山推股份(000680)

报告日期：2025 年 01 月 14 日

低估值高增长强α，挖掘机打开空间

——山推股份深度报告

投资要点

一、一句话逻辑：

工程机械低估值强阿尔法品种，推土机迈向全球，挖掘机打开空间；挖掘机发力有望驱动业绩增长及估值提升超预期。

二、行业β与公司α：

1、工程机械行业：反转逻辑加强，海外与国内共振

1）挖掘机：①内销拐点或已现，外销拐点或隐现。2024 年 12 月挖掘机总体销量 19369 台，同比增长 16%，4-12 月连续 9 个月同比正增长，其中国内销量 9312 台，同比增长 22.1%，3-12 月连续 10 个月同比正增长；出口销量 10057 台，同比增长 10.8%，8-12 月连续 5 个月同比正增长。

②挖掘机行业复苏三部曲：出口、内需、更新。出口方面，海外市占率有望持续提升；内需方面，宏观政策积极定调，房地产政策持续利好，内需预期有望边际改善；采矿、水利等有望提供内需增长动能；更新方面，按 8-10 年更新周期，预计 2024 年更新需求有望触底，未来有望周期上行。

2）推土机：①海外市场方面，大马力推土机出口高景气，新兴市场增长潜力大。2024 年 1-11 月大马力推土机（320 马力以上）累计出口数量 1215 台，同比增长 45%；累计出口金额 3.47 亿美元，同比增长 60%。非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等市场矿产资源丰富，大马力推土机增长潜力大。②国内市场方面，大马力推土机国产替代持续推进。

2、山推股份：推土机龙头迈向全球，挖掘机打开空间

1）挖掘机：挖掘机业务有望发力，打开市场空间、提升公司估值。2024 年 12 月 12 日晚，公司公告收购山重建机 100%股权交割完成。据中国工程机械工业协会数据，2024 年 1-9 月山重建机挖掘机市占率为 4.03%。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同业竞争问题。2023 年雷沃重工营业收入达 50 亿元。

2）推土机：大马力推土机出口与国产替代，有望助力盈利能力提升。公司推土机市占率全球第三，仅次于卡特、小松，同时为我国推土机龙头，2023 年公司推土机国内市占率超 70%。

3）降本控费：公司积极推进降本控费，有望助力盈利能力提升。2023 年公司实现降本 1.54 亿元。

三、超预期逻辑：

1、市场认为：①推土机行业市场空间相对有限；②市场担忧公司挖掘机业务能否做大做强。

2、我们认为：公司有望通过挖掘机业务发力，打开市场空间、提升公司估值。

1）1995 年，公司与日本小松合资成立小松山推，主营挖掘机，具有近 30 年的挖掘机研制经验。2022 年 1 月，公司减资退出小松山推，不再持有小松山推股权，并解除小松山推对于公司发展挖掘机业务的竞业限制。

2）2024 年 12 月 12 日晚，公司公告收购山重建机 100%股权交割完成。据中国工程机械工业协会数据，2024 年 1-9 月山重建机挖掘机市占率为 4.03%。

3）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。2023 年雷沃重工营业收入达 50 亿元。

公司挖掘机业务依托推土机销售渠道及山东重工集团平台优势和供应链优势，有望快速崛起。

投资评级：买入(维持)

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：王华君
执业证书号：S1230520080005
wanghuajun@stocke.com.cn

分析师：何家恺
执业证书号：S1230523080007
hejiakai@stocke.com.cn

研究助理：徐琛奇
xuchenqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥10.21
总市值(百万元)	15,318.34
总股本(百万股)	1,500.33

股票走势图

相关报告

1 《董事长等管理层变更，期待新一轮成长》 2024.12.19

2 《收购山重建机 100%股权交割完成，挖掘机业务将打开成长空间》 2024.12.12

3 《“挖”出新空间，“推”向新高度》 2024.12.03

1）黄金内核：“黄金内核”由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个研究中心协同，在潍柴发动机、林德液压件、山推传动件基础上专业匹配、改进、验证的动力传动系统总成，具有更省油、更高效、更可靠的独特优势。山推“黄金内核”系列产品：相同效率下，对标省油 10%~15%；相同油耗下，对标效率提高 15%以上；内核关键零部件三包期可延长至 5 年 1 万小时。同时，潍柴发动机具有高性价比和交付周期短等优势。

2）配件自制：公司的配件主要包括四轮一带、变速箱、变矩器、斗杆、动臂等。2023 年公司工程机械配件及其他收入为 27 亿元，收入占比达 26%。公司配件除公司内部配套以及满足公司产品后市场需求外，还向国内外各大工程机械主机厂配套。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表，公司配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。公司配件自制率相对较高，有望为公司提供成本优势。

3）渠道协同：公司挖掘机产品有望借助推土机等产品渠道实现销售，目前公司国内外销售渠道布局完善，产品远销海外 160 多个国家和地区，现已发展 160 余家海外代理商。同时，公司挖掘机有望借助山东重工集团旗下潍柴动力、中国重汽等渠道实现协同销售。

4）两端突破：公司有望加大对技术门槛较高的矿挖、大挖和微挖的投产与销售，实现产品结构优化、盈利能力提升。

四、催化剂：

1、挖掘机业务：挖掘机收入、销量、市占率超预期；山东重工集团推进雷沃重工、潍柴青岛与山推股份挖掘机同业竞争问题的解决。

2、推土机业务：大马力推土机销量超预期。

3、总体业务：公司业绩超预期。

五、盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.25 亿、14.51 亿、18.95 亿元，同比增长 34%、42%、31%（2024-2026 年 CAGR 为 36%），1 月 14 日收盘价对应 PE 分别为 15、11、8 倍，低于行业平均水平，且 2025 年 PE 估值处于相对低位。维持“买入”评级。

六、风险提示

基建、地产投资不及预期；海外贸易摩擦风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10541	14301	17494	21351
(+/-) (%)	5%	36%	22%	22%
归母净利润	765	1025	1451	1895
(+/-) (%)	21%	34%	42%	31%
每股收益(元)	0.51	0.68	0.97	1.26
P/E	20	15	11	8
ROE (%)	15%	19%	25%	25%

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 山推股份：“挖”出新空间，“推”向新高度 6
1.1 推土机龙头，挖掘机新星，主机+配件全面布局 6
1.2 山东重工集团旗下工程机械明珠，公司管理层生产经营经验丰富 8
1.3 2019-2023 年国外收入、营收、业绩 CAGR 为 51%、13%、92% 11
2 工程机械：反转逻辑加强，海外与国内共振 12
2.1 推土机：大马力推土机国产替代+出口，新兴市场增长潜力大 12
2.2 挖掘机：行业复苏三部曲——出口、内需、更新 17
3 山推股份：推土机龙头迈向全球，挖掘机打开空间 21
3.1 推土机：龙头地位稳固，大马力出口与国产替代提升盈利能力 21
3.2 挖掘机：业务蓄势待发，成长空间打开 22
3.3 矿山机械：积极推进矿山一体化方案，有望助力盈利能力提升 25
3.4 配件：推、挖、装三大系列产品，自制率高成本优势显著 26
3.5 降本控费：加大降本控费力度，助力盈利能力提升 27
4 超预期逻辑：挖掘机业务有望打开空间、提升估值 27
5 检验与催化 28
6 盈利预测与估值 29
6.1 关键假设与盈利预测 29
6.2 估值分析与投资建议 29
7 风险提示 30

图表目录

图 1： 产品矩阵：公司产品主要包括工程机械主机（推土机+挖掘机+装载机等）和配件两大业务板块 7
图 2： 2024H1 公司国外、国内收入占比分别为 56%、35% 7
图 3： 2024H1 公司国外、国内毛利率分别为 22%、10% 7
图 4： 股权架构：控股股东山东重工集团旗下工程机械平台（截至 2025 年 1 月 13 日） 8
图 5： 公司高管增持公司股份，彰显未来发展信心 10
图 6： 2019-2023 年公司国外收入、营收、业绩 CAGR 为 51%、13%、92% 12
图 7： 推土机产业链：下游主要应用于采矿、基建等领域 13
图 8： 2019 年我国推土机行业中山推市占率达 57% 13
图 9： 2022 年全球推土机市场销售额达 33.49 亿美元，预计 2022-2029 年 CAGR 为 2.8% 14
图 10： 全球 15 家主要矿企资本开支和主要金属价格走势正相关性较强 15
图 11： 金属矿石价格保持高位，有望支撑矿山资本开支高景气 15
图 12： 2023 年全球矿山机械市场规模达 1191 亿美元 16
图 13： 2023 年全球不同区域矿山机械份额 16
图 14： 2022 年全球铁矿储量分布：俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9% 16
图 15： 2022 年全球铜矿储量分布：智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5% 17
图 16： 11 月当月我国大马力推土机出口数量同比增长 206% 17
图 17： 11 月当月我国大马力推土机出口金额同比增长 205% 17
图 18： 挖掘机产业链：下游主要应用于基建、地产、农村建设、矿山及其他（市政、园林等）领域 18
图 19： 挖掘机总销量 4-12 月连续 9 个月同比正增长，内销 3-12 月连续 10 个月同比正增长，外销 8-12 月连续 5 个月同比正增长 18
图 20： 2024 年挖掘机累计出口销量占比达 50% 19
图 21： 1-11 月我国工程机械一带一路区域出口额同比增长 9.5% 19
图 22： 11 月当月我国挖掘机出口大部分区域实现同比增长 19
图 23： 实施更加积极有为的宏观政策，房地产政策持续利好，工程机械国内需求预期有望逐步改善 20
图 24： 1-11 月基建投资累计同比增长 9.4%，采矿业投资累计同比增长 10.3% 20
图 25： 2015 年为挖掘机上轮周期底点，预计 2024 年国内更新需求有望触底，未来有望周期上行 21
图 26： 山推股份“开山神推”：900 马力 SD90-C5 推土机 21
图 27： 大马力推土机占比提升推动公司工程机械主机产品毛利率提升 22
图 28： 2020 年募投项目高端大马力推土机产业化项目营业收入测算 22
图 29： 山重建机产品主要包括微挖、小挖、中挖、大挖、矿挖及新能源挖掘机 23
图 30： 2024 年前三季度山重建机营业收入为 24.26 亿元，归母净利润为 7506 万元 23
图 31： 山东重工集团旗下拥有潍柴动力、德国林德液压、德国凯傲、中国重汽、山推股份、雷沃重工等国内外著名品牌 24
图 32： 雷沃重工为潍柴集团六大核心业务板块之一，聚焦四大核心业务：挖掘机、装载机、宽体矿卡、挖掘装载机 25
图 33： 潍柴青岛股权架构：潍柴控股集团、潍柴雷沃智慧农业、潍柴动力各持股 45%、45%、10% 25
图 34： 山推股份矿山一体化解决方案：矿挖、矿卡、大推、装载机、平地机 26
图 35： 公司配件产品体系：已形成后市场“推、挖、装”三大系列配件产品 27
图 36： 可比公司估值表：2025 年山推股份 PE 估值为 11 倍，低于行业平均水平 30

表 1： 公司管理层：公司董事长、总经理、董事、财务总监等管理层变更 8
表 2： 限制性股票解除限售时间安排 10
表 3： 限制性股票的解除限售条件：公司业绩考核要求 11

表 4：限制性股票的解除限售条件：个人业绩考核要求 11
表附录：三大报表预测值 31

1 山推股份：“挖”出新空间，“推”向新高度

山东重工集团旗下：推土机龙头，挖掘机新星。山推股份成立于 1993 年，1997 年在深交所上市，是山东重工集团权属子公司，是全球建设机械制造商 50 强。目前公司形成了推土机、挖掘机、装载机、道路机械、混凝土机械等系列主机产品及工程机械零部件全面发展的完整产品链。目前公司产品远销海外 160 多个国家和地区，现已发展 160 余家海外代理商。

核心逻辑：工程机械低估值品种，推土机迈向全球，挖掘机打开空间。山东重工集团旗下，工程机械资产承诺 5 年内解决同业竞争问题。

1）**推土机龙头迈向全球：**公司推土机市占率全球第三，仅次于卡特、小松，同时为我国推土机龙头，2023 年公司推土机国内市占率超 70%。公司积极推进大马力推土机出口与国产替代，有望助力盈利能力提升。

2）**挖掘机打开空间：**挖掘机业务有望发力，打开市场空间、提升公司估值。2024 年 12 月 12 日晚，公司公告收购山重建机 100%股权交割完成。据中国工程机械工业协会数据，2024 年 1-9 月山重建机挖掘机市占率为 4.03%。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同业竞争问题。2023 年雷沃重工营业收入达 50 亿元。公司挖掘机有望凭借黄金内核（潍柴发动机+林德液压件+山推传动件）、配件自制、渠道协同（山推推土机渠道+集团潍柴动力、中国重汽渠道）和两端发力（矿挖、大挖和微挖）等优势及策略快速崛起。

3）**降本控费：**公司积极推进降本控费，有望助力盈利能力提升。2023 年公司实现降本 1.54 亿元。

盈利预测与估值：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.25 亿、14.51 亿、18.95 亿元，同比增长 34%、42%、31%（2024-2026 年 CAGR 为 36%），1 月 14 日收盘价对应 PE 分别为 15、11、8 倍，低于行业平均水平，且 2025 年 PE 估值处于相对低位。维持“买入”评级。

1.1 推土机龙头，挖掘机新星，主机+配件全面布局

工程机械主机和配件为公司两大主要板块。

1）**工程机械主机产品：**2023 年收入为 68 亿元；2024H1 收入占比 65%，毛利占比 76%，毛利率 20%。

工程机械主机产品主要以推土机、挖掘机、装载机、压路机、平地机、摊铺机、铣刨机、混凝土机械为主。

- **推土机：**推土机为公司核心产品。公司推土机市占率全球第三，仅次于卡特、小松；国内市占率连续多年始终保持 60%以上，2023 年山推国内推土机市占率超 70%。
- **挖掘机：**公司挖掘机业务有望打开成长空间。12 月 12 日晚，公司公告收购山重建机 100%股权交割完成。据中国工程机械工业协会数据，2024 年 1-9 月山重建机挖掘机市占率为 4.03%。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同业竞争问题。

2）工程机械配件及其他：2023 年收入为 27 亿元；2024H1 收入占比 26%，毛利占比 18%，毛利率 12%。

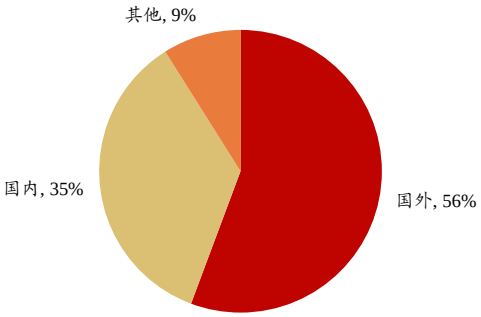
配件产品主要包括推土机、挖掘机、装载机、压路机、平地机等产品配件，包括四轮一带、变速箱、变矩器、斗杆、动臂等。公司已形成后市场推、挖、装三大系列配件产品。公司配件除公司内部配套以及满足公司产品后市场需求外，还向国内外各大工程机械主机厂配套。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表，公司配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。

图1： 产品矩阵：公司产品主要包括工程机械主机（推土机+挖掘机+装载机等）和配件两大业务板块

资料来源：Wind，公司公告、山推股份官网，山推 E 家商城，浙商证券研究所

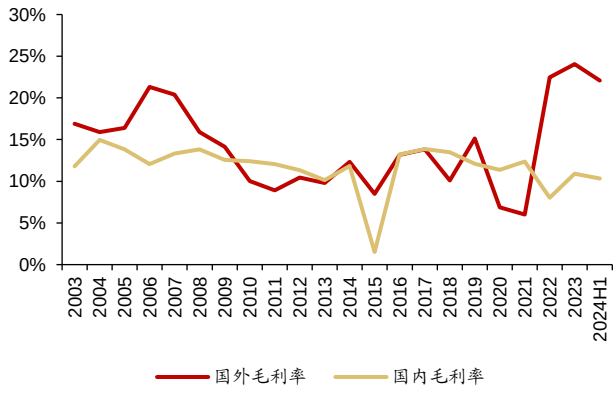
2024H1 公司国外收入占比达 56%，毛利率为 22%。2023 年公司国外、国内收入 59 亿、36 亿元，分别占营业收入的 56%、35%，分别同比变动+34%、-20%。2024H1 公司国外、国内收入 36 亿、23 亿元，分别占营业收入的 56%、35%，分别同比增长 44%、22%。公司国外毛利率高于国内，2024H1 公司国外、国内毛利率分别为 22%、10%。

图2： 2024H1 公司国外、国内收入占比分别为 56%、35%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3： 2024H1 公司国外、国内毛利率分别为 22%、10%

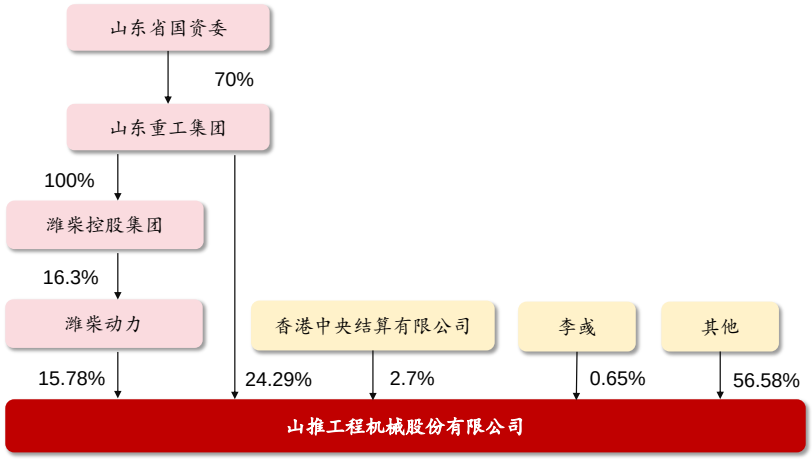


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 山东重工集团旗下工程机械明珠，公司管理层生产经营经验丰富

省属国有企业，山东重工集团为控股股东。截至 2025 年 1 月 13 日，公司实际控制人为山东省国资委，控股股东为山东重工集团，直接持股比例达 24.29%；潍柴动力为第二大股东，持股比例达 15.78%。

图4：股权架构：控股股东山东重工集团旗下工程机械平台（截至 2025 年 1 月 13 日）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司董事长、总经理、董事、财务总监等管理层变更，期待新一轮成长。

- 公司管理层多位领导曾于山东重工集团及其旗下公司任职，生产经营管理经验丰富。
- 公司于 2024 年 12 月 17 日召开的董事会会议审议通过，选举李士振先生为公司董事长，聘任张民先生为公司总经理，提名王翠萍女士为非独立董事候选人。2025 年 1 月 3 日晚，公司 2025 年第一次临时股东大会决议公告王翠萍女士当选为公司第十一届董事会非独立董事。2024 年 11 月 11 日晚，公司董事会会议决议公告，聘任曲洪坤女士为公司财务总监。
- 李士振先生曾于潍柴动力、中国重汽、临沂山重挖掘机（董事长、总经理）、山重建机（总经理）等公司任职。张民先生曾于山推股份、小松山推、山东重工集团等公司任职。王翠萍女士曾于山推股份、山东重工集团、中通客车等公司任职，现兼任潍柴动力财务总监等职务。曲洪坤女士曾于潍柴重机、潍柴控股集团、山东重工集团、中国重汽、潍柴动力、林德液压等公司任职，2021 年 6 月-2024 年 11 月担任潍柴动力财务总监职务。

表1：公司管理层：公司董事长、总经理、董事、财务总监等管理层变更

姓名	性别	年龄	职务	工作经历
李士振	男	44	党委书记、董事长、董事	2002 年 7 月参加工作，历任潍柴动力股份有限公司技术中心设计室主任、采购管理部部长助理、副部长，中国重汽/中国重汽(香港)公司采购中心主任，重汽(济南)传动轴有限公司党委书记、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，山推股份总经理等职；现任本公司党委书记、董事长、董事，山重建机有限公司党委书记、董事长。
张民	男	53	党委委员、党委副书记、副董事长、总经理	1995 年 7 月加入本公司，历任公司推土机事业部采购部副部长、金结工厂厂长、制造部部长、副总经理、总经理、党委书记，生产采购中心主任，山东山推工程机械进出口有限公司监事长，山推道路机械有限公司监事长，公司总经理助理、执行总监，山东彩桥驾驶

				室有限公司董事长、总经理，公司常务副总经理，山东山推机械有限公司总经理、董事、党委委员，山推铸钢有限公司董事，小松山推工程机械有限公司副董事长、董事，山重融资租赁有限公司董事，山东山推工程机械结构件有限公司董事长，山东山推工程机械进出口有限公司董事长，山东重工集团有限公司工程机械事业部副总经理、本公司党委书记、总经理，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、经理等职务。现任本公司党委委员、党委副书记、副董事长、总经理，山重建机有限公司党委副书记、副董事长、总经理等职务。
肖奇胜	男	54	董事	1994 年 7 月参加工作，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。现任本公司董事，潍柴动力股份有限公司副总经理，潍柴(山东)动力总成有限公司总经理、董事长，潍柴(青岛)智慧重工有限公司董事。
王翠萍	女	48	董事	历任本公司财务部部长助理、副部长，山东重工集团有限公司财务管理部副部长，山东重工集团财务有限公司财务总监、董事，中通客车股份有限公司财务负责人、董事会秘书等职务，现任潍柴动力股份有限公司财务总监等职，现任本公司董事。
曲洪坤	女	45	董事、财务总监	2005 年 7 月在潍坊柴油机厂参加工作，历任潍柴重机股份有限公司财务总监，潍柴控股集团有限公司财务部部长，山东重工集团有限公司财务管理部部长，中国重型汽车集团有限公司财务总监，中国重汽（香港）有限公司董事、财务总监，潍柴控股集团有限公司财务总监、董事，山东重工集团财务有限公司董事，扬州亚星客车股份有限公司董事，陕西法士特齿轮有限责任公司董事，潍柴（扬州）亚星汽车有限公司监事会主席，潍柴动力股份有限公司党委委员、财务总监兼财务运营管理部部长、价值工程总监，潍柴动力（香港）国际发展公司董事，潍柴动力（卢森堡）控股公司董事长、董事，潍柴国际（香港）能源集团有限公司董事，林德液压有限责任及两合公司顾问委员会委员，林德液压管理有限责任公司监事，山东潍柴进出口有限公司董事等职务。现任本公司董事、财务总监。
吕莹	男	63	独立董事	中国工程机械工业协会副秘书长，兼任北京天施华工国际会展有限公司（协会控股 60.01%）总经理，本公司独立董事。
陈爱华	男	40	独立董事	本公司独立董事，厦门国家会计学院教授、硕士生导师、财务会计与审计研究所所长，厦门市跨国企业会计学会常务理事，同时兼任福建漳州发展股份有限公司独立董事、北京零点有数数据科技股份有限公司独立董事、厦门燕之屋燕窝产业股份有限公司独立董事、金元证券股份有限公司独立董事。
潘林	女	40	独立董事	2012 年参加工作，曾任山东大学法学院师资博士后、讲师、副教授。现任山东大学法学院教授、博士生导师，兼任中国商业法研究会理事、最高人民检察院民事咨询专家、山东省法学会民商法学研究会常务理事、济南市法学会学术委员会委员、本公司独立董事。
唐国庆	男	54	监事会主席	1990 年 1 月在潍柴参加工作，2013 年 12 月加入本公司，历任潍柴动力财务部副部长，山东巨力公司财务总监、财务部部长，潍柴重机财务总监、财务管理部长，山东重工集团财务管理部部长、集团纪委委员，山重建机有限公司监事，山东锐驰机械有限公司监事，山推股份公司董事、副总经理、财务总监、党委委员，山东重工集团财务有限公司董事，山推投资有限公司董事，山推抚起机械有限公司董事，济宁市税务学会副会长，潍柴动力上海运营中心财务管理部部长，扬州亚星客车股份有限公司监事会主席，驻常州玻璃钢造船厂有限公司财务总监（正部级）等职务。现任本公司监事会主席，山东重工集团职工监事、审计部部长，中国重汽集团有限公司监事，山重建机监事。
王卫平	女	50	监事	1996 年 1 月加入本公司，历任公司审计部审计业务副经理、部长助理等职务。现任本公司监事，本公司审计法务部副部长（主持工作），纪委委员，山东山推工程机械结构件有限公司监事、山推（德州）工程机械有限公司监事、山推楚天工程机械有限公司监事。
孔祥田	男	56	职工监事	1992 年 7 月加入本公司，历任履带厂金加工车间副主任；山推股份金加工分厂副厂长、党支部副书记、书记；推土机事业部金加工工厂党支部书记、副厂长，管理党支部书记、制造部副部长，管理部副部长；推土机事业部分党委副书记、书记，工会主席；公司党群工作部副部长、部长、党支部书记、党委宣传部部长，公司纪委副书记，山推党校副校长（兼）、群工部部长、群工保卫党总支书记等职务。现任本公司职工监事，本公司党群工作部部长、党委统战部部长、党委宣传部部长、武装部部长、党总支书记，公司工会副主席，山东山推工程机械事业园有限公司监事。
黄亚军	男	50	副总经理、党委委员	2000 年 8 月加入本公司，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。现任本公司党委委员、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。
韩保辉	男	43	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。现任本公司党委委员、副总经理，营销总公司总经理（兼），山推乌兹公司董事长。
朱来锁	男	47	副总经理、党委委员、工会主席、安全总监	2000 年 8 月在山推股份参加工作，历任本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。现任本公司党委委员、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。
袁青	女	49	董事会秘书	2001 年 8 月加入本公司，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。现任本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。

注：公司管理层年龄更新至 2025 年 1 月 13 日；管理层职务为不完全统计。
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

高管增持公司股份，彰显未来发展信心。2024 年 7 月 26 日晚公司公告，公司现任董事长、董事李士振先生，副总经理黄亚军先生，副总经理韩保辉先生，副总经理朱来锁先生，董事会秘书袁青女士基于对公司长期投资的价值和未来发展前景的认可于 2024 年 7 月 26 日以自有或自筹资金合计增持公司股份 195,000 股，合计增持金额 1,312,357 元。

图5：公司高管增持公司股份，彰显未来发展信心

姓名	现任职务	增持前持股情况		本次增持情况			增持后持股情况	
		持股数量（股）	占公司总股本比例（%）	本次增持股数（股）	本次买入均价（元/股）	增持金额（元）	持股数量（股）	占公司总股本比例（%）
李士振	现任董事长、董事	0	0.0000%	50,000	6.702	335,103	50,000	0.0033%
黄亚军	副总经理	500,000	0.0333%	50,000	6.739	336,960	550,000	0.0367%
韩保辉	副总经理	0	0.0000%	50,000	6.770	338,500	50,000	0.0033%
朱来锁	副总经理	400,000	0.0267%	30,000	6.713	201,400	430,000	0.0287%
袁 青	董事会秘书	400,000	0.0267%	15,000	6.693	100,394	415,000	0.0277%
合 计		1,300,000	0.0866%	195,000	-	1,312,357	1,495,000	0.0996%

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2020 年发布限制性股权激励计划，激发员工活力。2020 年，公司推出限制性股权激励计划，以 2020 年 12 月 18 日为授予日，授予激励对象 2,527.00 万股限制性股票，包括高级管理人员、中层管理人员、业务骨干以及董事会认为需要激励的其他人员，授予价格为 1.81 元/股。

表2：限制性股票解除限售时间安排

解锁期	解锁时间	可解锁数量占限制性股票数量的比例
第一个解锁期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	34%
第二个解锁期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个解锁期	自授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	33%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表3：限制性股票的解除限售条件：公司业绩考核要求

解锁期	业绩考核目标
第一个解锁期	（1）以 2017-2019 年归母扣非净利润平均值为基数，公司 2021 年归母扣非净利润复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平；（2）以 2017-2019 年加权平均净资产收益率平均值为基数，公司 2021 年加权平均净资产收益率增长率不低于 30%，且不低于同行业平均业绩水平；（3）以 2017-2019 年营业收入平均值为基数，公司 2021 年营业收入复合增长率不低于 10%。
第二个解锁期	（1）以 2017-2019 年归母扣非净利润平均值为基数，公司 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平；（2）以 2017-2019 年加权平均净资产收益率平均值为基数，公司 2022 年加权平均净资产收益率增长率不低于 50%，且不低于同行业平均业绩水平；（3）以 2017-2019 年营业收入平均值为基数，公司 2022 年营业收入复合增长率不低于 10%。
第三个解锁期	（1）以 2017-2019 年归母扣非净利润平均值为基数，公司 2023 年归母扣非净利润复合增长率不低于 15%，且不低于同行业平均业绩水平；（2）以 2017-2019 年加权平均净资产收益率平均值为基数，公司 2023 年加权平均净资产收益率增长率不低于 65%，且不低于同行业平均业绩水平；（3）以 2017-2019 年营业收入平均值为基数，公司 2023 年营业收入复合增长率不低于 10%。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表4：限制性股票的解除限售条件：个人业绩考核要求

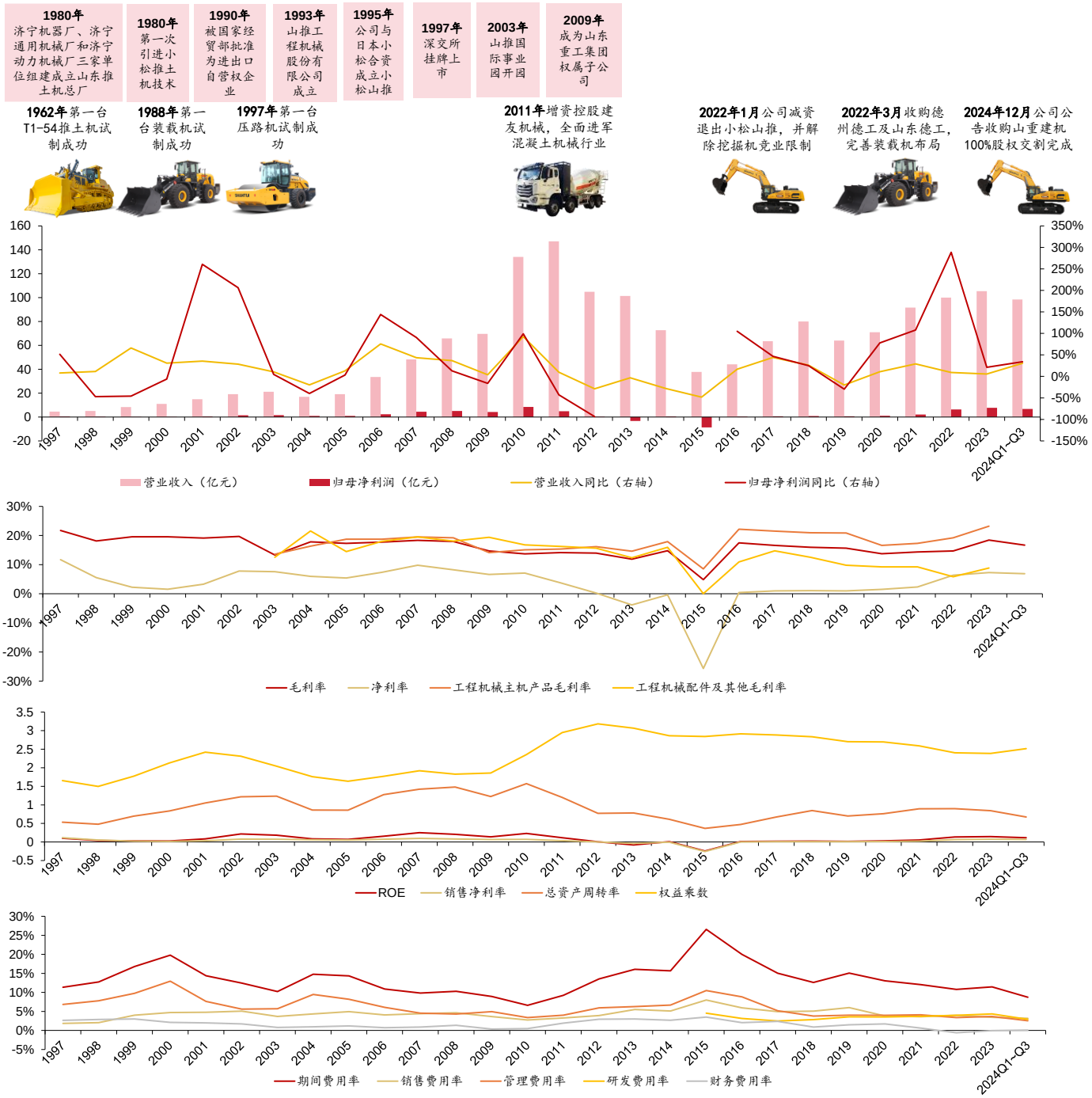
考核结果（S）	S≥90	90＞S≥80	80＞S≥70	S＜70
标准等级	优秀（A）	良好（B）	合格（C）	不合格（D）
标准系数	1.0	0.8	0.6	0

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 2019-2023 年国外收入、营收、业绩 CAGR 为 51%、13%、92%

- **业绩：**2019-2023 年，公司营收由 64 亿元增长至 105 亿元，CAGR=13%；归母净利润由 0.57 亿元增长至 7.65 亿元，CAGR=92%。2024 年前三季度公司营收达 98 亿元，同比增长 31%；归母净利润达 6.74 亿元，同比增长 34%。公司营收和利润快速增长主要系国外收入快速增长，2019-2023 年公司国外收入 CAGR=51%。
- **盈利能力：**2019-2023 年，公司 ROE（平均）由 2%增长至 15%，几何平均为 6%。2024 年前三季度，公司 ROE、毛利率、净利率分别为 12%、17%、6.9%。
- **期间费用：**2024 年前三季度公司期间费用率为 8.7%，同比下降 2.2pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.2%、2.5%、2.9%、0.1%，分别同比变动-0.2pct、-1.0pct、-1.4pct、+0.4pct，期间费用率下降主因公司持续推进降本控费。

图6： 2019-2023 年公司国外收入、营收、业绩 CAGR 为 51%、13%、92%



注：为保证数据的可比性和参考性，剔除 2013-2015 年波动较大的公司归母净利润同比增速。
资料来源：Wind，公司公告，公司微信公众号，公司官网，工程机械信息网，证券之星，浙商证券研究所

2 工程机械：反转逻辑加强，海外与国内共振

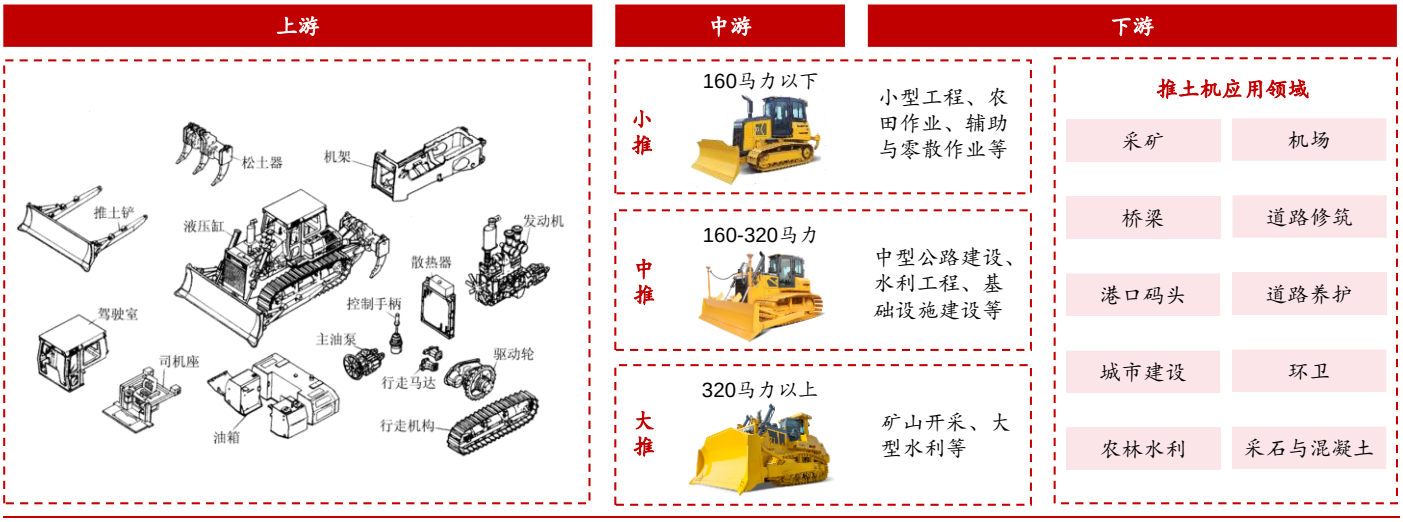
2.1 推土机：大马力推土机国产替代+出口，新兴市场增长潜力大

推土机主要用于土石方物料的开挖、运输、回填等作业。

- **上游：**原材料主要包括钢材、轴承、铸件和内燃机等；

- **中游：**推土机按马力可分为：小马力（160 马力以下），中马力（160-320 马力），大马力（320 马力以上）。小推主要应用于小型工程、农田作业、辅助与零散作业等领域。中推主要应用于中型公路建设、水利工程、基础设施建设等领域。大推主要用于大型露天煤矿、铁矿、铜矿以及石灰石矿等矿山、大型水利建设等领域。
- **下游：**主要应用于采矿、基建等领域。

图7： 推土机产业链：下游主要应用于采矿、基建等领域

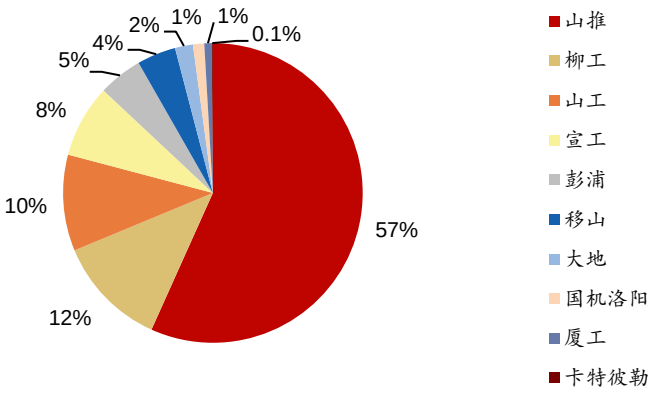


资料来源：公司官网，公司公告，中国工程机械商贸网，陕西黄推工程机械在线，浙商证券研究所整理

推土机行业技术门槛高，公司市占率全球第三（仅次于卡特、小松）、中国第一。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、零部件多、制造工艺复杂等特点，行业进入门槛较高。

- **全球来看**，目前主要有卡特彼勒、小松、山推股份、约翰迪尔、纽荷兰等五家有影响力的推土机制造商，公司是继卡特彼勒、小松之后又一个产品系列齐全、市场分布广泛的推土机制造商。
- **国内来看**，推土机行业集中度较高，前 6 名推土机厂商国内市占率近年始终保持在 95%以上。山推为推土机主导厂商，国内推土机市占率连续多年始终保持 60%以上，2023 年山推国内推土机市占率超 70%。

图8： 2019 年我国推土机行业中山推市占率达 57%



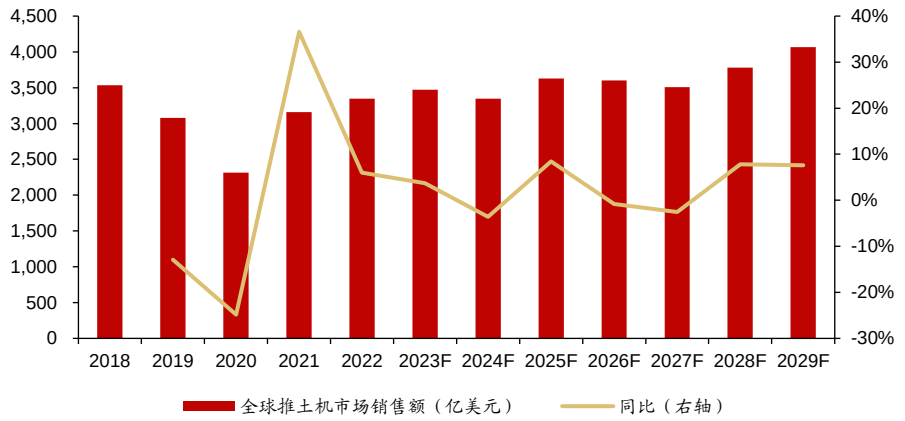
资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

全球推土机市场容量在 2.5-3 万台，大马力推土机容量约 1500-1800 台。

1）推土机：近几年推土机全球市场容量约 25,000-30,000 台，国内市场容量约 7,000 台。据 QYResearch，2022 年全球推土机市场销售额达 33.49 亿美元，预计 2029 年将达 40.68 亿美元，预计 2022-2029 年 CAGR 为 2.8%。

2）大马力推土机：据公司 2023 年 11 月 8 日投资者关系活动记录表，全球大马力产品的全球容量约 1,500-1,800 台。据 AEM 协会统计，自 2010 年以来，400 马力以上推土机年销售量平均在 1,000 台左右，其中 2012 年达至约 1,757 台，主要销售市场包括俄罗斯、澳大利亚、印度、印尼、加拿大、中国等。

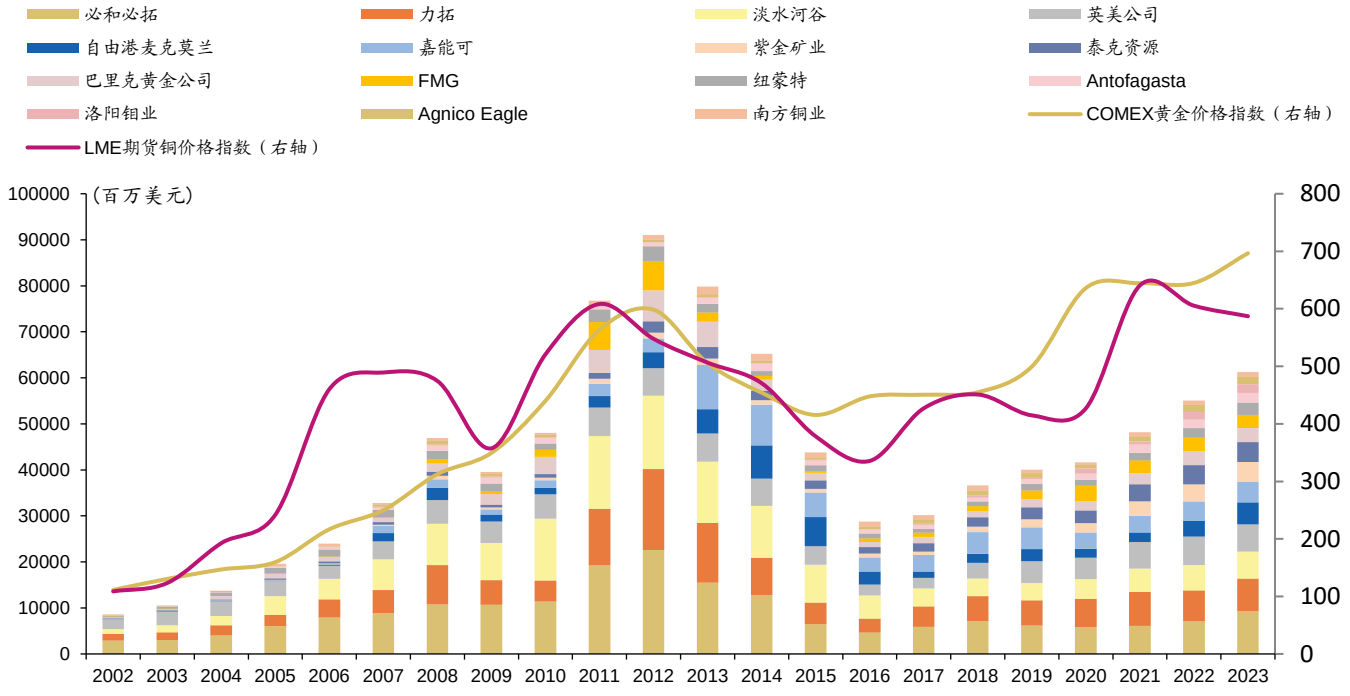
图9：2022 年全球推土机市场销售额达 33.49 亿美元，预计 2022-2029 年 CAGR 为 2.8%



资料来源：QYResearch，浙商证券研究所

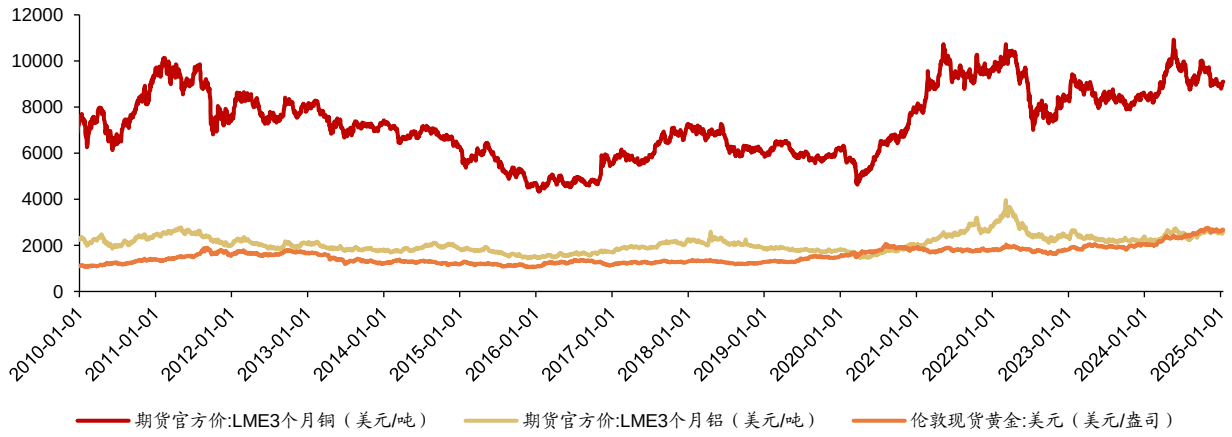
金属矿石价格保持高位，有望支撑矿山资本开支高景气。矿企资本开支和主要金属价格走势正相关性较强，具体来看：1）2002-2012 年，铜、金价格指数一路上升，在 2012 年左右分别达到各自的阶段高点，同一时期，15 家主要矿企的资本开支总额从 86 亿美元增长至 910 亿美元，CAGR=26.7%；2）2012-2016 年，金属价格指数开始下探，该时期内矿企的资本开支同步下探，2016 年金属价格跌至阶段低点，矿企资本开支总额也回落至 288 亿美元，2012-2016 年 CAGR=-25.0%；3）2016-2023 年，金属价格一路走高，矿企资本开支重新增长，2023 年矿企资本开支总额为 612 亿美元，2016-2023 年 CAGR=11.4%。目前铜、铝、金等矿石价格维持高位，有望支撑矿山资本开支高景气。

图10： 全球 15 家主要矿企资本开支和主要金属价格走势正相关性较强



注：金属价格以指数表示，以 2002 年年初价格作为基期，记为 100。
资料来源：Bloomberg，Wind，浙商证券研究所

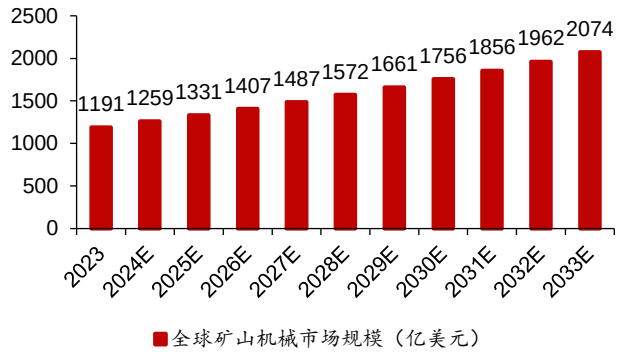
图11： 金属矿石价格保持高位，有望支撑矿山资本开支高景气



资料来源：Wind，浙商证券研究所

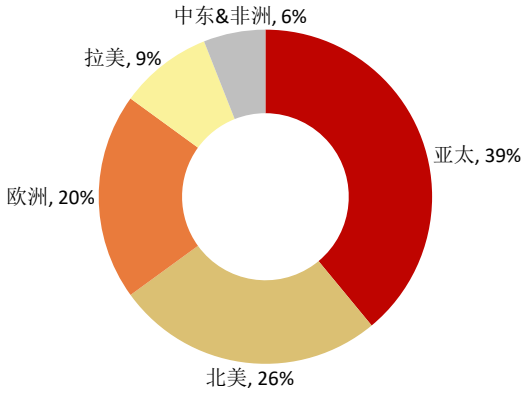
2023 年全球矿山机械市场规模为 1191 亿美元，预计 2033 年达到 2074 亿美元，CAGR=5.7%。据 Precedence Research 数据，2023 年全球矿山机械市场规模为 1191.2 亿美元，预计 2024 年将达 1259.1 亿美元，2033 年将达 2073.7 亿美元，预计 2023-2033 年 CAGR=5.7%。分区域来看，2023 年亚太地区矿山机械占全球市场份额的 39%、北美地区占比为 26%、欧洲地区占比为 20%、拉美地区占比为 9%、中东&非洲占比为 6%。

图12： 2023 年全球矿山机械市场规模达 1191 亿美元



资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

图13： 2023 年全球不同区域矿山机械份额



资料来源：Precedence Research，浙商证券研究所

新兴市场矿山资源丰富，大马力推土机增长潜力大。截至 2020 年底，全球已探明煤炭储量中美国、俄罗斯、澳大利亚、中国、印度分别占 23%、15%、14%、13%、10%。2022 年全球铁矿储量中俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9%。2022 年全球铜矿储量中智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5%。非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等市场矿产资源丰富，大马力推土机增长潜力大。

图14： 2022 年全球铁矿储量分布：俄罗斯、巴西、澳大利亚、加拿大、中国分别占 21%、19%、13%、10%、9%

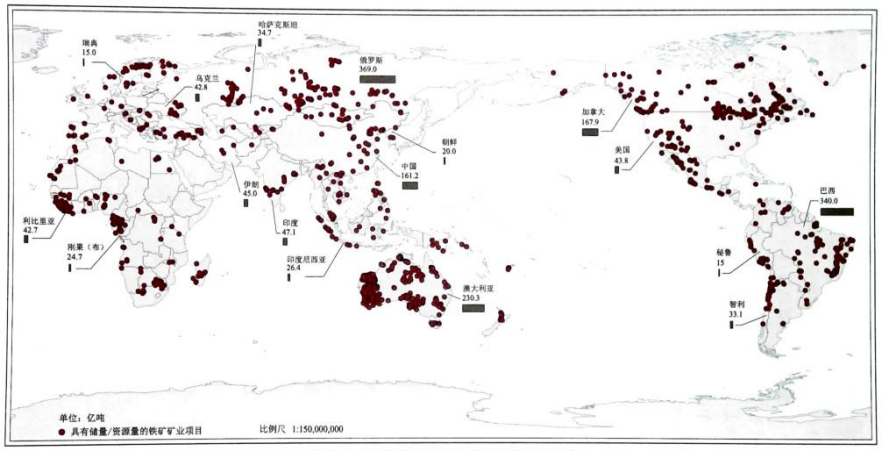


图1-1 全球铁矿高级项目及主要国家储量分布
（2022年，储量：铁矿石，亿吨）

表 1-1 2022 年全球铁矿储量的国家分布

排名	国别	储量（矿石量，亿吨）	全球占比（%）
1	俄罗斯	369.0[2]	20.95
2	巴西	340.0[2]	19.30
3	澳大利亚	230.3[2]	13.08
4	加拿大	167.9	9.53
5	中国	161.2	9.15
6	印度	47.1[2]	2.67
7	伊朗	45.0[2]	2.56
8	美国	43.8	2.49
9	乌克兰	42.8	2.43
10	利比里亚	42.7	2.43
11	哈萨克斯坦	34.7[2]	1.97
12	智利	33.1	1.88
13	印度尼西亚	26.4[2]	1.50
14	刚果（布）	24.7	1.40
15	朝鲜	20.0[2]	1.13
16	瑞典	15.0	0.85
17	秘鲁	15.0	0.85
18	其他	102.7	5.83
	合计	1,761.3	100.00

资料来源：《全球矿产资源储量评估报告（2024 年）》，浙商证券研究所

图15： 2022 年全球铜矿储量分布：智利、秘鲁、俄罗斯、美国、墨西哥分别占 26%、11%、8%、7%、5%

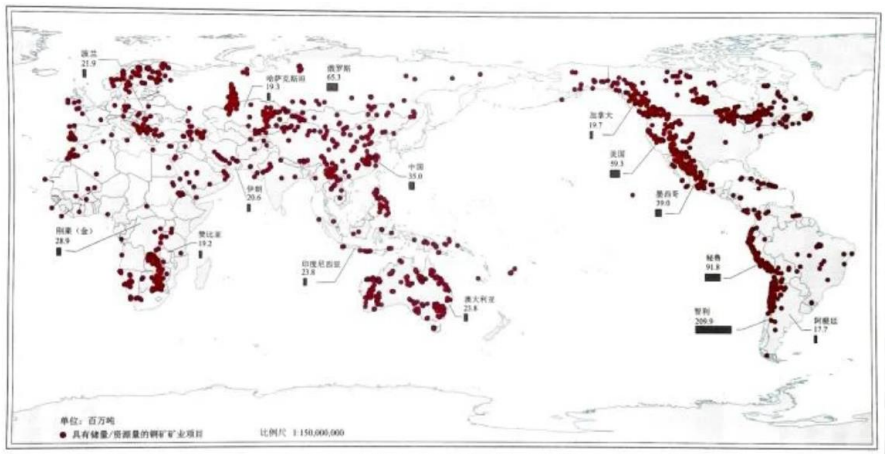


图6-1 全球铜矿矿高级项目及主要国家储量分布
（2022年，储量：铜金属量，百万吨）

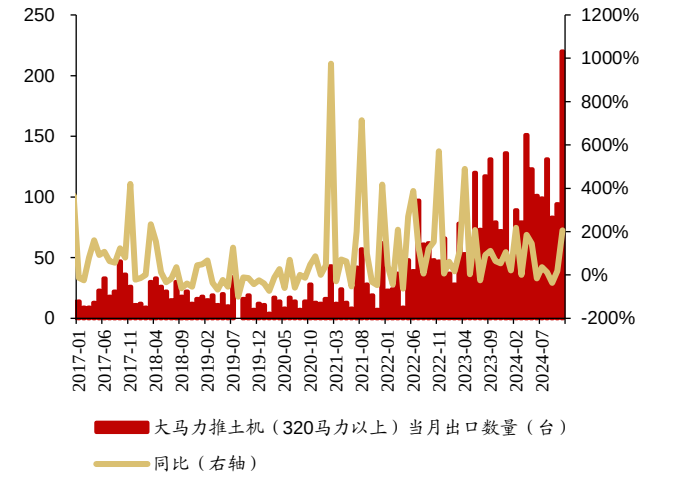
表 6-1 2022 年全球铜矿储量的国家分布

排名	国家	储量（金属量，万吨）	全球占比（%）
1	智利	20,995[①]	25.90
2	秘鲁	9,178[①]	11.32
3	俄罗斯	6,529[①]	8.05
4	美国	5,925[①]	7.31
5	墨西哥	3,898[①]	4.81
6	中国	3,495	4.31
7	刚果（金）	2,891[①]	3.57
8	澳大利亚	2,381[①]	2.94
9	印度尼西亚	2,378[①]	2.93
10	波兰	2,190	2.70
11	伊朗	2,060	2.54
12	加拿大	1,972	2.43
13	哈萨克斯坦	1,929[①]	2.38
14	赞比亚	1,915	2.36
15	阿根廷	1,773	2.19
16	其他	11,564	14.26
	合计	81,072	100.00

资料来源：《全球矿产资源储量评估报告（2024 年）》，浙商证券研究所

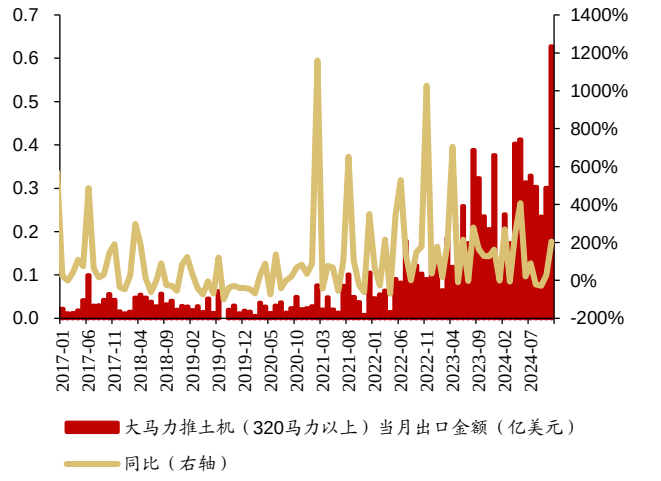
大马力推土机出口保持高速增长。2024 年 1-11 月大马力推土机（320 马力以上）累计出口数量 1215 台，同比增长 45%，其中 11 月当月出口数量 220 台，同比增长 206%。1-11 月大马力推土机（320 马力以上）累计出口金额 3.47 亿美元，同比增长 60%，其中 11 月当月出口金额 0.63 亿美元，同比增长 205%。

图16： 11 月当月我国大马力推土机出口数量同比增长 206%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17： 11 月当月我国大马力推土机出口金额同比增长 205%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

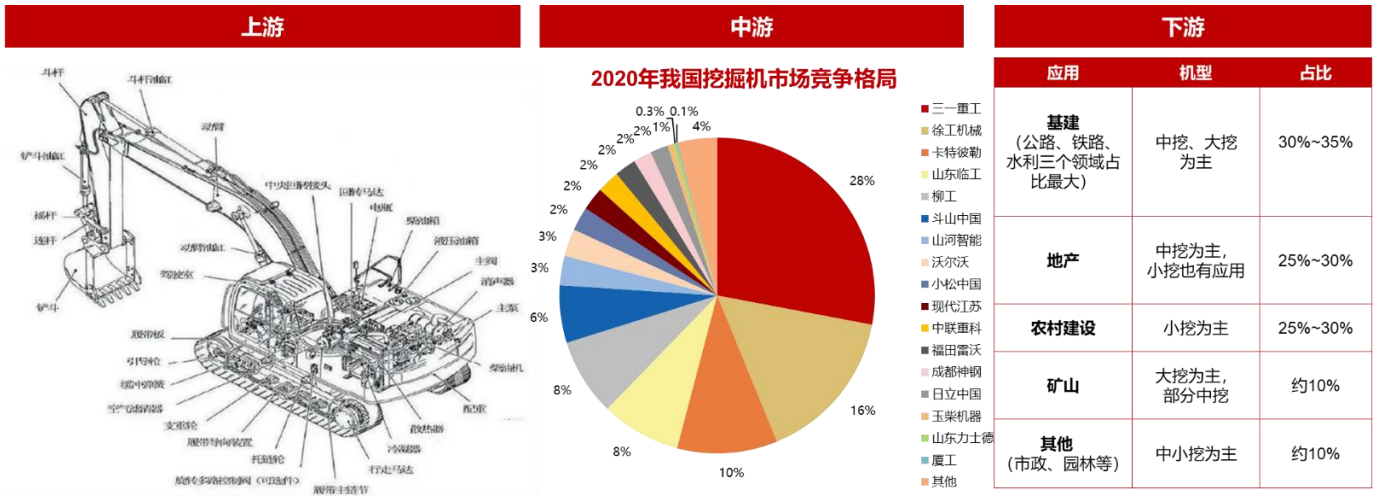
2.2 挖掘机：行业复苏三部曲——出口、内需、更新

挖掘机：是用铲斗挖掘高于或低于承机面的物料，并装入运输车辆或卸至堆料场的土方机械。

- **上游：**从生产成本来看，据中商情报网（2020 年），核心零部件（包括发动机、液压系统等）、钢材、其他零部件、制造成本在生产成本中占比达 45%、20%、27%、8%。

- **中游：**2020 年我国挖掘机市场中三一重工、徐工机械、卡特彼勒、柳工、小松中国、中联重科、福田雷沃市占率分别达 28.0%、15.8%、10.3%、7.9%、2.5%、2.3%、2.2%。
- **下游：**据中国工程机械工业协会、界面新闻与数据线（2021 年报道），基建、地产、农村建设、矿山及其他（市政、园林等）应用领域占比分别为 30%~35%、25%~30%、25%~30%、约 10%、约 10%。

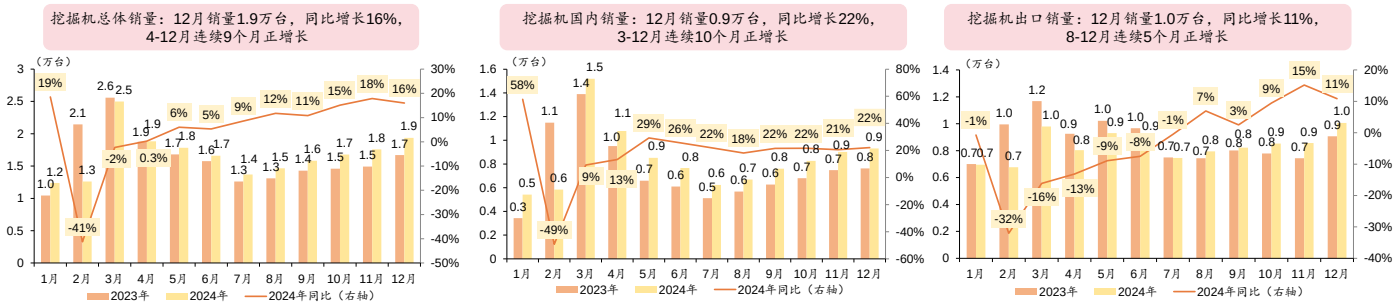
图18： 挖掘机产业链：下游主要应用于基建、地产、农村建设、矿山及其他（市政、园林等）领域



资料来源：华经产业研究院，中国工程机械工业协会，界面新闻，数据线，合肥岩磅二手挖机市场等，浙商证券研究所

挖掘机：行业反转逻辑加强，内销拐点或已现，外销拐点或隐现。2024 年 12 月挖掘机总体销量 19369 台，同比增长 16%，4-12 月连续 9 个月同比正增长，其中 12 月国内销量 9312 台，同比增长 22.1%，3-12 月连续 10 个月同比正增长，受益于新一轮集中换新周期到来，地产宽松政策效果逐步显现、国家大规模换新政策催化作用显现等因素影响，国内市场有望进入新一轮增长周期；12 月出口销量 10057 台，同比增长 10.8%，8-12 月连续 5 个月同比正增长，主要受益于国产品牌去库存逐渐完成、2023 年同期低基数、海外部分地区需求温和复苏，出口市场向好。工程机械反转逻辑加强，内销拐点或已现，外销拐点或隐现，我们预计挖掘机内销正增长趋势有望延续，外销存在继续正增长的概率。

图19： 挖掘机总销量 4-12 月连续 9 个月同比正增长，内销 3-12 月连续 10 个月同比正增长，外销 8-12 月连续 5 个月同比正增长

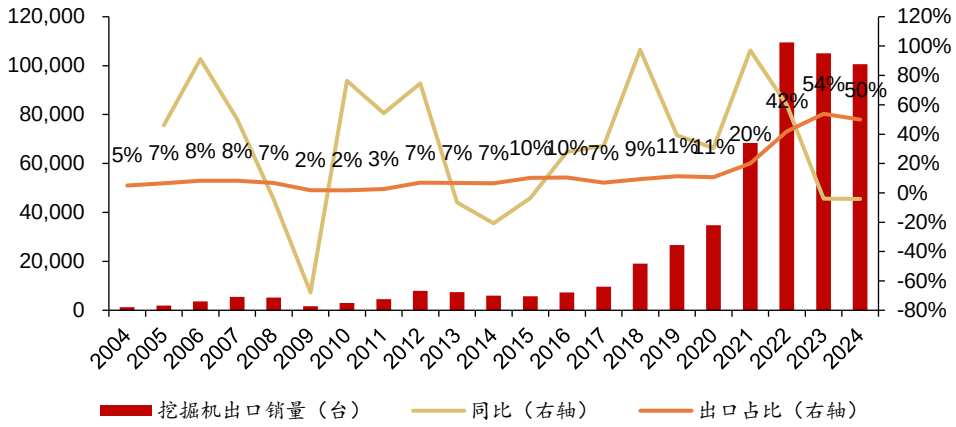


资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，浙商证券研究所

出口：全球化持续推进，海外市占率有望不断提升

■ **挖掘机外销拐点或已现，海外市占率提升空间大。**中国工程机械行业是全球优势产业，有望从进口替代逐步走向供应全球，龙头厂商海外市占率有望持续提升。据 KHL，2023 年全球 Top50 工程机械制造商总销售额为 2434 亿美元，其中我国 Top5 厂商全球市占率为 14.1%，未来提升空间大。

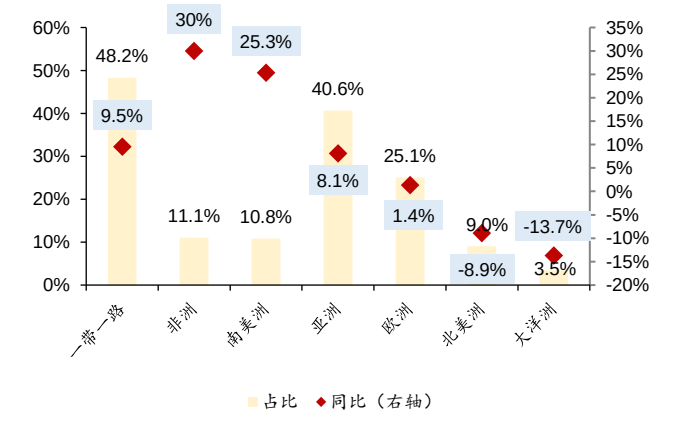
图20： 2024 年挖掘机累计出口销量占比达 50%



资料来源：Wind，中国工程机械工业协会，浙商证券研究所

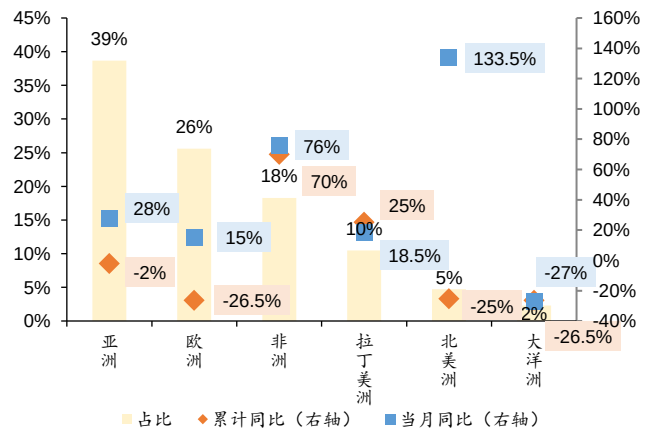
■ **“一带一路”、欧美区域有望接力成长。**“一带一路”国家步入工业化和城镇化时期，有望提供出口增量空间；欧美市场为长期潜力发展区域。据中国工程机械工业协会，2024 年 1-11 月我国工程机械出口“一带一路”沿线国家和地区合计 230.59 亿美元，同比增长 9.52%，占 48.22%；出口非洲 52.9 亿美元，同比增长 30%，占 11.06%；出口南美洲 51.62 亿美元，同比增长 25.3%，占 10.8%；出口亚洲 194.26 亿美元，同比增长 8.1%，占 40.63%；出口欧洲 119.8 亿美元，同比增长 1.35%，2024 年以来首次出现增长，占 25.05%；出口北美洲 43.11 亿美元，同比下降 8.94%，占 9.02%；出口大洋洲 16.48 亿美元，同比下降 13.7%，占 3.45%。

图21： 1-11 月我国工程机械一带一路区域出口额同比增长 9.5%



资料来源：中国工程机械工业协会，浙商证券研究所

图22： 11 月当月我国挖掘机出口大部分区域实现同比增长



资料来源：中国机电产品进出口商会，浙商证券研究所

国内：工程机械行业国内周期有望筑底向上，更新周期有望启动

■ **内需：实施更加积极有为的宏观政策，国内需求预期有望逐步改善。**9 月 24 日，央行宣布降准、降息、降存量房贷利率等相关政策。9 月 26 日，政治局召开会议强调要促进房地产市场止跌回稳。中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，会议强调实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市。12 月 11 日至 12 日，中央经济工作会议在北京举行，习近平总书记出席会议并发表重要讲话，会议提出要实施更加积极的财政政策，要实施适度宽松的货币政策，要打好政策“组合拳”。宏观政策积极定调，地产政策持续利好，内需预期有望边际改善。同时，采矿业投资高增、水利建设等有望提供内需增长动能。

图23： 实施更加积极有为的宏观政策，房地产政策持续利好，工程机械国内需求预期有望逐步改善

9月24日	央行	宣布**降准、降息、降存量房贷利率**等政策。
9月26日	中共中央政治局	要促进房地产市场**止跌回稳。**
9月29日	中国人民银行会同金融监管总局	出台**四项金融支持房地产政策**，包括完善商业性个人住房贷款利率定价机制、优化个人住房贷款最低首付款比例、优化保障性住房再贷款、延长部分房地产金融政策期限。
10月12日	财政部	叠加运用地方政府**专项债券、专项资金、税收政策**等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。 拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持**地方化解债务**风险。
10月17日	住建部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况，提出**房地产市场政策“组合拳”**：四个取消、四个降低、两个增加。
11月8日	财政部	从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额，**直接增加地方化债资源10万亿元。**
12月9日	中共中央政治局	实施**更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市**。实施**更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策**。
12月11日-12月12日	中央经济工作会议	实施**更加积极的财政政策**，要实施**适度宽松的货币政策**，要打好**政策“组合拳”**。

注：以上政策为不完全统计。
资料来源：中国政府网，新华社，中国新闻网，澎湃新闻等，浙商证券研究所

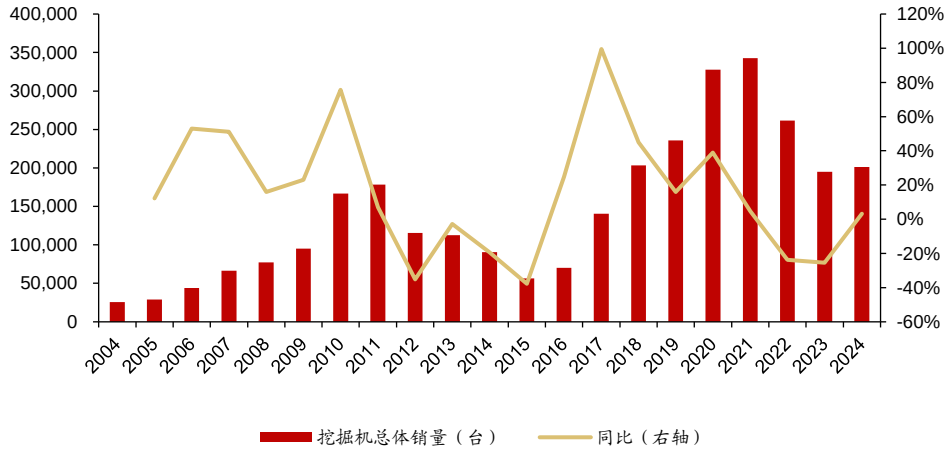
图24： 1-11 月基建投资累计同比增长 9.4%，采矿业投资累计同比增长 10.3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

■ **更新：国内周期有望筑底向上，期待更新周期启动。**2015 年为挖掘机上轮周期底点，按 8-10 年为更新周期测算，预计 2024 年国内更新需求有望触底，未来有望

周期上行。中央推动大规模设备更新有望促进工程机械设备更新换代，推动老旧“国一”、“国二”机型出清，加速存量“国三”切“国四”进程。

图25： 2015 年为挖掘机上轮周期底点，预计 2024 年国内更新需求有望触底，未来有望周期上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 山推股份：推土机龙头迈向全球，挖掘机打开空间

3.1 推土机：龙头地位稳固，大马力出口与国产替代提升盈利能力

2023 年公司推土机国内市占率超 70%，产业链自主配套能力强。公司推土机国内市占率连续多年始终保持 60%以上，2023 年公司实现推土机销售 675 台，国内市占率超 70%。公司拥有国际一流的推土机研发和生产能力，推土机产品从 80 马力到 900 马力，涵盖机械、液力、全液压和电动，具有行业内最完善的产品系列。SD90-C5 履带式推土机（900 马力大推）产品整体技术达到国际先进水平。公司拥有完整产业链资源，拥有履带底盘、轮系、结构件、驾驶室、传动、液压系统等完善的零部件配套能力，所有核心部件均自我配套。同时，公司推土机营销和服务网络行业领先，产品口碑和市场影响力超过同行。

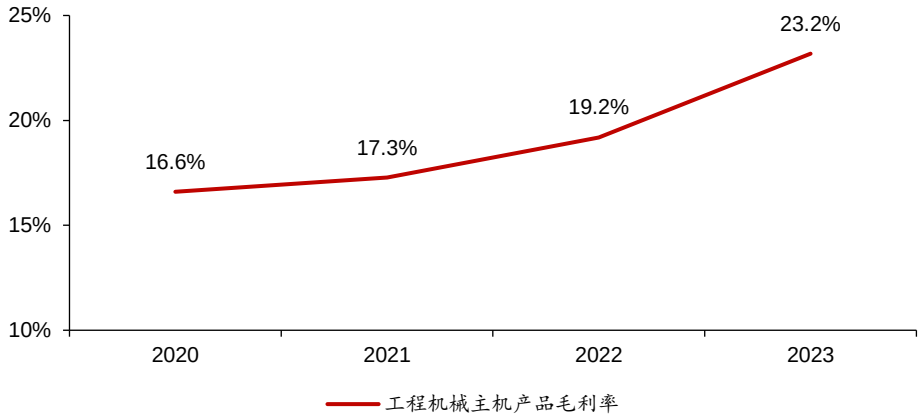
图26： 山推股份“开山神推”：900 马力 SD90-C5 推土机

资料来源：21sun 工程机械商贸网，今日工程机械，浙商证券研究所

大马力推土机出口+国产替代持续推进，有望助力盈利能力提升。公司调整产品结构，加速向高利润、高附加值的大吨位产品转型，积极推进大马力产品出口与国产替代。

2023 年 12 月 18 日，山推 6 台 SD90-C5 大马力推土机中标中煤平朔集团项目。目前公司大马力推土机已经实现了核心技术的完全自主，一级零部件的国产化率超过 99.7%。2020 年 1-9 月公司大马力推土机综合毛利率达 33.63%，高于公司推土机综合毛利率 26.15%。未来随着高毛利率大马力推土机占比的提升，有望促进公司盈利能力的提升。

图27： 大马力推土机占比提升推动公司工程机械主机产品毛利率提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

大推定向募投项目释放产能，预计达产后项目产能可达 300 台。2020 年公司定向募投项目高端大马力推土机产业化项目，项目投资额在 4.89 亿元。2020 年公司大马力推土机年产量在 10 台左右，募投项目达产后预计高端大马力推土机产业化项目可达年产 300 台。2023 年、2024H1 公司高端大马力推土机产业化项目分别实现收益 2.39 亿元、1.03 亿元。

图28： 2020 年募投项目高端大马力推土机产业化项目营业收入测算

型号	T+1		T+2		T+3		T+4		T+5		T+6		T+7-T+12	
	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）	销量（台）	收入（万元）
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

资料来源：《山推股份:公司与中泰证券股份有限公司关于公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复》（2021 年 1 月），浙商证券研究所

3.2 挖掘机：业务蓄势待发，成长空间打开

山重建机：收购山重建机 100%股权交割完成，挖掘机业务蓄势待发

- **山重建机主导产品为山推系列液压挖掘机，2024 年 1-9 月市占率为 4%。**12 月 12 日晚，公司发布关于收购山重建机 100%股权交割完成的公告。山重建机成立于 1999 年，是集研发、生产、销售于一体的专业液压挖掘机制造商，产品主要包括微挖（T＜4.5t）、小挖（4.5t≤T＜20t）、中挖（20t≤T＜30t）、大挖（30t≤T≤50t）、矿挖（T≥55t）以及新能源挖掘机，形成 1.2 吨-125 吨挖掘机整机产品序列。目前拥有临沂、济宁两个生产基地，具备 2 万台挖掘机的生产能力。据中国工程机械工业协会数据，山重建机 2024 年 1-9 月挖掘机市占率为 4.03%。

图29： 山重建机产品主要包括微挖、小挖、中挖、大挖、矿挖及新能源挖掘机

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- **业绩承诺：2024、2025、2026 年山重建机扣非归母净利润不低于 0.8、1.3、1.7 亿元。**2024 年前三季度合并报表山重建机营业收入为 24.26 亿元，归母净利润为 7505.50 万元。山重工程对于交割完成后三个年度，即 2024 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日（简称“业绩承诺期”）山重建机实现的净利润（扣非归母净利润）承诺分别不低于 8,621.31 万元、12,590.50 万元及 16,740.89 万元，累计不低于 37,952.71 万元。

图30： 2024 年前三季度山重建机营业收入为 24.26 亿元，归母净利润为 7506 万元

山东重工集团财务情况

（亿元）	2023年
资产总额	4,533.08
负债总额	2,999.71
资产负债率（据公告数据计算）	66%
归属于母公司所有者权益合计	1,533.37
营业总收入	3,171.63
净利润	182.42
净利率（据公告数据计算）	5.8%

山重建机财务情况

	合并财务报表		母公司财务报表	
	2023年	2024年前三季度	2023年	2024年前三季度
资产总额（亿元）	23.83	30.25	23.86	26.11
应收账款（亿元）	2.30	5.74	1.55	3.85
负债总额（亿元）	17.22	22.86	15.84	17.11
归属于母公司所有者权益（亿元）	6.62	7.39	8.02	9.00
营业收入（亿元）	24.09	24.26	15.29	15.72
营业利润（亿元）	0.49	0.91	0.02	0.96
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4322.90	7505.50	303.57	9624.20
归母净利率（据公告数据计算）	1.8%	3.1%	0.2%	6.1%
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.40	-0.01	0.38	0.03

交易完成前后，山推股份合并报表主要财务数据变动情况

	2023年		2024年前三季度	
	本次交易前	本次交易后（备考）	本次交易前	本次交易后（备考）
总资产（亿元）	134.27	156.09	157.63	181.56
总负债（亿元）	75.64	109.51	94.32	130.53
归属于母公司股东的所有者权益（亿元）	55.71	43.67	60.35	48.07
营业收入（亿元）	105.41	113.64	98.36	102.46
归属于母公司股东的净利润（亿元）	7.65	7.83	6.74	7.25
归母净利率（据公告数据计算）	7.3%	6.9%	6.9%	7.1%
基本每股收益（元/股）	0.51	0.52	0.45	0.48
加权平均净资产收益率	14.7%	18.8%	11.6%	15.7%

山重建机现金流量折现法未来收益测算

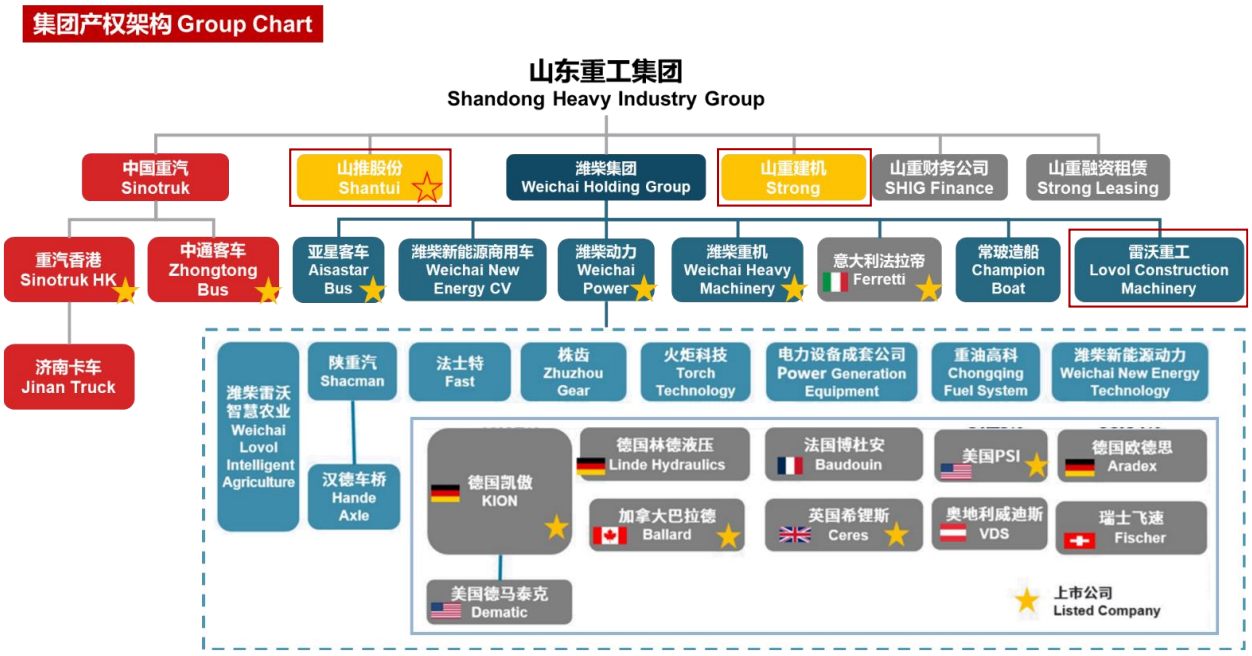
（亿元）	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
营业收入	24.09	26.66	30.48	34.32	38.45	43.07
同比（计算）		11%	14%	13%	12%	12%
营业成本		22.41	25.51	28.61	31.94	35.66
毛利率（计算）		15.9%	16.3%	16.6%	16.9%	17.2%
营业利润	0.49	0.90	1.30	1.83	2.49	3.06
同比（计算）		81%	45%	41%	36%	23%
净利润		0.86	1.26	1.67	2.25	2.76
同比（计算）			46%	33%	35%	22%
净利率（计算）		3.2%	4.1%	4.9%	5.9%	6.4%
自由现金流量		-0.65	0.68	1.16	1.02	2.02

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

山东重工集团承诺 5 年内解决雷沃工程机械、潍柴青岛同业竞争问题。收购山重建机后，公司将与控股股东山东重工集团下属的雷沃重工集团有限公司（简称“雷沃工程机械”）、潍柴（青岛）智慧重工有限公司（简称“潍柴青岛”）在挖掘机业务层面存在同业竞争情形。为避免同业竞争，2024 年 11 月 10 日山东重工集团出具了《关于避免同业竞争的承诺函》，具体内容包括：自本承诺函生效之日起 5 年内，**采取包括但不限于业务调整、资产重组等措施**，解决本次收购完成后雷沃工程机械、潍柴青岛与山推股份挖掘机业务存在

的同业竞争情形。据山东重工集团官网，2023 年雷沃工程机械营业收入达 50 亿元，整机销量达 1.1 万台。

图31： 山东重工集团旗下拥有潍柴动力、德国林德液压、德国凯傲、中国重汽、山推股份、雷沃重工等国内外著名品牌



资料来源：山东重工集团官网，浙商证券研究所

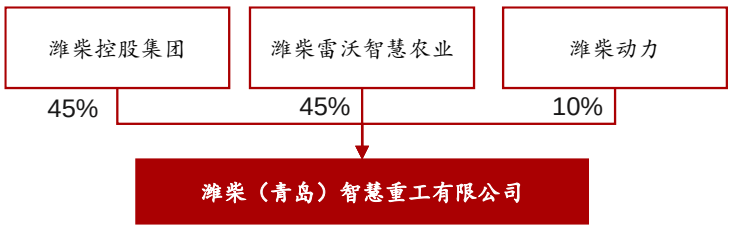
雷沃重工：潍柴控股集团全资子公司，主要产品包括挖掘机、装载机及宽体矿卡等。雷沃重工成立于 2004 年，是维柴控股集团旗下国有全资子公司。雷沃重工主营业务涵盖挖掘机、装载机、宽体矿卡、挖掘装载机四大核心业务。挖掘机、装载机、挖掘装载机的研发、生产、销售位于青岛，现占地 900 余亩；宽体矿卡的研发、生产位于江苏扬州，占地面积 300 余亩。目前公司可为客户提供 200 吨及以下挖掘机、160T 及以下宽体矿卡、12T 及以下轮式装载机等场景解决方案。雷沃重工依托潍柴集团高端非道路全系列发动机、液压动力总成、黄金产业链（潍柴发动机+法士特变速器+汉德车桥）等核心产业资源，建立核心竞争优势。据山东重工集团官网，2023 年雷沃工程机械营业收入达 50 亿元，整机销量达 1.1 万台。据雷沃重工官网，目前雷沃重工布局有 300 余个销售渠道，180 余家工程机械经销商，60 余家海外经销商，产品销往 120 余个国家地区。

图32：雷沃重工为潍柴集团六大核心业务板块之一，聚焦四大核心业务：挖掘机、装载机、宽体矿卡、挖掘装载机

资料来源：雷沃重工官网，浙商证券研究所

潍柴青岛将聚焦挖掘机、宽体矿卡两大业务。潍柴（青岛）智慧重工有限公司成立于2022年，将聚焦挖掘机、宽体矿卡两大核心战略业务，未来同步考虑旋挖钻机、潜孔钻机、刚性矿卡等新业务孵化。2022年9月，青岛市政府与山东重工集团签署战略合作协议，青岛西海岸新区与潍柴集团签订潍柴（青岛）智慧重工智造中心项目合作协议。据大众日报，潍柴（青岛）智慧重工智造中心项目总投资100亿元，占地469亩，主要建设大型挖掘机制造中心，厂房主要功能为生产大中型挖掘机，达产后年产各类大型高端智能挖掘机、矿机2.3万台，将打造国内领先、国际一流的“灯塔工厂”。

图33：潍柴青岛股权架构：潍柴控股集团、潍柴雷沃智慧农业、潍柴动力各持股45%、45%、10%



注：截至2024年12月31日
资料来源：爱企查，浙商证券研究所

3.3 矿山机械：积极推进矿山一体化方案，有望助力盈利能力提升

积极推进矿用一体化解决方案，矿山机械有望带动公司盈利能力提升。公司矿山机械产品主要包括大马力推土机、大挖及矿挖、矿卡、大吨位装载机、平地机等。公司积极推进大推国产替代和出口，拓展大挖、矿挖及矿卡业务。公司有望通过自身矿山产品渠道协同及山东重工集团中国重汽和潍柴动力销售协同实现矿山机械产品销售。据我们测算，公

司大马力推土机、大挖、矿挖等产品在业绩中占据主导地位。非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等市场矿产资源丰富，未来公司矿山机械潜力大。未来随着矿山机械业务的发展，有望带动公司盈利能力的提升。

图34：山推股份矿山一体化解决方案：矿挖、矿卡、大推、装载机、平地机

资料来源：山推股份微信公众号，浙商证券研究所

3.4 配件：推、挖、装三大系列产品，自制率高成本优势显著

工程机械周期反转有望带动配件增长，配件自制率高有望提供成本优势。配件产品主要包括推土机、挖掘机、装载机、压路机、平地机等产品配件，形成后市场推、挖、装三大系列配件产品，涵盖履带链轨、工程机械四轮、液力变矩器、变速箱、驾驶室、金属结构件、保养件和易损件等。2024H1 公司工程机械配件及其他业务收入为 16.9 亿元（2023 年为 27.5 亿元），收入占比 26%，毛利率 12%。公司配件除公司内部配套以及满足公司产品后市场需求外，还向国内外各大工程机械主机厂配套。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表，公司配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。公司零部件自制率较高，有望提供成本优势。同时，目前工程机械行业反转逻辑加强，海外市占率提升，国内周期筑底复苏，有望带动公司配件业务增长。

图35：公司配件产品体系：已形成后市场“推、挖、装”三大系列配件产品

资料来源：山推E家商城，浙商证券研究所

3.5 降本控费：加大降本控费力度，助力盈利能力提升

多举措降本控费，助力盈利能力提升。公司通过利用集团集采及招标集采、设计工艺改善、原材料国产替代、自动化水平提升、费用节流管控等方式降本控费。2023年公司围绕11大类物料，以采购工程师为主线，通过统型、产品转移、打破独家、比例调整手段推进降本点子落地，充分借用集采优势，利用集团集采、招标集采，进行辅料、电气、标准件、销轴类、铸锻加工件类的集采与招标竞价。同时，从设计源头、工艺改善、原材料替代等方面出发，大力推进进口件国产化、原材料替代，进一步降低采购成本。例如，大马力用风扇泵进口力士乐转国产恒立，单台可降本45%。2023年公司实现降本1.54亿元。

4 超预期逻辑：挖掘机业务有望打开空间、提升估值

市场认为：①推土机市场空间相对有限；②市场担忧公司挖掘机业务能否做大做强。

我们认为：公司有望通过挖掘机业务发力，打开市场空间、提升公司估值。

- 1995年，公司与日本小松合资成立小松山推，主营挖掘机，具有近30年的挖掘机研制经验。2022年1月，公司减资退出小松山推，不再持有小松山推股权，并解除小松山推对于公司发展挖掘机业务的竞业限制。2024年12月12日晚，公司公告收购山重建机100%股权交割完成。据中国工程机械工业协会数据，2024年1-9月山重建机挖掘机市占率为4.03%。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。雷沃重工主要产品包括挖掘机、装载机及宽体矿卡等，2023年雷沃重工营业收入达50亿元。潍柴青岛将聚焦挖掘机、宽体矿卡两大业务。

- **①黄金内核：**“黄金内核”由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个研究中心协同，在潍柴发动机、林德液压件、山推传动件基础上专业匹配、改进、验证的动力传动系统总成，具有更省油、更高效、更可靠的独特优势。山推“黄金内核”系列产品：相同效率下，对标省油10%~15%；相同油耗

下，对标效率提高 15%以上；内核关键零部件三包期可延长至 5 年 1 万小时。同时，潍柴发动机具有高性价比和交付周期短等优势。

- **②配件自制：**公司的配件业务主要包括四轮一带、变速箱、变矩器、斗杆、动臂等。2023 年公司工程机械配件及其他收入为 27 亿元，收入占比达 26%，毛利率达 8.8%（2024H1 毛利率达 11.9%）。公司配件为国内外各大工程机械主机厂提供配套。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表，公司配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。公司配件自制率相对较高，有望为公司提供成本优势。
- **③渠道协同：**公司挖掘机产品有望借助推土机等产品渠道实现销售，目前公司国内外销售渠道布局完善，产品远销海外 160 多个国家和地区，现已发展 160 余家海外代理商。同时，公司挖掘机产品有望山东重工集团旗下潍柴动力、中国重汽等渠道实现协同销售。
- **④两端突破：**公司有望加大对矿挖、大挖和微挖的投产与销售，优化产品结构。

与众不同的认识：市场担忧挖掘机行业竞争相对激烈，公司挖掘机业务能否做大做强。我们认为公司通过收购山重建机有望在挖掘机业务领域发力，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，挖掘机业务未来可期。同时，公司挖掘机业务依托推土机销售渠道及山东重工集团平台优势和供应链优势，有望快速崛起。

与前不同的认识：此前公司业务主要聚焦于推土机业务，目前公司积极开拓挖掘机业务，我们认为有望打造公司第二成长曲线，打开市场空间、提升公司估值。

5 检验与催化

1、预期差的跟踪检验指标：

- **挖掘机业务：**公司挖掘机收入、销量、市占率。
- **推土机业务：**公司大马力推土机销量。
- **总体业务：**公司归母净利润增速、扣非归母净利润增速。

2、驱动股价上涨的催化剂：

- **挖掘机业务：**挖掘机收入、销量、市占率超预期；山东重工集团推进雷沃重工、潍柴青岛与山推股份挖掘机同业竞争问题的解决。
- **推土机业务：**大马力推土机销量超预期。
- **总体业务：**公司业绩超预期。
- **政策驱动：**宏观政策利好；地产、基建政策利好。

6 盈利预测与估值

6.1 关键假设与盈利预测

1）大推增长：据我们测算，预计 2024 年推土机收入占 29%；预计 2024-2026 年推土机收入 CAGR=8%，大马力推土机收入 CAGR=11%；预计 2024-2026 年推土机毛利率分别达 31.8%、32.3%、32.6%。

- **①收入：**公司大马力推土机有望在非洲、东南亚、南美、中东、澳大利亚等区域实现突破与增长。
- **②毛利率：**2020 年 1-9 月公司大马力推土机综合毛利率达 33.63%，高于公司推土机综合毛利率 26.15%。随着公司大马力推土机占比提升，有望助力公司推土机毛利率提升。

2）挖机发力：据我们测算，预计 2024 年挖掘机收入占 20%；预计 2024-2026 年挖掘机收入 CAGR=53%，其中出口收入 CAGR=67%，国内收入 CAGR=17%；预计 2024-2026 年挖掘机毛利率分别达 19.4%、20.1%、20.7%。

- **①收入：**公司挖掘机业务依托黄金内核、配件自制及渠道协同优势，积极拓展矿挖、大挖及微挖领域，有望快速崛起。
- **②毛利率：**山重建机主要负责挖掘机制造端，并通过山重建机及山推股份渠道实现国内外销售，销售产品主要为山推品牌挖掘机。山推股份收购山重建机有望实现产业链整合，进一步提升挖掘机业务的盈利能力。同时，未来随着挖掘机销量提升，规模效应逐步显现，公司挖掘机业务毛利率有望实现提升。

3）降本控费：2023 年公司实现降本 1.54 亿元。

- 公司加大降本控费力度，助力盈利能力提升。公司通过利用集团集采及招标集采、设计工艺改善、自动化水平提升、费用节流管控等方式实现降本控费。

4）工程机械配件及其他业务收入增长：据我们测算，预计 2024 年工程机械配件及其他收入占 24%；预计 2024-2026 年工程机械配件及其他收入 CAGR=25%；预计 2024-2026 年工程机械配件及其他收入毛利率分别达 9.0%、9.2%、9.4%。

- 公司零部件产品涵盖履带链轨、工程机械四轮、液力变矩器、变速箱、驾驶室、金属结构件、保养件和易损件等，形成山推后市场推、挖、装三大系列配件产品。据公司 2023 年 6 月 5 日投资者关系活动记录表，公司配件配套的主机厂有小松、雷沃、徐工、临工、柳工、中联、三一、山河智能等。目前工程机械行业反转逻辑加强，海外市占率提升，国内周期筑底复苏，有望带动公司配件业务增长。

6.2 估值分析与投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.25 亿、14.51 亿、18.95 亿元，同比增长 34%、42%、31%（2024-2026 年 CAGR 为 36%），1 月 14 日收盘价对应 PE 分别为 15、11、8 倍，低于行业平均水平，且 2025 年 PE 估值处于相对低位。维持“买入”评级。

图36：可比公司估值表：2025年山推股份PE估值为11倍，低于行业平均水平

可比公司估值表（数据更新至2025年1月14日）

代码	公司	市值（亿元）	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE				PB（LF）	ROE（平均）（2023）
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E		
600031.SH	*三一重工	1339	15.80	45.3	61.7	79.9	101.2	30	22	17	13	1.9	7%
000425.SZ	*徐工机械	894	7.57	53.3	63.8	80.3	102.0	17	14	11	9	1.5	10%
000157.SZ	*中联重科	614	7.08	35.1	40.8	53.0	66.1	18	15	12	9	1.1	6%
000528.SZ	*柳工	233	11.53	8.7	15.4	20.7	26.7	27	15	11	9	1.3	5%
	平均值	770	10.50	35.6	45.4	58.5	74.0	23	16	13	10	1.5	7%
000680.SZ	*山推股份	153	10.21	7.7	10.2	14.5	18.9	20	15	11	8	2.6	15%

注：*为浙商证券研究所覆盖标的；盈利预测采用Wind一致预测；柳工的PE估值暂不考虑柳工转债。
资料来源：Wind，浙商证券研究所

7 风险提示

- **基建、地产投资不及预期：**国内基建、地产投资不及预期，或导致公司国内工程机械销量与收入不及预期。
- **海外贸易摩擦风险：**海外部分地区的贸易摩擦相关风险或对公司出口造成影响，进而影响公司收入。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10192	14529	16593	21102
现金	3288	6183	4908	6816
交易性金融资产	152	131	175	153
应收账项	3397	4149	6388	7811
其它应收款	140	198	292	335
预付账款	366	484	622	785
存货	2170	2535	3345	4349
其他	679	849	862	853
非流动资产	3235	2867	2962	2917
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	513	485	494	497
固定资产	1317	1269	1274	1204
无形资产	412	408	404	400
在建工程	221	197	178	162
其他	772	508	612	653
资产总计	13427	17396	19554	24019
流动负债	7263	11606	12340	14909
短期借款	618	646	658	641
应付款项	5678	9105	10053	12385
预收账款	0	0	0	0
其他	967	1854	1629	1882
非流动负债	301	400	366	358
长期借款	50	50	50	50
其他	251	350	316	308
负债合计	7564	12006	12706	15267
少数股东权益	292	297	304	313
归属母公司股东权	5571	5093	6544	8439
负债和股东权益	13427	17396	19554	24019

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	349	1901	858	1879
净利润	768	1030	1458	1904
折旧摊销	202	104	108	111
财务费用	(5)	30	38	49
投资损失	(45)	(193)	(119)	(156)
营运资金变动	793	3400	(1635)	1150
其它	(1364)	(2472)	1008	(1180)
投资活动现金流	128	2476	(2123)	114
资本支出	117	(11)	(73)	(5)
长期投资	(378)	264	(50)	(55)
其他	390	2222	(2000)	174
筹资活动现金流	(482)	(1793)	(320)	(357)
短期借款	(92)	28	12	(17)
长期借款	50	0	0	0
其他	(440)	(1821)	(332)	(340)
现金净增加额	(4)	2583	(1585)	1635

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10541	14301	17494	21351
营业成本	8597	10935	13359	16353
营业税金及附加	59	77	98	118
营业费用	365	872	971	1046
管理费用	390	572	612	747
研发费用	458	858	909	1068
财务费用	(5)	30	38	49
资产减值损失	(64)	(120)	(147)	(180)
公允价值变动损益	2	1	1	1
投资净收益	45	193	119	156
其他经营收益	170	119	147	145
营业利润	800	1076	1557	2008
营业外收支	7	2	2	2
利润总额	808	1078	1559	2010
所得税	39	49	101	106
净利润	768	1030	1458	1904
少数股东损益	3	5	7	9
归属母公司净利润	765	1025	1451	1895
EBITDA	989	1073	1536	1981
EPS（最新摊薄）	0.51	0.68	0.97	1.26

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	5.43%	35.67%	22.33%	22.04%
营业利润	14.48%	34.45%	44.69%	28.97%
归属母公司净利润	21.16%	33.88%	41.61%	30.58%
获利能力				
毛利率	18.44%	23.53%	23.64%	23.41%
净利率	7.29%	7.20%	8.33%	8.92%
ROE	14.63%	19.22%	24.94%	25.29%
ROIC	11.63%	15.36%	17.79%	18.92%
偿债能力				
资产负债率	56.34%	69.02%	64.98%	63.56%
净负债比率	10.16%	6.84%	6.69%	5.34%
流动比率	1.40	1.25	1.34	1.42
速动比率	1.10	1.03	1.07	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.93	0.95	0.98
应收账款周转率	3.35	3.86	3.46	3.18
应付账款周转率	4.83	4.24	3.83	4.13
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.68	0.97	1.26
每股经营现金	0.23	1.27	0.57	1.25
每股净资产	3.71	3.39	4.36	5.62
估值比率				
P/E	20.01	14.95	10.56	8.08
P/B	2.75	3.01	2.34	1.82
EV/EBITDA	5.19	9.54	7.49	4.84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn