

山推股份 (000680)

证券研究报告

2024年10月06日

推土机行业龙头，出口+高效体系实现跨越式发展

厚植工程机械行业，夯实核心竞争优势：

公司是国内推土机及道路工程机械行业头部企业，业务遍及采矿、道路修筑、道路养护、农林水利等领域，以推土机为核心产品，衍生产品服务品类丰富，呈针对性布局。公司为省属国有企业，依托山东重工集团，有国家资本背书，股权结构较为稳定。2023年公司营业收入突破百亿大关，24H1营收、归母净利润 YOY+33.81%、38.49%，出口赛道稳健发力，盈利能力稳中向好。

推土机市场鳌头独占，出口支撑强劲增长：

全球推土机核心厂商包括卡特彼勒、山推、小松、约翰迪尔等，前5大厂商占据了推土机市场份额的80%以上，其中公司作为行业领军企业、占据19%左右的市场份额。2022年需求端市场总容量约为2.8万台，对于国内厂商而言，海外市场规模更大，具有潜在发展优势；自2018年以来，推土机出口市场规模不断扩大，并逐年稳步增长。在国内公司凭借66.53%的市场份额以绝对优势断层稳居市场鳌头，并且市场前6大厂商占据96.5%的市场份额，呈现出较为稳定的市场竞争格局。

扩大出口优势+整合内外核心资源，创造新兴增长点：

1) 内销-出口结构改变，公司及时抢占出口市场：今年上半年海外收入占比超55%；公司实行海外代理服务分级管理，发展海外服务站，全面调研全球代理服务水平，制定一国一策服务方案，进一步提高海外服务质量。

2) 集团优质资源有效整合，形成完整高效生产体系：

通过对不同事业部+子公司的专业化分工，公司形成了一套完善的生产体系，能够发挥规模经济优势；同时公司是山东重工集团旗下子公司，在集团强大的资本、技术、人才支持以及渠道协同支持下利用集团黄金产业链形成显著竞争优势。

2021年减资退出持有的小松山推工程机械有限公司30%的股权，并解除与其在挖掘机方面的竞业协议，又于2022年全资控股德工机械进军装载机等产品，后续挖、装产品也有望形成公司第二增长极。

盈利预测：我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为9.5、11.5、13.7亿元，yoy分别为+24.6%、+20.4%、+19.2%；目前对应公司2024年PE为13.2x、具备估值优势，我们给予公司可比公司平均估值，对应市值、目标价分别为171.72亿元、11.45元，首次覆盖并给予“买入”评级。

风险提示：宏观政策调整及国际局势不稳定风险，汇率风险，原材料价格波动的风险，公司国际化进展不及预期等，近半年内出现交易异动、请注意投资风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,997.83	10,540.86	13,424.32	15,937.54	18,430.73
增长率(%)	9.15	5.43	27.36	18.72	15.64
EBITDA(百万元)	1,269.60	1,442.30	1,415.13	1,639.35	1,892.70
归属母公司净利润(百万元)	631.74	765.42	953.44	1,148.16	1,368.71
增长率(%)	201.58	21.16	24.56	20.42	19.21
EPS(元/股)	0.42	0.51	0.64	0.77	0.91
市盈率(P/E)	19.93	16.45	13.20	10.96	9.20
市净率(P/B)	2.57	2.26	2.02	1.79	1.57
市销率(P/S)	1.26	1.19	0.94	0.79	0.68
EV/EBITDA	3.01	2.82	6.13	4.53	3.43

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/工程机械
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	8.39元
目标价格	11.45元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,500.33
流通A股股本(百万股)	1,308.00
A股总市值(百万元)	12,587.75
流通A股市值(百万元)	10,974.09
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	58.88
一年内最高/最低(元)	9.49/4.44

作者

朱晔 分析师
SAC执业证书编号：S1110522080001
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 厚植工程机械行业，夯实核心竞争优势	4
1.1. 四十余年厚植工程机械，科技创新缔造龙头体系	4
1.2. 以推土机为核心产品，衍生产品服务品类丰富，呈针对性布局	6
1.3. 出口赛道稳健发力，盈利能力稳中向好	7
2. 推土机市场鳌头独占，出口支撑强劲增长	8
2.1. 推土机结构复杂，应用广泛	8
2.2. 推土机市场前景向好，公司稳居行业龙头	11
2.2.1. 全球市场寡头竞争，面向海外市场广阔	11
2.2.2. 国内市场稳步回升，公司断层行业龙头	12
3. 扩大出口优势+整合内外核心资源，创造新兴增长点	13
3.1. 内销-出口结构改变，公司及时抢占出口市场	13
3.2. 集团优质资源有效整合，形成完整高效生产体系	14
3.2.1. 事业部+子公司分工发力推土机事业，退资+并购拓展挖、装产品	14
3.2.2. 集团+公司协同作战，创造产业链优势	18
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构穿透	4
图 3: 公司股权变动	4
图 4: 公司产品和业务结构	6
图 5: 公司营收及增速情况	7
图 6: 公司归母净利润及增速情况	7
图 7: 公司毛利率情况(业务分类%)	7
图 8: 公司分地区营收占比情况(%)	7
图 9: 公司财务指标情况	7
图 10: 公司各类资产周转率情况	7
图 11: 公司各项费用占比及增速情况(%)	8
图 12: 推土机结构示意图	9
图 13: 推土机结构	9
图 14: 全球推土机市场 2023 年竞争格局	11
图 15: 2024 年全球推土机市场区域需求规模	11
图 16: 推土机出口情况	11
图 17: 履带式推土机出口额	11
图 18: 大马力推土机出口情况	11

图 19: 国内推土机市场规模.....	12
图 20: 国内推土机市场 2024 年竞争格局.....	12
图 21: 公司业务收入地区结构.....	13
图 22: 公司业务国内外毛利率.....	13
图 23: 山推 e 路行.....	13
图 24: 公司结构 (部分)	15
图 25: 山重建机产品.....	16
图 26: 公司部分装载机产品.....	17
图 27: 潍柴动力部分推土机发动机产品	18
图 28: 山东重工集团结构	18
图 29: 山东重工集团主营业务.....	18
表 1: 公司高管简介	5
表 2: 推土机主要应用场景	10
表 3: 公司销售模式.....	14
表 4: 公司结构功能 (部分)	15
表 5: 公司未来 3 年盈利预测 (亿元)	19
表 6: 可比公司估值 (单位: 亿元)	19

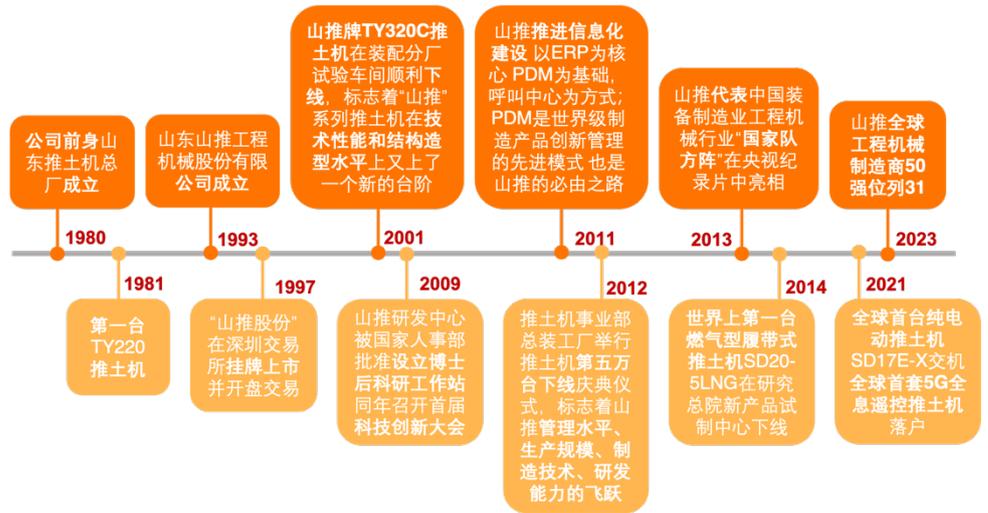
1. 厚植工程机械行业，夯实竞争优势

1.1. 四十余年厚植工程机械，科技创新缔造龙头体系

公司是国内推土机及道路工程机械行业头部企业，业务遍及采矿、道路修筑、道路养护、农林水利等领域。产品覆盖推土机系列、道路机械系列、混凝土机械系列、装载机系列、挖掘机系列等十多类主机产品和底盘件、传动部件、结构件等工程机械配套件。1993年成立山推工程机械股份有限公司，并于1997年1月在深交所挂牌上市。

公司大力推进科技化转型，四十余年间先后设立科研工作站、开创科技大会、推进信息化转型，推进智能制造等，涉足工程机械行业的道路机械、装载机、挖掘机、混凝土机械和施工方案服务等多个细分领域。

图 1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司为省属国有企业，依托山东重工集团，有国家资本背书，股权结构稳定。前三大股东分别为山东重工集团有限公司，潍柴动力股份有限公司、香港中央结算有限公司，总持股比例超过42%；2024年经股权变动后，前十大股东都为企业或机构法人。

图 2: 公司股权结构穿透 (截至 24H1)



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 3: 公司股权变动



资料来源: ifind, 天风证券研究所

公司高管层经验丰富，前多在山东重工集团及子公司任职，具有丰富的生产、市场营销、企业技术、公司治理等经验。

表 1: 公司高管简介

姓名	职务	基本信息
李士振	公司党委书记、董事、总经理，价值工程部部长	2002 年 7 月参加工作, 历任潍柴动力股份有限公司采购管理部部长助理、副部长、潍柴 MAZ 项目副总经理、驻白俄罗斯副总代表, 马兹潍柴有限公司副总经理, 潍柴动力股份有限公司驻马兹项目副总代表, 马兹潍柴有限公司总经理, 中国重汽/中国重汽(香港)公司采购中心主任, 山东重工集团有限公司采购总监, 重汽(济南)汽车部件有限公司党委书记、董事、董事长, 重汽(济南)传动轴有限公司党委书记、董事、董事长, 中国重汽/中国重汽(香港)公司价值工程部部长, 中国重汽集团杭州发动机有限公司党委委员、书记、董事、总经理、质量总监、HOS 总监、董事长, 临沂山重挖掘机有限公司董事长、总经理, 山重建机(济宁)有限公司董事长, 山重建机有限公司总经理等职。现任公司党委书记、董事、总经理, 价值工程部部长, 山东山推智慧工程科技有限公司董事长, 山推投资有限公司董事长、总经理, 山推(德州)工程机械有限公司董事长, 山东省共同体工程机械有限公司执行董事、经理, 山重建机有限公司董事长、党委书记。 具有丰富的机械制造企业技术、生产采购和安全管理经验。
黄亚军	公司副总经理、党委委员	2000 年 8 月加入公司, 历任公司工程机械研究总院院长助理, 工程机械研究院推土机研究所二所所长、党支部书记(兼), 全液压推土机产品经理, 工程机械研究院副院长、常务副院长、院长、党委书记, 质量部部长、党支部书记等职务。现任公司党委委员、副总经理, 山推投资有限公司董事, 山推(德州)工程机械有限公司董事。具有丰富的机械制造产品研发、技术和质量管理经验。
韩保辉	公司副总经理、党委委员	2006 年 7 月参加工作, 历任潍柴动力股份有限公司客户服务中心总经理助理兼服务管理部经理, 潍柴动力工程机械动力销售公司副总经理(助理级)、总经理(副部长级), 潍柴动力(青州)传控技术公司董事, 山重建机有限公司党委委员、副总经理、国际业务支持部部长, 临沂山重挖掘机有限公司销售公司总经理、大挖销售部部长(兼)等职。具有丰富的市场营销、服务经验。
朱来锁	公司党委委员、副总经理、工会主席、安全总监	2000 年 8 月在山推股份参加工作, 历任公司制造部部长助理、履带底盘分公司副总经理、副总经理(主持工作)、分党委副书记、总经理、分党委书记, 后市场营销总监, 后市场开拓部部长, 山东山推工程机械结构件有限公司董事长, 山东山推欧亚陀机械有限公司董事长等职务。现任公司党委委员、副总经理、工会主席、安全总监, 工艺管理部部长(兼), 山推投资有限公司董事, 山东山推工程机械结构件有限公司董事, 山东山推欧亚陀机械有限公司董事、总经理等职务。具有丰富的精益生产和企业管理经验。
袁青	董事会秘书	2001 年 8 月加入公司, 2006 年 1 月取得董事会秘书资格证书。历任公司证券部主管、副部长、董事会办公室副主任、证券部部长, 财务管理部副部长、董事会办公室主任、财务管理部部长、党支部书记, 审计法务部部长、财务审计党支部书记、证券与投资部部长、投资证券部部长、山东山推工程机械进出口有限公司监事、山东山推智慧工程科技有限公司董事、山推楚天工程机械股份有限公司董事、山东山推工程机械结构件有限公司董事等职务。现任公司董事会办公室主任、证券部部长、财务证券党支部书记, 董事会秘书, 山推投资有限公司监事、山东山推工程机械进出

口有限公司董事、山东恒基材料成型有限公司监事会主席，济宁市公众公司协会副会长等职务。具有丰富的资本运作、证券事务、财务管理和投资管理等工作经历。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 以推土机为核心产品，衍生产品服务品类丰富，呈针对性布局

公司的产品服务按售出形态可分为三个板块：**整机、部件和智慧施工方案**。其中整机有推土机、挖掘机、装载机、混凝土搅拌设备等共计 15 个品类 126 款产品；部件涵盖 8 个品类，主要针对推土机、挖掘机和装载机提供配件；智慧施工方案主要针对不同工程场景提供专业服务，服务涵盖采矿、道路修筑、道路养护、农林水利、港口码头等 10 个不同施工场景，并针对不同场景和机械设备提供多种可参考的工程案例。

图 4：公司产品和业务结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 出口赛道稳健发力，盈利能力稳中向好

2023 年公司营业收入突破百亿大关，2016-2023 年营业收入 CAGR 达到 13.28%；2024H1 营收达到 65.08 亿元、YOY+33.81%，当年营收有望更上一层楼。2022~2023 年归母净利润较往年实现跨越式发展，其原因在于出海业务得到大力发展，2023 年达到 7.65 亿元，2016-2023 年 CAGR 高达 50.65%，利润表现优异，2024H1 归母净利润达到 4.18 亿元、YOY+38.49%。

图 5：公司营收及增速情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司归母净利润及增速情况

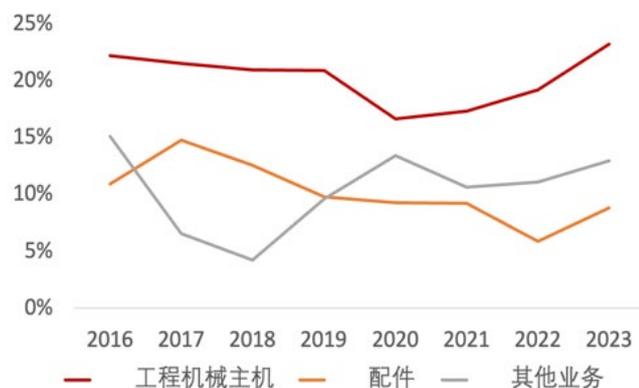


资料来源：wind，天风证券研究所

2023 年公司三大业务板块：**工程机械整机、机械配件、智慧施工方案毛利率回升**，分别达到 23%、9%、13%；其中工程机械整机仍然是公司利润最主要来源，智慧施工方案服务有望成为公司利润的另一大源泉。

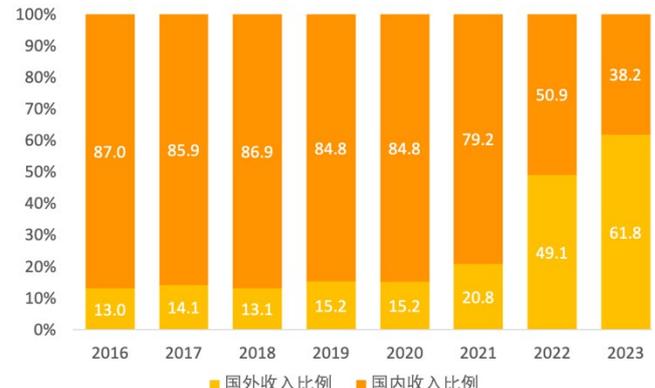
2021 年后**公司营收全球地区结构发生重大变化**，2021 年及以前，公司国内营收占国内外营收和的比例常年居于 80%以上，2021 年后营收地区结构大幅改变，到 2023 年国外营收已激增至国内外营收和的 61.8%，并仍有上升趋势。

图 7：公司毛利率情况(业务分类%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司分地区营收占比情况(%)



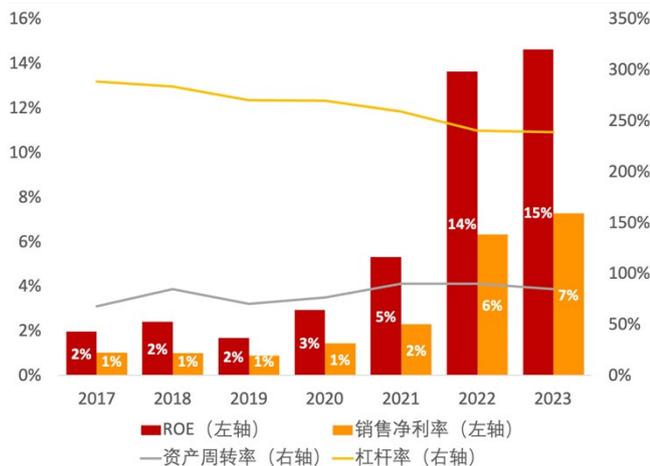
资料来源：wind，天风证券研究所

公司财务结构状态向好发展。2017-2023 年，公司杠杆率不断减小，近年稳定在 240%左右；资产周转率较为稳定，维持在 85%-90%区间内，2023 年下降 5.29 个百分点。ROE 和销售净利率在 2020 年及以后逐年上涨，在 2022 年前后有跨越式发展，于 2023 年末分别达到 14.62%和 7.26%。

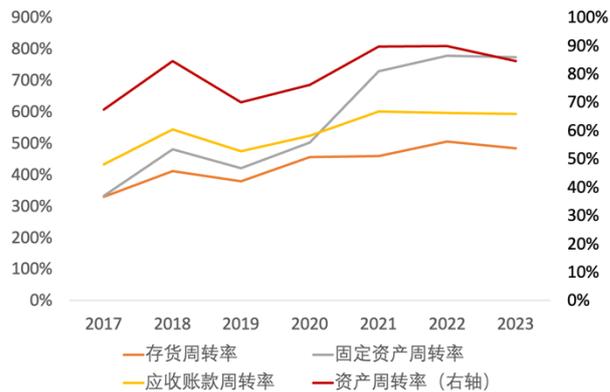
公司营运能力较强。2017-2023 年资产周转率、存货周转率、应收账款周转率和固定资产周转率均整体呈增长态势，其中 2023 年资产周转率达到 84.5%，处于合适水平，应收账款周转率达到 5.92，仍存在改善空间；存货周转率达到 4.83，固定资产周转率达到 7.72。

图 9：公司财务指标情况

图 10：公司各类资产周转率情况



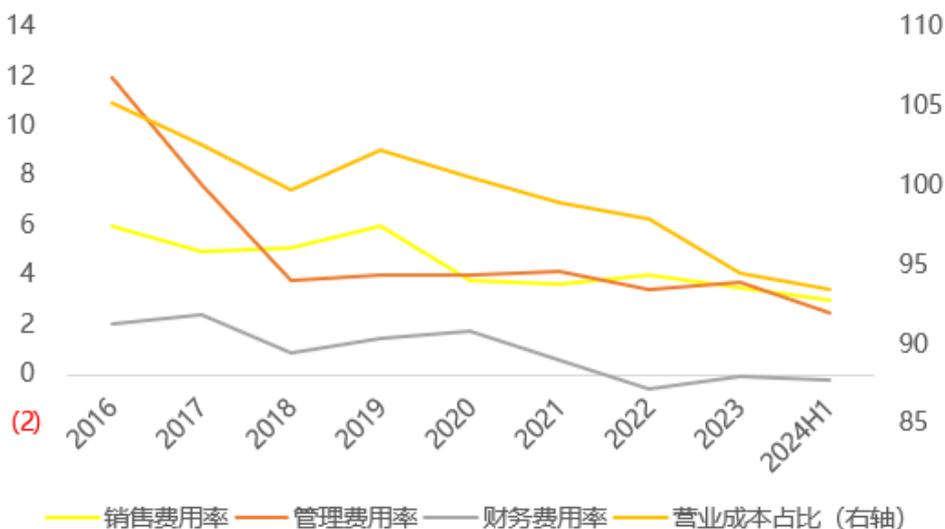
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司费用控制和盈利能力稳定向好。相较往年, 2023 年和 2024H1 公司营业成本占比有所下降, 稳定在 94%左右。同时在 8 年间费用控制表现较好, 管理费用、销售费用占比阶梯式下降, 2024H1 达到 2.46%和 3.00%, 财务费用率平稳下降。

图 11: 公司各项费用占比及增速情况(%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

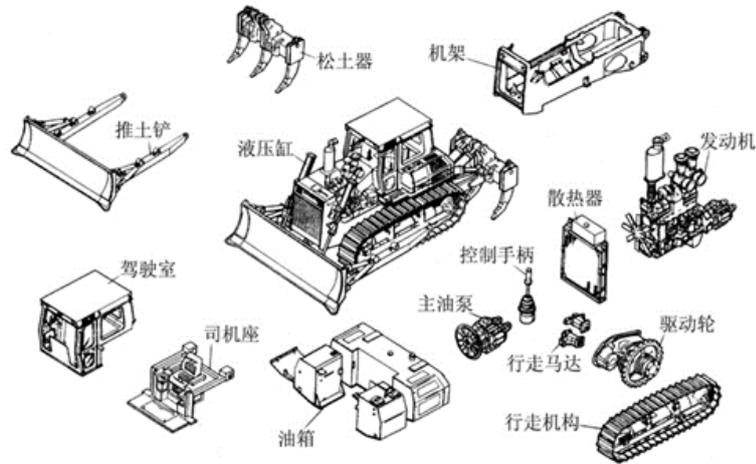
2. 推土机市场鳌头独占, 出口支撑强劲增长

2.1. 推土机结构复杂, 应用广泛

推土机是铲土运输机械中最常用的作业机械之一, 是由履带式拖拉机或轮胎式牵引车在前面安装推土装置及操纵机构的自行式施工机械, 主要用来开挖路堑、构筑路堤、回填、铲除障碍等, 也可完成短距离松散物料的铲运和堆积作业。推土机属于技术壁垒较强的产品, 生产制造呈现多品种、小批量、多零部件、复杂工艺制造等多种特点, 入行门槛较高。根据推土机马力大小的不同, 可以将其分为小型推土机 (<130HP)、中型推土机 (130HP<220HP)、大型推土机 (>220HP)。

根据推土机的行走方式可以分为履带式推土机和轮胎式推土机, 前者牵引力大, 接地比压小, 爬坡能力强, 适应恶劣工作环境, 作业性能优越, 是多用的机种; 后者行驶速度快, 机动性好, 作业循环时间短, 转移方便迅速, 不损坏地面, 特别适合城市建设和道路维修工程中使用。**山推股份主营的推土机主要是履带式推土机。**

图 12: 推土机结构示意图



资料来源: 中国建设职业教育网, 天风证券研究所

履带式推土机结构复杂, 基本结构可分为底盘、动力装置、电气系统、工作装置和机架。这些结构单独集合形成衍生零部件市场; 基本工作系统可分为发动机、传动系统、行走系统、工作装置和操作控制系统等几部分。

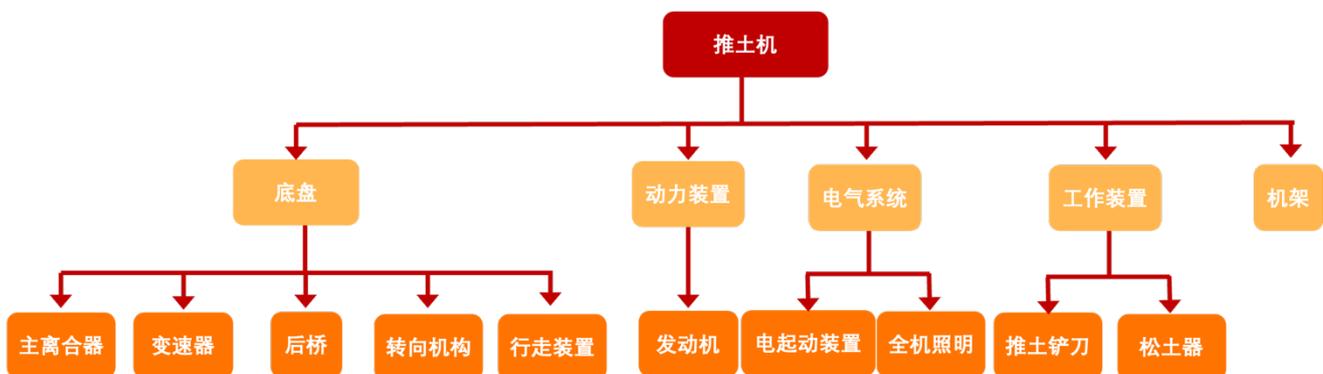
其中传动系统有四条技术路线, 分别为机械传动、液力机械传动、全液压传动和电传动。**机械传动**具有设计制造容易、工作可靠、传动效率高、维修方便等优点; 但操作费力, 传动装置对负荷的自适应性差, 容易引起发动机熄火, 从而降低作业效率, 目前只有小型推土机采用机械传动。

液力机械传动采用液力变矩器与动力换挡器组合的液力机械传动, 具有载荷自适应且可带载换挡, 减少换挡次数, 操纵轻巧灵活, 作业效率高优点; 但工作时易发热, 传动效率低, 结构复杂, 维修困难, 目前用于大、中型推土机。

全液压传动由液压泵和液压马达组成行驶驱动系统, 结构简单, 总体布置方便, 操作轻便, 可实现原地转向; 但其制造成本高, 且耐用度和可靠性差, 目前只在小、中等功率的推土机上采用全液压传动。

电传动由发动机带动发电机, 进而由电动机驱动其行走装置; 这种电传动结构紧凑, 总体布置方便, 也能实现原地转向, 可无级变速; 但由于质量大, 结构复杂和成本高, 目前只在中、小功率推土机上使用。

图 13: 推土机结构



资料来源: 中国建设职业教育网, 天风证券研究所

推土机应用广泛, 多用于采矿、道路、农林水利、港口等大规模建设运输场景的土方工程、

土地平整、山地开采、开山和回填等大规模运作工程。

表 2：推土机主要应用场景

主要应用场景	工况	主力推土机	现场照片	代表事件
采矿	煤场施工	SD17-G		某煤矿施工
道路修筑	铁路施工	SD32		某国外某铁路施工项目
农林水利	水利枢纽土方施工	DH17-C3		安徽淮河水利枢纽工程土方施工
环卫	垃圾场	SD22R		环卫先锋——浙江省 XXX 生活垃圾卫生填埋场作业
港口码头	散煤堆运	DH24-C2		某港口煤场施工
采石混凝土	开山排土	SD90-C5		“开山力士”山推 SD90-5 推土机强势登陆央视《我爱发明》
城市建设	公共设施建设			山推设备助力济宁高铁站建设
机场	平整回填	DH08-B2 XL		金边新机场土方平整、回填

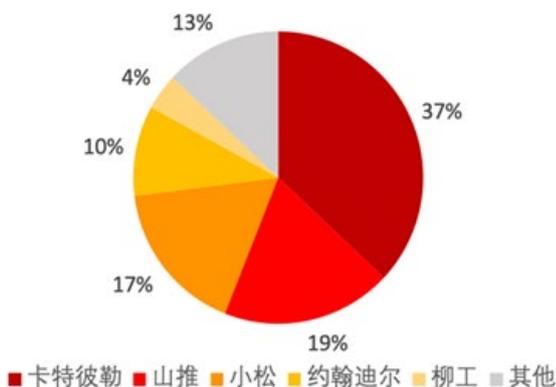
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.2. 推土机市场前景向好，公司稳居行业龙头

2.2.1. 全球市场寡头竞争，面向海外市场广阔

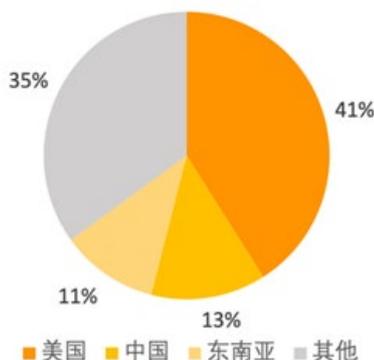
全球推土机核心厂商包括卡特彼勒、山推、小松、约翰迪尔等，前5大厂商占据了推土机市场份额的80%以上，其中山推股份占据19%左右市场份额，世界排名第二，是行业领军企业。据《推土机市场规模与前景分析报告2024》估计，2023年全球推土机市场总规模达到322.92亿元，预计推土机市场将以7.56%的复合年增长率增长，预估在2029年全球推土机市场总规模将会达到452.24亿元。2022年需求端市场总容量约为2.8万台，主要集中于美国、中国、东南亚等地区，其2024年分别贡献41%、13%和11%的市场规模，亚洲是所有地区中需求增长率最高的地区，**对于国内厂商而言，海外市场规模更大，是未来发展方向。**

图 14：全球推土机市场 2023 年竞争格局



资料来源：互动易，天风证券研究所

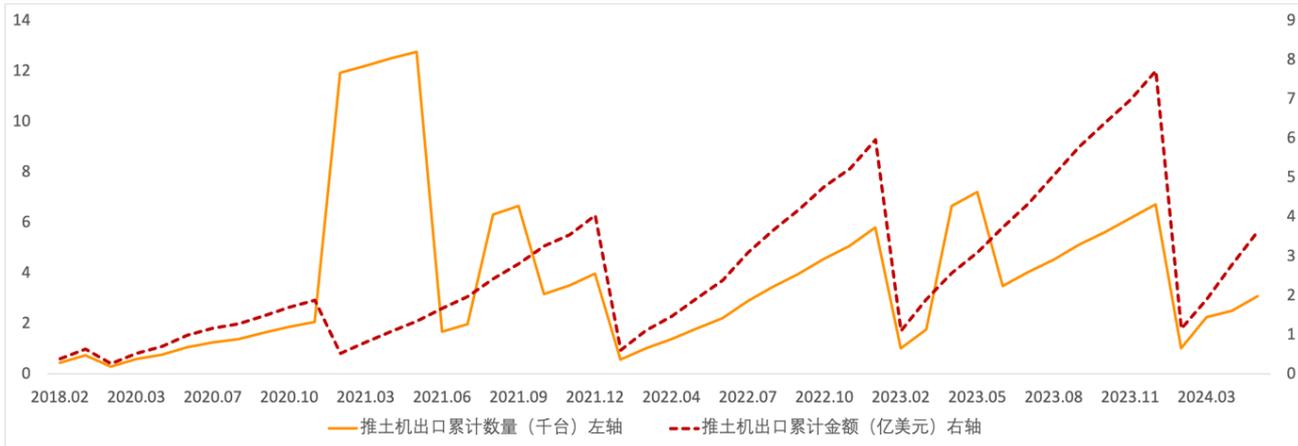
图 15：2024 年全球推土机市场区域需求规模



资料来源：中国报告大厅，天风证券研究所

自 2018 年以来，**推土机出口市场规模不断扩大，并逐年稳步增长**，出口额在 2023 年达到 7.72 亿美元，并达到 29.4% 的年增长率。同时推土机出口销量长期来看也呈现出稳步增长的趋势。

图 16：推土机出口情况



资料来源：ifind，天风证券研究所

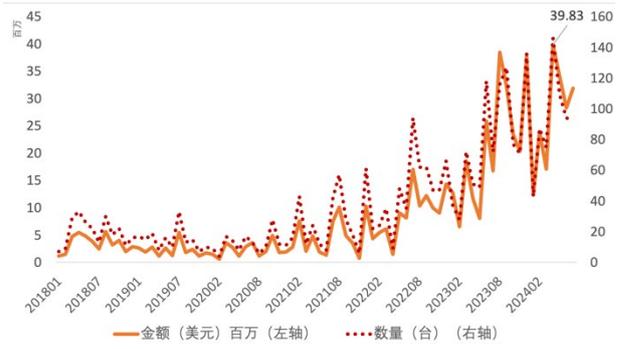
其中履带式推土机、大马力推土机出口市场向好发展，在 2021 年后出口迅速增长，至今景气维持，在 2024 年 4 月履带式推土机和大马力推土机出口双双创新高，履带式推土机出口额达到 8811 万美元，大马力推土机出口额达到 3983 万美元。

图 17：履带式推土机出口额

图 18：大马力推土机出口情况



资料来源: ifind, 天风证券研究所



资料来源: ifind, 天风证券研究所

2.2.2. 国内市场稳步回升, 公司断层行业龙头

国内推土机市场受经济周期影响, 呈现波动态势, 由于近年经济增长放缓预期, 推土机市场规模增长面临较大压力, 2019-2022 年维持较低增速增长, 截止到 2022 年, 国内推土机市场容量达到 7241 台, 2023 年中国国内推土机市场规模达到 118.06 亿元。

图 19: 国内推土机市场规模



资料来源: ifind, 天风证券研究所

国内竞争格局显示出一超多强的局面, 山推股份以 66.53% 的市场份额, 以绝对优势断层稳居市场鳌头; 并且市场前 6 大厂商占据 96.5% 的市场份额, 呈现出较为稳定的市场竞争格局。

图 20: 国内推土机市场 2024 年竞争格局



资料来源: 中国报告大厅, 天风证券研究所

3. 扩大出口优势+整合内外核心资源，创造新兴增长点

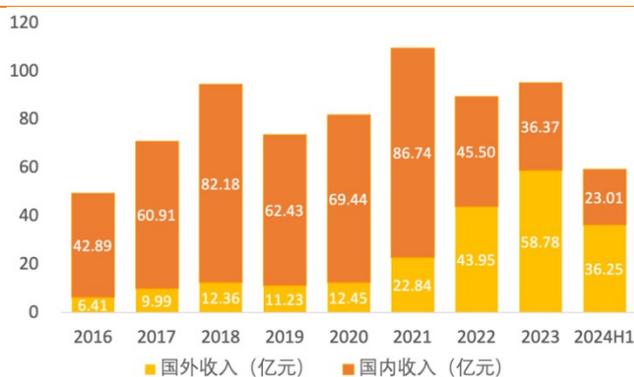
3.1. 内销-出口结构改变，公司及时抢占出口市场

在 2020 年疫情情况下公司毛利率明显下滑后，公司及时调整内销-出口结构，明确市场销售导向，因势利导，重点紧盯东南亚、泛俄、中东等“家门口”市场、大项目和优质代理商，运用“一商一策”全力支持，大力拓展销售渠道，业务增长实现突破，使公司在 2021 年后迅速获得国外超额利润，国外销售毛利率 2023 年甚至达到 24.05%，2024 年上半年达到 22.06%，成功让公司归母净利润和总营收达到新高度，2023 年分别达到 7.65 亿和 105.41 亿。

公司实行海外代理服务分级管理，发展海外服务站，全面调研全球代理服务水平，制定一国一策服务方案，进一步提高海外服务质量。截至 2023 年建成全球服务网点 1100 家，国内 700 家、国外 400 家；建设全球培训中心，为服务网点培育专业服务人才。

2023 年全年海外出口收入实现 58.78 亿元，YOY+33.74%，出口收入占比达 55.77%；2024H1 实现国外收入 36.25 亿元，占比达到 55.69%，实现出口比例增长，实现了挖掘机、装载机出口新突破，有效弥补了国内市场增长放缓带来的影响。

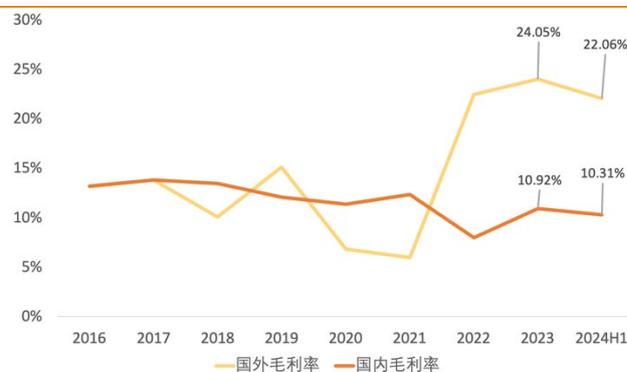
图 21：公司业务收入地区结构



资料来源：wind，天风证券研究所

注：2022 年及此后数据已剔除内部抵消部分

图 22：公司业务国内外毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

为加快拓展全球市场业务，公司建立完善全球服务。公司在全球建立了 80 家办事机构，1100 个服务网点，163 个专营店及产品经销商，2700 余名服务工程师，1300 余辆服务车辆，能最大限度为全球客户提供完整、专业的售前售后服务；同时公司推出智慧服务 app——山推 e 路行，该 APP 通过提供一键报修、一键保养、设备定位、设备工况、智能预警、智能派工、信息交流、意见反馈等功能，为客户和山推之间建立便捷沟通和服务的桥梁，提高客户满意度，同时承诺 15 分钟响应，2 小时到达，24 小时解决问题，覆盖设备生命全周期维护。

图 23：山推 e 路行



资料来源：公司官网，天风证券研究所

其中**全球销售服务模式成熟、高效**。公司采取的销售模式主要为“代理+直销”。以市场为基点，以客户为中心，推出更为贴近市场和激发代理商积极性的区域化、个性化、阶段性的销售政策。同时紧盯市场变化，适时推出灵活性的销售政策，提升产品市场竞争力。在公司代理经销制的基础上，公司与银行和融资租赁公司进一步开展了保兑仓、按揭、融资租赁及金融信贷授信。

表 3：公司销售模式

名称	2023 年销售金额	具体说明
保兑仓业务	43,521.29 万元	保兑仓方式主要为合作银行对公司授予一定的综合授信额度，专项用于公司的代理商开立银行承兑汇票，公司代理商利用上述协议项下的银行承兑汇票购买公司的各类工程机械，在银行承兑汇票到期后代理商无法交存足额票款时，其仍未销售的库存工程机械，由公司按照协议规定承担相应的回购责任，并及时将购买款项划入指定账户用于偿还承兑汇票款项。
按揭业务	1,988.40 万元	按揭贷款方式是指公司与合作银行签订《金融服务合作协议》，并由公司的代理商与合作银行签订相关从属协议。在前述合同项下，合作银行与代理商推荐的终端客户签订按揭合同专项用于购买公司各类工程机械；当终端客户在贷款期限内连续三期未能按时、足额归还银行贷款本息或贷款最后到期仍未能足额归还本息时或放款 90 天内未将抵押资料手续办理完毕并送达银行的，由代理商承担回购义务，如回购义务发生，且代理商未能承担回购义务，公司承担回购义务。
融资租赁业务	23,217.78 万元	融资租赁方式是指公司与租赁公司签订《业务合作协议》，租赁公司与代理商推荐的终端客户签订融资租赁合同专项用于购买公司各类工程机械；当终端客户在贷款期限内发生 3 次或 3 次以上迟延支付租金的，代理商承担回购义务；如回购义务发生，且代理商未能承担回购义务，公司承担回购义务。
金融信贷授信业务	6,195.13 万元	公司与合作银行签订《数据网贷合作协议》，合作银行对公司授予一定的综合授信额度，专项用于金融信贷授信业务，该授信额度仅用于经销商支付采购公司所用设备货款，中国农业银行向经销商发放贷款后，贷款资金即时通过借款经销商账户受托支付至公司收款账户。公司承担回购义务。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 集团优质资源有效整合，形成完整高效生产体系

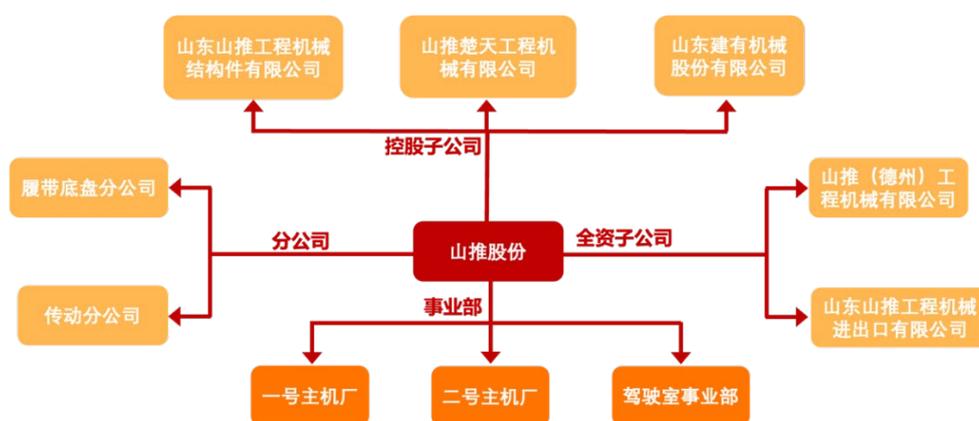
3.2.1. 事业部+子公司分工发力推土机事业，退资+并购拓展挖、装产品

公司现有 4 家控股子公司、4 家全资子公司、2 家分公司和 3 个事业部。并且拥有**国家级技术中心和博士后科研工作站、国家级企业技术中心、国家级工业设计中心、多项省级技术平台、智能控制实验室、传动实验室、综合产品验证中心**等一系列专业重点研发中心和专业实验室；在北美、德国和日本与山东重工集团共享创新研发中心，形成了推土机、压路机、平地机、摊铺机、铣刨机、装载机六大系列主机产品及工程机械零部件全面发展的产品链。

我们认为，公司通过对不同部分的专业化分工进而形成了一套完善的生产体系，将工程机械上游的传动设备、履带底盘、驾驶室、零部件等行业完全整合进公司体系，便于减少合作成本，能够发挥出规模经济优势；同时通过公司和子公司对不同行业生态位的占领，公司已在混凝土搅拌、混凝土运输、挖掘机、平地机等横向细分领域发力。同时由于进出口子公司的存在，为公司进一步拓展海外业务提供较大的便利性。

公司不断提升产品研发和创新能力，推出纯电推土机 DE26、纯电装载机 LE60、纯电挖掘机 EE225 等新能源产品完善产品谱系，整体技术达到国际先进水平，其中纯电推土机为国际领先水平。SD60、SD90 等系列超大马力机型填补技术空白。

图 24：公司结构（部分）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 4：公司结构功能（部分）

	分支	主营	现场图
事业部	一号主机厂	推土机及其衍生品	
	二号主机厂		
		推土机、压路机、平地机、装载机驾驶室	

分公司	履带底盘	
	传动装置	
全资子公司	山推(德州)工程机械有限公司	装载机、推土机
	山东山推工程机械进出口有限公司	产品及工程机械零部件出口业务和国外零部件进口业务
	山东山推工程机械结构件有限公司	
控股子公司		商业混凝土成套设备
	山推建友机械股份有限公司	混凝土搅拌和输送机械
		
		
		

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司于 2021 年 11 月通过非同比例减资方式以 75,040.58 万元的减资对价退出持有的小松山推 30% 的股权，并在 2022 年 1 月份减资退出小松时已解除与其的竞业限制，挖掘机业务将成为公司重点发展方向。2018 年 2 月，山东重工集团基于战略业务发展，对挖掘机业务和品牌进行整合，山重建机挖掘机全面切换成山推品牌，2024 年山推启动并购山重建机有限公司，并不断推进该项事宜。

图 25：山重建机产品



资料来源：山重建机官网，天风证券研究所

2022 年，山推工程机械股份有限公司全资控股德工机械，更名为山推（德州）工程机械有限公司，在后续不断发展为集研发、生产工艺、加工制造、涂装、装配于一体的现代化大型工厂。山推充分利用山东重工集团和山推股份公司研发、管理、市场、产业链等雄厚的资源优势，加大对该子公司软硬件投入，不断发展以成为以装载机、平地机等产品为主的山推轮式工程机械产品制造基地。

现今公司装载机产品份额处于行业第二梯队，依托集团黄金内核产业链优势，完善产品系列，大吨位、电装、静液压产品销量同比大幅增长，促进了市场份额的不断提升，在整个行业下滑的背景下，逆市上涨，装载机市场占有率实现较大幅上升，进一步缩小与第一梯队的差距。公司装载机在山东重工集团的整合优势下不断提升产品性能，产品更加完善、优势凸显，市场份额逐年提升进一步提升了公司产品在市场中的竞争力。

图 26：公司部分装载机产品

新型款

单位：美制 / 公制

<p>纯电装载机 LE68K-X3</p>  <p>工作质量/额定载重: 22300kg</p> <p>斗容: 3.5-5.5m³</p> <p>行走电机功率: 120kW/240kW</p>	<p>纯电装载机 LE58K-X3</p>  <p>工作质量/额定载重: 18500kg</p> <p>斗容: 3-5m³</p> <p>行走电机功率: 100KW/200KW</p>	<p>纯电装载机 LE39-X3</p>  <p>工作质量/额定载重: 11500kg</p> <p>斗容: 1.7-2.5m³</p> <p>行走电机功率: 52kW/104kW(峰值功率)</p>	<p>装载机 L76-G</p>  <p>工作质量/额定载重: 24800Kg/7000Kg</p> <p>斗容: 5m³ (4-7) m³</p> <p>功率/转速: 199kW/2200rpm</p>
---	---	--	---

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司多种工程机械参与众多国内外项目建设。2023 年公司推土机、压路机、装载机、混凝土机械、搅拌站等多种设备参与了西香高速公路项目、津潍高铁项目、利咸高速公路项目、深汕高铁项目、西海岸瓦韩路西延工程项目、中材国际尼日利亚矿山项目、中国土木坦桑尼亚公路项目、中国交建马来西亚东海岸铁路项目、重庆博赛圭亚那矿山项目、中铁十八局几内亚矿山项目等国内外重大工程建设。

3.2.2. 集团+公司协同作战，创造产业链优势

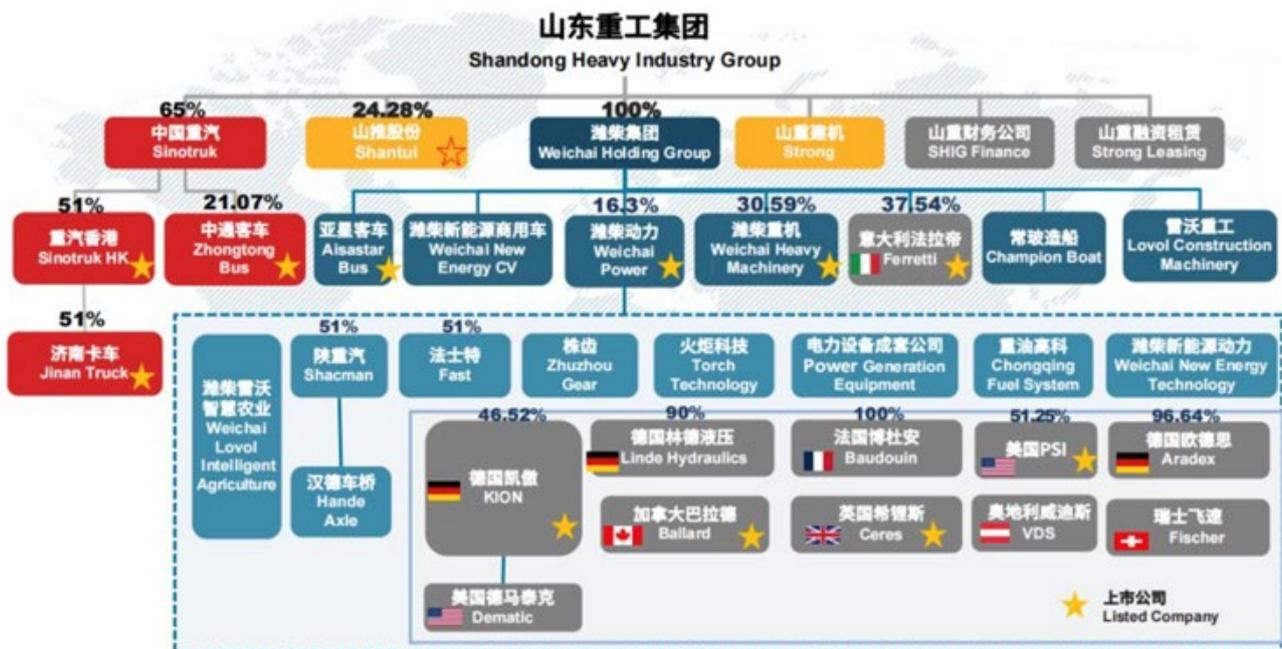
公司是山东重工集团旗下子公司，公司在集团强大的资本、技术、人才支持及渠道协同支持下利用集团黄金产业链竞争优势实现动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，**可以便于公司得到生产所可靠需零部件**，2023 年公司前两名供货商分别为临沂山重挖掘机有限公司和潍柴动力股份有限公司，供货额占比高达 25.52%。其中潍柴动力及其合资公司对公司助力较大，潍柴动力为山推推土机、装载机等提供性能优良的发动机装置。

图 27：潍柴动力部分推土机发动机产品



资料来源：潍柴动力官网，天风证券研究所

图 28：山东重工集团结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 29：山东重工集团主营业务

集团主营业务 Major Business Segments

山东重工集团
Shandong Heavy Industry Group



动力系统：18-10000kW全系列全领域
Powertrain System: 18-10000kW, all application



商用车：重卡+轻卡+皮卡+客车+矿卡
Commercial Vehicle: Heavy truck+Light truck+ Pickup +Bus+Mining Truck



农业装备：CVT拖拉机+收获机械+农机具
Agricultural Equipment: CVT tractor + Harvester+ Farm implements



工程机械：推、挖、装、道、运一体化
Construction Machinery: Bulldozer, excavator, loader, paving machine



智慧物流：工业叉车+智能化仓储物流
Intelligent Logistics: Forklift+ Intralogistics



海洋交通装备：豪华游艇+公务艇
Marine Mobility: Luxury yacht + Official business boats

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 134.2、159.4、184.3 亿元，yoy 分别为+27.4%、+18.7%、+15.6%；归母净利润分别为 9.5、11.5、13.7 亿元，yoy 分别为+24.6%、+20.4%、+19.2%；目前对应公司 2024 年 PE 为 13.2x、具备估值优势，我们给予公司可比公司平均估值，对应市值、目标价分别为 171.72 亿元、11.45 元，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 5：公司未来 3 年盈利预测 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	64.0	71.0	91.6	100.0	105.4	134.2	159.4	184.3
工程机械主机	34.2	39.0	56.6	62.2	67.7	94.1	116.7	138.8
配件	22.5	24.2	24.3	27.3	27.5	28.9	30.3	31.8
其他业务	7.4	7.9	10.8	10.5	10.3	11.3	12.4	13.7
营收 YOY	-20.0%	10.9%	29.1%	9.2%	5.4%	27.4%	18.7%	15.6%
工程机械主机	-21.1%	14.1%	45.1%	9.6%	8.8%	39%	24%	19%
配件	-13.2%	7.4%	0.6%	13.9%	0.9%	5%	5%	5%
其他业务	-31.8%	6.4%	37.0%	-2.2%	-2.5%	10%	10%	10%
毛利率(%)	15.7%	13.7%	14.4%	14.7%	18.4%	17.0%	17.3%	17.5%
工程机械主机	20.9%	16.6%	17.3%	19.2%	23.2%	20%	20%	20%
配件	9.8%	9.2%	9.2%	5.8%	8.8%	10%	10%	10%
其他业务	9.6%	13.4%	10.6%	11.0%	13.0%	10%	10%	10%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：可比公司估值 (单位：亿元)

证券代码	证券简称	总市值	归母净利润			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	1,600.08	61.51	79.23	100.17	26.02	20.19	15.97
000425.SZ	徐工机械	918.12	65.18	82.02	104.12	14.09	11.19	8.82
000157.SZ	中联重科	657.79	43.70	55.80	68.49	15.05	11.79	9.60

000528.SZ	柳工	247.37	14.65	19.45	25.35	16.89	12.72	9.76
	均值	855.84	46.26	59.12	74.53	18.01	13.97	11.04
000680.SZ	山推股份	125.88	9.53	11.48	13.69	13.20	10.96	9.20

资料来源：wind（可比公司盈利预测为 wind 一致预期），天风证券研究所（注：表中数据对应时间为 2024/09/30）

5. 风险提示

（1）宏观政策调整及国际局势不稳定风险：公司所属的工程机械行业与宏观经济周期密切相关，基建项目、财政政策、货币政策等将会直接影响工程机械行业市场需求量。国际市场方面，区域政治形势紧张、地区经济受到制裁、贸易保护主义、政府政策引导影响国际市场需求、市场价格变化。

（2）汇率风险：随着公司国际业务的不断发展，国际化进程的进一步深入，海外销售体系日益完善，受国际收支及外汇储备、政治局势及人民币汇率走势不确定性的影响，导致结算或收汇金额与合同金额存在差异产生损失的可能性。

（3）原材料价格波动的风险：公司以钢材为主的原材料可能受到多种因素的影响，价格存在波动风险，对公司成本控制带来较大压力。

（4）公司国际化进展不及预期风险：当前公司依靠出海拓展抢占市场份额，全球化受阻或不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

（5）近半年内出现交易异动、请注意投资风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,657.36	3,287.74	3,716.75	4,956.61	5,902.76
应收票据及应收账款	2,917.38	3,397.21	4,060.75	4,793.44	5,445.85
预付账款	288.37	366.01	500.51	597.60	669.02
存货	1,390.92	2,170.27	2,471.80	3,018.72	3,314.35
其他	1,103.09	949.57	1,069.62	1,058.71	1,141.24
流动资产合计	8,357.11	10,170.81	11,819.42	14,425.08	16,473.22
长期股权投资	485.08	513.26	513.26	513.26	513.26
固定资产	1,412.82	1,319.13	1,144.28	969.42	794.57
在建工程	244.20	221.24	221.24	221.24	221.24
无形资产	597.70	411.59	394.86	378.13	361.40
其他	418.91	769.75	769.37	769.56	769.47
非流动资产合计	3,158.71	3,234.97	3,043.01	2,851.61	2,659.93
资产总计	11,523.16	13,426.80	14,862.43	17,276.69	19,133.15
短期借款	710.49	618.47	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	4,495.50	5,678.00	6,700.84	7,940.54	8,947.65
其他	629.10	520.74	870.85	1,244.23	1,123.33
流动负债合计	5,835.09	6,817.21	8,071.69	9,684.77	10,570.98
长期借款	0.00	50.04	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	282.59	250.67	266.63	258.65	262.64
非流动负债合计	282.59	300.70	266.63	258.65	262.64
负债合计	6,343.77	7,563.99	8,338.32	9,943.42	10,833.62
少数股东权益	287.51	291.81	295.86	300.49	305.55
股本	1,501.25	1,500.86	1,500.33	1,500.33	1,500.33
资本公积	1,538.95	1,547.56	1,548.90	1,548.90	1,548.90
留存收益	1,934.43	2,585.83	3,253.24	4,056.96	5,015.05
其他	(82.74)	(63.25)	(74.23)	(73.41)	(70.29)
股东权益合计	5,179.39	5,862.81	6,524.11	7,333.27	8,299.54
负债和股东权益总计	11,523.16	13,426.80	14,862.43	17,276.69	19,133.15

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	636.28	768.49	953.44	1,148.16	1,368.71
折旧摊销	184.42	201.58	191.59	191.59	191.59
财务费用	24.88	43.98	(34.12)	(51.91)	(70.44)
投资损失	(340.84)	(47.87)	(142.64)	(152.43)	(170.11)
营运资金变动	291.98	(786.43)	(273.96)	248.40	(216.35)
其它	(416.55)	169.70	5.79	6.61	7.23
经营活动现金流	380.17	349.45	700.10	1,390.42	1,110.62
资本支出	419.28	(41.08)	(15.96)	7.98	(3.99)
长期投资	29.39	28.19	0.00	0.00	0.00
其他	(596.64)	141.33	152.22	147.64	172.51
投资活动现金流	(147.97)	128.44	136.26	155.62	168.52
债权融资	61.25	(87.11)	(109.42)	39.43	76.68
股权融资	(249.04)	(197.35)	(297.93)	(345.61)	(409.67)
其他	(417.74)	(197.77)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(605.53)	(482.23)	(407.35)	(306.19)	(332.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(373.32)	(4.33)	429.01	1,239.85	946.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,997.83	10,540.86	13,424.32	15,937.54	18,430.73
营业成本	8,529.04	8,596.83	11,140.96	13,177.25	15,199.37
营业税金及附加	58.54	58.79	74.04	86.14	102.99
销售费用	399.04	365.38	402.73	478.13	552.92
管理费用	339.17	389.92	335.61	398.44	460.77
研发费用	398.41	457.78	443.00	557.81	645.08
财务费用	(58.98)	(4.80)	(34.12)	(51.91)	(70.44)
资产/信用减值损失	(126.74)	(93.05)	(84.38)	(93.36)	(99.38)
公允价值变动收益	(0.07)	1.51	0.00	0.00	0.00
投资净收益	339.99	45.39	142.64	152.43	170.11
其他	(579.75)	(77.27)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	699.17	800.38	1,120.36	1,350.75	1,610.77
营业外收入	9.55	8.38	8.96	8.67	8.82
营业外支出	0.72	0.91	0.81	0.86	0.84
利润总额	708.00	807.85	1,128.51	1,358.55	1,618.75
所得税	71.73	39.35	169.28	203.78	242.81
净利润	636.28	768.49	959.23	1,154.77	1,375.94
少数股东损益	4.54	3.08	5.79	6.61	7.23
归属于母公司净利润	631.74	765.42	953.44	1,148.16	1,368.71
每股收益 (元)	0.42	0.51	0.64	0.77	0.91

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	9.15%	5.43%	27.36%	18.72%	15.64%
营业利润	227.31%	14.48%	39.98%	20.56%	19.25%
归属于母公司净利润	201.58%	21.16%	24.56%	20.42%	19.21%
获利能力					
毛利率	14.69%	18.44%	17.01%	17.32%	17.53%
净利率	6.32%	7.26%	7.10%	7.20%	7.43%
ROE	12.91%	13.74%	15.31%	16.33%	17.12%
ROIC	23.69%	30.09%	41.44%	47.78%	69.99%
偿债能力					
资产负债率	55.05%	56.34%	56.10%	57.55%	56.62%
净负债率	-34.69%	-42.97%	-47.39%	-59.24%	-63.66%
流动比率	1.38	1.40	1.46	1.49	1.56
速动比率	1.15	1.10	1.16	1.18	1.24
营运能力					
应收账款周转率	4.22	3.34	3.60	3.60	3.60
存货周转率	5.92	5.92	5.78	5.81	5.82
总资产周转率	0.90	0.84	0.95	0.99	1.01
每股指标 (元)					
每股收益	0.42	0.51	0.64	0.77	0.91
每股经营现金流	0.25	0.23	0.47	0.93	0.74
每股净资产	3.26	3.71	4.15	4.69	5.33
估值比率					
市盈率	19.93	16.45	13.20	10.96	9.20
市净率	2.57	2.26	2.02	1.79	1.57
EV/EBITDA	3.01	2.82	6.13	4.53	3.43
EV/EBIT	3.52	3.28	7.09	5.13	3.81

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com