

山推股份 (000680.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

推土机龙头，受益下游矿山高景气

投资逻辑：

山东重工旗下推土机龙头，近年来出口顺利推动利润高增。公司隶属于山东重工集团，深耕推土机行业 70 余载，稳居推土机行业第一梯队。全球推土机行业海外需求占比达到 87%，近年来公司重视海外市场，大马力推土机产品出海顺利，海外收入占比从 21 年 21% 提升至 23 年 55%，23 年海外市场毛利率达到 24.1% (比国内市场高出 13.1pcts)，海外市场放量助力公司 23、24H1 业绩高速增长，23、24H1 公司扣非后归母净利润分别同比增长 175%、58% (以 24H1 业绩预告中值测算)。

大马力推土机壁垒高，下游需求以矿山为主，有望充分受益矿山机械资本开支上行周期。1) 壁垒高：推土机产品结构复杂，在发动机、传动系统、液压件等多个环节设计门槛高，且大马力推土机对于发动机及动力总成要求更高，大推的批量生产存在较高的技术门槛；2) 需求好：大马力推土机 (马力的在 320hp 以上) 下游主要应用在矿山领域，我们根据头部矿山机械公司年报测算，铜、金合计占矿山机械需求比例接近 50%，且从长周期来看，铜价、金价仍有望维持高位，支撑矿山资本开支长期上行；受益矿山资本开支提升，24M1-6 大马力履带式推土机出口销量、出口额达到 554 台、1.56 亿美元，同比+56%、+86%。随着矿山资本开支维持高位，全球大马力推土机需求仍有望增长。

募投扩产高盈利大马力推土机，放量后有望带动利润释放。根据公告，21 年公司募资 6.8 亿元扩产大马力推土机，量产后 460/600/900 马力的推土机年产能分别达到 120/120/60 台；且 20 年公司大马力推土机毛利率已达 33.6%，远超公司整体盈利能力。凭借着山东重工集团对于公司在技术和渠道的赋能，公司大马力推土机出口销量有望保持高增，助力公司利润保持高增。

盈利预测、估值和评级

我们预计 24-26 年公司营收为 126.70/143.62/160.13 亿元、归母净利润为 9.44/12.01/14.34 亿元，对应 PE 为 11/9/7 倍。给予公司 24 年 14 倍 PE，对应目标价 8.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧风险、大马力产品销售不及预期、贸易摩擦及汇率波动风险、限售股解禁风险。

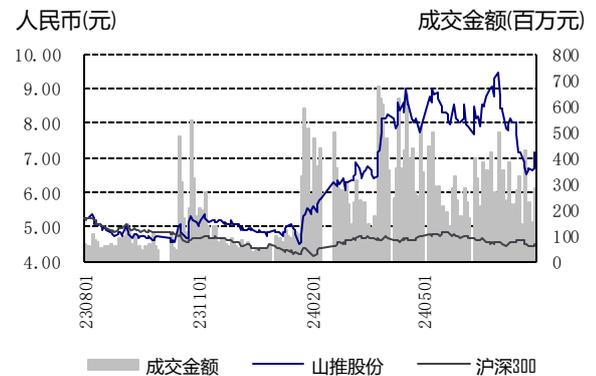
机械组

分析师：满在朋 (执业 S1130522030002)

manzaipeng@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：7.14 元

目标价 (人民币)：8.81 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,998	10,541	12,670	14,362	16,013
营业收入增长率	9.15%	5.43%	20.20%	13.35%	11.50%
归母净利润(百万元)	632	765	944	1,201	1,434
归母净利润增长率	201.58%	21.16%	23.34%	27.24%	19.36%
摊薄每股收益(元)	0.421	0.510	0.629	0.801	0.956
每股经营性现金流净额	0.25	0.23	0.48	0.89	1.38
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.91%	13.74%	15.43%	17.57%	18.62%
P/E	9.81	9.69	11.35	8.92	7.47
P/B	1.27	1.33	1.75	1.57	1.39

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 国内推土机行业龙头，23 年利润增速亮眼.....	4
1.1 山东重工企业推土机龙头，集团协同效应持续显现.....	4
1.2 营业收入恢复增长，利润率大幅提升.....	5
1.3 海外收入占比提升，带动盈利能力上行.....	6
1.4 发布股权激励，完成考核目标.....	7
2. 全球推土机行业呈现周期性波动，公司稳居行业第一梯队.....	8
2.1 推土机行业下游应用广泛，矿山领域以大马力产品为主.....	8
2.2 国内：推土机需求稳定，行业集中度较高.....	8
2.3 出口：推土机出口需求呈现增长趋势.....	9
3. 大马力推土机壁垒高、盈利强，新品放量打开业绩弹性.....	10
3.1 产品壁垒高：大马力推土机产品液压系统、结构件等环节难度大.....	10
3.2 大马力推土机主要应用在矿山，矿山机械资本开支长期上行支撑产品长期需求.....	11
3.3 山东重工集团赋能技术+渠道，助力公司大推产品顺利出口.....	15
3.4 大推产品盈利能力强，募投扩产后有望带动公司业绩释放.....	17
4. 盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司工程机械主机产品图谱齐全.....	4
图表 2： 深耕推土机行业 70 余载，经历多阶段革新.....	5
图表 3： 公司实际控制人为山东省国资委.....	5
图表 4： 过去 5 年公司营收呈增长趋势.....	6
图表 5： 22-24H1 公司扣非后归母净利润大幅提升.....	6
图表 6： 24 年 Q1 扣非后归母净利润维持高位.....	6
图表 7： 22-24 年公司扣非归母净利率大幅提升.....	6
图表 8： 23 年公司海外收入占比达 55%.....	7
图表 9： 21-23 年公司海外市场毛利率大幅提升.....	7
图表 10： 公司销售和管理费用率近两年控制良好.....	7
图表 11： 公司 22 年以来净利率呈现提升态势.....	7
图表 12： 公司股权激励三个解锁期条件及完成情况.....	8
图表 13： 公司各类型推土机产品全面布局且应用广泛.....	8



图表 14:	公司为国内推土机市场龙头	9
图表 15:	21-22 年推土机国内销量小幅下滑	9
图表 16:	近年来年中国推土机出口销量保持增长	9
图表 17:	全球推土机行业市场规模有望在 25 年达到 36 亿美元	10
图表 18:	美国是主要的推土机需求国家	10
图表 19:	推土机产品结构图	10
图表 20:	液压传动简易示意图	11
图表 21:	液压变矩器示意图	11
图表 22:	不同马力的推土机应用场景	11
图表 23:	山推的大马力产品应用于云南矿山	11
图表 24:	全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期	12
图表 25:	21 年开始矿山装备需求开始显著提升	12
图表 26:	23 年 Q1-Q4 矿山装备需求维持高景气	12
图表 27:	铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求	13
图表 28:	黄金价格涨超上一轮周期高点	13
图表 29:	铜价格涨超上一轮周期高点	13
图表 30:	24 年铜、金、铁全球资本支出有望保持增长	14
图表 31:	24 年以来大马力推土机出口销量持续高增	14
图表 32:	24 年以来大马力推土机出口金额持续高增	14
图表 33:	全球大马力推土机产品需求量相比 2010 年明显提升	15
图表 34:	山东重工集团旗下具有多家上市公司	15
图表 35:	集团技术赋能大马力推土机多个领域	16
图表 36:	“黄金内核”产品实现降本增效	16
图表 37:	潍柴动力全球产业链布局	16
图表 38:	公司大马力履带式推土机与卡特彼勒、小松同类产品性能参数对比	16
图表 39:	20 年公司大马力推土机毛利率更高	17
图表 40:	20-23 年公司工程机械主机毛利率呈上升趋势	17
图表 41:	公司“高端大马力推土机产业化项目”销量预期 (单位: 销量为台, 收入为万元)	17
图表 42:	公司营业收入拆分及预测	18
图表 43:	可比公司估值比较	18



1. 国内推土机行业龙头，23 年利润增速亮眼

1.1 山东重工企业推土机龙头，集团协同效应持续显现

国产推土机龙头，产品覆盖多类工程机械。公司以推土机为基础，拓展了装载机、摊铺机、挖机等主机产品，近年来拓展新能源产品。公司同时布局售后及配件业务，包括推土机履带底盘系统零件、变速箱、变矩器等核心零部件。下游主要应用领域为基建、矿山、农业等。

图表1：公司工程机械主机产品图谱齐全

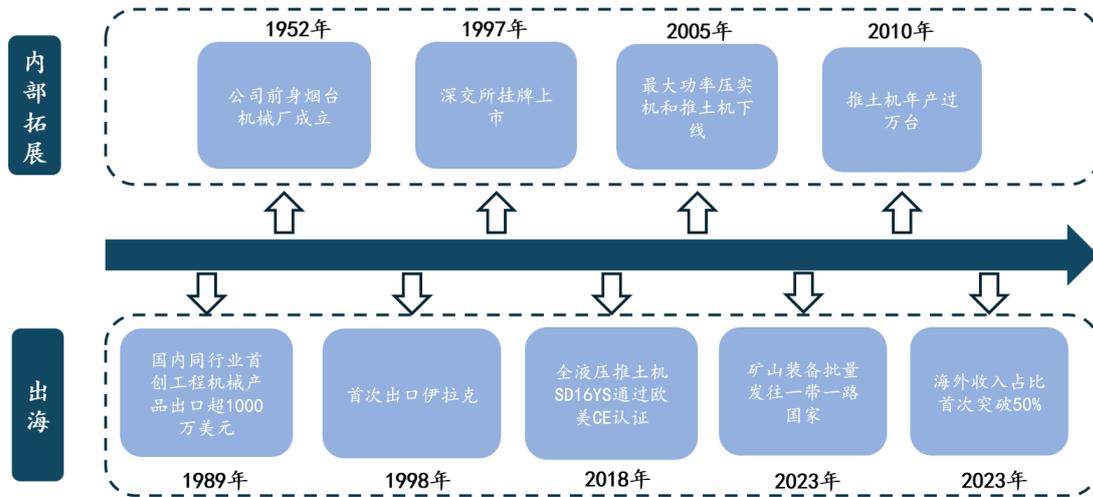
类别	产品种类	用途	示意图
工程机械主机	推土机	堆料、矿山、农业、物料 装砌和建筑工地等	
	装载机	堆料、矿山、农业、物 料装砌和建筑工地等	
	摊铺机	路基修筑、沥青混凝土 路面施工、道路改造等	
	挖掘机	土方工程、城市建设、 建筑施工、矿山开采、 园林绿化等挖掘作业	
	平地机	路面精平、路基建筑、 积雪清除、物料散布等	
	混凝土机械	混凝土输送、混凝土批 量生产、建筑施工、桥 梁建设、大型建筑工程 等	
	压路机	场地整平、道路压实、 土方工程等	
配件产品	推土机、挖掘机、装载 机配件		

来源：公司官网、国金证券研究所

深耕推土机 70 余载，近年来海外市场推进顺利。1952 年，公司前身烟台机械厂成立；1989 年山推首创工程机械产品年出口超 1000 万美元。2002 年，公司年内第 1000 台推土机顺利下线入库，主机产出首次突破年产千台大关。2005 年，公司成功研发中国最大功率推土机 SD42-3。2010 年，公司推土机达到年产过万台。2022 年，山推大型矿山装备批量发往“一带一路”国家。2023 年，公司海外收入占比首次突破 50%。至今，公司已研制开发了全球首台燃气式推土机、全球首台 5G 远程遥控推土机、全球首台纯电动推土机、全国首台推装机等系列精品。



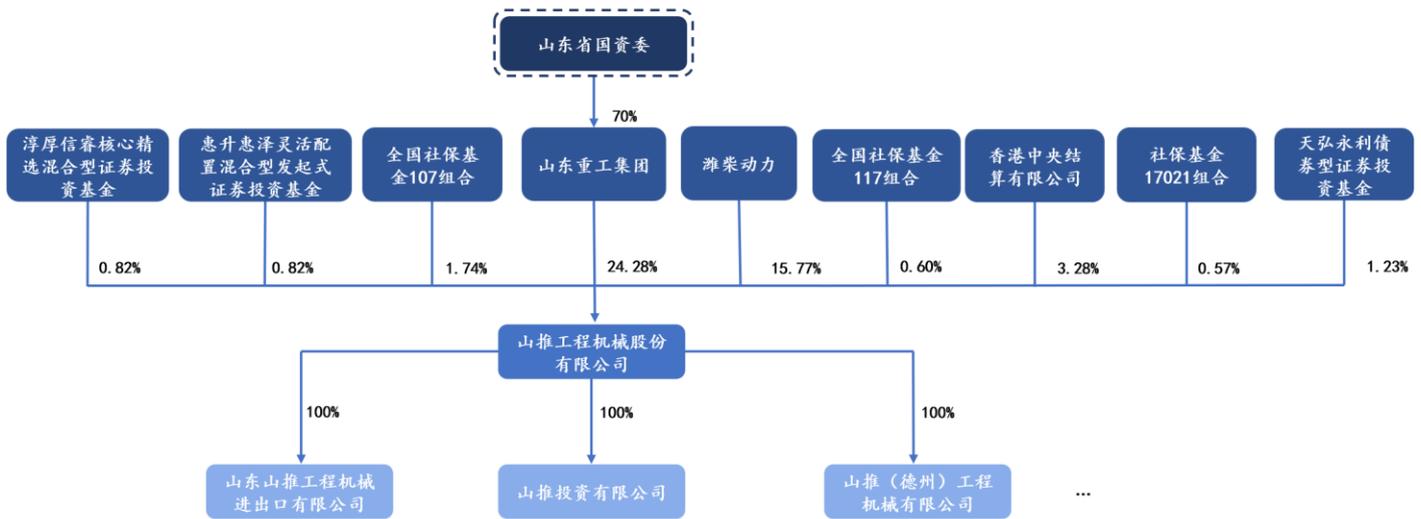
图表2：深耕推土机行业 70 余载，经历多阶段革新



来源：公司官网，中国路面机械网，Wind，国金证券研究所

公司股权结构稳定，股东背景雄厚。公司控股股东为山东重工集团，截至 2024 年 7 月，山东重工持股比例为 24.28%，山东省国资委直接持有山东重工集团 70% 的股权，公司实际控制人为山东省国资委。

图表3：公司实际控制人为山东省国资委



来源：iFind，国金证券研究所

1.2 营业收入恢复增长，利润率大幅提升

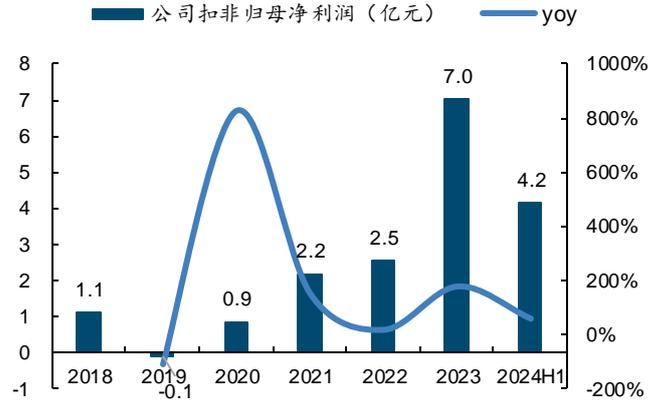
22-23 年公司扣非后归母净利润高速增长，23 年扣非后归母净利润同比增长 175%。2023 年得益于海外收入占比提升、大马力高附加值产品放量，公司盈利能力提升，带动利润释放，期间分别实现营业收入、扣非后归母净利润 105.4 亿元、7.0 亿元（同比+20%、+175%）。根据公司 24H1 业绩预告，24H1 公司预计实现扣非后归母净利润 3.82-4.47 亿元，同比+45%-70%，继续保持高速增长。



图表4：过去5年公司营收呈增长趋势



图表5：22-24H1 公司扣非后归母净利润大幅提升

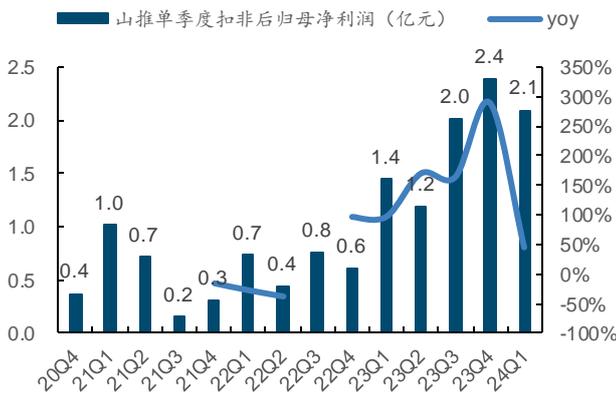


来源：iFind, 国金证券研究所

来源：iFind, 国金证券研究所 注：24H1 数据采用业绩预告中值

受益于大马力推土机放量，单季度归母净利润创 20 年以来新高。2019-2022 年受全球公共卫生事件影响，公司出口承压、毛利率有所下滑。随着海外用户采购需求回暖和高盈利能力的大马力产品逐渐成熟，公司盈利能力逐步提升，毛利率/扣非归母净利率由 22 年 14.7%/2.5% 提升到 23 年的 18.4%/6.7%。24 年 Q1 单季度归母净利率达到 6.8%，保持较高水平。

图表6：24 年 Q1 扣非后归母净利润维持高位



图表7：22-24 年公司扣非归母净利率大幅提升



来源：iFind, 国金证券研究所

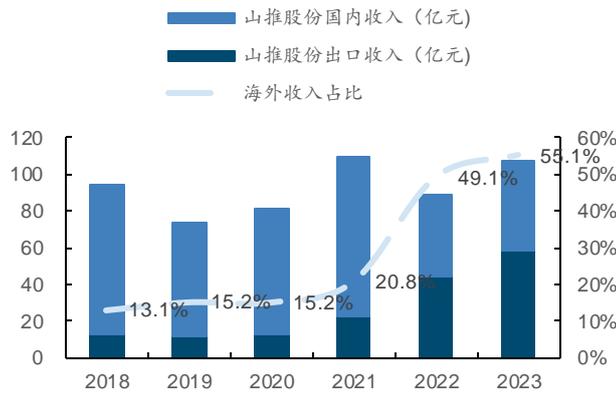
来源：iFind, 国金证券研究所

1.3 海外收入占比提升，带动盈利能力上行

大马力推土机出口需求旺盛，产品在国际市场的竞争力提升带动公司盈利能力提升。18-23 年公司海外市场不断拓展，23 年公司海外收入占比达 55%，相对 21 年提升近 34pcts。海外市场毛利率远超国内市场，23 年公司海外毛利率比国内毛利率高 13.1pcts，随着公司产品顺利出口，盈利能力有望保持良好的发展势头。



图表8: 23年公司海外收入占比达55%



图表9: 21-23年公司海外市场毛利率大幅提升

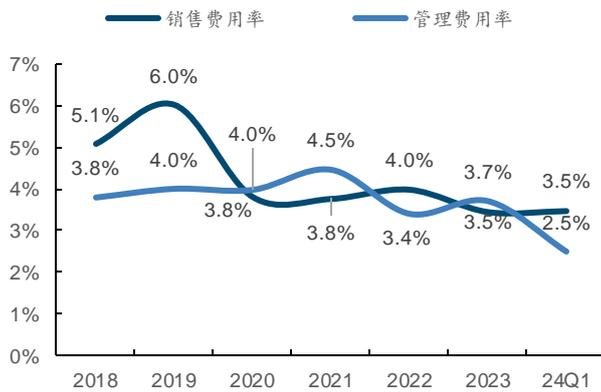


来源: iFind, 国金证券研究所

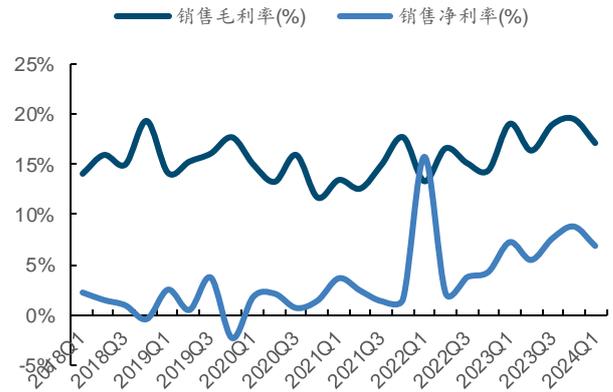
来源: iFind, 国金证券研究所

公司近年费用控制良好,净利率呈现提升趋势。2018-2023年公司在销售、管理费用管控有力,销售费率、管理费率从19年的6.0%/4.0%压缩至23年的3.5%/3.7%。随着大型化产品逐步放量、海外市场发力,近年来公司净利率呈现增长趋势;其中22Q1净利率较高,主要系公司单季度有3.03亿元的非经常性损益(22Q1固定资产及长期股权投资等资产项目产生的损益达到2.99亿元)。

图表10: 公司销售和管理费用率近两年控制良好



图表11: 公司22年以来净利率呈现提升态势



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

1.4 发布股权激励,完成考核目标

2020年实施股权激励,激励目标已完成。公司于2020年发布股权激励计划,激励股数共计2527万,授予价格1.81元/股,共有三个解锁期。激励对象为中高级管理人员,企业骨干等72人。23年公司营收/扣非后归母净利润/加权平均净资产收益率分别达到105.4亿元/7.0亿元/14.7%,相对17-19年均值复合增长为11%/130%/65%,达到股权激励第三个考核期的考核要求。



图表12: 公司股权激励三个解锁期条件及完成情况

类别	解禁时间	解锁比例	考核目标	完成情况
股权激励	2021	34%	21年扣非归母净利润复合增长不低于15%，加权平均净资产收益率不低于30%，营收复合增长率不低于10%	已完成
	2022	33%	22年扣非归母净利润复合增长不低于15%，加权平均净资产收益率不低于50%，营收复合增长率不低于10%	已完成
	2023	33%	23年扣非归母净利润复合增长不低于15%，加权平均净资产收益率不低于65%，营收复合增长率不低于10%	已完成

来源：公司公告，iFinD，公司公告，国金证券研究所 注：对应考核指标以17-19年平均值为基数

2. 全球推土机行业呈现周期性波动，公司稳居行业第一梯队

2.1 推土机行业下游应用广泛，矿山领域以大马力产品为主

推土机行业下游以电厂、煤矿厂、机场等领域为主，其中大马力产品下游以矿山领域为主。推土机开挖、退运、堆积、回填土石方以及完成各种土地湿度情况的作业。推土机的传动形式包括电传动、机械传动、液力传动、静液压传动；按类型分为小型推土机、中型推土机、大型推土机。中小型产品应用范围覆盖广泛，包括电厂、煤矿、钢厂、公路、铁路、机场等作业工况，大型产品主要用于矿山、大型水利工程等。公司DH46-G系列大马力推土机产品马力达到460HP，填补了国内空白。

图表13: 公司各类型推土机产品全面布局且应用广泛

传动形式	类型	型号	主要应用	
推土机	电传动	中型推土机 (130HP-220HP)	DE26-X2、DE17-X2	主要用于电厂、煤矿、钢厂等作业工况，适用松散物料的推运、堆积、回填等作业。
	机械传动	中型推土机 (130HP-220HP)	SD17T-G	适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业
		中型推土机 (130HP-220HP)	SD17-G、SD15-G	
	液力传动	大型推土机 (220HP 以上)	SD60-G、SD34-G、SD24-G、SD90-C5	适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业
		小型推土机 (130HP 以下)	DH10-G、DH08-G	主要适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业，以及软土、湿地、沼泽地带的施工作业
	静液压传动	中型推土机 (130HP-220HP)	DH17-G、DH24-G	适用于公路、铁路、矿山、机场等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业
		大型推土机 (220HP 以上)	DH80-C6 RS、DH46-G	适用于矿山，大型水利工程等地面的推运、开挖、回填土石方以及其它散料的作业

来源：公司官网，iFinD，国金证券研究所

2.2 国内：推土机需求稳定，行业集中度较高

推土机市场历史上具有明显的周期性。推土机行业的上游产业包括钢铁工业、工程机械零部件制造业，而下游为基础设施建设、房地产开发、农业和矿业等领域。这些行业的需求会随着经济周期的变化而波动，并受排放标准迭代、价格影响。

(1) 2008-2010年，推土机行业进入上行周期，由于中国政府发布“四万亿”计划，旨在通过大规模的基础设施建设和其他投资来提振中国经济，推土机销量快速增长，2010年达到11591台顶峰。

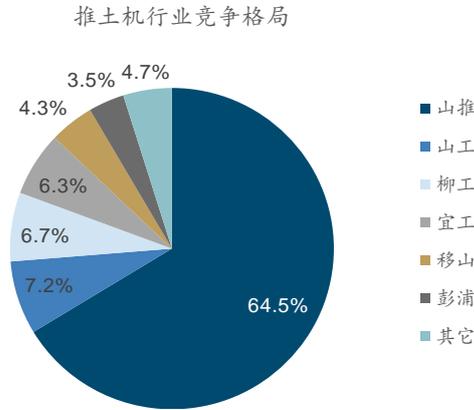
(2) 2010-2015年，推土机行业进入下行周期，2015年，国内推土机需求触底。

(3) 2016-至今，下游地产、基建需求企稳，推土机行业进入稳定期。2022年，中国推土机销量为2753台，行业需求稳定。

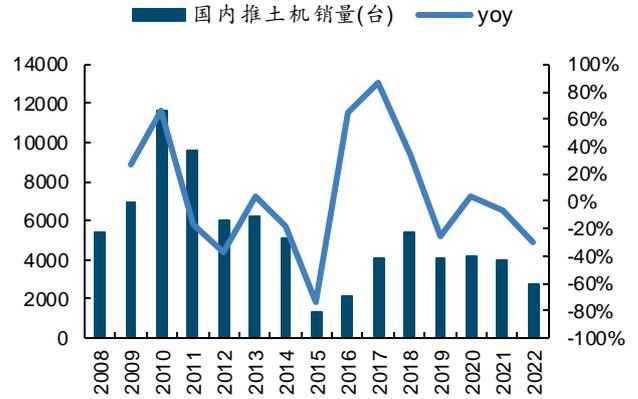


公司为国内推土机市场龙头，市场份额达 64.5%。国内推土机行业主要厂商为山推股份、山工机械、柳工、宜工等企业，行业内集中度较高，根据前瞻产业研究院竞争力，前 6 名推土机厂商国内市场占有率保持在 95% 以上。其中公司主导国内推土机市场，市占率超 60%。

图表14：公司为国内推土机市场龙头



图表15：21-22 年推土机国内销量小幅下滑



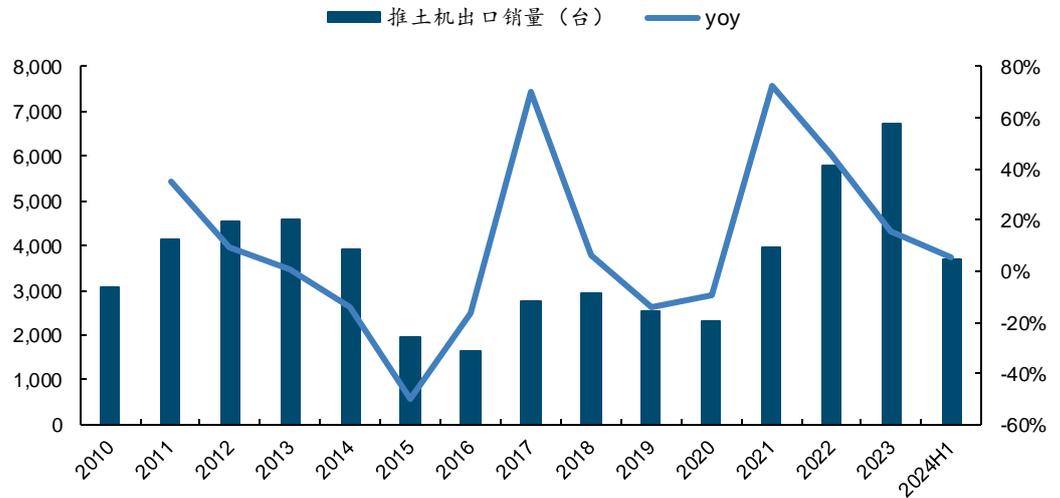
来源：前瞻研究院，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

2.3 出口：推土机出口需求呈现增长趋势

国产品牌竞争力提升，推土机近年来出口保持增长。随着国产工程机械产业链竞争力提升，叠加国产厂商服务响应能力提升，国产推土机开始批量出口，2023 年中国推土机出口销量达 6718 台，同比增长 15.7%。

图表16：近年来年中国推土机出口销量保持增长



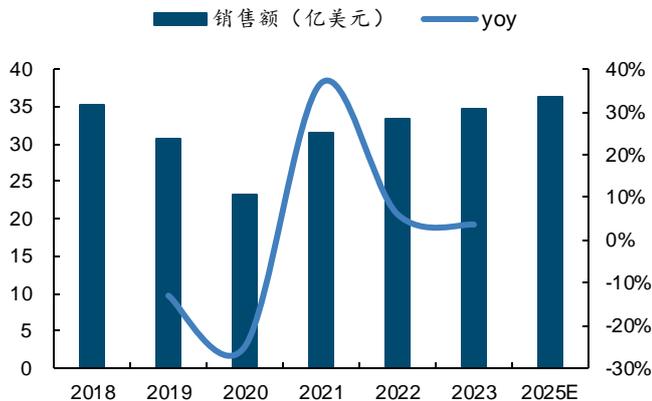
来源：中国工程机械工业协会，iFind，国金证券研究所

全球推土机市场规模有望在 25 年达到 36 亿美元。推土机广泛应用于建筑、林业、采矿、道路建设等领域，与经济发展水平密切相关。随着美国基建计划、欧洲复苏计划推进，叠加矿山资本支出上行，根据 QY research 预测，2025 年推土机市场规模将增长至 36.3 亿美元，相比 23 年提升 4.6%。

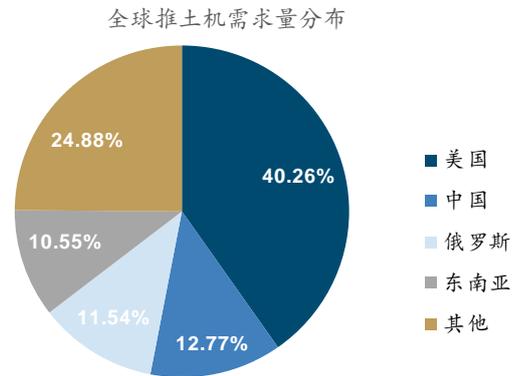
推土机需求主要集中在欧美等发达国家和地区，其中美国推土机销量份额最大，2022 年市场规模为 13.5 亿美元，占全球需求的 40.3%。



图表17: 全球推土机行业市场规模有望在 25 年达到 36 亿美元



图表18: 美国是主要的推土机需求国家



来源: iFind, QY Research, 国金证券研究所

来源: 机械工程商贸网, 国金证券研究所

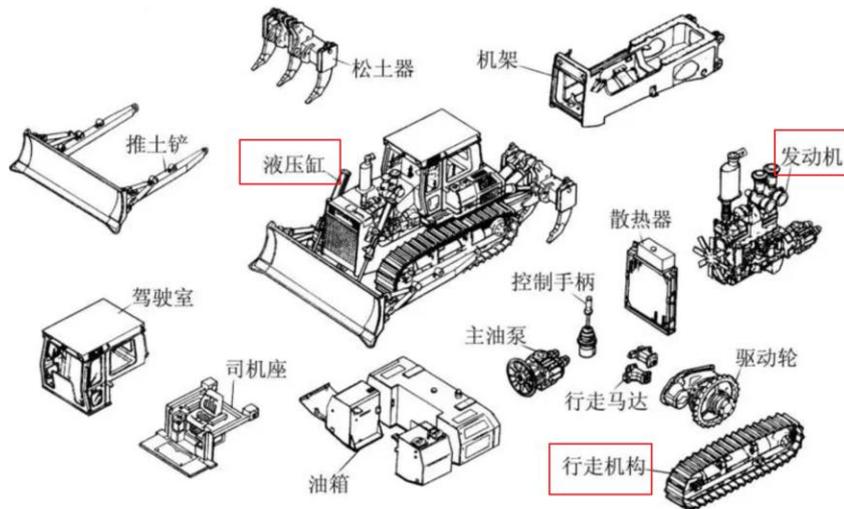
3. 大马力推土机壁垒高、盈利强，新品放量打开业绩弹性

大马力推土机行业壁垒高、格局好、盈利能力强，下游需求主要以矿山为主，我们认为随着矿山企业资本开支持续提升，大马力推土机产品未来的需求有望持续增长，公司作为全球极少数能够量产大马力推土机的企业，该产品持续放量有望助力于公司未来利润释放。

3.1 产品壁垒高：大马力推土机产品液压系统、结构件等环节难度大

推土机产品结构件要求复杂，包括发动机、推土铲、行走结构、液压缸等多个结构，其中发动机、液压系统、传动系统等领域的具有较高的门槛。

图表19: 推土机产品结构图



来源: 中国工程机械商贸网, 国金证券研究所

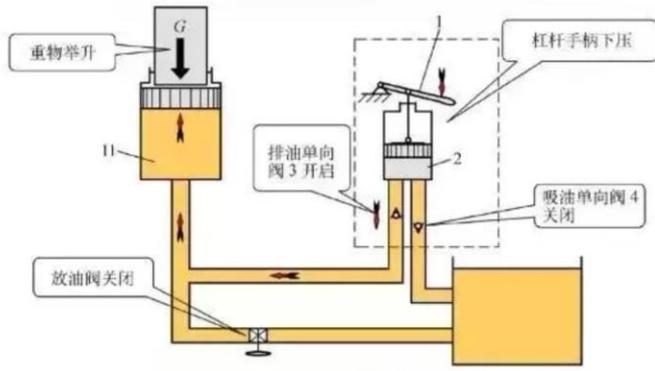
- 1) 液压系统难: 推土机在实际工作时, 工作装置液压系统的作用主要是控制铲刀和松土器。阀与泵组成的工作系统会受到作业阻力, 保证动力转化率是一大难题。液力变矩器是液压系统中核心零件, 它作为介质把来自发动机的转矩倍增后传给自动变速箱 (行星齿轮机构)。液力变矩器由泵叶轮、涡轮、单向离合器和定子, 以及将所有这些部件包含车内的变矩器外壳组成。
- 2) 运输技术系统难: 以国外卡特彼勒的采矿铲土运输技术系统(METS)为例, 整个系统包括多种多样的技术产品, 如无线电数据通信、机器监测、诊断、工作与业务管理软件和机器控制等装置。该系统由以下三部分组成: ①计算机辅助铲土运



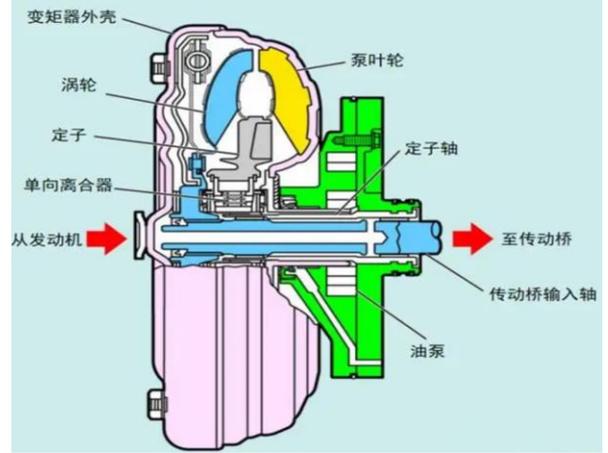
输系统(CAES); ②关键信息管理系统(VIMS); ③CAESOffice 软件。

- 3) 内部结构件(以行星齿轮为例): 连接盘通过内部渐开线花键连接太阳轮轴, 是整个行星减速结构扭矩输入端, 需具有承载能力强、花键使用寿命长和齿面定心等特点。

图表20: 液压传动简易示意图



图表21: 液压变矩器示意图



来源: 机械设备维修保养大全公众号, 国金证券研究所

来源: 汽车动力总成公众号, 国金证券研究所

3.2 大马力推土机主要应用在矿山, 矿山机械资本开支长期上行支撑产品长期需求

矿山领域工作环境恶劣, 催生大马力推土机需求。在矿山机械工作环境下, 需要推土机应对工作时长、工作量大和环境恶劣等诸多问题。大马力产品动力强劲, 性能优越, 能够应对矿山领域复杂的工作场景。

图表22: 不同马力的推土机应用场景

功率档次范围	适应工程状况
235kw (320 马力以上)	大型水利、矿山开采等工程
169-235kw (220-320 马力)	中型公路建设、水利工程及基础设施
118-169kw (160-220 马力)	一般性工程施工
96-118kw (130-160 马力)	小型工程施工及一般农田作业
76kw 以下 (100 马力以下)	零散工作、松散物料堆聚

图表23: 山推的大马力产品应用于云南矿山



来源: 上海彭浦机器厂, 国金证券研究所

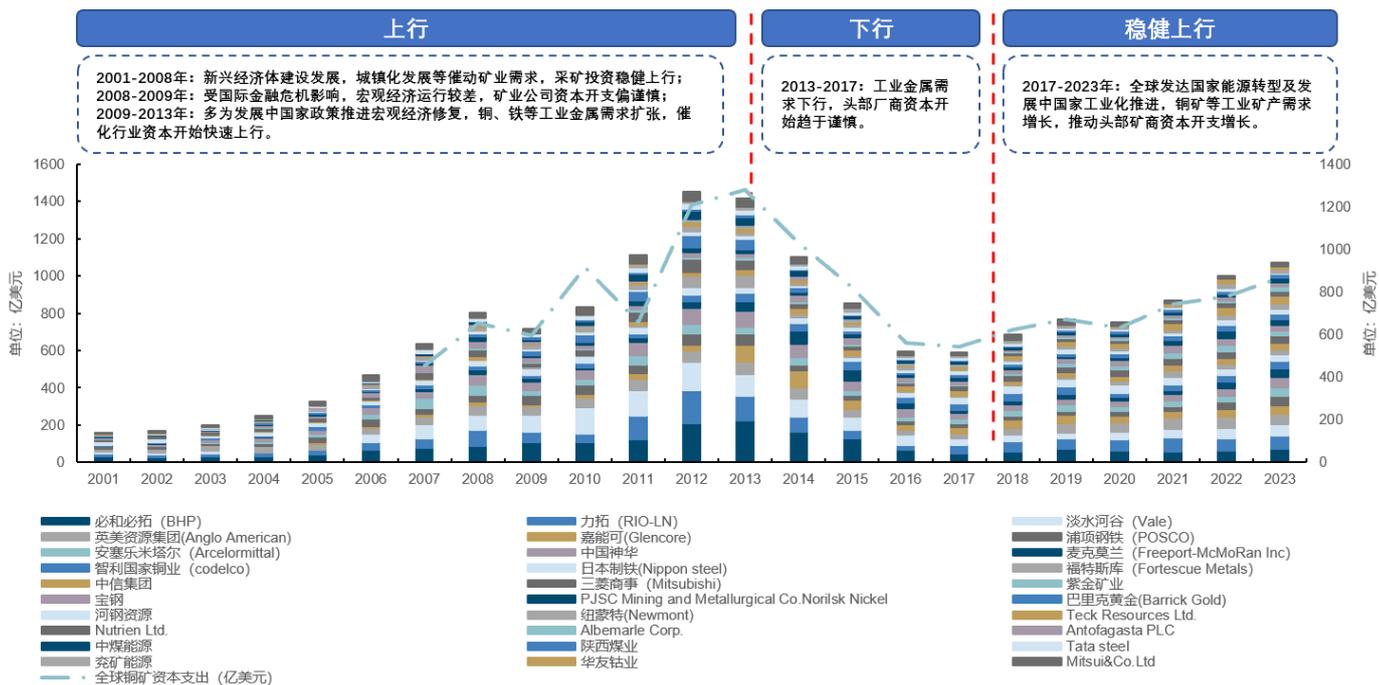
来源: 公司官方公众号, 国金证券研究所

矿山行业资本开支进入新一轮上升期:

- 2001-2008 年: 新兴经济体建设发展、城镇化发展催动矿业需求, 采矿业投资稳健上行。
- 2008-2009 年: 受国际金融危机影响, 宏观经济增长压力大, 矿业资本开支收窄。
- 2009-2013 年: 多数发展中国家政策推进宏观经济修复, 铜、铁等工业金属需求扩张, 催化行业资本开始快速上行。
- 2013-2017 年: 工业金属需求下行, 头部厂商资本开始趋于谨慎。
- 2017-2023 年: 全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进, 铜矿等工业矿产需求增长, 推动头部厂商资本开支增长。



图表24：全球头部矿业公司资本支出进入新一轮上行期



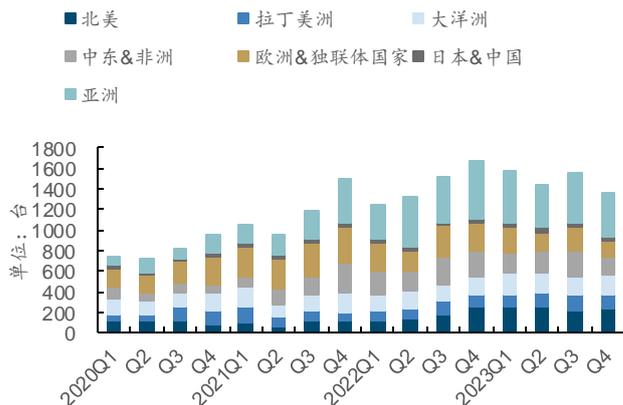
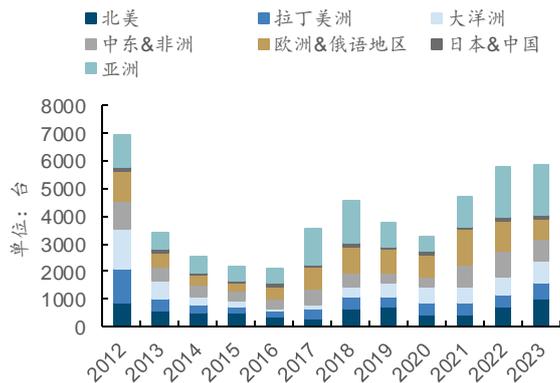
来源：Capital IQ, Bloomberg, 国金证券研究所

年度维度：21 年市场需求持续回暖。在经历上一轮工业需求下行后，全球矿山 5 大类矿业机械的需求自 2016 年开启短暂复苏，但受公共卫生事件影响，复苏进程有所中断。随着全球发达国家能源转型及发展中国家工业化推进，21 年起市场需求持续回暖，22、23 年 5 大类矿业机械（小松口径）需求分别为 5773、5824 台，位于近 10 年高位。

季度维度：从短期来看，近三年全球矿业机械需求稳定提升后，稳定维持在较高水平，23Q1-Q4 全球需求分别为 1578、1446、1557、1369 台，同比+27%、+18%、+20%、-19%。

图表25：21 年开始矿山装备需求开始显著提升

图表26：23 年 Q1-Q4 矿山装备需求维持高景气



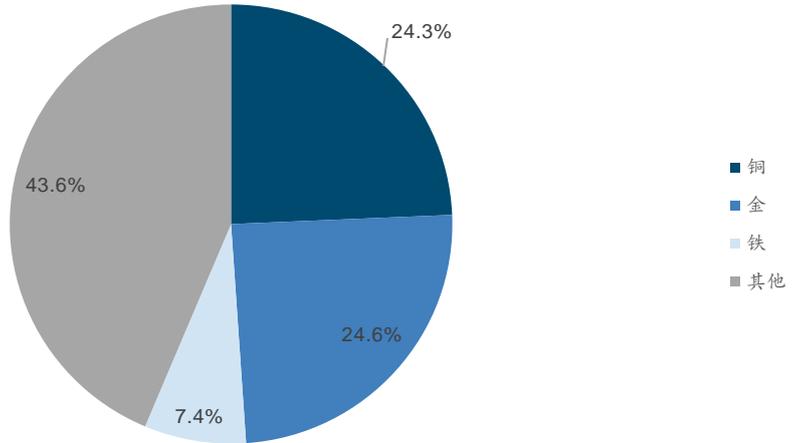
来源：小松 23 年 presentation, 国金证券研究所 注：矿业机械统计范围为自卸卡车, 525 马力以上推土机, 200t 以上挖掘机, 810HP 以上装载机, 280HP 以上平地机

来源：小松 23 年 presentation, 国金证券研究所 注：矿业机械统计范围为自卸卡车, 525 马力以上推土机, 200t 以上挖掘机, 810HP 以上装载机, 280HP 以上平地机

铜、金、铁矿为矿山装备的主要下游，金属矿长期需求很大程度决定了矿山企业资本开支。我们根据爱百拓、维尔集团、山特维克三家公司下游需求汇总测算，22 年铜、金、铁矿开采为主要矿业机械需求领域，占比分别为 24.3%、24.6%、7.4%，合计占比超过 50%，这三类金属矿产的资本支出将较大程度地影响矿业装备行业需求的景气度。



图表27: 铜、金、铁矿构成矿山机械的主流需求

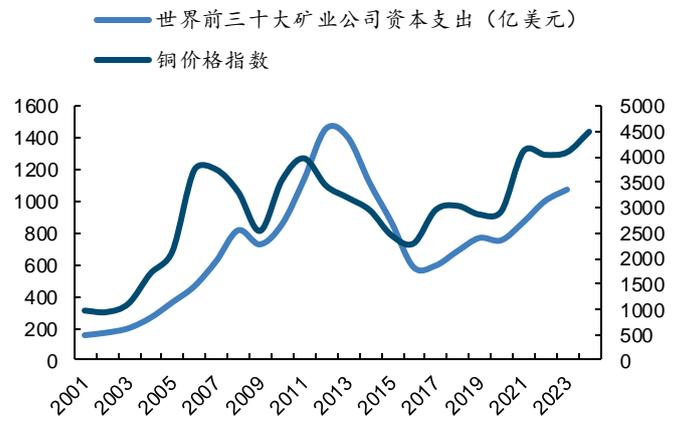
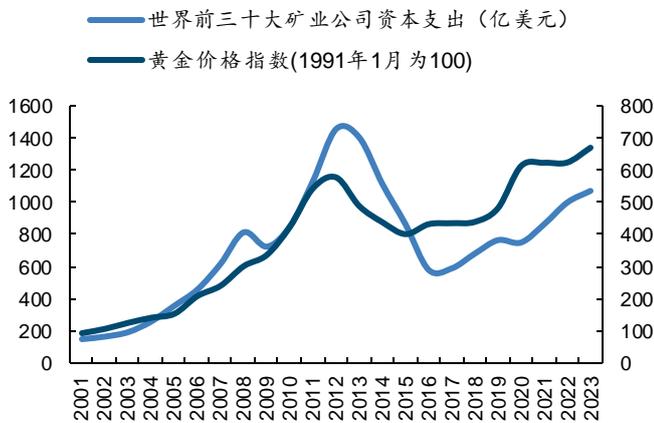


来源: 安百拓年报, 伟尔集团年报, 山特维克年报, 国金证券研究所

铜、黄金价格维持高位, 有望支撑行业资本开支持续上行。通过对比上一轮周期(2001-2013年), 黄金、铜价格与头部矿业公司资本支出呈现较明显的正相关关系; 23年黄金、铜价格已经超过上一轮上行周期高点, 但行业资本支出并未恢复前高, 我们认为主要金属价格高位运行有望继续催化资本开支维持高水平。

图表28: 黄金价格涨超上一轮周期高点

图表29: 铜价格涨超上一轮周期高点



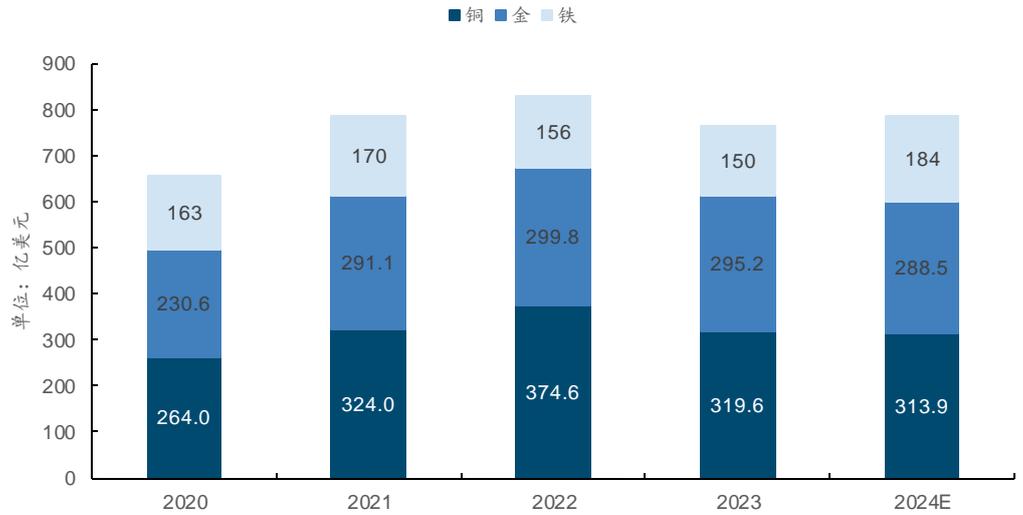
来源: Capital IQ, iFinD, 世界黄金协会, 国金证券研究所 注: 世界前三十大矿商选取依据 S&P Global Intelligence 划分口径

来源: Capital IQ, iFinD, 上海有色, 国金证券研究所 注: 世界前三十大矿商选取依据 S&P Global Intelligence 划分口径

主流金属矿资本支出将位于相对高位水平。根据 S&P Global 预测, 随着矿山项目资本密集度提升, 叠加老矿山设备更新及矿山智能化建设推进, 24年铜、金、铁全球资本支出有望增长至 786.4 亿美元, 保持相对高位水平。



图表30：24年铜、金、铁全球资本支出有望保持增长

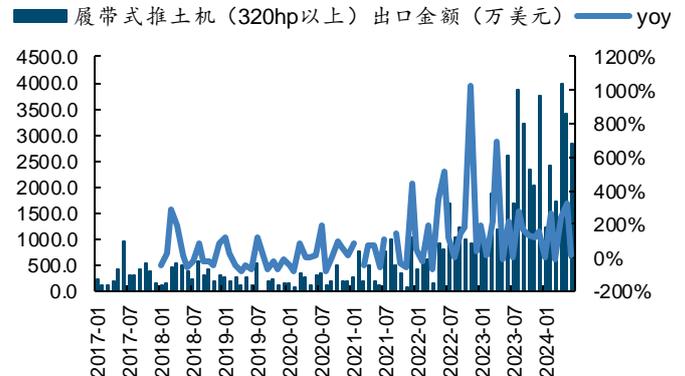
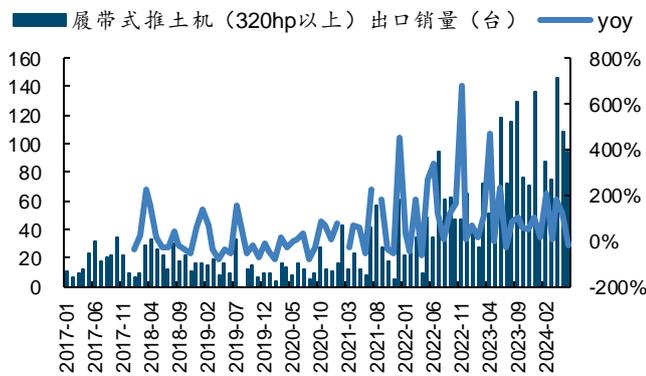


来源：S&P Global Market Intelligence, 国金证券研究所

受益于矿山企业资本开支提升，大马力履带式推土机（马力>320hp）出口销量持续增长。24M1-M6大马力履带式推土机出口销量、金额分别达到554台、1.56亿美元，同比+56%、+86%。24年以来国内大马力推土机出口销量高增，随着铜、金、铁等金属矿资本开支持续维持高位，大马力推土机出口有望维持高景气度。

图表31：24年以来大马力推土机出口销量持续高增

图表32：24年以来大马力推土机出口金额持续高增



来源：中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

来源：中国工程机械工业协会, 国金证券研究所

全球大马力推土机销量约为1800台，相比2010年需求实现接近翻倍增长。根据AEM协会统计，2010年全球400马力以上的推土机产品销量在1000台左右；根据公司投资者关系记录，目前全球大马力推土机产品需求在1800台，主要销售往俄罗斯、澳大利亚、印度、印尼、加拿大等国外市场。随着矿山企业资本开支持续提升，全球大马力推土机需求量有望进一步增长。



图表33: 全球大马力推土机产品需求量相比 2010 年明显提升



来源: AEM, 公司投资者关系记录, 国金证券研究所

3.3 山东重工集团赋能技术+渠道, 助力公司大推产品顺利出口

公司隶属于山东重工集团, 集团旗下具有多家头部上市公司, 集团多家上市公司之间技术和海外渠道有望产生协同效应, 有助于公司产品打开海外市场。

图表34: 山东重工集团旗下具有多家上市公司



来源: 山东重工集团官网, 潍柴控股公司官网, 国金证券研究所

技术端: 公司升级版“黄金内核”大马力推土机集合集团优势于一体, 产品性能明显提升。根据第一工程机械网公众号披露, “黄金内核”是由潍柴动力、林德液压、山推股份三个公司海内外研发中心协同, 在潍柴发动机、林德液压件、山推传动件基础上进行匹配、改进、验证的动力传动系统总成, 新一代动力总成实现相同效率下省油 10-15%、相同油耗下效率提升 15%以上、内核关键零部件三包期延长至 5 年; 大马力推土机产品性能在集团赋能下有所提升。



图表35: 集团技术赋能大马力推土机多个领域



图表36: “黄金内核”产品实现降本增效



来源: 潍柴动力官网, 公司官网, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

渠道端: 公司与潍柴动力、中国重汽同属于山东重工集团旗下, 潍柴集团、中国重汽在全球多个大区具有较好的渠道优势; 根据公司投资者关系记录, 公司目前产品, 有望借助集团业务协同销售, 实现矿山产品(大马力推土机和挖机)一体化销售。公司产品远销 160 多个国家和地区, 现已发展 140 余个代理商、10 个海外子公司、32 个海外办事处和服务站

图表37: 潍柴动力全球产业链布局



来源: 潍柴动力官网, 国金证券研究所

公司同级别大马力产品核心参数对标或超越海外龙头。在工作重量 100T 等级的大马力推土机中, 公司 SD90 型产品在额定功率、松土深度指标上超越小松、卡特的产品, 在接地比压、燃油箱容量指标上基本对标。

图表38: 公司大马力履带式推土机与卡特彼勒、小松同类产品性能参数对比

公司	山推股份	小松 Komatsu	卡特彼勒 Caterpillar
产品型号	SD90	D475A-5E0	D11
额定功率 (kW)	708	664	634
工作重量 (kg)	106260	108390	104236
额定功率/额定转速 (kW/rpm)	708 (2100)	664 (-)	634 (1800)
接地比压 (MPa)	0.144	0.166	-
松土深度 (mm)	1670	1010	1612
燃油箱容量 (L)	1750	1670	1895

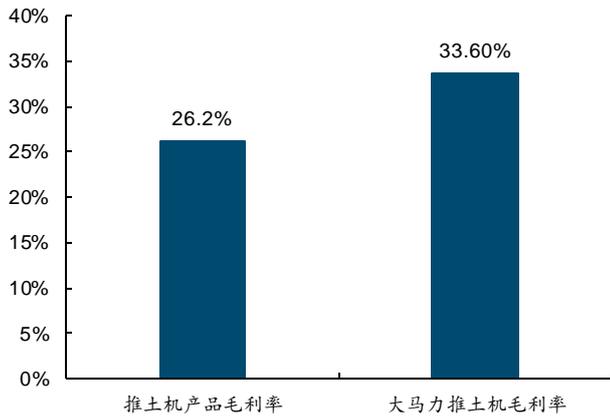


来源：各公司官网，国金证券研究所

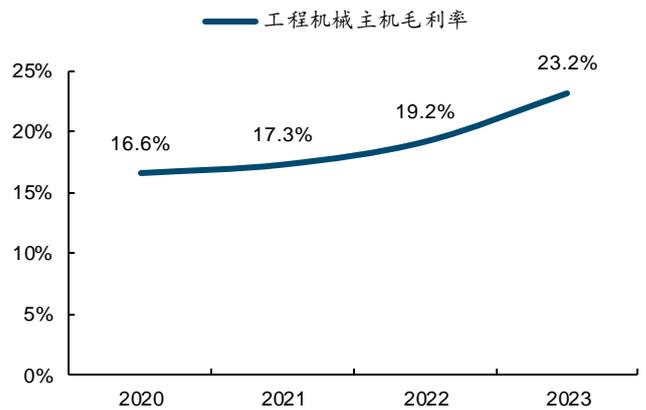
3.4 大推产品盈利能力强，募投扩产后有望带动公司业绩释放

大马力产品盈利能力强，产品放量带动工程机械主机板块毛利率提升。根据公司投资者关系记录，20年公司大马力推土机产品毛利率已在33%以上，该产品毛利率远超过公司整体毛利率水平。根据公司公告，大马力扩产项目已经开始实现生产销售，公司以推土机产品为主的工程机械主机产品毛利率稳步提升，2024Q1公司工程机械主机毛利率达23.2%。

图表39：20年公司大马力推土机毛利率更高



图表40：20-23年公司工程机械主机毛利率呈上升趋势



来源：山推股份公告，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

公司募投大马力产品，定增扩产能。21年公司发行2.37亿股，发行价格2.88元，合计募资金额6.82亿元，主要用于“高端大马力推土机产业化项目”。根据公告，公司远期460、600、900马力推土机年产能分别有望达到120、120、60台，大型产品供应能力有望得到扩充；随着矿山企业资本开支持续提升，大马力推土机产品需求有望维持高位，看好公司定增落地后大马力推土机产品放量带动公司业绩进一步释放。

图表41：公司“高端大马力推土机产业化项目”销量预期（单位：销量为台，收入为万元）

型号	T+1		T+2		T+3		T+4		T+5		T+6		T+7-T+12	
	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入	销量	收入
460hp	4	1,200	10	3,000	30	9,000	50	15,000	90	27,000	105	31,500	120	36,000
600hp	6	2,400	12	4,800	32	12,800	65	26,000	90	36,000	105	42,000	120	48,000
900hp	6	4,080	10	6,800	18	12,240	35	23,800	40	27,200	50	34,000	60	40,800
合计	16	7,680	32	14,600	80	34,040	150	64,800	220	90,200	260	107,500	300	124,800

来源：山推股份公告，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计24-26年公司的营业收入为126.70/143.62/160.13亿元、归母净利润为9.44/12.01/14.34亿元。

1、工程机械主机：

- **营收：**公司深耕推土机行业70余年，国内市占率超60%。近年来，推土机行业出口高增，公司积极推进推土机等主力产品出海，截止2023年海外收入占比提升至55.8%，铜、金价格维持高位运行，预计将为下游矿山资本支出提供支撑，高附加值的大马力产品需求将持续提升，随着公司募投的大马力推土机持续放量，预计24-26年公司工程机械主机收入为88.13/104.20/119.84亿元，同比+31%/+18%/+15%。
- **毛利率：**公司大马力推土机项目持续放量中，根据公司公告，20年公司大马力产品毛利率已达33.6%，高于工程机械主机板块毛利率，随着大马力产品销量扩张，预计24-26年公司工程机械主机产品毛利率保持分别为23.5%/24.0%/24.5%。



2、配件

- **营收：**公司配件板块主要为履带总成、工作油泵、超越离合器等，主要配套主机产品使用，随着国内市场需求逐渐修复，预计 24-26 年公司配件板块营收分别为 28.31/29.16/30.03 亿，同比+3%/3%/3%。
- **毛利率：**配件市场格局较为稳定，近年来公司业务保持稳定，预计 24-26 年公司配件板块毛利率保持在 9.0%。

3、其他业务

- **营收：**公司其他业务近年来保持稳定，预计 24-26 年营收保持为 10.26 亿元；**毛利率：**预计 24-26 其他业务毛利率保持为 12%。

图表42：公司营业收入拆分及预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	91.6	100.0	105.4	126.7	143.6	160.1
yoy	29.0%	9.1%	5.5%	20.6%	13.4%	11.5%
毛利率	10.7%	14.7%	18.3%	19.3%	20.1%	20.8%
工程机械产品 (亿元)	56.6	62.2	67.3	88.1	104.2	119.8
yoy	45.1%	9.9%	8.8%	30.9%	18.2%	15.0%
毛利率	17.3%	19.2%	23.2%	23.5%	24.0%	24.5%
配件 (亿元)	24.3	27.3	27.5	28.3	29.2	30.0
yoy	0.5%	12.3%	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率		5.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
其他业务 (亿元)	10.8	10.5	10.3	10.3	10.3	10.3
yoy	37.1%	-2.2%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率		11.0%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%

来源：Wind，国金证券研究所

- **费用率预测：**考虑到大马力推土机产能释放和海外市场持续开拓，我们预计 24-26 年公司的销售费率、管理费保持率保持稳定，预计 24-26 年销售费用率保持在 3.5%，管理费用率保持在 3.7%，公司将持续保持高研发投入，预计 24-26 年研发费用率保持在 4.3%。

4.2 投资建议

- 我们选取徐工机械、中联重科、三一重工、柳工做可比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 9.44/12.01/14.34 亿元，对应 PE 分别为 11/9/7 倍。参考可比公司估值，考虑到公司大马力推土机持续放量，带动毛利率持续提升，看好公司 24-25 年业绩保持增长，给予公司 2024 年 14 倍 PE，则合理估值为 132.16 亿元、对应目标价 8.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值比较

证券代码	股票名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600031	三一重工	16.15	0.51	0.53	0.70	0.92	1.13	31.41	25.81	23.07	17.55	14.29
000157	中联重科	6.73	0.27	0.43	0.51	0.70	0.90	20.47	16.16	13.20	9.61	7.48
000425	徐工机械	6.55	0.36	0.45	0.57	0.66	0.84	13.91	12.11	11.49	9.92	7.80
000528	柳工	10.04	0.31	0.44	0.77	1.00	1.26	19.18	15.15	13.04	10.04	7.97
	平均		0.36	0.46	0.64	0.82	1.03	21.24	17.31	15.20	11.78	9.38
000680	山推股份	7.14	0.42	0.51	0.63	0.80	0.96	9.81	9.69	11.35	8.92	7.47

来源：Wind，国金证券研究所 注：截止日期为 2024.07.31；可比公司均为国金预测数据

5.风险提示

市场竞争加剧风险。公司大马力产品毛利率较高，若市场大型化产品竞争加剧，或将对公



司利润释放带来不利影响。

大马力产品销售不及预期。公司盈利能力提升主要系大马力推土机放量推动，若国内外宏观经济、政策变化对下游需求造成影响，或将对公司盈利能力产生不利影响。

贸易摩擦、汇率波动风险。截至 2023 年，公司海外收入占比提升至 55%，若出现贸易摩擦、汇率波动或将对公司业绩表现产生不利影响。

限售股解禁风险。公司限售股份 23,670.56 万股已于 2024 年 4 月 29 日解禁并上市流通，占公司总股本比例为 15.77%。


附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	9,160	9,998	10,541	12,670	14,362	16,013	货币资金	2,742	2,657	3,288	3,836	4,184	6,511	
增长率	9.1%	5.4%	20.2%	13.4%	11.5%		应收款项	2,326	3,492	3,840	4,117	4,667	4,765	
主营业务成本	-7,845	-8,529	-8,597	-10,226	-11,480	-12,689	存货	1,986	1,391	2,170	2,196	2,466	2,726	
%销售收入	85.6%	85.3%	81.6%	80.7%	79.9%	79.2%	其他流动资产	887	824	894	1,066	1,130	1,180	
毛利	1,315	1,469	1,944	2,444	2,881	3,324	流动资产	7,942	8,364	10,192	11,215	12,447	15,181	
%销售收入	14.4%	14.7%	18.4%	19.3%	20.1%	20.8%	总资产	73.9%	72.6%	75.9%	78.4%	79.9%	82.8%	
营业税金及附加	-43	-59	-59	-63	-72	-80	长期投资	627	738	1,125	1,125	1,125	1,125	
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,437	1,657	1,540	1,543	1,575	1,582	
销售费用	-331	-399	-365	-443	-503	-560	总资产	13.4%	14.4%	11.5%	10.8%	10.1%	8.6%	
%销售收入	3.6%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	无形资产	619	609	423	429	435	441	
管理费用	-378	-339	-390	-469	-531	-592	非流动资产	2,804	3,159	3,235	3,098	3,135	3,149	
%销售收入	4.1%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	总资产	26.1%	27.4%	24.1%	21.6%	20.1%	17.2%	
研发费用	-340	-398	-458	-545	-618	-689	资产总计	10,746	11,523	13,427	14,313	15,582	18,330	
%销售收入	3.7%	4.0%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	短期借款	610	861	719	1,248	988	2,098	
息税前利润 (EBIT)	223	274	672	924	1,158	1,403	应付款项	4,513	4,729	5,938	6,241	7,007	7,745	
%销售收入	2.4%	2.7%	6.4%	7.3%	8.1%	8.8%	其他流动负债	398	471	607	284	326	366	
财务费用	-56	59	5	9	6	6	流动负债	5,521	6,061	7,263	7,773	8,322	10,210	
%销售收入	0.6%	-0.6%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	长期贷款	248	0	50	50	50	50	
资产减值损失	-69	-127	-93	-45	-6	-5	其他长期负债	278	283	251	81	81	80	
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	负债	6,047	6,344	7,564	7,904	8,452	10,340	
投资收益	82	340	45	50	50	50	普通股股东权益	4,384	4,892	5,571	6,117	6,838	7,698	
%税前利润	39.3%	48.0%	5.6%	5.0%	4.0%	3.3%	其中：股本	1,502	1,501	1,501	1,501	1,501	1,501	
营业利润	214	699	800	988	1,258	1,503	未分配利润	895	1,519	2,170	2,736	3,457	4,318	
营业利润率	2.3%	7.0%	7.6%	7.8%	8.8%	9.4%	少数股东权益	315	288	292	292	292	292	
营业外收支	-6	9	7	6	6	6	负债股东权益合计	10,746	11,523	13,427	14,313	15,582	18,330	
税前利润	208	708	808	994	1,264	1,509	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	2.3%	7.1%	7.7%	7.8%	8.8%	9.4%	每股指标							
所得税	3	-72	-39	-50	-63	-75	每股收益	0.139	0.421	0.510	0.629	0.801	0.956	
所得税率	-1.5%	10.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	每股净资产	2.919	3.259	3.712	4.077	4.558	5.131	
净利润	211	636	768	944	1,201	1,434	每股经营现金净流	0.284	0.253	0.233	0.479	0.893	1.380	
少数股东损益	1	5	3	0	0	0	每股股利	0.010	0.015	0.076	0.252	0.320	0.382	
归属于母公司的净利润	209	632	765	944	1,201	1,434	回报率							
净利率	2.3%	6.3%	7.3%	7.5%	8.4%	9.0%	净资产收益率	4.78%	12.91%	13.74%	15.43%	17.57%	18.62%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.95%	5.48%	5.70%	6.60%	7.71%	7.82%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	4.06%	4.05%	9.62%	11.39%	13.47%	13.14%	
净利润	211	636	768	944	1,201	1,434	增长率							
少数股东损益	1	5	3	0	0	0	主营业务收入增长率	29.05%	9.15%	5.43%	20.20%	13.35%	11.50%	
非现金支出	260	311	295	217	199	223	EBIT增长率	75.19%	22.81%	145.65%	37.43%	25.36%	21.14%	
非经营收益	-3	-372	-15	140	21	49	净利润增长率	107.91%	201.58%	21.16%	23.34%	27.24%	19.36%	
营运资金变动	-42	-196	-699	-583	-81	366	总资产增长率	10.76%	7.23%	16.52%	6.60%	8.87%	17.64%	
经营活动现金净流	427	380	349	719	1,340	2,071	资产管理能力							
资本开支	-37	-61	18	-174	-225	-225	应收账款周转天数	72.8	86.0	108.9	100.0	100.0	90.0	
投资	874	-106	90	0	0	0	存货周转天数	79.6	72.3	75.6	80.0	80.0	80.0	
其他	52	20	20	50	50	50	应付账款周转天数	71.0	71.8	75.6	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	889	-148	128	-124	-175	-175	固定资产周转天数	46.3	51.6	45.7	37.5	33.4	29.7	
股权募资	722	100	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-942	-83	-92	417	-260	1,110	净负债/股东权益	-40.10%	-39.35%	-45.56%	-41.97%	-46.24%	-56.50%	
其他	-420	-623	-390	-463	-557	-678	EBIT利息保障倍数	4.0	-4.6	-139.9	-103.9	-192.1	-241.8	
筹资活动现金净流	-640	-606	-482	-46	-817	431	资产负债率	56.27%	55.05%	56.34%	55.22%	54.24%	56.41%	
现金净流量	670	-369	-20	548	348	2,327								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	4	6
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究