

山推股份 (000680)

大马力推土机龙头，向全品类&国际化迈进

买入 (首次)

2024年11月28日

证券分析师 周尔双

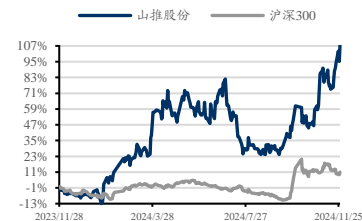
执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	9998	10541	13642	15897	17981
同比 (%)	9.02	5.43	29.42	16.53	13.10
归母净利润 (百万元)	631.74	765.42	1,059.77	1,386.49	1,537.06
同比 (%)	288.55	21.16	38.46	30.83	10.86
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.51	0.71	0.92	1.02
P/E (现价&最新摊薄)	25.63	21.15	15.28	11.68	10.53

股价走势



投资要点

■ 国内推土机龙头，向全品类、国际化迈进，释放利润弹性

山推股份前身成立于1952年，引进小松推土机技术填补国内空白，背靠山东重工集团，依托集团的供应链和平台优势成为推土机龙头，国内市占率60%+、全球市占率20%，在大马力推土机领域国内技术第一、全球领先。2020年以来公司响应国家号召深化改革，推行多品类、国际化战略，从单一品类公司逐渐拓展为推土机、挖掘机、装载机、压路机等多品类工程机械供应商，从扎根国内到放眼海外，业绩实现快速增长：(1)收入端：2020-2023年公司营收CAGR为14%，其中出口收入同期CAGR为68%，贡献主要收入增量；(2)利润端：得益于高毛利的海外收入占比提升，2020-2023年公司归母净利润CAGR高达97%，销售毛利率从13.7%提升至18.4%，销售净利率从1.5%提升至7.3%，盈利能力大幅提升。公司当前海外布局处于起步阶段，我们认为未来公司在新兴市场以及在欧美等高端市场市占率仍有较大提升空间，以及公司在新品类的开拓较为顺利，随着结构优化、持续降本控费，公司利润弹性仍有望继续释放。

■ 出海显著提升盈利能力，短期看新兴市场采矿，长期看高端市场突破

推土机是全球工程机械领域最有代表性的产品，但由于下游应用较为单一，推土机市场空间相对较小。根据测算，2022年国内推土机市场约20亿元，全球推土机市场约225亿元，海外市场空间更大且盈利更强，国内外收入结构改善有望带动公司盈利能力显著提升。我们认为公司海外成长逻辑清晰，成长空间大：(1)短期来看，中资企业对外矿业投资持续提升，带动国内品牌出口销量、马力数一同上涨，量价齐升，市场规模和盈利能力随之提升；(2)长期来看，随着国产大马力推土机于实际工况内不断验证迭代，我们看好产品力提升带来的高端市场替代空间。公司背靠山重集团，产品和渠道竞争优势突出，海外收入及利润有望持续增长。

■ 平台化延伸挖掘机、装载机等品类，第二成长曲线有望快速崛起

为进一步拓展市场空间，公司平台化延伸挖掘机、装载机等业务，第二成长曲线有望快速崛起：(1)挖掘机：2022年公司与小松解除竞业限制、2024年筹划山重建机资产注入，2024Q1-Q3山重建机挖掘机国内市占率4%，公司有望借助推土机渠道快速扩张国内外市场；(2)装载机：2020年开始布局，目前已经覆盖3-8吨主流型号，并大力拓展电动装载机市场，2024H1公司电动装载机市占率达到12%，随着电动化渗透率提升，毛利率有望进一步提升；(3)配件：公司具有完善的挖掘机、装载机等产品的配件系统，配件是公司重要收入来源，收入占比稳定在30%左右，随着公司主机业务扩张，后市场配件业务有望大规模放量，盈利能力有望随之提升。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2024-2026年归母净利润分别为10.6/13.9/15.4亿元，同比分别+38.5%/+30.8%/10.9%，当前市值对应PE分别为15/12/11倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**海外竞争加剧，政策推进不及预期，国内需求不及预期，海外需求不及预期

市场数据

收盘价(元)	10.79
一年最低/最高价	4.44/10.83
市净率(倍)	2.68
流通A股市值(百万元)	14,113.28
总市值(百万元)	16,188.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.02
资产负债率(% LF)	59.84
总股本(百万股)	1,500.33
流通A股(百万股)	1,308.00

相关研究

内容目录

1. 山推股份：国内推土机龙头，拓展海外开拓广阔市场	5
1.1. 国内推土机龙头，深耕市场面向高端	5
1.2. 盈利能力大幅提升，海外营收增速亮眼	7
1.3. 公司高管技术背景深厚，高研发投入带动技术创新	9
2. 海外量价齐升&内需筑底回升，推土机行业β持续向上	11
2.1. 工程机械代表性产品，广泛应用于基建&矿山	11
2.2. 全球推土机市场为国内6倍以上，出海为国内主机厂必经之路	12
2.2.1. 国内：竞争格局稳定，行业整体处于筑底阶段	13
2.2.2. 全球：市场规模广阔，出口实现量价齐升	14
2.3. 出口已成为推土机行业增长的中坚力量	16
2.3.1. 短期：中国对外采矿业投资带动推土机需求上升	17
2.3.2. 长期：国产品牌产品力持续提升，高端市场替代未来可期	19
3. 成长性分析：大马力释放利润弹性，挖机装机打开成长空间	21
3.1. 产品力+渠道力双管齐下带动大马力推土机量利齐升	21
3.1.1. 产品力：背靠潍柴+林德液压，发动机+液压系统双龙头保障产品竞争力	21
3.1.2. 渠道优势：山东重工集团布局横跨亚非欧，全球化战略凸显	22
3.1.3. 大马力推土机持续扩产释放利润空间	23
3.2. 产品矩阵不断完善，平台化拓展推土机外工程机械产品	24
3.2.1. 挖掘机：即将注入山重建机资产，助力挖机业务快速成长	24
3.2.2. 装载机：及早布局电动化装载机，受益电装产业上行之东风	25
3.2.3. 配件板块：盈利性仍有发展空间，后市场建设有望拉动配件盈利能力上行	25
4. 盈利预测与投资评级	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 投资建议	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1:	公司以大马力推土机为核心, 向全品类、国际化迈进	5
图 2:	公司主机与零件销售协同作用优异 (收入占比为 2024H1 数据)	6
图 3:	公司股权结构 (截至 2024/9/30)	6
图 4:	2020-2023 年公司营收 CAGR 为 14%	7
图 5:	工程机械主机收入占比持续提升	7
图 6:	2020-2023 年公司海外营收 CAGR 为 68%	8
图 7:	2024H1 公司海外分地区收入占比	8
图 8:	2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 97%	8
图 9:	2023 年公司销售毛利率/净利率分别为 18.4%/7.3%	8
图 10:	2023 年公司国内/海外毛利率分别为 10.9%/24.1%	9
图 11:	公司费控能力优异, 期间费用率持续下行	9
图 12:	2017-2023 年公司研发支出占比持续提升	9
图 13:	2017 年以来公司研发人员数量占比持续提升	9
图 14:	推土机主要结构及使用场景	11
图 15:	各马力段推土机经典型号及其相关应用场景	12
图 16:	2009-2022 年中国主要企业推土机分马力段销量 (台, 包含出口)	13
图 17:	国内主要企业推土机销量逐年降低 (台)	13
图 18:	国内推土机市场空间测算	13
图 19:	国内推土机行业骨干企业	14
图 20:	2024H1 国内推土机行业竞争格局 (销量口径)	14
图 21:	2022-2023 年全球推土机销量 (台)	14
图 22:	全球推土机市场销售额 (亿元)	14
图 23:	2022 年全球推土机分地区份额 (销量口径)	15
图 24:	2022 年全球推土机竞争格局情况 (销量口径)	15
图 25:	近年来中国出口推土机数量呈上升趋势	15
图 26:	2017 年至今中国推土机出口金额情况 (万美元)	15
图 27:	中国主要企业推土机国内销量和出口销量情况 (台)	16
图 28:	中国推土机出口均价持续上升	16
图 29:	出口结构中大中马力推土机占比持续提升 (台)	16
图 30:	中国企业对外采矿业投资情况 (颜色深浅代表投资力度)	17
图 31:	全球前三十矿业公司资本开支情况 (十亿美元)	18
图 32:	中国采矿业对外投资情况	18
图 33:	矿业企业工程机械需求向国内主机厂转移	18
图 34:	不同地区对机械种类的要求不同	19
图 35:	山推股份 950 马力推土机产品力对标全球龙头	20
图 36:	推土机与装载机在重量和发动机功率上的对比	21
图 37:	推土机与挖掘机在传动模式上的对比	21
图 38:	2024Q1 潍柴在国内重卡发动机板块市占率	22
图 39:	林德在工程机械高性能液压件板块颇具优势	22
图 40:	山重集团持续深入国际化布局	23
图 41:	山推海外服务网点主要覆盖亚非拉美地区	23
图 42:	公司大马力推土机利润弹性测算	23

图 43: 山重建机挖机资产注入后利润增量预测..... 24

图 44: 山重建机在挖掘机板块产品布局较全..... 24

图 45: 山重建机 2024Q1-Q3 归母净利润 0.75 亿元 25

图 46: 2024Q1~Q3 山重建机挖掘机市占率达 4% 25

图 47: 2023 年山推电装销量位列全国前五 (台) 25

图 48: 2023 年山推电装国内市占率达 12% 25

图 49: 公司配件收入占总收入比重稳定在 30%左右 26

图 50: 公司配件板块仍有较大毛利率提升空间..... 26

图 51: 山推股份营业收入拆分 (剔除内部交易后) 27

图 52: 可比公司估值表 (截至 2024 年 11 月 27 日收盘价) 27

表 1: 2021-2023 年公司研发聚焦于大功率、多品类、电动化、智能化, 致力于突破高端市场 10

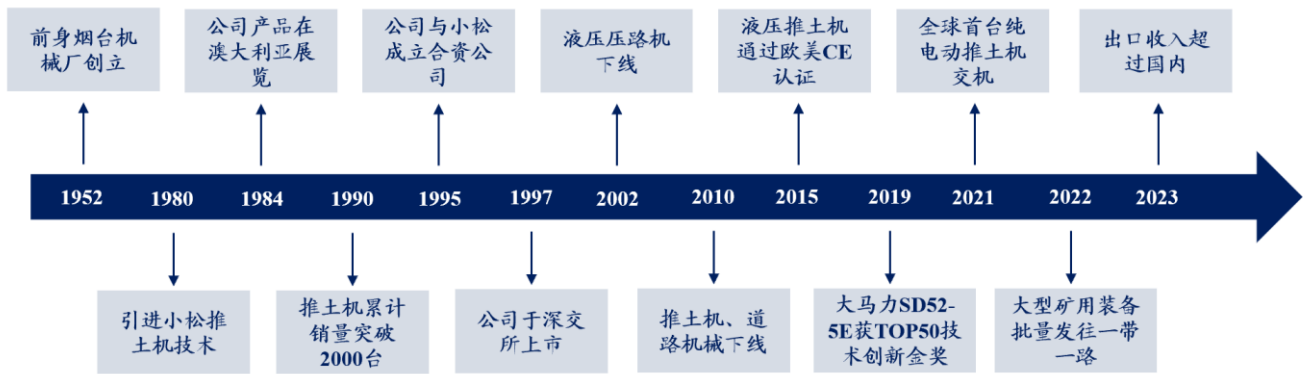
表 2: 公司核心高管技术背景深厚..... 10

1. 山推股份：国内推土机龙头，拓展海外开拓广阔市场

1.1. 国内推土机龙头，深耕市场面向高端

山推股份为国内推土机龙头，以大马力推土机为核心，向全品类、国际化迈进。公司前身是创设于1952年的烟台机械厂，1980年引进小松推土机技术填补国内空白成为推土机龙头，1997年于深交所上市并开启拓品类、国际化历程。经过多年发展，公司成长为推土机龙头，国内市占率连续多年保持60%以上、全球市占率20%，大马力推土机技术国内第一、全球领先。此外，公司积极拓展产品品类，目前已覆盖装载机、挖掘机、推装机等十余种工程机械主机设备及配套零件，向全品类、国际化工程机械龙头迈进。

图1：公司以大马力推土机为核心，向全品类、国际化迈进



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

主机与配件销售协同作用优异，提高服务质量。公司主要从事推土机、道路机械、混凝土机械的整机和配件产品的研发、制造和销售，以及采矿、道路修筑、道路养护、农林水利等10个应用场景的智慧施工方案设计。①**主机产品(2024H1收入占比65%)**：核心为推土机，其他包括推土机、压路机、平地机、摊铺机、铣刨机、混凝土机械、装载机等，依托山东重工集团整合优势，其他主机产品竞争力持续增长。②**配件与解决方案(2024H1收入占比26%)**：包括推土机、挖掘机后市场配件，以及矿山智慧解决方案等，与主机业务行成协同，提高服务质量及效率。

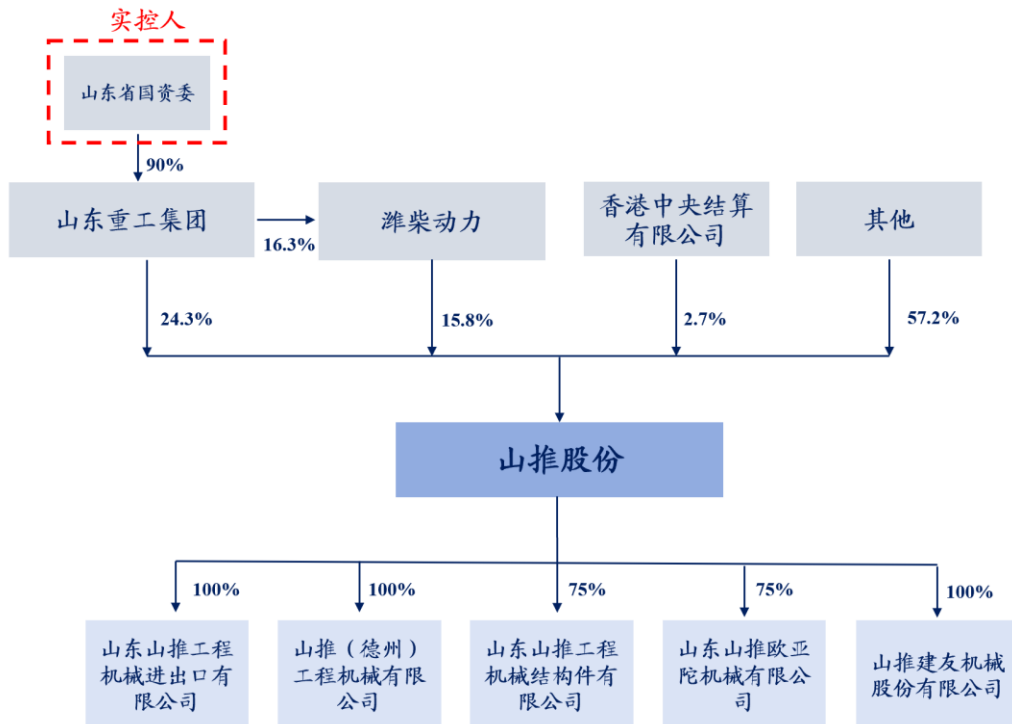
图2: 公司主机与零件销售协同作用优异 (收入占比为 2024H1 数据)

类别	产品名称	公司优势
主机产品 (占比65%)	推土机	推土机龙头, 多项产品填补国内空白, 高端大马力技术国内第一、全球领先, 国内市占率60%以上, 全球市占率20%
	装载机	依托山东重工集团整合优势, 产品性能及型谱逐渐完善, 市场份额持续提升
	挖掘机	海外市场拓展顺利, 2023年海外挖掘机收入同比增长49%
配件	推土机底盘件	支撑、驱动、引导和托起履带, 确保推土机的稳定运行和高效作业
	挖掘机底盘件	包括支重轮、驱动轮、引导轮、托链轮、履带板等, 承担机身支撑功能
智慧施工方案	采矿	包括采装、运输、排土、破碎筛分、辅助机械等, 可为客户量身定制一体化设备和技术解决方案
	道路修筑	包括路基修筑、基层施工、面层施工等筑路一体化设备, 通过施工数据互联互通, 可实现现场施工高度协同
	道路养护	包括路面修筑、升级改造, 通过施工数据互联互通, 可实现现场施工高度协同, 高质量的完成各种工况的道路养护、升级施工需要

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

背靠山东重工集团, 股权结构稳定。公司实际控制人为山东国资委, 母公司为山东重工集团有限公司, 截至 2024 年 9 月 30 日母公司直接持股 24.3%。除公司外, 集团旗下还包括山重建机、雷沃重工等主机厂和潍柴动力、德国林德液压等零部件公司, 在工程机械行业具有优势地位, 为公司提供了品牌和供应链优势。

图3: 公司股权结构 (截至 2024/9/30)

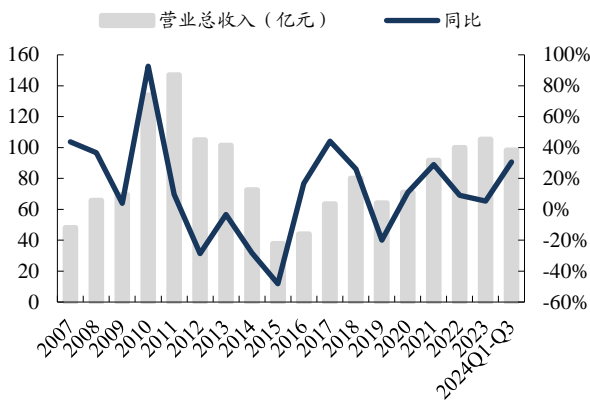


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 盈利能力大幅提升，海外营收增速亮眼

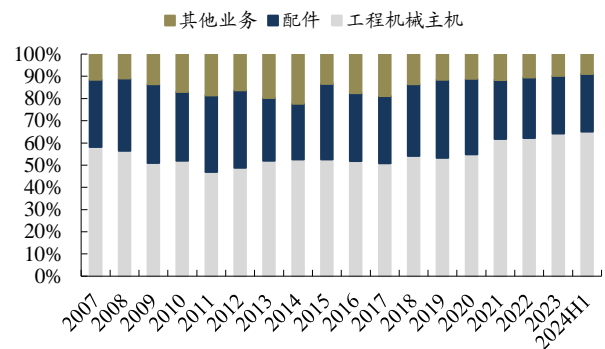
工程机械主机为公司主要收入来源，收入占比持续提升。与其他主机厂类似，公司历年营收呈现明显的周期波动：①2007-2015年：受益于四万亿计划带动的基建需求旺盛，公司2007-2011年收入GAGR高达32%；②2016-2019年：受益于棚改货币化，行业需求上行，但房建项目对推土机的需求不如基建旺盛，因此2016年这轮上行周期中公司收入高点不及上一轮，2015-2019年公司营收CAGR为14%；③2020-2023：出海成为新一轮增长动力，期间收入CAGR为14%。分产品来看，工程机械主机和配件为公司主要收入来源，且近年来随着公司产品竞争力增强，收入占比持续提升，截至2024H1工程机械主机收入占比达65%、配件收入占比达26%。

图4：2020-2023年公司营收CAGR为14%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

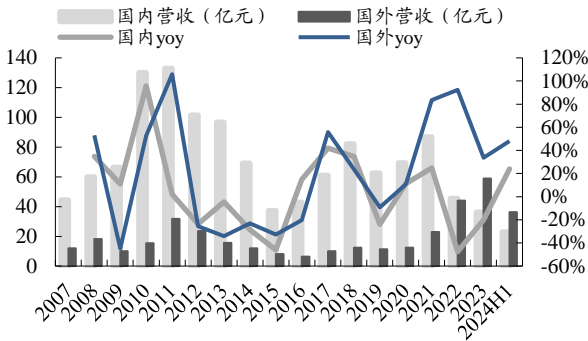
图5：工程机械主机收入占比持续提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

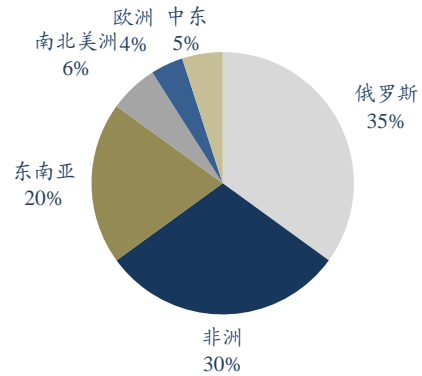
海外市场成为公司主要收入来源，俄罗斯及非洲为核心市场。公司借助集团销售业务协同优势，在海外深耕多年，于2020-2021年借助契机迎来重大突破。2020-2023年公司海外营收从12.4亿元增长至58.8亿元，期间CAGR达68%，平滑国内下行周期不利影响，2023年公司海外收入超过国内成为公司核心增长来源。2024H1公司海外市场营收36.2亿元，分市场来看，俄罗斯、非洲、东南亚为主要市场，收入占比合计达到85%。此外，公司在南北美洲、欧洲、中东等地区也已经实现突破，未来有望继续贡献收入增量。

图6：2020-2023 年公司海外营收 CAGR 为 68%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

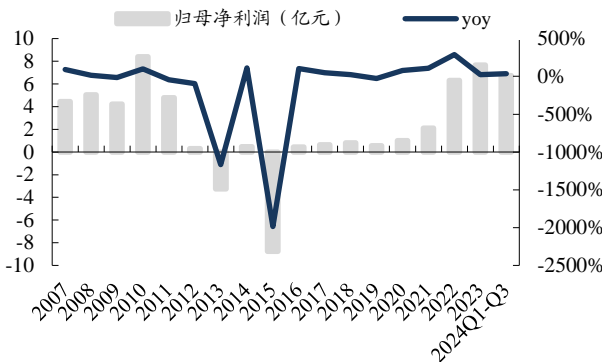
图7：2024H1 公司海外分地区收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

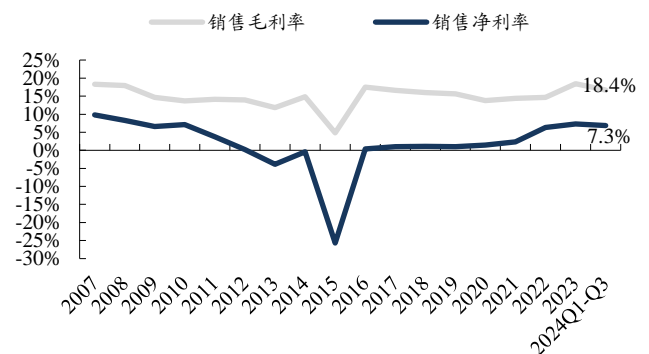
2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 97%，盈利能力大幅提升。2020-2023 年公司盈利能力大幅提升，2023 年公司销售净利率 7.3%，相较于 2020 年提升了 5.8pct，拆分来看：**①毛利端**：2020-2023 年公司销售毛利率从 13.7%提升至 18.4%，主要系高毛利的海外收入占比提升。2023 年公司海外销售毛利率为 24.1%，比同期国内高 13.2pct，2020-2023 年公司海外收入占比从 18%提升至 56%，是公司综合毛利率提升的主要原因；**②费用端**：公司费控能力优异，期间费用率从 2020 年 13.1%下降至 2023 年 11.5%。

图8：2020-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 97%



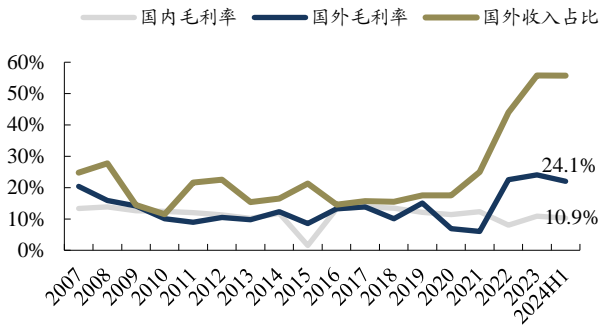
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2023 年公司销售毛利率/净利率分别为 18.4%/7.3%



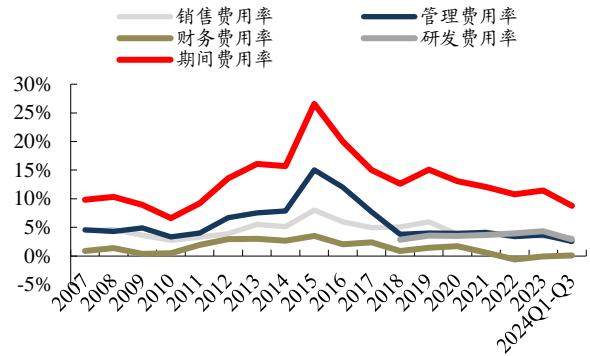
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 2023 年公司国内 / 海外毛利率分别为 10.9%/24.1%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 公司费控能力优异, 期间费用率持续下行

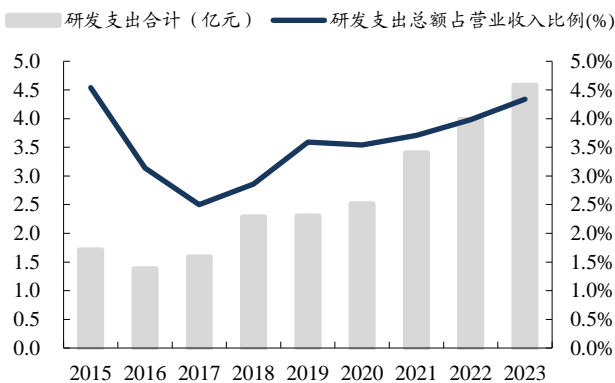


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 公司高管技术背景深厚, 高研发投入带动技术创新

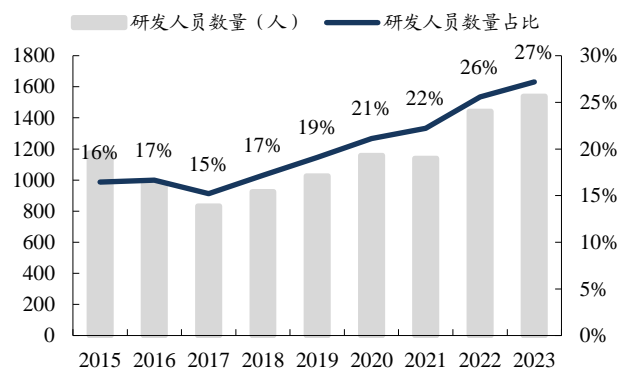
公司持续加大研发投入, 赋能产品力提升。2017 年以来公司持续加大研发投入, 2017-2023 年公司研发支出总额占营业收入比例从 2.5%提升至 4.3%, 研发人员数量占比从 15%提升至 27%, 研发实力显著提升, 赋能产品力提升与新市场开拓。通过列示近些年公司研发项目可以看出, 公司近几年研发方向聚焦于大马力、多品类、电动化、智能化, 力图在巩固推土机龙头地位的同时、向全产品链高端化工程机械主机厂迈进。依托近些年的研发投入, 公司产品力显著提升, 未来有望逐渐突破海外高端市场。

图12: 2017-2023 年公司研发支出占比持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2017 年以来公司研发人员数量占比持续提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 2021-2023年公司研发聚焦于大功率、多品类、电动化、智能化, 致力于突破高端市场

2021年		2022年		2023年	
主要研发项目名称	拟达到的目标	主要研发项目名称	拟达到的目标	主要研发项目名称	拟达到的目标
SD17T推土机开发	满足更多工况需求	DH17-Gi2推土机开发	拓展公司产品线	LE20装载机	开发新产品领域
SD17推土机开发	巩固一带一路市场	SG19-Gi2平地机开发	拓展公司产品线	LE70装载机	开发新产品领域
DH13推土机开发	拓展欧美高端市场	SR26H-Gi2压路机开发	拓展公司产品线	SG27平地机	开发新产品领域
SR26压路机开发	满足更多工况需求	昆仑智慧工程管家	拓展新产品领域	SMT50铣刨机	开发新产品领域
SG21平地机开发	拓展公司产品线	SMS1560移动筛分站开发	开发新产品领域	SR30单钢轮压路机	拓展国外高端市场
SMT50铣刨机开发	拓展公司产品线	SMI1213移动破碎站开发	开发新产品领域	SD17T推土机	开发新产品领域
SRP09摊铺机开发	拓展公司产品线	SD17推土机	满足非道路机械国四排放	SD60推土机	开发新产品领域
LE56纯电装载机开发	开发新产品领域	SD24推土机	满足非道路机械国四排放	L76装载机	开发新产品领域
DH46推土机开发	拓展公司产品线	SD34推土机	满足非道路机械国四排放	DGL530冷再生机	开发新产品领域
SD90推土机开发	抢占大功率产品市场	DH10推土机	拓展欧美高端市场	SPF90摊铺机	开发新产品领域
DE17推土机开发	开发新产品领域	DH24推土机	拓展欧美高端市场	挖掘机驾驶室	开发新产品领域
整机产品国四排放升级	非道路机械国四排放	DL300推土机	开发新产品领域	DH24-Gi2智能推土机	拓展公司产品线
YJ340-5 变频器开发	开发核心传动零部件产品	SR26M单钢轮压路机	满足非道路机械国四排放	SD17-Gi2智能推土机	拓展公司产品线
8135-M履带总成开发	开发核心履带底盘零部件	SG19平地机	满足非道路机械国四排放	SR26-Gi2智能压路机	开发新产品领域
		LE60纯电装载机	开发新产品领域	SR22H-Gi2智能压路机	拓展新产品领域
		LH60静压装载机	开发新产品领域		
		SRT30H轮胎压路机	满足非道路机械国四排放		
		Q105传动件	开发新产品领域		
		8260履带底盘件	开发新产品领域		

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

核心高管团队技术背景深厚, 公司研发动力较强。公司核心管理层均为科班出身, 拥有工学学士、硕士学位、工程师职称, 具备多年一线技术研发制造管理经验, 技术背景深厚。公司外有山重集团赋予的强研发能力、产业链优势支撑, 内部始终重视技术创新和研发投入, 有望凭借不断提高的产品力突破高端市场, 进一步提升公司核心竞争力。

表2: 公司核心高管技术背景深厚

姓名	职务	履历
刘会胜	董事长	工学学士, 高级经济师, 工程师; 历任潍坊柴油机厂副厂长、潍柴控股集团有限公司副总经理、小松山推工程机械有限公司董事、山重建机董事长等职务, 具有丰富的机械制造企业生产、经营、采购、综合管理经验。
张民	副董事长	工学学士, 硕士学位, 高级工程师, 政工师; 历任公司推土机事业部采购部副部长、小松山推工程机械有限公司副董事长、山推投资有限公司董事长等, 具有丰富的机械制造企业技术、生产、采购、营销和安全管理经验。
冯刚	董事	工学学士, 高级工程师; 历任潍柴厂销售总公司副总经理、潍柴卓越工程师、潍柴动力液压动力总成总监、雷沃重工集团有限公司董事长、山重建机有限公司董事、潍柴弗迪电池有限公司董事长, 具有丰富的机械制造企业生产、经营、研发管理经验。
李士振	董事、总经理	工程硕士, 工商管理硕士, 高级工程师; 历任潍柴动力股份有限公司采购管理部部长助理、潍柴动力股份有限公司驻马兹项目副总代表、临沂山重挖掘机有限公司董事长; 具有丰富的机械制造企业技术、生产、采购和安全管理经验。
肖奇胜	董事	工学学士, 工商管理硕士, 正高级工程师; 历任潍柴动力股份有限公司应用工程总监、销售总监、总裁助理、非道路动力总成销售总监等职, 具有丰富的生产、市场营销、综合管理等经验。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 海外量价齐升&内需筑底回升，推土机行业β持续向上

2.1. 工程机械代表性产品，广泛应用于基建&矿山

推土机是全球范围内工程机械中最有代表性的机械之一，卡特、小松均以推土机制造起家并逐步走向全球。推土机由动力系统、液压系统、推土铲和底盘四部分组成，具备强大且稳定的牵引力，广泛应用于露天矿山、水利、铁路、建筑和港口等各个场景，在实际工况中主要用于推土、平整、运输和采矿等。

图14：推土机主要结构及使用场景



数据来源：山推官网，推土机网，东吴证券研究所

与挖掘机、起重机等工程机械相比，推土机与房地产的相关性较弱，下游主要由基建、矿山驱动。根据山推股份官网，可按马力段将推土机分为微型、小型、中型、大型及矿用 5 类，分别应用于不同的工程场景。近年来国内推土机市场容量不到 3000 台，

主要以中小型推土机为主；全球市场容量约 27000 台，其中大型推土机及以上的市场规模约 1500-1800 台。

图15: 各马力段推土机经典型号及其相关应用场景

推土机类别	功率范围 (马力)	经典型号	主要应用场景	图示
微型推土机	$P \leq 100$	山推DH08-G (100马力)	主要用于空间狭小、对设备体积要求较高的区域	于农田进行平整工作 
小型推土机	$100 < P \leq 130$	山推DH10-G (120马力)	中小型工程及一般农田作业	于机场项目进行平整、回填工作 
中型推土机	$130 < P \leq 260$	山推DH17-G (200马力)	一般性工程施工	于水利工程施工 
大型推土机	$260 < P \leq 460$	卡特D9 (450马力)	中大型工程、矿山开采	于大型水电站建设项目施工 
矿用推土机	$P > 460$	卡特D11 (850马力)	超大型矿山开采	于露天煤矿、砂石矿代替矿山爆破 

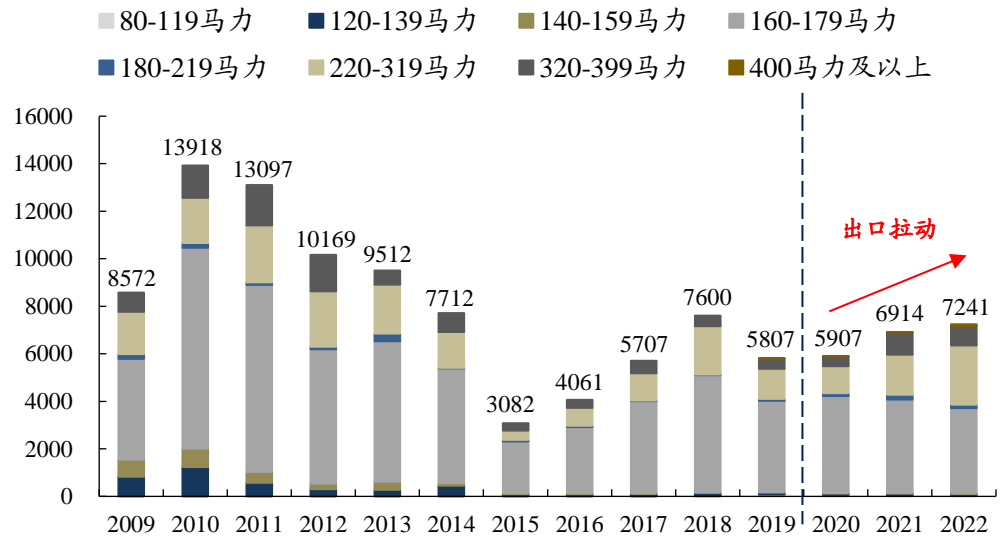
数据来源：山推股份官网，卡特彼勒官网，东吴证券研究所

2.2. 全球推土机市场为国内 6 倍以上，出海为国内主机厂必经之路

国内周期筑底，出口平滑波动。由于推土机的主要下游为基建和矿山，因此需求受基建投资规模和采矿业投资规模影响较大，整体呈周期性。①2009-2011 年，在“四万亿”投资计划的刺激下，受下游基建投资带动，推土机销量快速增长，于 2010 年达到峰值 1.39 万台。②2012-2015 年：政策刺激逐渐消退，叠加上行周期时快速增长的保有量，推土机销量快速下滑至谷底。③2016-2018 年，受国内基建、轨交、PPP 项目拉动，市场开始企稳回升，但存量设备更新需求仍占据主导。④2019 年至今，由于第二轮上行周期主要由房地产拉动，推土机在房地产中主要用于工程初期，2019 年开始国内推土机市场率先走弱。由于国内厂商多年的积累，海外出口实现快速增长，在国内销量不断下

滑的背景下，整体销量呈现稳中有升态势。

图16: 2009-2022年中国主要企业推土机分马力段销量(台, 包含出口)

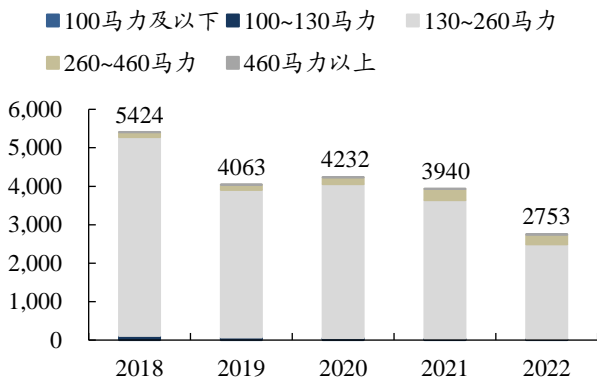


数据来源: Wind, 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

2.2.1. 国内: 竞争格局稳定, 行业整体处于筑底阶段

国内推土机市场规模约 20 亿元, 行业筑底态势明显。2022 年国内推土机销量降至 2753 台, 同比下降 30%, 2023~24H1 国内推土机行业仍在探底过程中, 目前已达历史新低, 筑底态势明显。我们以 2022 年推土机结构与市场价格测算, 国内推土机市场规模大约在 20 亿元。随着国内趋向宽松的财政政策, 叠加大规模设备更新政策推进, 国内基建需求、采矿业投资将稳健增长, 推土机需求有望在 2025 年实现反转。

图17: 国内主要企业推土机销量逐年降低(台)



数据来源: 工程机械工业协会, 东吴证券研究所

图18: 国内推土机市场空间测算

	2020	2021	2022
推土机销量(台)	4232	3940	2753
YoY	4%	-7%	-30%
均价(万元/台)	67	70	72
市场规模(亿元)	28	28	20
YoY	6%	-3%	-29%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

推土机具有较强的技术壁垒, 行业进入门槛较高。目前国内推土机行业竞争格局较为集中, 头部企业均为我国在改革开放初期引进卡特、小松技术的推土机生产骨干厂商, 2024 年上半年 CR6 达 96.5%。高集中度主要由于: ①与挖掘机、装载机相比, 推土机功

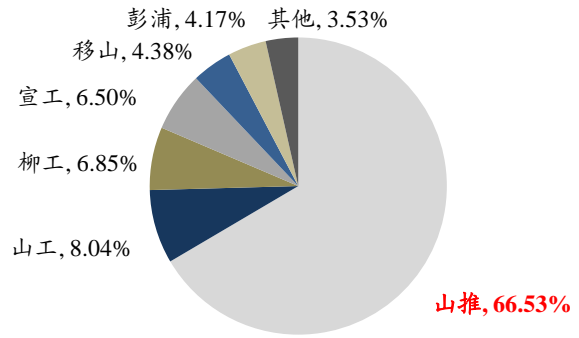
能较为单一，本身市场容量较小；②推土机结构相对复杂，零部件多、制造工艺繁琐，且对机械运行动力、稳定性要求较高，技术壁垒深厚。山推股份作为国内唯一一个具备超大马力推土机制造能力的企业，技术实力大幅领先行业，2024H1 国内推土机销量口径市占率达 67%，稳居行业第一。

图19: 国内推土机行业骨干企业

企业	业务介绍	产品马力段
山推	国内推土机龙头，推土机市占率国内第一、全球前三	100-950
山工	2008 年加盟卡特彼勒，是卡特全球战略的重要一环	200-340
柳工	国内工程机械老牌国企	190-340
宣工	我国推土机生产骨干企业	130-430
移山	我国最早进行履带式推土机生产的企业	160-220

数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

图20: 2024H1 国内推土机行业竞争格局（销量口径）

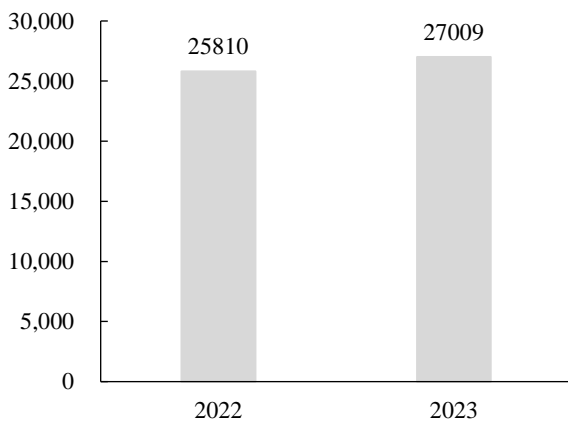


数据来源：中国报告大厅，东吴证券研究所

2.2.2. 全球：市场规模广阔，出口实现量价齐升

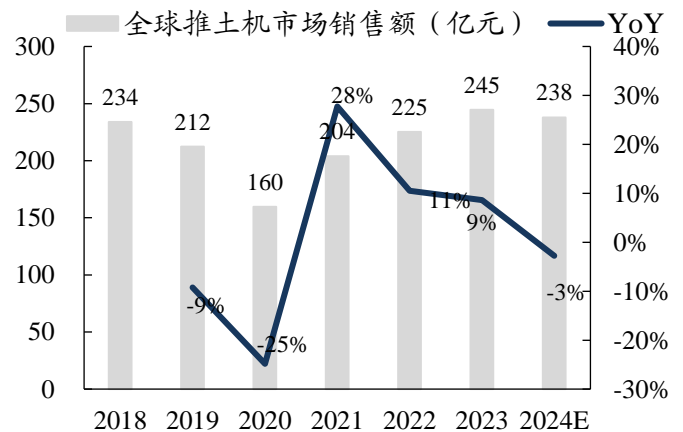
全球推土机市场空间广阔，国内企业出海为必经之路。全球来看（销量口径），推土机市场呈现寡头竞争格局，卡特彼勒作为全球推土机龙头，2022 年市占率高达 37%。此外，山推市占率 19%，小松市占率 17%，前三大厂商市占率 73%，竞争格局较为稳定。市场规模来看，除 2020 年受疫情影响有所下滑外，整体规模在 230 亿元左右上下波动。分地区看，美国、中国、俄罗斯是全球前三大的推土机市场，2022 年全球市场份额分别为 40.3%、12.8%、11.5%，海外市场规模为国内的 6 倍以上，市场空间广阔。因此，出海是国内推土机企业走向全球龙头的必经之路。

图21: 2022-2023 年全球推土机销量（台）



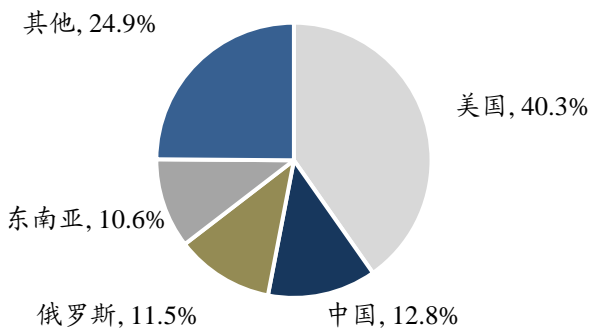
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22: 全球推土机市场销售额（亿元）



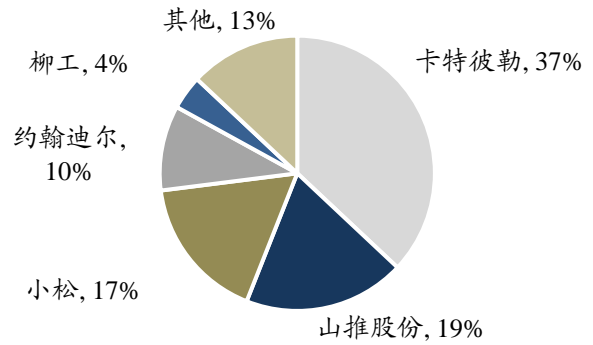
数据来源：QY Research，东吴证券研究所

图23: 2022 年全球推土机分地区份额 (销量口径)



数据来源: QY Research, 东吴证券研究所

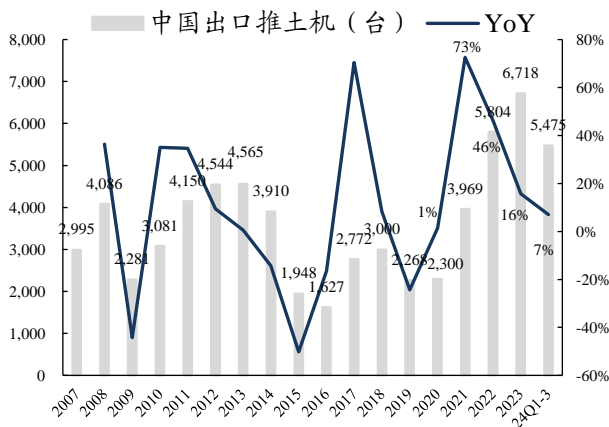
图24: 2022 年全球推土机竞争格局情况 (销量口径)



数据来源: 柳工投资者平台答复, 东吴证券研究所

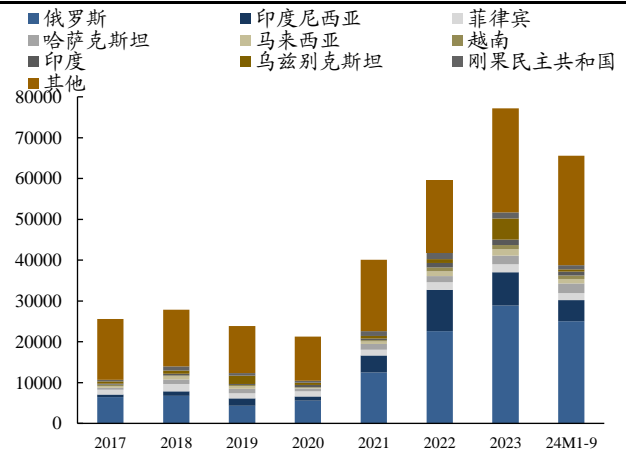
国产推土机竞争力持续加强, 出口规模持续提升。经过数十年的积累, 国产推土机产品竞争力逐步增强, 2020 年起推土机出口金额、数量快速上升。2023 年我国推土机出口销量 6718 台, 同比增长 16%; 实现出口金额 7.7 亿美元, 同比增长 30%; 带动出口均价提升至 11.5 万美元/台, 同比增长 11.7%, 推土机出口整体实现量价齐升。从结构来看, 受益于 2022 年俄乌冲突后欧美品牌退出俄罗斯市场, 中国出口俄罗斯推土机销量、金额快速上升; 随着近年来中国企业于中亚、东南亚地区基建、采矿业投资的逐步上升, 该类地区推土机出口也随之上升。2023 年中国推土机出口金额前五的国家分别为俄罗斯、印尼、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦和菲律宾。

图25: 近年来中国出口推土机数量呈上升趋势



数据来源: 中国海关总署, 东吴证券研究所

图26: 2017 年至今中国推土机出口金额情况 (万美元)

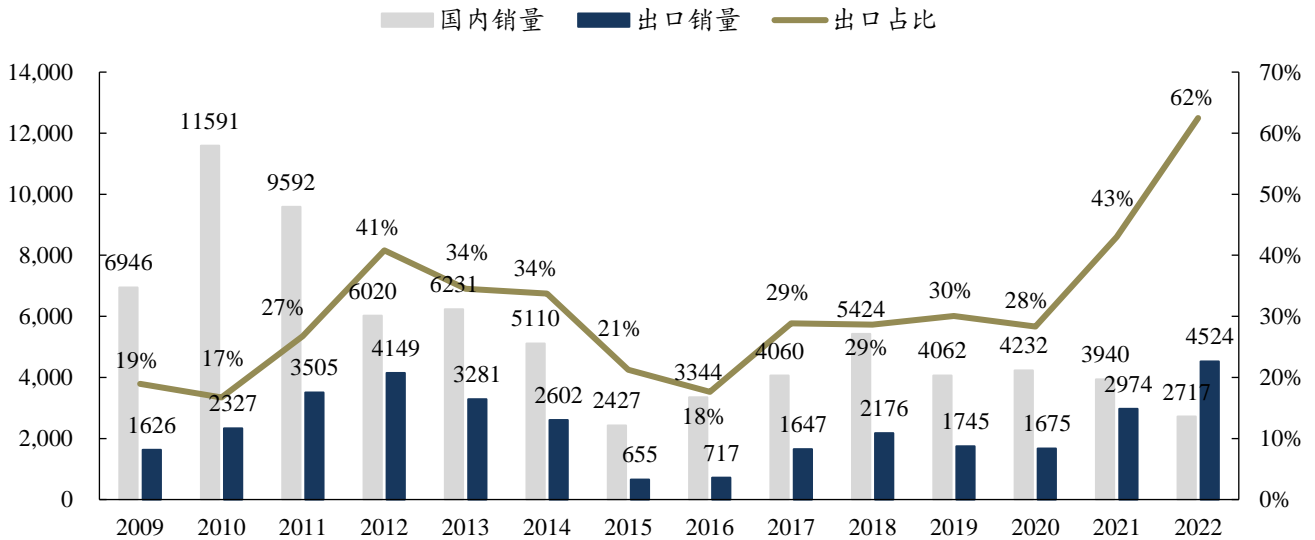


数据来源: 中国海关总署, 东吴证券研究所

2.3. 出口已成为推土机行业增长的中坚力量

国内需求承压，出口成为国内推土机行业增长的中坚力量。2020年以来，推土机国内销量持续下滑，目前已逐渐筑底；海外销量快速增长，2022年出口销量占全年销量占比达62%，同比+19pct。

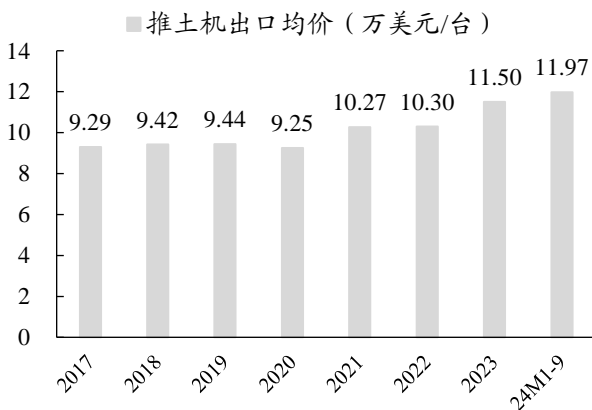
图27：中国主要企业推土机国内销量和出口销量情况（台）



数据来源：工程机械工业协会，东吴证券研究所

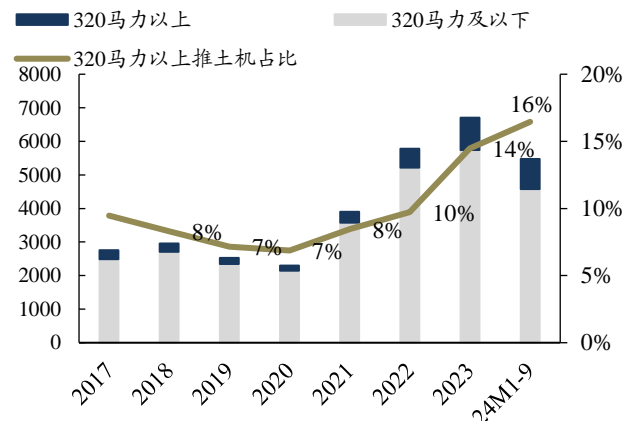
规模快速扩大&结构持续优化，推土机出口实现量价齐升。出口结构来看，2020年起我国大型推土机销量快速上涨，2024年前三季度320马力以上大型推土机销量达901台，同增31.5%，销量占比由2020年的7%提升至2024M1-9的16%，带动出口均价由9.25万美元/台提升至11.97万美元/台。短期来看，中资企业对外矿业投资持续提升，带动国内品牌出口销量、马力数一同上涨，市场规模和盈利能力随之提升；长期来看，随着国产大马力推土机于实际工况内不断验证迭代，我们看好产品力提升带来的高端市场替代空间。

图28：中国推土机出口均价持续上升



数据来源：海关总署，Wind，东吴证券研究所

图29：出口结构中大中马力推土机占比持续提升（台）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

2.3.1. 短期：中国对外采矿业投资带动推土机需求上升

“一带一路”合作深化，中国对外矿业投资持续上升。近年来，受益于中国国际地位提升以及“一带一路”合作持续深化，中国对外矿业投资快速增长。2019-2022年，全球前三十大矿业公司资本开支由413亿美元提升至491亿美元，CAGR为6%。同期中国对外矿业投资CAGR高达42%，2022年更是高达115亿美元，同比增长80%，增速明显高于全球。具体来看，2021年至今中国在“一带一路”地区矿业投资总额超400亿美元，主要集中于俄罗斯、东南亚、非洲、南美等地。

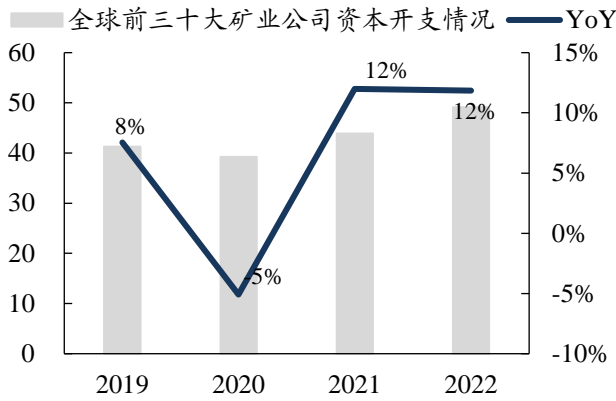
图30：中国企业对外采矿业投资情况（颜色深浅代表投资力度）



注：投资/建设金额差异主要系部分项目为获取矿山股权所付对价，部分项目为协议建设、运营矿山所签订合同的金額。

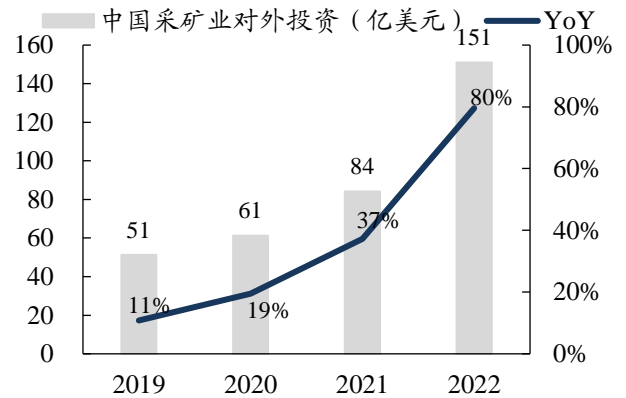
数据来源：AEI，东吴证券研究所

图31: 全球前三十大矿业公司资本开支情况 (十亿美元)



数据来源: 标普道琼斯, 东吴证券研究所

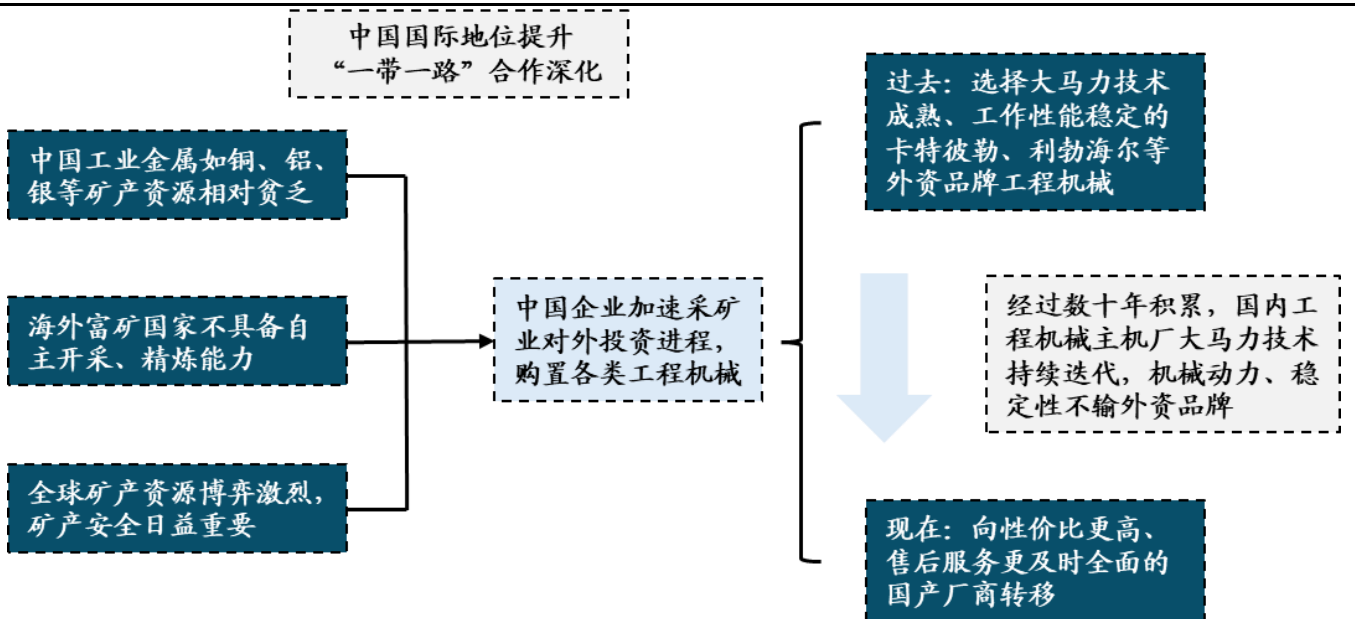
图32: 中国采矿业对外投资情况



数据来源: 中国对外直接投资公报, 东吴证券研究所

供需两端发力, 采矿业投资带动国产大型机械需求持续增长。(1) **供给端:** 国内工程机械主机厂经过数十年的积累, 大马力机械产品力不输外资品牌。(2) **需求端:** 中国工业金属如铜、铝、银等矿产资源相对贫乏, 在全球矿产资源博弈日益激烈的大背景下, 矿产安全的地位持续提升。此外, 全球发展中国家大多不具备自主开采、精炼能力, 中国企业能够提供从建设到运营的全套工程解决方案, 逐渐成为其第一选择。因此, 我们认为未来中国采矿业对外投资将会保持增长趋势, 矿业企业需求会向基本同样产品力下具备更高性价比、售后服务能力的国产品牌转移, 国产大型机械需求有望持续提升。

图33: 矿业企业工程机械需求向国内主机厂转移



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.3.2. 长期：国产品牌产品力持续提升，高端市场替代未来可期

高端市场推土机行业强者恒强。虽然近年来中国、东南亚等地的基建、采矿业投资旺盛，但推土机市场主要还是集中在美国、俄罗斯等老牌发达国家，主要由于：**①历史原因：**卡特以推土机制造起家，1904 年便推出了首款履带式推土机，而液压挖掘机自 1980s 才开始逐步推广。数十年来推土机已经在老牌发达国家形成稳定的使用群体和保有量；**②使用习惯：**由于新兴市场更注重性价比，工程商偏向于“一铲行天下”，即培养机手驾驶单机价值较低的挖掘机、装载机并完成所有类别的工作，无需增加资本开支购买各类机械。与之相反，欧美市场由于驾驶员在机型选择上话语权较高（选择自己最熟悉的机型以及属具），更突出“专机专用”，一个工程往往需要大量品类的工程机械与各式属具。**③经济敏感性：**推土机主要用于经济敏感性较低的大型矿山与建筑工程，该类客户对机械输出功率、工作稳定性要求较高，因此对品牌的粘性较强。**④技术壁垒：**由于推土机在新兴市场中需求较低，本土企业没有很强的动力去推动推土机制造技术的研发，因此产品实力大都较卡特、小松差距较大。因此，推土机高端市场竞争格局稳定，由卡特、小松、约翰迪尔等老牌工程机械龙头牢牢把持。

图34：不同地区对机械种类的要求不同

工作类型	高端市场 “专机专用”	发展中市场 “一铲行天下”
推土	推土机	挖掘机（带铲斗）、装载机
平整	平地机、推土机	
松土	拖拉机、挖掘机（带松土器）	
楼房拆迁	挖掘机（带破碎剪）	
挖渠	挖沟机	

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

产品力持续提升，高端市场有望成为国内推土机行业下一个增长点。近年来，随着国内推土机主机厂的积极研发投入，实现了在推土机领域对国际龙头的快速追赶。**①产品型谱方面：**基于国内主机厂对卡特、小松各类行业领先技术的持续引进以及数十年的努力和积累，目前国内主机厂已实现 100-950 马力推土机型谱的全覆盖，可满足几乎所有使用场景。**②产品力方面：**2020 年以来推土机出口数量、金额快速增长，国内主机厂已于一带一路地区形成较好的品牌声誉，大马力推土机更是在各项性能指标上直接对标卡特小松。随着国产推土机在实际工况中的持续验证和迭代，市场认可度有望持续提升。**③渠道方面：**国内主机厂在渠道方面持续投入，海外配件中心、销售服务网点迅速建立，能够快速响应下游客户的各类需求。我们认为，随着国内推土机主机厂在型谱、产品力和渠道方面的持续追赶，高端市场替代有望成为国内推土机行业下一个增长点。

图35: 山推股份 950 马力推土机产品力对标全球龙头

	山推	卡特	小松
型号	SD90-C5	D11	D475A-5E0
图示			
重量 (kg)	106260	104236	108390
接地比压 (kPa)	143.7	162.1	166
发动机型号	康明斯QST30	CAT C32	小松SAA12V140E-3
发动机功率/马力 (kW/hp)	708/950	712/955	664/890
前进档速 (km/h)	10.9	12.2	11.2
后退档速 (km/h)	14.3	14.7	14
燃油箱容积 (L)	1168	1800	1670

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

3. 成长性分析：大马力释放利润弹性，挖机装机打开成长空间

3.1. 产品力+渠道力双管齐下带动大马力推土机量利齐升

3.1.1. 产品力：背靠潍柴+林德液压，发动机+液压系统双龙头保障产品竞争力

推土机产品壁垒较高，主要技术难度在于发动机与传动系统。推土机主要应用场景在土方以及矿山，用于物料推送、平整地面、清理障碍等，对动力系统（发动机+传动系统）要求高，因此发动机与传动系统是推土机的关键技术壁垒所在。

(1) 发动机：推土机对比其他工程机械产品，整体吨位更大、发动机马力更高，要求持续在低转速区间输出扭矩；

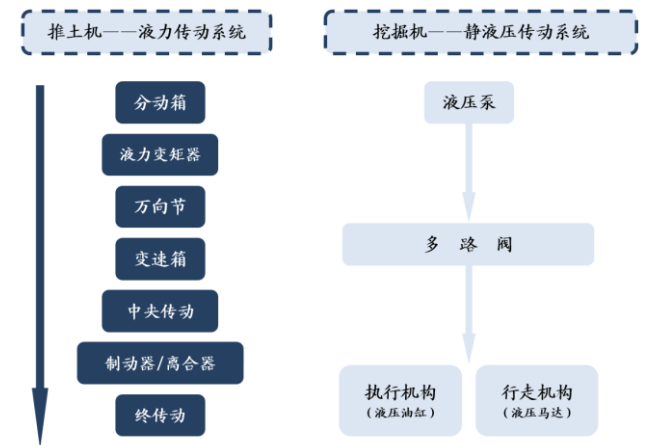
(2) 传动系统：考虑到对动态响应与动态稳定性的需求更高，目前推土机的主流传动系统为液力传动系统（动液压传动），而以挖掘机为代表的其他工程机械则主要使用静液压传动系统。相比于静液压传动系统，动液压传动在结构布局、管路设计、控制精度等方面难度更大。

图36：推土机与装载机在重量和发动机功率上的对比

推土机				装载机		
类型	马力范围 (hp)	重量(吨)	功率(kW)	类型	重量(吨)	功率(kW)
小型	< 130	3.5	55	小型	5.2	66.2
		5	68		5.6	81
中型	130~260	11.5	100	中型	6.2	81
		15	130		10	92
大型	260~460	21	180	大型	17.6	170
		28	240		20.5	200
超大	> 460	39	269	31.6	261	
		56.2	391			
		70.6	562			
		78	567			
		106.3	708			

数据来源：山推股份官网，东吴证券研究所

图37：推土机与挖掘机在传动模式上的对比



数据来源：铁甲工程机械网，东吴证券研究所

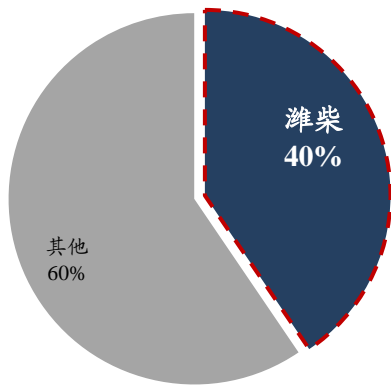
山东重工旗下的潍柴集团与林德液压联手为公司产品力提供重要保障。

(1) **潍柴：全球重卡发动机龙头。**2024Q1 潍柴在国内重卡发动机市占率达 40%、2023 年全球重卡发动机市占率达 12%，已成长为全球性发动机龙头。2024 年 4 月，潍柴推出全球首款热效率 53.09%的柴油机，在发动机领域龙头地位不断巩固。

(2) **林德：产品力比肩力士乐的全球液压件顶尖品牌。**林德在高端液压系统与高性能液压组件方面具备全球范围内的竞争力。高效能液压泵与液压马达是林德的标志性液压件产品，在工程机械领域（尤其是高压、高负载工作条件下）具有极高应用价值。

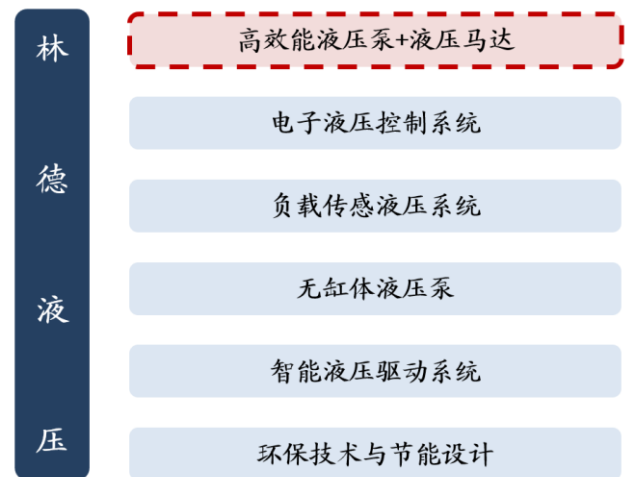
“黄金内核” 构筑产品护城河。山东重工集团内山推股份、潍柴动力、林德液压三大公司海内外六大研究中心协同，实现发动机、液压件、传动件的匹配、改进与验证。山推“黄金内核”系列产品在相同效率下，可做到省油 10%~15%；相同油耗下，可提高效率 15%以上；关键零部件三包期可延长 5 年 1 万小时，较大程度提高产品竞争力。

图38: 2024Q1 潍柴在国内重卡发动机板块市占率



数据来源：中汽协，交强险，东吴证券研究所

图39: 林德在工程机械高性能液压件板块颇具优势

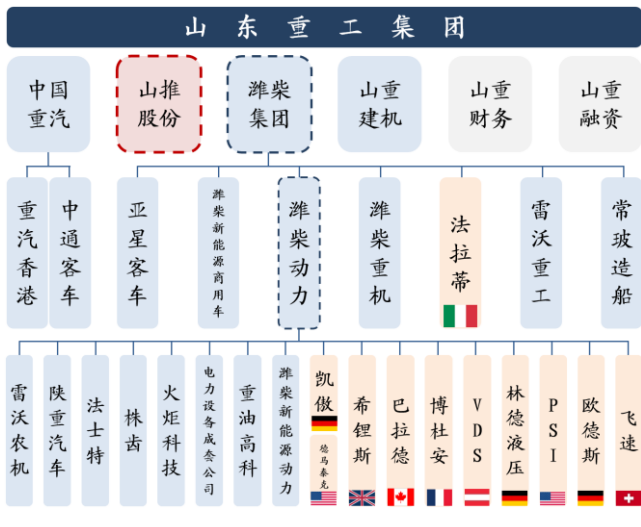


数据来源：林德液压官网，东吴证券研究所

3.1.2. 渠道优势：山东重工集团布局横跨亚非欧，全球化战略凸显

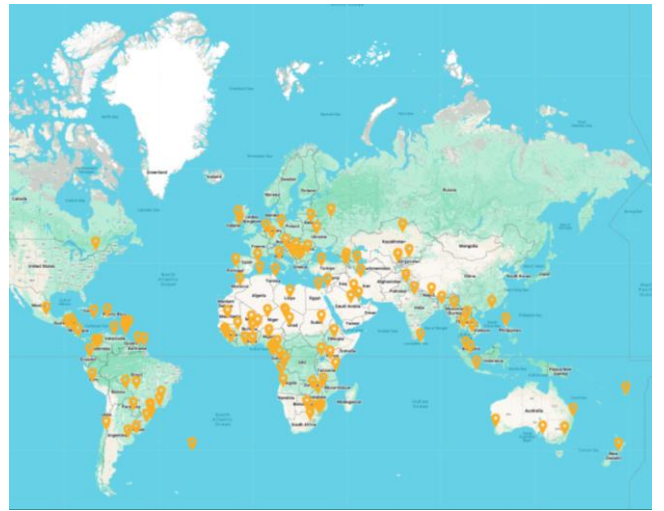
公司协同山东重工集团，受益集团全球化渠道布局。渠道建设是中资品牌出海一大难点。公司母公司山东重工集团持续推进全球化布局，收购了德国凯傲、林德液压在内的多家全球知名企业，渠道布局超 150 个国家和地区，其中山重集团通过企业合并获取的海外公司主要集中在欧美发达国家。目前山推海外服务网点主要覆盖第三世界类中国地区，未来有望借山重集团在欧美区域的渠道分布快速打入发达国家市场。

图40：山重集团持续深入国际化布局



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

图41：山推海外服务网点主要覆盖亚非拉美地区



数据来源：山推国际官网，东吴证券研究所

3.1.3. 大马力推土机持续扩产释放利润空间

公司持续扩张大马力推土机产能，利润有望加速释放。根据测算，公司 2024 年预计实现大型推土机销量 220 台，贡献利润 1.9 亿元，2020~2024 年大推净利润复合增速达 81.98%，利润弹性与未来成长空间远大于小推。

图42：公司大马力推土机利润弹性测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
460hp	4	10	30	56	90	110	120
单价 (万元/台)	300	300	300	300	300	300	300
收入 (万元)	1200	3000	9000	16800	27000	33000	36000
净利率	17%	17%	17%	17%	17%	17%	17%
600hp	6	12	32	77	90	110	120
单价 (万元/台)	400	400	400	400	400	400	400
收入 (万元)	2400	4800	12800	30800	36000	44000	48000
净利率	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
900hp	6	10	18	47	40	60	60
单价 (万元/台)	680	680	680	680	680	680	680
收入 (万元)	4080	6800	12240	31960	27200	40800	40800
净利率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
大型推土机销量 (台)	16	32	80	180	220	280	300
大型推土机收入 (万元)	7680	14600	34040	79560	90200	117800	124800
大型推土机净利润 (万元)	1728	3218	7278	17314	18950	25050	26400
yoy		86.2%	126.2%	137.9%	9.4%	32.2%	5.4%
小型推土机	3544	4148	4345	4415	3890	4150	4210
单价 (万元/台)	30	30	30	30	30	30	30

收入 (万元)	106326	124452	130338	132444	116700	124500	126300
净利率	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
小型推土机净利润 (万元)	10633	12445	13034	13244	11670	12450	12630
yoy		17.0%	4.7%	1.6%	-11.9%	6.7%	1.4%

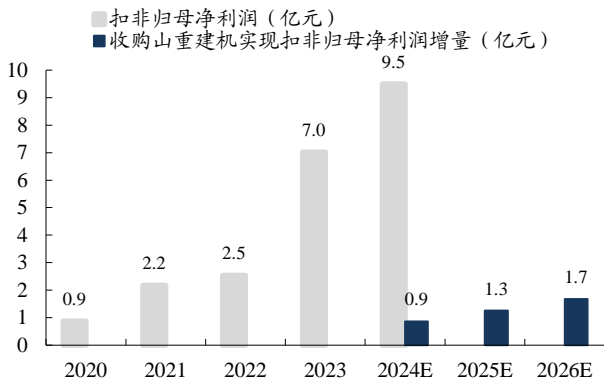
数据来源: Wind, 山推股份非公开发行反馈意见回复, 山推股份定期报告, 东吴证券研究所

3.2. 产品矩阵不断完善, 平台化拓展推土机外工程机械产品

3.2.1. 挖掘机: 即将注入山重建机资产, 助力挖机业务快速增长

公司发布拟收购山重建机公告, 优质挖机资产即将注入上市公司主体。2024 年 11 月 12 日山推发布收购公告, 拟以 18.4 亿元收购山重工程全资子公司山重建机 100% 股权。山重工程承诺对于交割完成后三个年度 (2024 至 2026 年度) 山重建机实现扣非归母净利润分别不低于 0.86/1.26/1.67 亿元, 累计不低于 3.80 亿元。山重建机当前主要产品为液压挖掘机, 包括微型挖掘机 ($T < 4.5t$)、小型挖掘机 ($4.5t \leq T < 20t$)、中型挖掘机 ($20t \leq T < 30t$)、大型挖掘机 ($30t \leq T \leq 50t$)、矿用挖掘机 ($T \geq 55t$) 以及新能源挖掘机。同时, 山东重工集团承诺 5 年内解决雷沃重工、潍柴青岛与山推股份挖掘机业务的同业竞争问题, 多方承诺保证山重建机资产的优质性。

图43: 山重建机挖机资产注入后利润增量预测



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

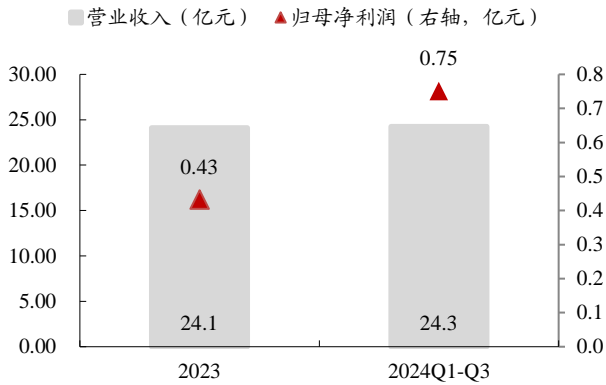
图44: 山重建机在挖掘机板块产品布局较全

挖机类型	吨位	主要应用
微型	$T < 4.5t$	园林、小型水利、小规模土木工程、挖沟、大棚、桥梁建设、矿道施工等狭小的工作环境。
小型	$4.5t \leq T < 20t$	小型土石方工程、市政、路面修复、埋设电缆、自来水管铺设、园林及河道清淤工程
中型	$20t \leq T < 30t$	适用于公路、铁路等道路施工、桥梁建设、城市建设以及机场、港口和水利施工。
大型	$30t \leq T \leq 50t$	大型基建施工中的土石方工程挖掘、破碎等。
矿用	$T \geq 55t$	适用于大型矿山等开采施工, 主要用于大型资源矿开采过程中的剥离、装载等。
新能源	/	尾气排放/噪音要求高/地表高寒/温差大/供氧不足 (高原)/密闭/危化危爆等环境作业。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

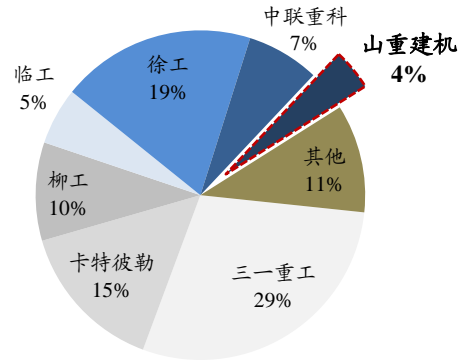
山重建机: 国内挖机小巨人。山重建机当前拥有挖机产能 2 万台/年, 2024 年 Q1~Q3 国内市场占有率约 4.03%, 具有一定的市场地位。山推股份目前挖掘机产品毛利率仅 3.68%, 主要原因系公司挖机业务目前仅包含销售端毛利, 制造端毛利仍归属于关联方企业山重建机。未来, 如若公司完成对集团挖机资产整合, 实现制造、销售一体化, 挖掘机业务的毛利率有望获得较大提升。

图45: 山重建机 2024Q1-Q3 归母净利润 0.75 亿元



数据来源: 山推收购山重建机公告, 东吴证券研究所

图46: 2024Q1~Q3 山重建机挖掘机市占率达 4%



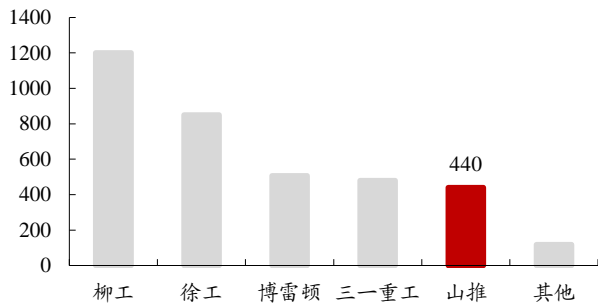
数据来源: 山推收购山重建机公告, 东吴证券研究所

3.2.2. 装载机: 及早布局电动化装载机, 受益电装产业上行之东风

公司装载机领域实现研发、生产、销售一体化产业布局, 电动装载机销量国内领先。

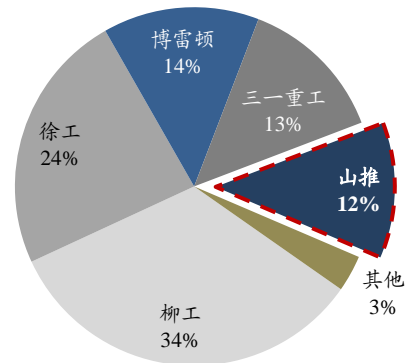
公司于 2020 年起布局装载机以及电动化产品, 依托山重集团背景, 快速实现装载机全方位产业布局。公司 2023 年电动装载机销量进入全国前五、市场份额达 12%, 电装领跑者地位初显; 电动装载机尚处行业发展初期, 公司行业地位确立, 未来有望充分受益电装行业放量。

图47: 2023 年山推电装销量位列全国前五 (台)



数据来源: 工程机械公众号, 东吴证券研究所

图48: 2023 年山推电装国内市占率达 12%



数据来源: 工程机械公众号, 东吴证券研究所

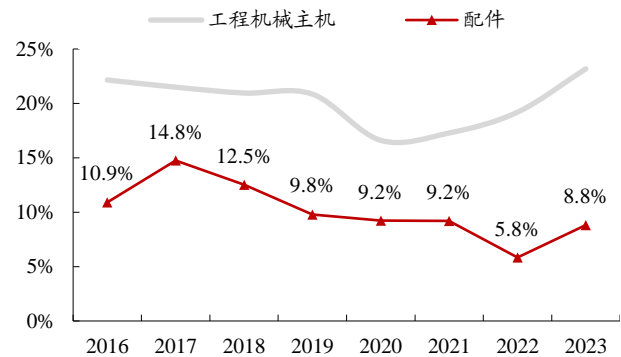
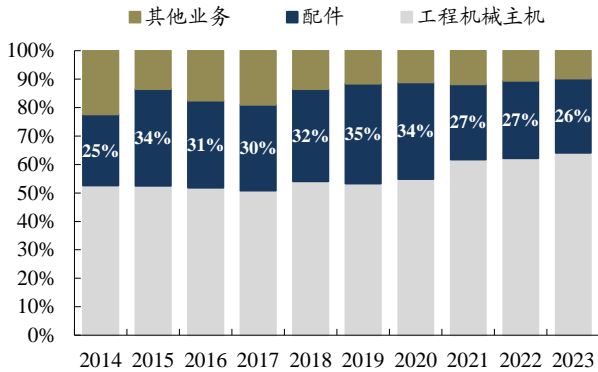
3.2.3. 配件板块: 盈利性仍有发展空间, 后市场建设有望拉动配件盈利能力上行

公司在配件板块具有深厚的技术积累。公司自 2004 年起布局挖机配件系统, 涵盖配件包括四轮一带、动臂、斗杆、驾驶室等, 在除发动机与液压系统外的所有配件领域均深度覆盖。公司配件板块占整体收入比重稳定在 30%左右, 当前毛利水平低于其工程

机械主机业务，仍有较大提升空间。未来随着国内工程机械企业后市场布局不断完善，配件板块盈利水平有望不断改善，具有较大利润释放潜力。

图49: 公司配件收入占总收入比重稳定在 30%左右

图50: 公司配件板块仍有较大毛利率提升空间



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 盈利预测

预测公司 2024 年-2026 年营业总收入分别为 136.4/159.0/179.8 亿元，分别同增 29%/17%/13%，分业务方面：

1、工程机械主机：公司在工程机械主机业务持续稳健增长，在保持国内推土机龙头地位的同时快速拓展其他工程机械下游产品。**(1) 推土机：**公司系国内推土机龙头。2021-2023 年公司受国内工程机械行业整体下行影响，推土机板块收入微幅下滑。未来随着①国内：大规模设备更新政策持续推进+基建&采矿业需求稳健增长；②出口：中国对外采矿业投资拉动推土机出口需求上行，叠加公司自身大马力产品、集团渠道、集团供应链协同三大 α ，公司推土机业务有望再上新台阶。我们预计公司 2024-2026 年推土机业务实现收入 45.73/54.52/59.49 亿元，同比+34.4%/+19.2%/+9.1%，毛利率 34%/35.1%/35.1%。**(2) 挖掘机：**公司即将注入山重建机资产，挖机业务有望快速增长，预计 2024-2026 年实现挖掘机收入 24.2/32.4/42.3 亿元，同比+101.7%/+33.9%/+30.4%。**(3) 装载机、道路机械等其他主机：**凭借公司扎实的制造实力与集团渠道稳步扩张，预计 2024-2026 年实现收入 25.5/27.5/29.6 亿元，同比+19.6%/+7.8%/+7.7%。

2、配件：随着工程机械主机厂后市场建设不断加码，我们预计公司 2024-2026 年配件板块实现收入 30.2/33.3/36.6 亿元，同比+10%/+10%/+10%。

3、其他业务：预计 2024-2026 年实现收入 10.8/11.3/11.9 亿元，同比+5%/+5%/+5%。

图51: 山推股份营业收入拆分 (剔除内部交易后)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	91.60	99.97	105.41	136.42	158.97	179.81
yoy	29%	9%	5%	29%	17%	13%
毛利率	14.35%	14.69%	18.44%	18.68%	19.44%	19.05%
1、工程机械主机	56.56	62.19	67.66	95.41	114.40	131.34
yoy	12.4%	0.7%	3.2%	41.0%	19.9%	14.8%
毛利率	17.3%	19.2%	23.2%	22.5%	23.2%	22.5%
收入占比	61.7%	62.2%	64.2%	69.9%	72.0%	73.0%
2、配件	24.28	27.26	27.49	30.24	33.26	36.59
yoy	-22%	3%	-4%	10%	10%	10%
毛利率	9%	6%	9%	9%	9%	9%
收入占比	27%	27%	26%	22%	21%	20%
3、其他业务	10.76	10.52	10.26	10.77	11.31	11.88
yoy	6%	-10%	-8%	5%	5%	5%
毛利率	11%	11%	13%	12%	12%	12%
收入占比	12%	11%	10%	8%	7%	7%

数据来源: Wind, 公司官网, 东吴证券研究所预测

4.2. 投资建议

基于以上假设, 我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.6/13.9/15.4 亿元, 同比分别+38.5%/+30.8%/10.9%, 当前市值对应 PE 分别为 15/12/11 倍。我们选取同行业国内综合实力较强的三一重工、徐工机械、中联重科、柳工作为可比公司, 2024-2026 年行业 PE 均值分别为 17/13/10 倍。公司作为国内大型推土机龙头, 具有强大集团资源背景, 有望充分受益本轮工程机械行业周期上行, 首次覆盖给予“买入”评级。

图52: 可比公司估值表 (截至 2024 年 11 月 27 日收盘价)

2024/11/28		货币	收盘价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
代码	公司				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600031.SH	三一重工	CNY	17.36	1,471	45.3	62.8	84.9	113.2	32	23	17	13
000425.SZ	徐工机械	CNY	8.03	949	53.3	66.7	88.2	117.1	18	14	11	8
000157.SZ	中联重科	CNY	7.08	579	35.1	39.0	50.4	62.4	17	15	11	9
000528.SZ	柳工	CNY	11.29	224	8.7	15.7	19.8	27.3	26	14	11	8
行业均值									23	17	13	10
000680.SZ	山推股份	CNY	10.79	162	7.7	10.6	13.9	15.4	21	15	12	11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

5. 风险提示

- 1、行业竞争加剧：**公司虽为国内推土机龙头，但工程机械行业整体竞争依然激烈，逐渐恶化的价格竞争环境可能导致公司利润空间与市场份额被挤压；
- 2、政策推进不及预期：**国内财政货币政策、设备端以旧换新等政策推进不及预期可能影响工程机械下游需求；
- 3、国内需求不及预期：**国内推土机主要依靠基建与矿山推动，相关需求疲软可能导致公司推土机国内收入不及预期；
- 4、海外需求不及预期：**当前世界贸易保护主义抬头，贸易摩擦加剧，地缘政治频发，出海受阻或进度不及预期将对公司财务状况造成不利影响。

山推股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,192	9,972	14,497	14,599	营业总收入	10,541	13,642	15,897	17,981
货币资金及交易性金融资产	3,440	3,349	5,755	6,000	营业成本(含金融类)	8,597	11,094	12,808	14,556
经营性应收款项	4,065	3,408	5,261	4,568	税金及附加	59	75	88	99
存货	2,170	2,760	2,932	3,537	销售费用	365	477	556	629
合同资产	21	14	16	18	管理费用	390	505	556	611
其他流动资产	496	441	534	476	研发费用	458	587	668	737
非流动资产	3,235	3,190	3,244	3,393	财务费用	(5)	(7)	(8)	(9)
长期股权投资	513	513	513	513	加:其他收益	162	191	223	252
固定资产及使用权资产	1,320	1,386	1,445	1,547	投资净收益	45	68	79	90
在建工程	221	111	105	153	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	412	412	412	412	减值损失	(93)	0	0	0
商誉	12	12	12	12	资产处置收益	7	7	8	9
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	800	1,177	1,539	1,707
其他非流动资产	757	757	757	757	营业外净收支	7	9	12	12
资产总计	13,427	13,162	17,741	17,992	利润总额	808	1,185	1,551	1,719
流动负债	7,263	5,977	9,161	7,864	减:所得税	39	119	155	172
短期借款及一年内到期的非流动负债	719	719	719	719	净利润	768	1,067	1,396	1,547
经营性应付款项	5,678	4,183	7,201	5,737	减:少数股东损益	3	7	9	10
合同负债	446	333	384	437	归属母公司净利润	765	1,060	1,386	1,537
其他流动负债	420	742	857	972	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.71	0.92	1.02
非流动负债	301	301	301	301	EBIT	749	1,095	1,444	1,599
长期借款	50	50	50	50	EBITDA	951	1,140	1,490	1,650
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	18.44	18.68	19.44	19.05
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	7.26	7.77	8.72	8.55
其他非流动负债	250	250	250	250	收入增长率(%)	5.43	29.42	16.53	13.10
负债合计	7,564	6,278	9,461	8,165	归母净利润增长率(%)	21.16	38.46	30.83	10.86
归属母公司股东权益	5,571	6,585	7,971	9,508					
少数股东权益	292	299	308	319					
所有者权益合计	5,863	6,884	8,280	9,827					
负债和股东权益	13,427	13,162	17,741	17,992					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	349	(67)	2,469	396	每股净资产(元)	3.71	4.39	5.31	6.34
投资活动现金流	128	84	(1)	(89)	最新发行在外股份(百万股)	1,500	1,500	1,500	1,500
筹资活动现金流	(482)	(108)	(62)	(62)	ROIC(%)	11.25	13.80	15.56	14.65
现金净增加额	(20)	(91)	2,406	246	ROE-摊薄(%)	13.74	16.09	17.39	16.17
折旧和摊销	202	45	46	51	资产负债率(%)	56.34	47.70	53.33	45.38
资本开支	18	15	(80)	(179)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.15	15.28	11.68	10.53
营运资本变动	(699)	(1,157)	1,064	(1,153)	P/B (现价)	2.91	2.46	2.03	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>