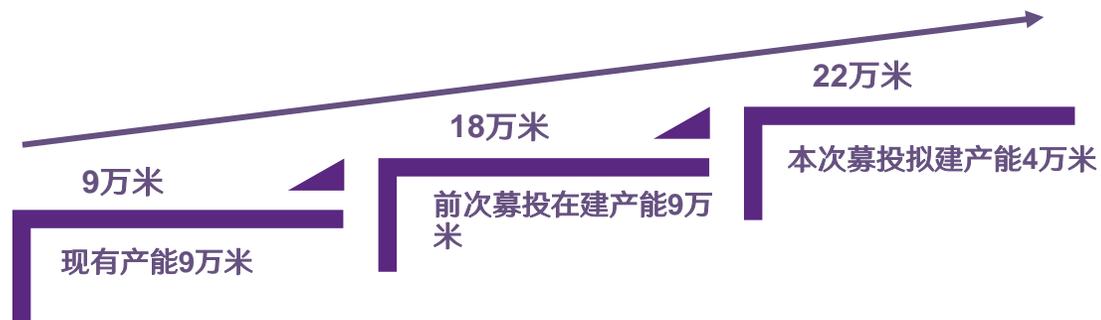
项目名称	物料	运量	距离
西芒杜铁矿配套马瑞巴亚港输送项目	铁矿石	7,000 万吨/年	16km
印度尼西亚塔里阿布岛选矿系统项目	铁矿石	2,000 吨/小时	34条通用带式输送机
重庆市九龙万博铝土矿输送项目	铝土矿	1,000 万吨/年	4 条管状带式输送机和 13 条普通带式输送机
印度尼西亚塔里阿布岛铁矿石输送项目	铁矿石	950 吨/小时	11.87 km
陕西富平生态水泥有限公司项目	石灰石	1,800 吨/小时	4.12 KM
尼日利亚Obajana水泥厂项目	石灰石	1,800 吨/小时	10.07 km

资料来源：WIND、公司公告、华鑫证券研究所整理

3.6 募投项目落地产能大幅提升，为业绩增长奠定基础

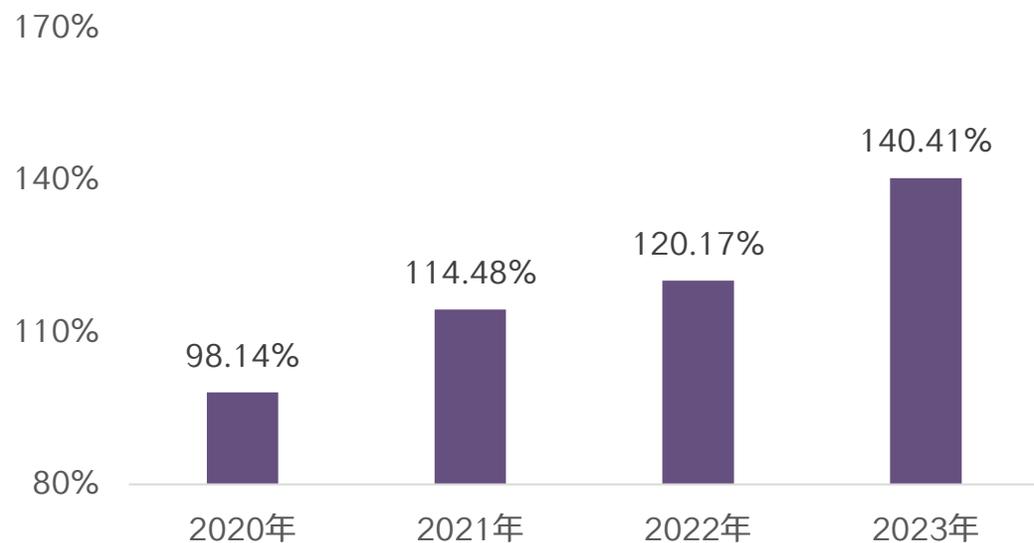
- ▶ **公司销量增速显著快于产量增速**：公司2020年-2023年产量复合增速为12.7%，销量复合增速为20.9%，销量增速显著快于产量增速显著驱动公司产能利用率在2021年-2024年超过100%，处于超负荷运转状态。
- ▶ **伴随后续公司募投项目陆续投产，公司产能有望大幅提升**：预计在2024年10月份将有9万米产能投放，在2026年有4万米产能投放，即预计2023年至2027年公司产能复合增速达25%，为公司后续业绩增长打下基础。

图表：运机集团产能情况



资料来源：公司年报、公司公告、华鑫证券研究所整理

图表：运机集团产能利用率情况



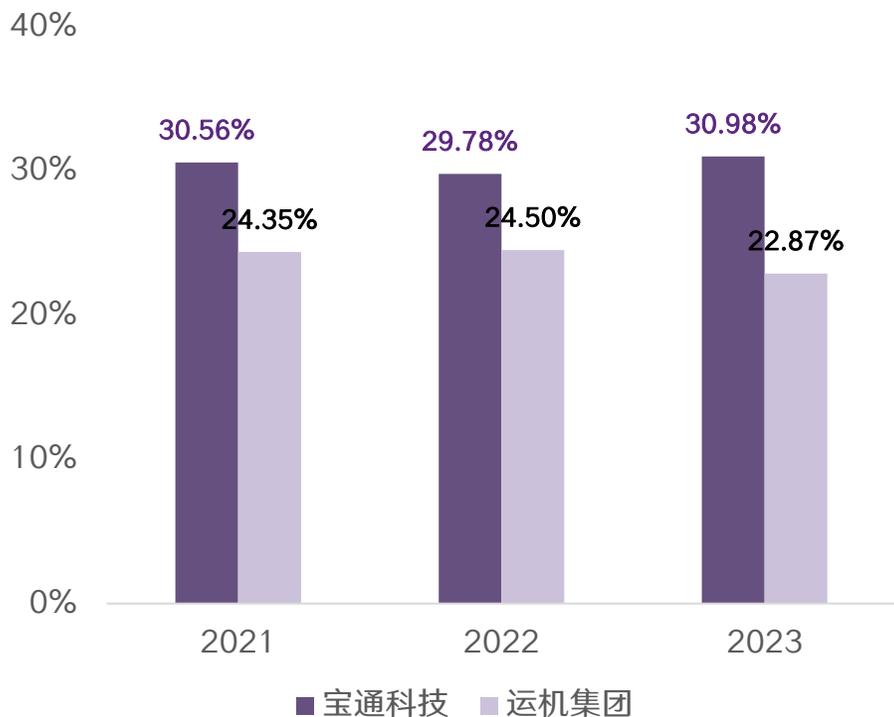
图表：运机集团产能测算

	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	以满产计算，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	

3.7 顺应智能化趋势，高端募投项目实现量价齐升

- **数字孪生项目落地有望实现量价齐升，提升业绩：**为适应下游行业智能化发展新趋势，提前布局数字孪生智能输送机行业，公司募资5.3亿元建设数字孪生智能输送机生产项目。达产后可实现年产4万米数字孪生智能输送机生产能力，且作为高附加值产品，根据测算达产后产品单价约为1.63万元/米，有望实现量价齐升，拉动公司业绩。
- **数字孪生项目落地有望提升盈利能力：**参考宝通科技推出数字孪生智慧矿山系统，业务毛利率约为30%。数字孪生系统的投产有望以高毛利率提升运机集团整体毛利率。

图表：运机集团和宝通科技智能输送业务毛利率



图表：运机集团数字孪生智能输送机特点

产品智能化	1、具备实时反馈、实时交互、智慧运行等功能，能实时检测和调整设备的运行情况，辅助用户做出合理决策 2、通过光能收集转换装置，将太阳能转化为电能进行存储利用，减少输送机运行过程中的能源消耗，具有节能高效、绿色环保等特点
生产智能化	引进先进的数字化中央调度控制平台等生产线等，提高公司生产效率，扩大生产规模，缩短交货周期，提升市场响应能力

图表：数字孪生项目达产年营收测算

	投产第一年	产能爬坡	达产
产能实现情况（产销100%）	60%	80%	100%
数字孪生智能输送机年产能（万米/年）	2.4	3.2	4
单价（万元/米）	1.81	1.72	1.63
营业收入（亿元）	4.3	5.5	6.5
毛利率（%）	30%	30%	30%
毛利（亿元）	1.3	1.7	2.0

备注：产品单价按照5%降至达产1.63万元/米

资料来源：WIND、公司公告、华鑫证券研究所整理

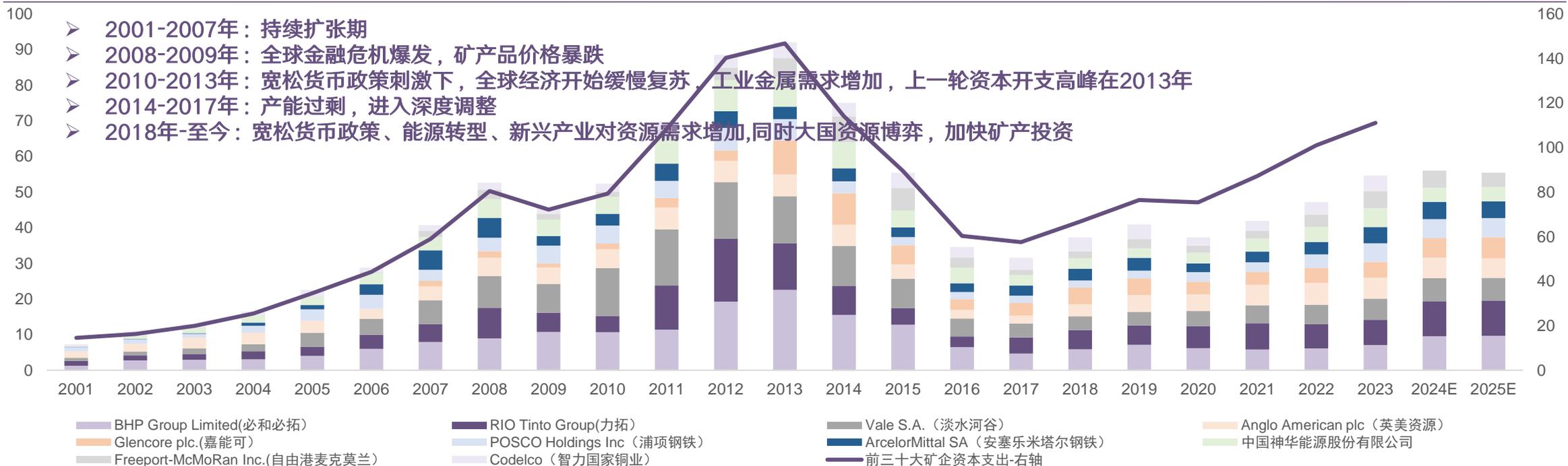
四、海外矿业资本开支高景气， 出口成为第二增长极

研究创造价值

4.1 海外矿业资本开支进入高景气区间，推动上游矿山设备需求增加

- 矿企的资本开支具有强周期性的特点，与金属价格、宏观经济和供需密切相关，传导体现为：“经济上行→价格上升→资金涌入→矿产品供给增加→价格下降→资金流出→供给增长停滞或供给下降→价格上升”。
- 海外矿业资本开支维持高景气区间：2020年至今，货币政策宽松，金属价格上升，矿企利润空间增加，矿企加大资本开支。2023年，全球前三十大矿企资本开支1110亿美元。头部矿企公布的资本开支计划仍维持高位，例如2024-2026年，必和必拓和力拓的资本开支指引均从2023年的70亿美元上调至100亿美元，预计矿企高资本开支将推动上游矿山输送设备需求增加。

图表：全球头部矿企的资本开支情况（单位：十亿美元）

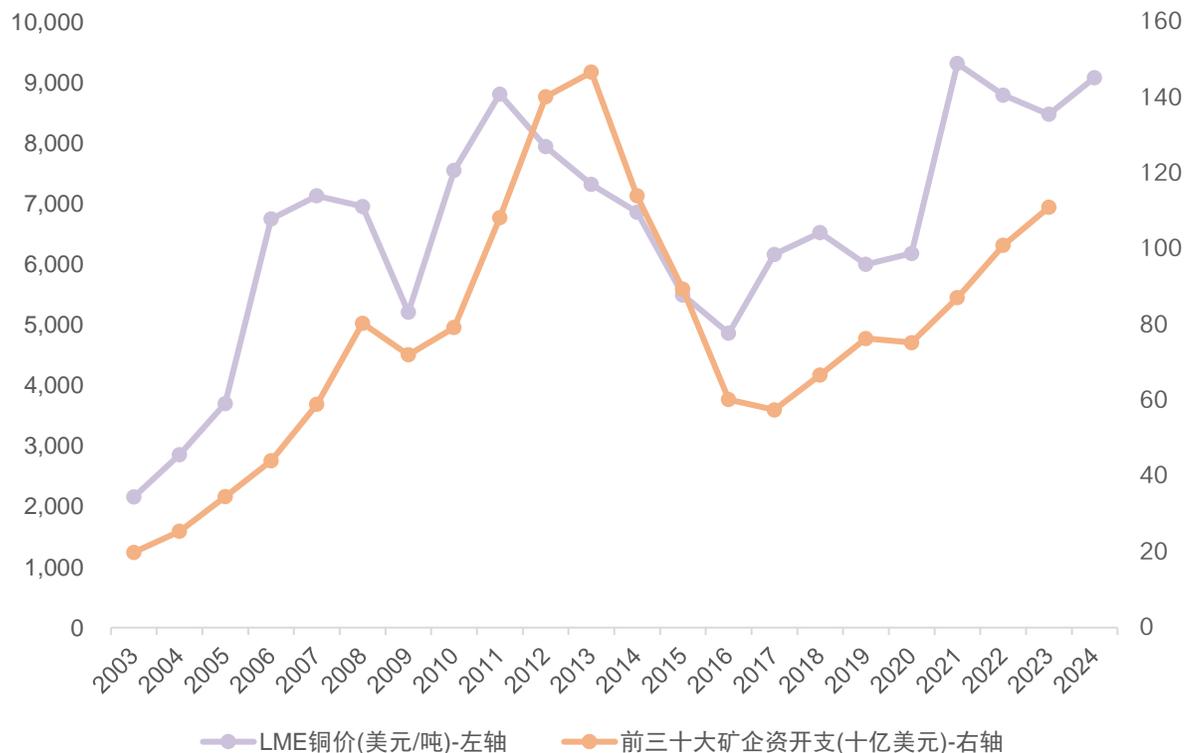


资料来源：Bloomberg、华鑫证券研究所整理

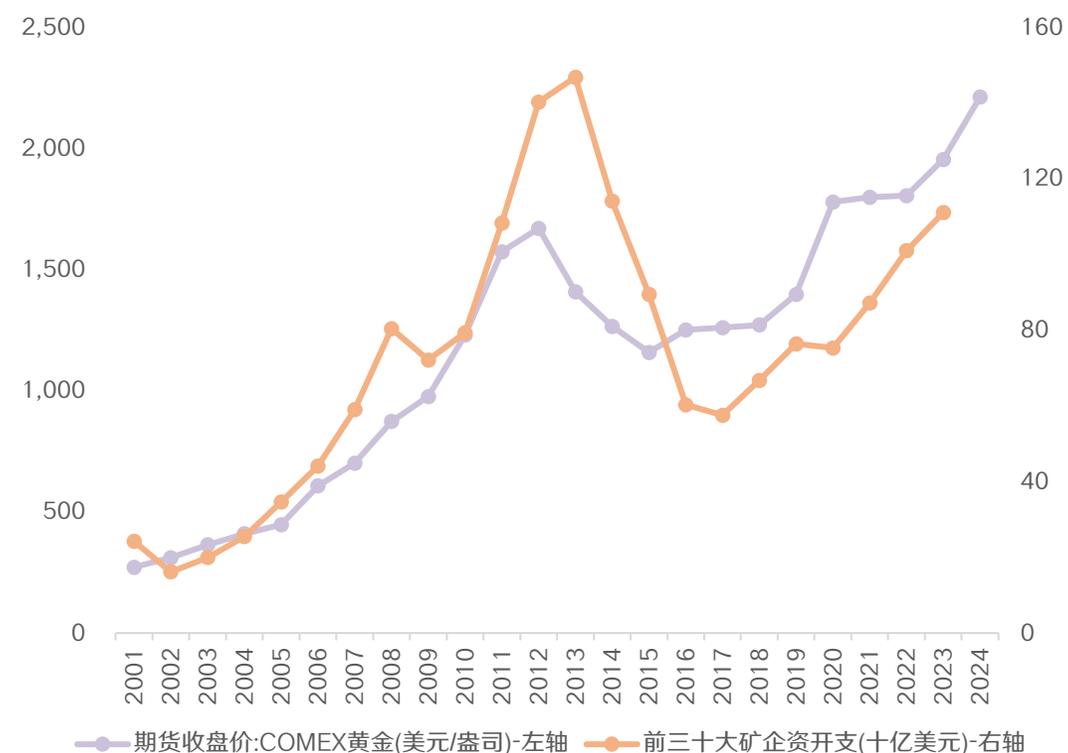
4.1.1 金属价格维持高位，激励矿山资本开支持续上行

➤ 矿业资本支出高点较大宗商品价格高点有一定的滞后性，一般金属价格领先矿业资本开支1-2年。例如上一轮铜价在2012年达到高点，但是矿业资本开支在2014年才达到高点。目前铜价和金价先行，但是矿业资本支出尚未达到历史高点。随着美联储降息预期，宽松的货币政策叠加能源业的需求，金属价格有望维持高位，矿业资本支出有望持续上行，矿业资本支出未来2年确定性高。

图表：前三十大矿企资本开支和铜价的关系



图表：前三十大矿企资本开支和金价的关系

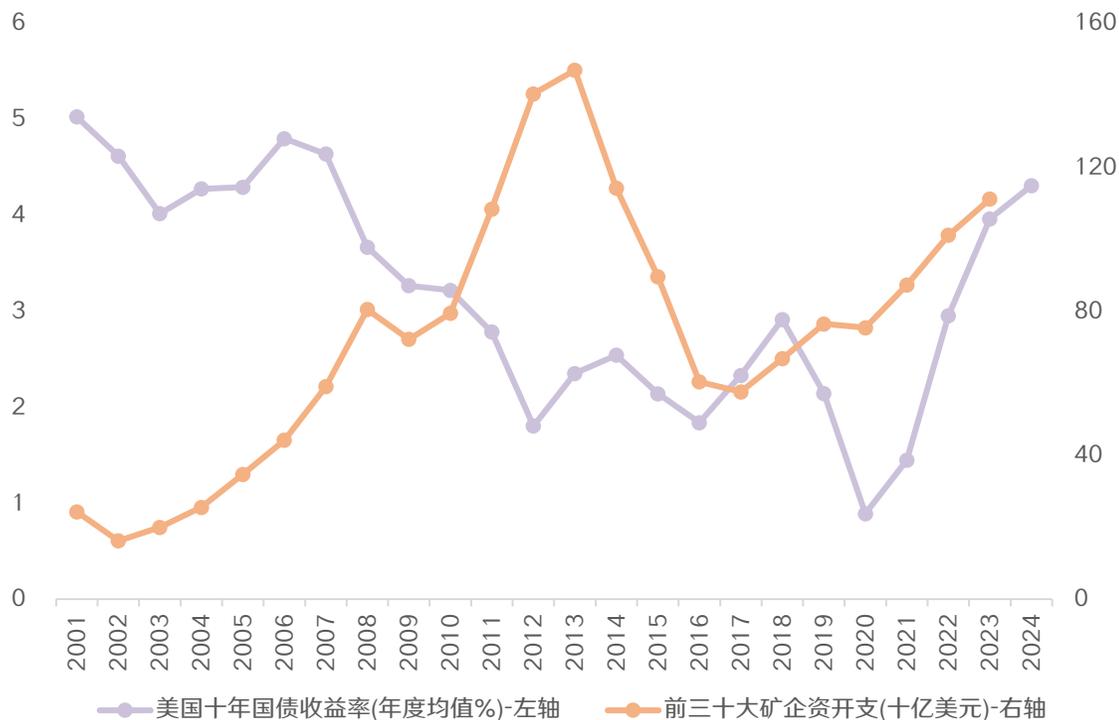


资料来源：Bloomberg、wind、华鑫证券研究所整理

4.1.2 美联储降息预期，宽松的货币政策推动矿山扩大资本开支

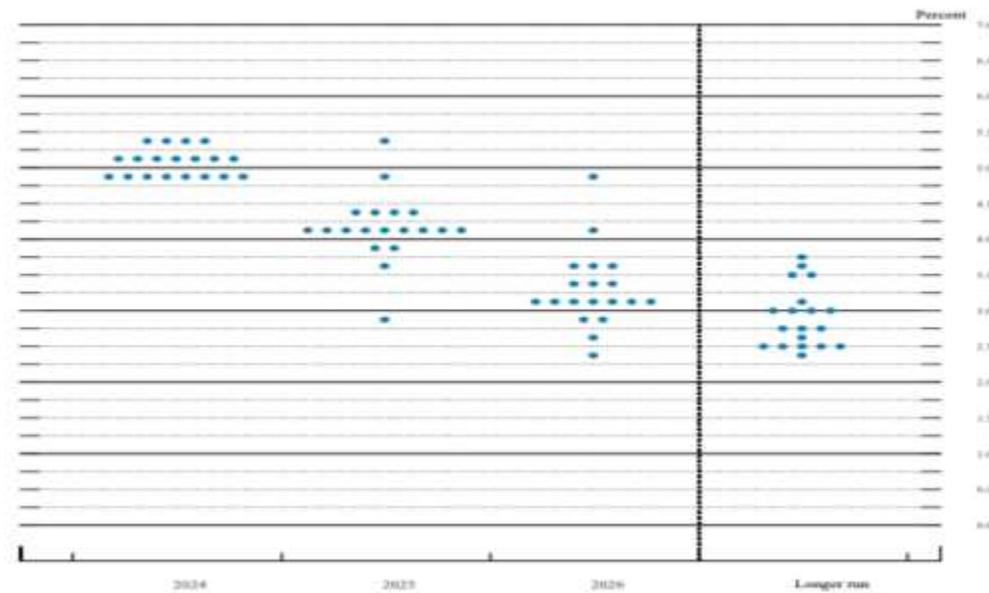
➤ 矿业资本支出与宏观经济具有相关性，当货币政策宽松或经济扩张期，矿企有意愿扩大资本开支。参考历史周期，美国十年国债收益率往往和矿企开支是反向关系，例如上一轮资本开支高峰期2010-2013年。2024年，美联储降息预期强烈，根据2024年6月FOMC会议公布的点阵图，2024年预计降息一次，降息幅度为125bp。随着降息落地，宽松的经济环境有望使得矿企扩大资本开支。

图表：美国十年国债收益率和前三十大矿企资本开支情况



图表：美国2024年6月FOMC会议公布的降息点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：Bloomberg、wind、美联储官网、华鑫证券研究所整理

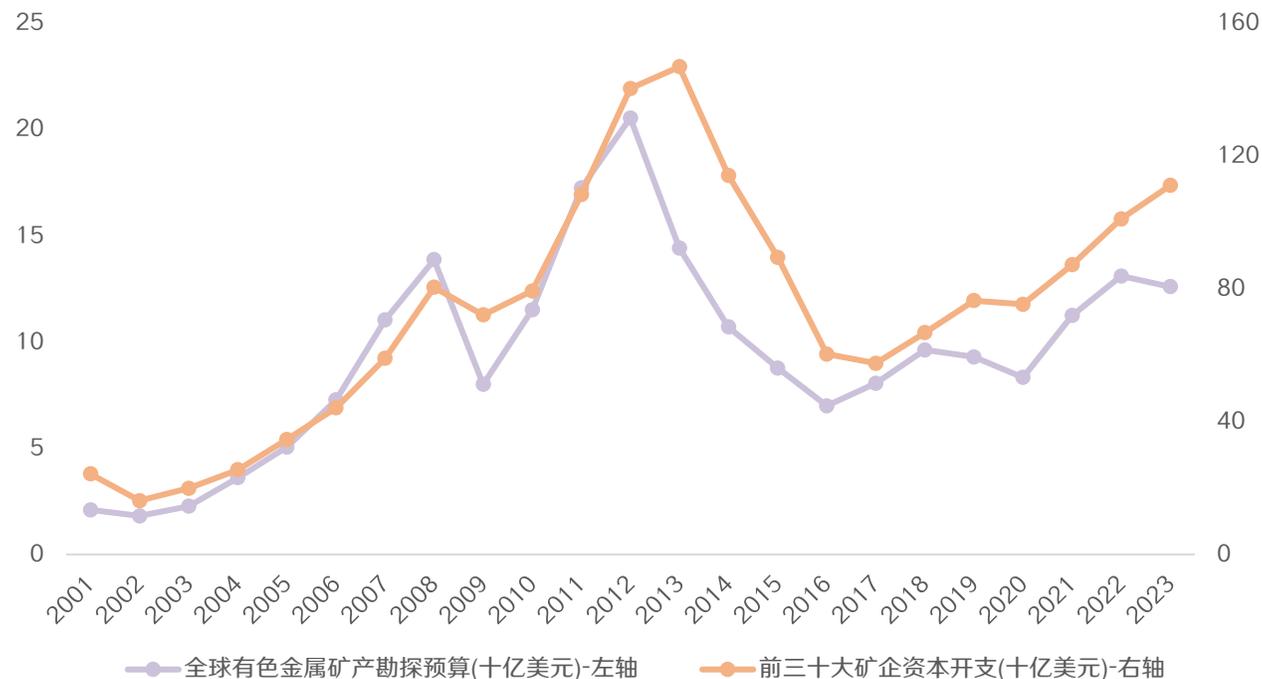
4.1.3 矿企勘探费用稳中有升，资本支出有望维持

➤ 采矿业具有一定滞后性，从发现、勘探和可研→矿山建设决策→矿山建设并投产全周期约15年，从董事会审批通过披露到施工建设投产的期限为3-5年，因此勘探费用预算是资本开支的前置参考指标。以四大矿山的2024年勘探预算为例，2024年的勘探预算较2023年稳中有升，储备的勘探项目持续推进，包括锂矿、铜矿、铁矿、镍矿等，遍布智利、澳洲、印尼、巴西、秘鲁等国家。预计未来3-5年矿山资本支出跟随勘探费用预算，持续改善资本支出。

图表：四大矿山的勘探和预算情况（单位:十亿美元）

公司名称	勘探储备项目	2023年勘探预算	2024年勘探预算
Rio Tinto Group	澳大利亚的铜矿Winu项目、智利Nuevo铜矿项目等	0.3	0.3
BHP group	智利和南澳的铜矿项目等	0.4	0.4
Vale S.A.	印度尼西亚的金铜矿Hu'u项目、巴西的弗纳斯(Furnas)铜矿项目等	/	/
FMG	Mindy South铁矿石项目、Belinga铁矿石项目等	0.23	0.3

图表：前三十大矿企资本开支和全球有色金属矿产勘探预算情况

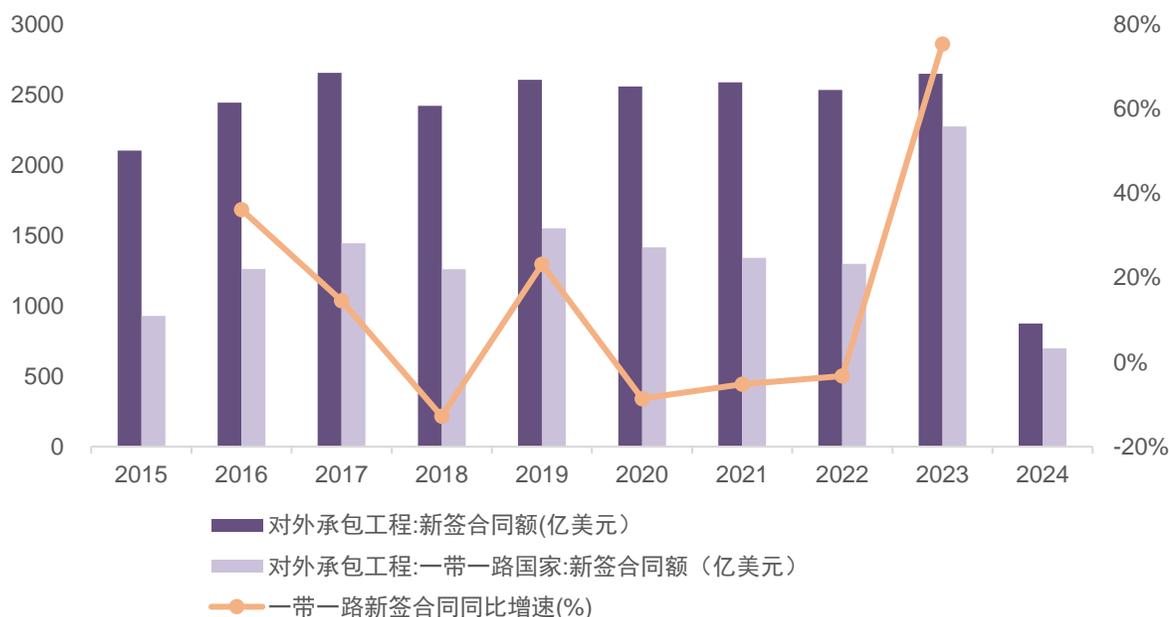


资料来源：S&P、力拓公司公告和官网、必和必拓公司公告、淡水河谷官网、FMG公司公告、华鑫证券研究所整理

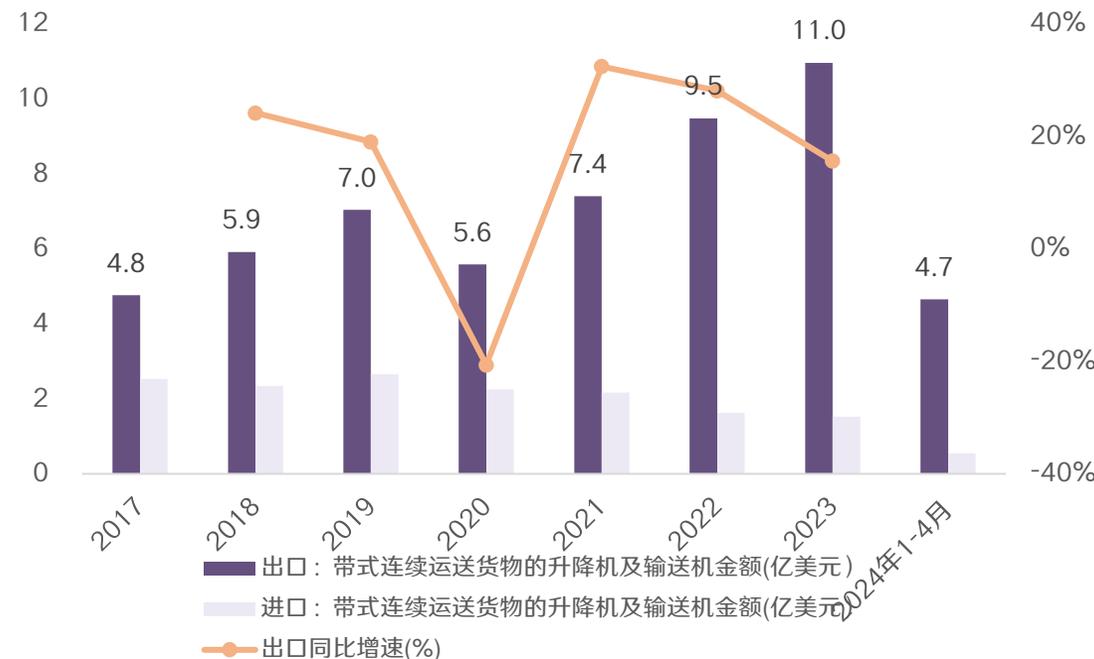
4.2 中国对外承包工程规模扩大，带式输送机作为配套需求优先获益

- **“一带一路”政策驱动中国对外承包工程规模扩大：**随着国家“一带一路”战略的实施，中钢、中铝、中国有色、中交建、中电建、中能建、中铁建等“中”字头企业作为工程总承包商在全球拿下了近30%的基础设施建设项目。2023年，“一带一路”沿线项目占中国对外承包业务的比例为85%。
- **带式输送机械作为配套需求获益：**对外承包项目对带式输送系统有配套需求，会分包给输送设备企业。2023年，带式输送机出口市场规模为11亿美元，2017-2023年的年复合增长率为15%。

图表：2015-2024年1-4月中国对外承包工程业务及“一带一路”沿线”新签合同情况



图表：2017-2024年带式输送机械出口市场规模

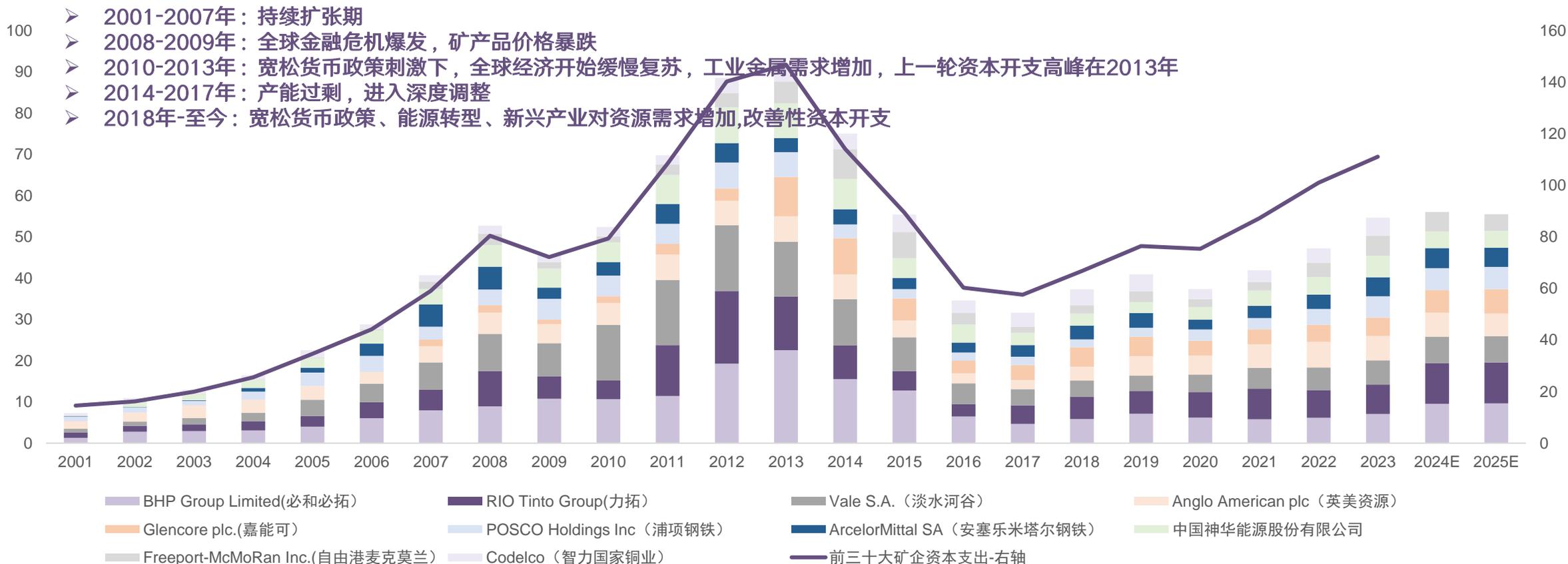


资料来源：WIND、华鑫证券研究所整理

4.3 带式输送机的10年更新需求逻辑较为确定

➤ 输送机械是易耗品需要定期更换，一般带式输送机械的使用寿命为10年。因此设备更新需求主要取决于10年前的设备投资额，而2014-2015年矿山资本开支仍处于相对高位，预计将会给2024-2025年带来大量的更新需求。

图表：全球头部矿企的资本开支情况（单位：十亿美元）



资料来源：Bloomberg、华鑫证券研究所整理

4.4.1 海外铁矿石新增产能项目——四大矿山等21000万吨

➤ 目前世界铁矿石的产量和贸易量主要集中在必和必拓（BHP）、力拓（Rio Tinto）、淡水河谷（Vale）和FMG四大矿山，已经构成寡头垄断格局并决定了全球的铁矿石供应格局。

图表：2024年四大矿山新增产能不完全统计（截至2024年6月）

公司	项目名称	资本开支（十亿美元）	项目所在地	年产量（万吨/年）	预计投产时间
力拓、宝武	Western Range（西坡铁矿）	1.3	澳洲	2500	2025年
Simfer（力拓、中铝铁矿CIOH）、几内亚政府	Simandou（西芒杜铁矿南部3、4号矿区）	6.2（力拓部分）	几内亚	6000	2025年
力拓	Rhodes Ridge（罗德岭）	/	澳洲	4000	/
必和必拓	Port Debottlenecking Project 1 (PDP1)	/	澳洲	/	/
淡水河谷	Serra Sul 120 Mtpy3	1.55	巴西	2000	2026年H2
淡水河谷	N3 - Serra Norte	0.084	巴西	600	2026年H1
淡水河谷	Compact Crushing S11D	0.75	巴西	5000	2026年H2
淡水河谷	Capanema's Maximization	0.91	巴西	1800	2025年H2
淡水河谷	Briquettes Tubarão	0.26	巴西	600	2024年H1
FMG	Nyidinghu Iron Ore Mine	2	澳洲	4000	2028年
Zanaga	Zanaga铁矿项目	2	刚果	/	/
合计1				29500	
合计2（剔除海外权益矿）				21000	

注：Western Range（西坡铁矿）、Simandou（西芒杜铁矿南部3、4号矿区）为中国海外权益矿，和力拓共同开发，为避免重复计算产量，此处计算四大矿山剔除海外权益矿的产能。

资料来源：四大矿山公司财报和季报、我的钢铁网、中国冶金报等、华鑫证券研究所整理

4.4.2 海外铁矿石新增产能项目——中国海外权益矿41400万吨

➤ 中国是全球最大的铁矿石消费国，但长期高度依赖进口，对外依存度高达80%。为加强铁矿石供应安全，中国启动“基石计划”，以提高其铁矿石保障能力。2025年计划实现海外权益矿2.2亿吨，比2020年增加1亿吨。相较于四大矿山维持改善型的资本开支状态，中国在澳洲和非洲投资矿山的力度显著加大。

图表：2024年中国海外铁矿石权益矿新增产能项目不完全统计（截至2024年6月）

中方参与公司	项目名称	项目地点	年产量（万吨/年）	预计投产日期
宝武（赢联盟）	Simandou（西芒杜铁矿北部1、2号矿区）	几内亚	10000	2026年
宝武（CIOH、力拓）	Simandou（西芒杜铁矿南部3、4号矿区）	几内亚	6000	2026年
宝武（力拓）	Western Range（西坡铁矿）	澳大利亚	2500	2025年
宝武	Bong Iron Mine（宝武利比亚邦矿二三期）	利比亚	3000	/
宝武	API-Hardey铁矿	澳大利亚	4000	/
宝武	Ashburton阿什伯顿铁矿	澳大利亚	3000	/
宝武	Onslow Iron 昂斯洛铁矿	澳大利亚	3500	首批2024年5月发货
中国CMH联合体公司	Gara Djebilet铁矿	阿尔及利亚	2500	2035年
中钢	Midwest中西铁矿	澳大利亚	1500	/
中钢	Lobé洛比铁矿	喀麦隆	400	/
中融新大、河钢	邦沟矿	秘鲁	5000	/
合计			41400	

资料来源：新浪网、我的钢铁网、中国矿业网、新浪网、中国炼铁网、中国钢铁新闻网、搜狐网、华鑫证券研究所整理

4.4.3 海外铜矿新增产能项目338万吨

➤ 随着新能源行业对精炼铜的需求持续强劲，且美国和欧洲经济逐渐恢复，铜需求持续强劲，全球矿业巨头们积极在智利、刚果、秘鲁等区域布局海外铜矿资源。根据国际能源论坛(IEF)，到2050年全球需要2.6亿吨铜满足需求（以2018年为基准），相当于需要建设35座新铜矿。

图表：2024年海外铜矿新增产能项目不完全统计（截至2024年6月）

公司	项目名称	项目地点	年产量（万吨/年）	预计投产日期	公司	项目名称	项目地点	年产量（万吨/年）	预计投产日期
力拓	Oyu Tolgoi铜金矿	蒙古	50	2028-2036年	紫金矿业	塞尔维亚丘卡卢 - 佩吉铜（金）矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目	塞尔维亚	30	2025年
力拓	Kennecott.NRS	美国	25	2025H1铜矿项目	金诚信	Lubambe	赞比亚	7.75	/
Capstone Copper	Mantoverde	智利	11	2024-2030年	金诚信	SanMatias铜金银矿项目	哥伦比亚	3.08	/
南方铜业	Tia Maria	秘鲁	12	2026年	五矿资源	科马考铜矿（扩产）	博茨瓦纳	/	/
南方铜业	Los Chancas-Apurimac	秘鲁	13	2031年	五矿资源	Chalcobamba	秘鲁	/	2024
南方铜业	Michiquillay - Cajamarca	秘鲁	22.5	2032年	自由港	Kucing Liar	印尼	22	2032
南方铜业	El Arco	墨西哥	19	/	自由港	Safford/Lone Star增产	美国	13.61	/
嘉能可	El Pachon	阿根廷	35	/	自由港	Taca Taca	阿根廷	/	/
嘉能可	Corocchohuayco	秘鲁	/	/	自由港	Bagdad扩产	美国	/	2027
南方铜业	El Pilar-Sonora	墨西哥	3.6	2025年	第一量子	La Granja	秘鲁	50	/
洛阳钼业	TFM三期和KFM二期扩建项目	刚果	/	/	第一量子	Haquira	秘鲁	20	/
合计								338	

资料来源：力拓年报、紫金矿业年报、nsenergy、上海有色网、有色头条、腾讯新闻、浙江发改委官网、mining magazine等、华鑫证券研究所整理

4.4.4 海外有色金属（钾、镍、锂等）新增产能项目1136万吨

➤ 除上述的铜铁矿，海外的有色金属矿项目也在稳步推进。镍、锂作为动力电池的上游原材料，是新能源汽车的核心材料，虽然目前存在不同程度的过剩局面，但布局锂矿是电池车企等完善产业链的重要一环，车企和矿企等也在积极勘探锂矿等资源。

图表：2024年海外有色金属矿新增产能项目不完全统计（截至2024年6月）

公司	矿种	项目名称	项目地点	年产量（万吨/年）	预计投产日期
必和必拓	钾矿	Jansen Stage 1	加拿大	435	2026年
必和必拓	钾矿	Jansen Stage 2	加拿大	400	/
淡水河谷	镍矿	Sorowako HPAL smelter project	印尼	6	/
淡水河谷、华友钴业	镍矿	Pomalaa HPAL	印尼	12	/
淡水河谷、华友钴业	镍矿	Soa HPAL	印尼	6	/
紫金矿业	锂矿	马诺诺锂矿	刚果	70	/
海南矿业	锂矿	Bougouni 锂矿	马里	25	一期2024年
赣锋锂业	锂矿	Goulamina 锂辉石	非洲马里	100	一期2024年
西格玛锂业（宁德时代、大众汽车、比亚迪谈判收购中）	锂矿	Grota do Cirilo 锂辉石项目（扩产）	巴西	76	远期
中国黄金国际	金矿	克鲁奇金矿	俄罗斯	6.09	/
合计				1136	

资料来源：必和必拓半年报、Indonesia business post、腾讯网、上海有色网、澎湃网、中国有色网等、华鑫证券研究所整理

4.5 海外带式输送机市场规模保守约261亿元（新增+替换）

测算方式一、全球前三十大矿企资本开支（宏观）

$$\text{新增带式输送机价值量 (\$)} = \text{带式输送机价值量占比 (1.5\%)} \times \text{2024-2026年前三大矿企资本开支(\$)}$$

基本假设：

- 带式输送机价值量占比：**西芒杜铁矿南部矿山（3、4号矿区）总资本开支为116亿美元（按照美元兑人民币汇率7.2:1），运机集团中标金额为12.8亿元，**推算带式输送机价值量占资本开支的比例为1.53%。**
- 2024-2026年前三大矿企的资本开支：**2021-2023年的同比增速分别为16%、16%和10%，故2024-2026年的前三十大矿企资本开支的增速取10%。
- 输送机使用寿命为10年，即2024-2026年的设备更新需求取决于2014-2016年的设备投资额；

	2014	2015	2016	...	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新增需求										
矿山资本开支 (十亿美元)	114	89	60	...	87	101	111	122	134	148
增速	-22%	-22%	-33%		16%	16%	10%	10%	10%	10%
设备投资额-新建 (亿美元)	17	14	9		13	15	17	19	21	23
设备投资额-新建 (亿元)					96	111	122	135	148	163
更新需求										
设备投资额-更新 (亿美元)								17	14	9
设备投资额-更新 (亿元)								126	99	66
设备海外规模 (亿元) (新增+更新)								261	247	229

测算方式二、新建矿山项目年产量（微观）

$$\text{新增带式输送机价值量(\$)} = \text{新建矿山年产能 (万吨)} \times \text{单位年产量对应带式输送机价值量 (21.3万元/万吨)}$$

基本假设：

单位年产量对应输送机价值量：西芒杜铁矿南部矿山（3、4号矿区）达产后年产能6000万吨，运机集团中标金额为12.8亿元，即估算**21.3万元/万吨。**

新增需求	
新增产能（截至2024年）	年产量（万吨/年）
铁矿（四大矿山等）	21000
铁矿（中国海外权益矿）	41400
铜矿	338
镍锂金等其他金属矿	1136
合计	63874
新建设备投资额（亿元）	136

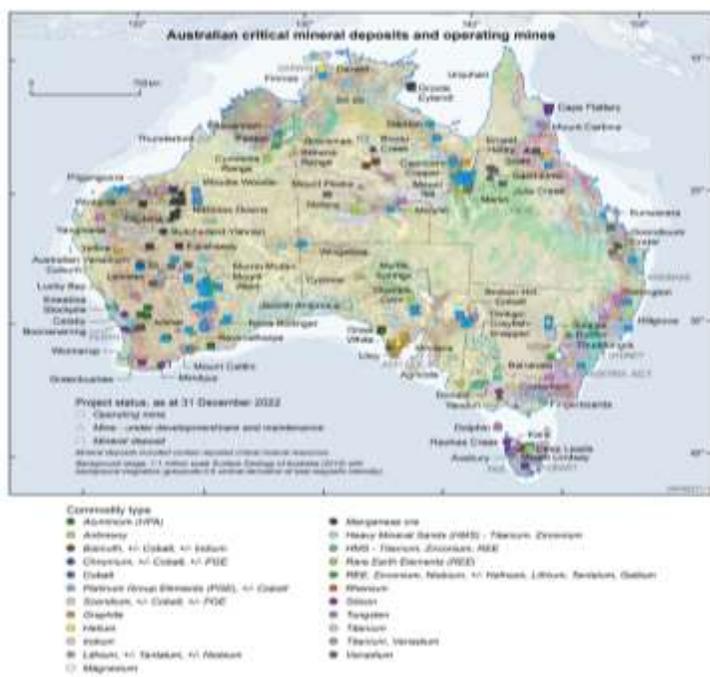
总结：2024年海外带式输送机市场规模约261亿元，其中新增需求135亿元，设备更新需求为126亿元。

资料来源：财新网、公司公告、Bloomberg、华鑫证券研究所整理

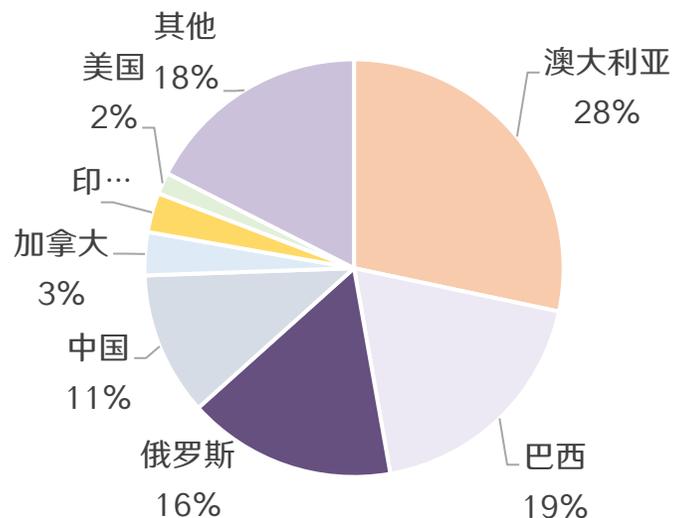
4.6 运机集团收购澳洲公司，积极布局海外市场

- **积极布局海外市场**：2023年12月，公司在新加坡设立运机国际，作为海外业务总部；2024年1月，公司设立**澳大利亚孙公司**（威利输送工业科技），进一步完善公司全球化布局。
- **公司通过收购澳洲本土公司，为开拓澳洲业务奠定基础**：澳洲作为南半球矿产明珠，资源储量丰富，包括铝土矿、铁矿石、铜、锂、金等。根据美国地质勘查局数据，澳洲铝土矿和铁矿石储量全球第一、铜储量全球第二。截至2022年12月，澳大利亚有81个重大关键矿产项目正在筹备，价值300-420亿美元。**2024年6月，澳洲孙公司收购澳大利亚知名的矿业散料输送机械厂商VLI公司，将拥有建制制的澳洲业务团队和业务网点。**

图表：澳大利亚关键矿产资源矿区分布图



图表：全球铁矿石储量分布



图表：公司收购澳洲矿业公司

项目	介绍
交易标的	VLI PTY LIMITED
主营业务	澳大利亚知名的矿业散料输送机械设备生产制造商和运营服务商
成立时间	2005年
核心客户	网点覆盖各大核心矿区，为力拓、必和必拓、纽克雷斯特、South32、IGO、Gold Fields等全球知名矿山企业常年提供产品和运维服务
交易对价	800万澳元
交易进展	2024年6月29日签署《股份购买协议》
业务协同性	国际知名的滚轴和托辊品牌，丰富现有产品结构；缩减运输成本，提升海外业务运营能力。

注：交易标的包括VLI、Uni-Rod和Tyton，但Uni-Rod及Tyton已经将业务、资产、负债等全部转移到VLI输送机，故股权作价0澳元。

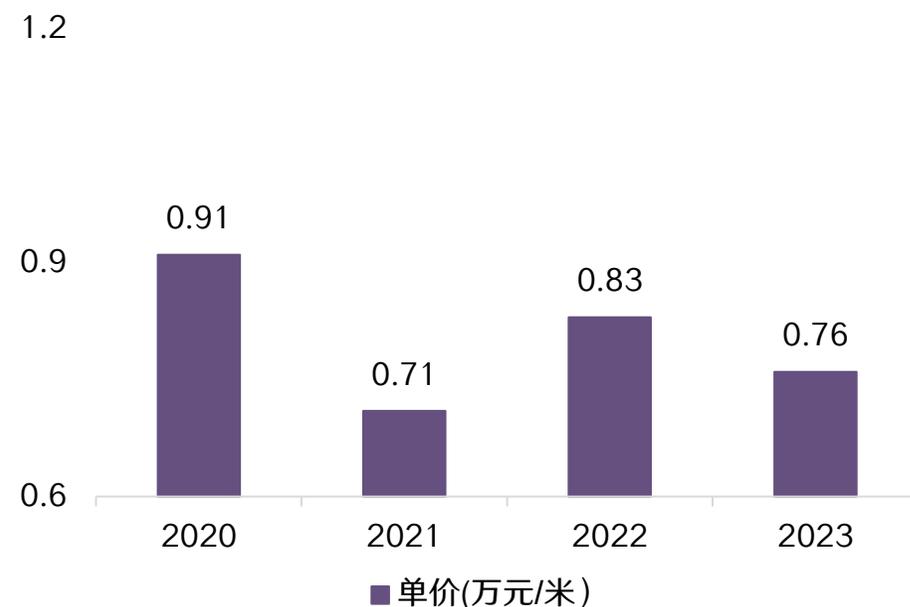
4.7 核心技术对标海外龙头，高性价比提升海外市场份额

- ▶ **公司产品技术突破，对标海外龙头：**带宽、长度、运量等核心技术指标，公司对齐海外龙头，达到行业的领先水平。国内首次将索道技术和带式输送机转弯技术相结合，率先突破架空连续输送技术打破海外巨头垄断。
- ▶ **高性价比和优质的售后服务成为竞争优势：**国鑫矿业2.8公里砂石骨料输送项目是国内首次将索道技术和带式输送机转弯技术相结合，率先突破架空连续输送技术打破海外巨头垄断，**该项目单位报价仅为过去蒂森克虏伯在中国承做的3公里悬索带式输送机项目报价的1/7**。同时，公司注重售后服务，坚持全球化贴身服务，逐步取得国际客户的信任。

图表：公司和海外龙头的带式输送机对比

	运机集团	蒂森克虏伯 (Thyssenkrupp)	德国伯曼 (Beumer Group)
带宽范围	0.5 米到 2.4 米	0.65米到 3.6 米	/
长度	30-40公里以上	/	20公里以上
运量	50t/h-2000t/h以上不等	50t/h-2000t/h以上不等	最高10,000t/h
项目对比	国鑫矿业2.8公里的砂石骨料输送项目报价2800万元	3公里悬索带式输送机项目报价3000万欧元	/
单价	1万元/米	7.7万元/米	/

图表：公司产品单价情况



4.8 跟随出海和主动出海齐头并进，海外客户积累充足

- **跟随出海积累海外客户资源**：2018年开始，公司跟随宝武集团、中材国际、中国有色、中交建、中电建等大型国企携手开展“一带一路”业务，和中字头企业建立了深度关系并积累了丰富海外大型项目交付经验。
- **主动出海开发全球40大矿企**：2023年以来，公司开始推进主动出海，依托新加坡海外总部，在非洲、东南亚、南美洲、澳大利亚、中东、印度等国家开拓业务，以以西芒杜铁矿项目、西部水泥埃塞项目、中钢巴西公司、印尼三林公司合作为契机，深入开发淡水河谷、青山实业、德龙钢铁、印尼金光集团等全球40大矿企客户。

图表：公司海外客户情况



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

4.9 公司EPC业务取得突破进展，开拓海外市场空间

- ▶ **公司积极拓展工程总承包项目，签署海外水泥熟料EPC重大合同：**2024年6月，公司与西部国际控股乌干达水泥有限公司签订了《6000t/d 熟料生产线及智能皮带输送机系统 EPC 总承包合同书》，合同金额为**8.96亿元**。合同的签订体现了公司在海外市场的竞争优势，提升了公司的品牌形象，展现出公司在国际上的影响力。**该项目的完成将提高公司的业务承揽能力，并进一步开拓海外的市场空间。**

图表：公司取得EPC总包资质证书

《建筑业企业资质证书》	
企业名称	四川省自贡运输机械集团股份有限公司
详细地址	自贡市高新工业园区富川路3号
证书编号	D151182206
有效期至	2028年11月09日
资质类别及等级	机电工程施工总承包壹级
战略意义	增强公司的业务承揽能力，提升公司在输送机械领域的市场占有率，使公司的发展空间及业务范围得到进一步拓展，综合实力得到进一步提升。

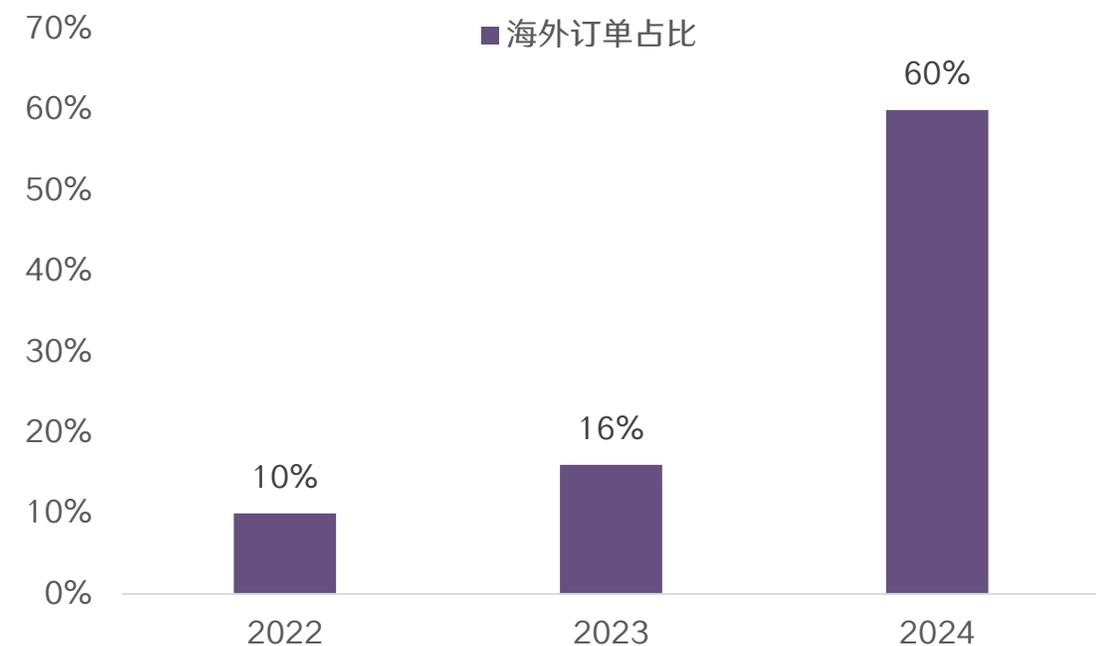
图表：公司签署水泥熟料EPC项目

《6000t/d 熟料生产线及智能皮带输送机系统EPC总承包合同书》	
签约时间	2024年6月26日
发包人	西部国际控股乌干达水泥有限公司
承包人	运机集团
合同总额	8.96亿元
承包范围	从石灰石破碎、原燃料进厂至水泥出厂一条完整的新型干法熟料水泥生产线、智能皮带输送机系统以及配套的辅助生产设施的工程设计；熟料线机电设备施工机具及材料采购；熟料线设备监制及运输；熟料线建筑工程施工；熟料线安装工程施工；配合调试试生产；达标考核及人员培训；辅助车间施工。
预计实现收入	不超过1.1亿元

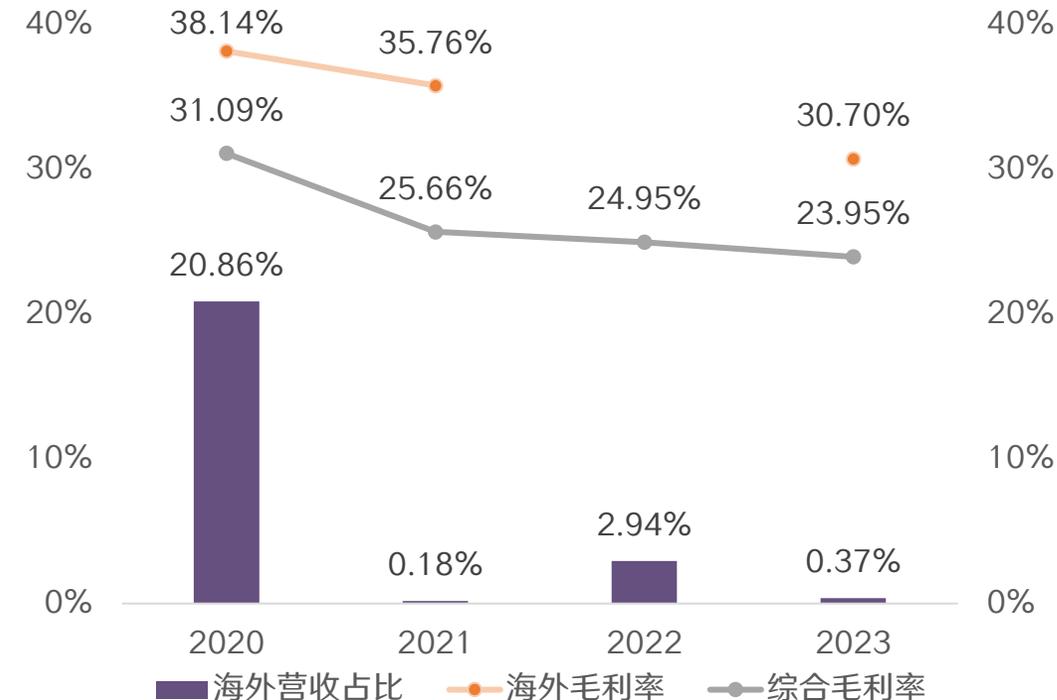
4.9.1 海外订单逐年递增，盈利能力有望增加

- **海外在手订单充足**：公司继续深入实施“业务国际化”战略，深耕海外市场，并取得了一定的突破。公司海外订单逐年增长，预计2024年海外在手订单占比60%+。
- **海外产品高毛利，提升盈利能力**：海外订单多为高端产品，且收入以美元计价，享受出口税率优惠，因此海外毛利率高于综合毛利率。随着国外大型矿山投资建设步伐加快，公司提前进行海外布局，出口规模有望稳步提升，预计盈利能力将大幅度提升。

图表：公司海外订单占比情况



图表：公司产品海外毛利率情况



资料来源：WIND、公司公告、华鑫证券研究所整理

注：公司未披露2022年海外毛利率

- **盈利预测：**国内业务作为基本盘稳中有升，海外业绩扩张盈利爆发期，同时公司从周期股转为出口链成长股，利于整体估值提升。参考目前公司在手订单情况，预计2024-2026年归母净利润为1.86、2.76和3.84亿元，EPS分别为1.16、1.73、2.40元，当前股价对应PE分别为24、16、12倍。首次覆盖，给与“买入”评级。

- 1、全球矿山资本开支计划不及预期风险；
- 2、海外业务拓展不及预期风险；
- 3、汇率变动风险；
- 4、海外项目地缘政治风险；
- 5、原材料价格变动风险；
- 6、智能化募投项目推广不及预期风险；
- 7、股权激励进展低于预期风险。

盈利预测表

资产负债 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股数据(元/股)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,445	1,277	1,652	2,044	营业收入	1,053	1,727	2,453	3,219	EPS	0.64	1.16	1.73	2.40
应收款	1,201	1,495	1,721	2,081	营业成本	801	1,201	1,677	2,177	P/E	43.3	23.8	16.0	11.5
存货	182	242	292	379	营业税金及附加	7	11	16	21	P/S	4.2	2.6	1.8	1.4
其他流动资产	97	385	531	684	销售费用	46	106	172	215	P/B	2.1	2.0	1.9	1.7
流动资产合计	2,926	3,400	4,195	5,188	管理费用	56	103	147	198	财务指标				
固定资产	189	218	238	251	财务费用	-6	-4	-9	-14	成长性				
在建工程	138	177	141	113	研发费用	35	69	113	167	营业收入增长率	15.2%	64.0%	42.0%	31.2%
无形资产	54	51	49	46	营业利润	116	212	319	449	归母净利润增长率	18.5%	81.9%	48.5%	39.0%
长期股权投资	0	0	0	0	利润总额	117	213	320	450	盈利能力				
资产总计	3,540	4,080	4,858	5,832	所得税费用	16	28	45	67	毛利率	24.0%	30.5%	31.6%	32.4%
短期借款	0	0	0	0	净利润	102	185	275	382	四项费用/营收	12.5%	15.9%	17.2%	17.6%
应付账款、票据	671	1,062	1,577	2,197	少数股东损益	0	-1	-1	-2	净利率	9.7%	10.7%	11.2%	11.9%
其他流动负债	56	56	56	56	归母净利润	102	186	276	384	ROE	4.9%	8.5%	11.7%	14.8%
流动负债合计	836	1,261	1,869	2,607	现金流量表 (百万元)					偿债能力				
长期借款	556	556	556	556	净利润	102	185	275	382	资产负债率	41.4%	46.3%	51.4%	55.5%
其他非流动负债	74	74	74	74	少数股东权益	0	-1	-1	-2	营运能力				
非流动负债合计	630	630	630	630	折旧摊销	19	15	17	18	总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
负债合计	1,466	1,891	2,499	3,236	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	0.9	1.2	1.4	1.5
股本	160	160	160	160	营运资金变动	-90	-218	188	137	存货周转率	4.4	5.0	5.8	5.8
股东权益	2,075	2,189	2,359	2,595	经营活动现金净流量	30	-18	479	536					
负债和所有者权益	3,540	4,080	4,858	5,832	投资活动现金净流量	-143	-67	15	16					
					筹资活动现金净流量	-56	-71	-105	-146					
					现金流量净额	-168	-156	388	405					

资料来源：WIND、华鑫证券研究所

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；东方财富2022最佳新锐分析师；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

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。2023年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

陆陈炆：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。

免责条款

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